ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Kaserer, Christoph; Burghof, Hans-Peter; Prothmann, Felix; Schiereck, Dirk; Inderst, Roman

Article

Krise des Bankensystems: zu viel Finanzinnovationen, zu wenig Regulierung?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Kaserer, Christoph; Burghof, Hans-Peter; Prothmann, Felix; Schiereck, Dirk; Inderst, Roman (2008) : Krise des Bankensystems: zu viel Finanzinnovationen, zu wenig Regulierung?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 61, Iss. 21, pp. 3-15

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/164609

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Krise des Bankensystems: Zu viel Finanzinnovationen, zu wenig Regulierung?

Hat die heutige Finanzmarktkrise instabile Marktmechanismen oder mangelnde Regulierung als Ursache? Welche Lehren sind aus ihr zu ziehen?

Mangelnde Regulierung und Moral-Hazard-Probleme

Die Welt hat im Oktober 2008 eine Erschütterung des Finanzsystems erlebt, wie sie zuletzt vielleicht in den Jahren 1974 oder gar 1931/33 vorkam. Allein in den Monaten September und Oktober fiel der Wert des europäischen Bankenindex DJ Stoxx Bank um ein Drittel und gemessen am Indexstand Ende Juni 2007, also vor dem Ausbruch der so genannten »Subprime-Loan«-Krise, konnte man sogar einen Rückgang von 61% verzeichnen. Damit einher ging ein »schwarzer Oktober« für die Aktienmärkte mit einer Kombination aus extrem gestiegener Volatilität und außergewöhnlich hohen Kursrückgängen und ein beinaher Zusammenbruch der Interbankenmärkte.

Vor dem Hintergrund dieser dramatischen Ereignisse haben zahlreiche Regierungen aus den OECD-Staaten milliardenschwere Hilfspakete für die heimische Bankenindustrie ins Leben gerufen, mit den entsprechenden zu erwartenden Kosten für die Steuerzahler. Im Folgenden sollen daher die Gründe, die zu dieser Krise geführt haben, etwas näher beleuchtet werden. Insbesondere soll gezeigt werden, dass die Kombination aus einem Regulierungsversagen und einem ungelösten Moral-Hazard-Konflikt bei Finanzinstitutionen ursächlich für diese Entwicklung war.

Finanzinnovationen verbessern die Risikoallokation

Seit mehr als einem Jahrzehnt lässt sich auf den internationalen Finanzsystemen ein starker Trend zur Disintermediation erkennen. Der Unternehmenssektor, insbesondere in den kontinentaleuropäischen Ländern, erschließt sich immer mehr kapitalmarktnahe Finanzierungsquellen, womit die Bedeutung von Finanzintermediären in der Unternehmensfinanzierung zurück gedrängt wird. Gleichzeitig gab es im Bankensektor einen starken Trend zur Verbriefung von Kreditforderungen, womit die Dynamik der Disintermediation weiter verstärkt wurde. Bei solchen Verbriefungen, allgemein bekannt als forderungsbesicherte Wertpapiere oder Asset Backed Securities (ABS), erwirbt der Investor einen Finanztitel, dessen Zahlungsstrom durch die Zahlungsströme der in diesem Titel – direkt oder indirekt – verbrieften Forderungen determiniert wird. In der Praxis erfolgt dabei überwiegend ein so genannter synthetischer Forderungsverkauf, was bedeutet, dass die Forderungen in der Bilanz der Bank bleiben, aber das Adressenausfallrisiko über Credit Default Swaps (CDS) an einen Dritten weitergereicht wurde. Als eine der ältesten Erscheinungsformen solcher ABS können die in Deutschland mit einem Erlass Friedrichs des Großen aus dem Jahre 1769 eingeführten Pfandbriefe betrachtet werden. Sie sind insoweit nichts neues, wenngleich man in den letzten Jahren den Eindruck gewinnen musste, dass der Phantasie in der Ausgestaltung dieser Finanztitel kaum Grenzen gesetzt sind.

Es soll hier gar nicht der Versuch unternommen werden, alle existierenden Spielarten solcher verbriefter Forderungen darzustellen. Im Zusammenhang mit der aktuellen Finanzmarktkrise sei lediglich erwähnt, dass Credit Default Obligations (CDOs) und (Residential) Mortgage Backed Securities ((R)MBS) eine besondere Rolle spielen. Bei ersteren handelt es sich um Verbriefungen von beliebigen, teilweise heterogenen Kreditforderungen, bei letzteren um die Verbriefung von Forderungen aus Immobilienfinanzierungen.

Grundsätzlich muss man festhalten, dass die Entstehung solcher Finanzprodukte unabhängig von regulatorischen Überle-

Christoph Kaserer*

* Prof. Dr. Christoph Kaserer ist Inhaber des Lehrstuhls für BWL, Finanzmanagement und Kapitalmärkte an der Technischen Universität München.

gungen durchaus nahe liegend ist. Sie erlauben es Finanzintermediären, ihre Forderungsportfolios besser zu steuern und nicht systematische Risiken zu diversifizieren. Ohne solche MBS wäre etwa ein regional tätiger Immobilienfinanzierer auf Gedeih und Verderb der regionalen Immobilienkonjunktur ausgeliefert. Umgekehrt sind diese Produkte auch für die Käuferseite, also für die Investoren, interessant, weil diese damit ebenfalls ihre Portfolios besser diversifizieren können.

Der Verbriefungstrend wurde durch Regulierungsarbitrage angeheizt

Es ist nun für die Einschätzung der für die Finanzmarktkrise ursächlichen Entwicklungen wichtig, darauf hinzuweisen, dass der schon seit Jahren zu beobachtende Verbriefungstrend keineswegs nur durch die eben beschriebene Verbesserung der Risikoallokation getrieben war, sondern dass hierfür auch Regulierungsarbitrage ursächlich war. Hierzu muss man sich vor Augen halten, dass die von einer Bank vergebenen Kredite nach den geltenden Eigenkapitalvorschriften zu unterlegen waren. Unter dem Regelwerk Basel I, welches in vielen Ländern noch heute gültig ist (lediglich die Europäische Union hat Basel II mittlerweile endgültig umgesetzt), galt für Kredite eine Eigenkapitalunterlegung von 8%, sofern nicht gewisse adressenabhängige Ausnahmetatbestände in Frage kamen. Würde dieses Kreditportfolio allerdings verbrieft werden, so bestand, insbesondere unter Basel I, in vielen Ländern die Möglichkeit, die Eigenkapitalunterlegung deutlich unter 8% zu drücken, und zwar selbst dann, wenn die Käufer dieser Wertpapiere wiederum Banken waren.[1] Noch massiver wird der Verbriefungsanreiz dann, wenn als Käufer institutionelle Investoren auftreten, die ihrerseits nicht den bankaufsichtsrechtlichen Eigenkapitalunterlegungsvorschriften unterliegen. In diesem Falle zeigen verschiedene Beispielrechnungen, dass die Eigenkapitalunterlegung deutlich unter 5% – und teilweise sogar unter 1% – gedrückt werden konnte, weil die emittierende Bank (Originator) dann das von ihr zurückbehaltene »First Loss Piece« in der Größenordnung von bis zu 5% der Emission direkt auf ihr Eigenkapital anrechnen musste. Es ist insoweit auch kein Zufall, dass ausländische Banken, Versicherungen und Hedgefonds als Käufer von verbrieften Forderungen eine große Rolle gespielt haben. Der aufsichtsrechtliche Sonderstatus von Investmentbanken in den USA hat in diesem Zusammenhang ebenfalls eine wichtige Rolle gespielt.

Insgesamt kann man also sagen, dass es im Bankensektor einen massiven regulatorischen Anreiz gegeben hat, über die Verbriefung von Kreditportfolios das regulatorisch geforderte Eigenkapital zu reduzieren. Damit konnten Banken ihren Verschuldungsgrad noch weiter steigern und als Konsequenz ihre Eigenkapitalrenditen.

Die unterschätzte Sprengkraft von Moral-Hazard-Problemen

Was hat nun dazu geführt, dass eine schon seit langem zu beobachtende Entwicklung die in der Finanzmarktkrise zu Tage getretene Sprengkraft entfalten konnte? Hier ist das Ineinandergreifen von mehreren Moral-Hazard-Problemen zu beachten. Erstens ist natürlich die Frage zu stellen, warum Banken überhaupt ein solches massives Interesse hatten, ihren Leverage zu steigern. Aus der Sicht von Managern, deren Bezahlung über Aktienoptionen – oder ähnliche Bonussysteme – asymmetrisch von der Aktienkursentwicklung abhängt, mag dieser Versuch, die Werte ihrer Boni zu erhöhen, nachvollziehbar sein. Aus Sicht der Aktionäre ist er es jedenfalls nicht ohne weiteres. Insofern ist die aktuelle Finanzmarktkrise ein deutlicher Hinweis auf ein Versagen der Corporate Governance im Bankensektor.

Zweitens ist zu beachten, dass dem oben beschriebenen Trend zur Verbriefung insoweit Grenzen gesetzt sind, als der Käufer bei seiner Kaufentscheidung die Qualität des Kreditportfolios berücksichtigen wird. Allerdings verfügt er nicht über dieselben detaillierten Informationen wie die emittierende Bank. Da ihm diese Informationsasymmetrie bewusst ist, wird seine Zahlungsbereitschaft davon abhängen, in welchem Maße die Bank selbst noch einen Teil dieser Kreditportfolios hält und damit glaubwürdig signalisiert, dass sie bei den dahinter liegenden Kreditvergabeentscheidungen eine entsprechende Vorsicht walten hat lassen. In der Praxis hat dies dazu geführt, dass die Kreditportfolios in mehrere Tranchen von Wertpapieren zerlegt wurden. Die erste Tranche (AAA) bekam nach dem üblichen Wasserfallprinzip die höchste Rangordnung zugeteilt, am Ende dieser Rangordnung stand die so genannte Equity-Tranche, welche von der emittierenden Bank gehalten wurde.

Es hat sich nun bei den für die Finanzmarktkrise mit ursächlichen Verbriefungen von amerikanischen Immobilienkrediten zweierlei gezeigt. Zum einen wurde – nicht zuletzt wegen der sich verbessernden Ratings (z.B. aufgrund der steigenden Immobilienpreise) und wegen des Auftretens von Hedgefonds auf der Käuferseite – die bei der Bank verbleibende Equity-Tranche immer kleiner. Damit ist natürlich der Anreiz für die Bank, über einen wirksamen Screeningprozess nur solche Kredite zu vergeben, deren durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit einen kritischen Wert nicht überschreitet, kleiner geworden. Zum anderen war es für die Banken damit aber folgerichtig, ihre Kreditvergaberichtlinien zu entschärfen. Dies hat letztlich dazu geführt, dass die durchschnittliche Qualität der in solchen Wertpapieren verbrieften Kredite gesunken ist. Da sowohl Bankmitarbeiter als

[1] In der Literatur geht man derzeit davon aus, dass dieser Anreiz zur Regulierungsarbitrage innerhalb des Bankensektors mit der Implementierung von Basel II verschwinden wird.

auch externe Kreditvermittler eine Bonus- oder Provisionszahlung genau dann erhalten, wenn sie einen Kredit vermitteln, wurde eine Spirale in Gang gesetzt, welche das Kreditvergabevolumen massiv erhöht hat bei – logischerweise – gleichzeitig sinkender Kreditqualität.

Die entscheidende Frage an dieser Stelle ist natürlich, warum es den Banken möglich war, ihre Equity-Tranche deutlich zu reduzieren, ohne dass sich dies derart deutlich auf den Verkaufserlös der Wertpapiere ausgewirkt hat, so dass eine Veräußerung nicht mehr attraktiv gewesen wäre. An dieser Stelle muss man sich nun den Ratingagenturen zuwenden. Diese sind insoweit wichtig, als sie über die Vergabe der Ratings an die verschiedenen Tranchen darüber entscheiden, zu welchen Preisen diese am Markt platziert werden können. Im Unterschied zu dem, was gelegentlich in der Presse geschrieben wird, beruhte das Geschäftsmodell der Ratingagenturen immer schon darauf, dass ihre Erträge hauptsächlich von den Emittenten der beurteilten Wertpapiere kamen. Insoweit gab es bei Ratingagenturen immer schon das Problem, dass sie einem Interessenskonflikt ausgesetzt waren. Wenn sie allerdings dem Interesse des Emittenten, sich ein gutes Rating zu kaufen, nachgegeben hätten, wäre das am Markt früher oder später bemerkt worden und die von dieser Agentur vergebenen Ratings hätten keinen Wert mehr gehabt. Diese Agentur wäre somit vom Markt verschwunden.

Insoweit sagt die ökonomische Theorie, dass ein solcher Markt für Ratings funktionieren kann, weil die Ratingagentur genau weiß, dass sie nur dann überleben kann, wenn ihre Ratings als zuverlässig betrachtet werden. Sie baut sich, um in der Sprache der ökonomischen Theorie zu bleiben, ein Reputationskapital auf, welches sich letztlich in ihrem Unternehmenswert widerspiegelt. So lange die Mitarbeiter der Ratingagentur über die richtigen Anreize verfügen, werden sie kein Interesse haben, durch gekaufte Ratings dieses Reputationskapital aufs Spiel zu setzen.

Obwohl hier ein abschließendes Urteil noch nicht möglich ist, schein es, nach dem, was man in der Presse liest, nicht ausgeschlossen zu sein, dass es bei den Ratingagenturen eine Fehlsteuerung aufgrund falscher Bonussysteme gegeben hat. Da die Planungshorizonte von in diesen Agenturen tätigen Managern und ihren Aktionären sich wohl deutlich unterscheiden dürften, wird das Risiko eines Verlustes des Reputationskapitals vom Manager weniger stark gewichtet als vom Aktionär. Insofern müssen die Aktionäre dafür sorgen, über geeignete Anreizsysteme diesen Interessenskonflikt zu reduzieren. Möglicherweise wurde diesem Problem nicht genügend Beachtung geschenkt; sofern dies tatsächlich der Fall war, muss man wohl von einer mangelhaften Corporate Governance auch bei den Ratingagenturen ausgehen.

Eine abschließende Beurteilung der Rolle der Ratingagenturen wird allerdings erst dann möglich sein, wenn zuverlässige Zahlen über die Ausfallraten der diesen Wertpapieren zugrunde liegenden Kredite vorliegen werden. Dies wird noch einige Jahre dauern. Man darf nämlich nicht vergessen, dass Ratings Ausfallrisiken und nicht Liquiditätsrisiken abbilden. Die Kurseinbrüche, die wir in den letzten Monaten bei vielen dieser verbrieften Produkte gesehen haben, sind aber zunächst mal Ausdruck eines Liquiditätsrisikos, also einer austrocknenden Nachfrage am Kapitalmarkt. Diese Liquiditätsengpässe sind eine typische Begleiterscheinung von Finanzmarktkrisen; die derzeit zu beobachtenden Preise dieser Wertpapiere müssen daher nicht notwendigerweise eine faire Schätzung ihres Ausfallrisikos darstellen. Insoweit wird man erst bei Fälligkeit der verbrieften Kredite wissen, wie verzerrt die von den Ratingagenturen abgegebenen Bonitätseinschätzungen tatsächlich waren.

Schließlich ist in der ganzen Betrachtung noch ein weiteres Moral-Hazard-Problem zu berücksichtigen. Das Auftreten von Hedgefonds als Käufer der Equity Tranchen hat dazu geführt, dass Banken ihre Kreditprüfungsanstrengungen gesenkt haben. Warum wurden von diesen aber Preise bezahlt, die letztlich für die Banken diesen massiven Anreiz zur Steigerung ihrer Verbriefungsaktivitäten gesetzt haben? An dieser Stelle ist nun wiederum zu beachten, dass die Manager von Hedgefonds – im Unterschied zu jenen von Private-Equity-Fonds – ihre Gewinnbeteiligung typischerweise im Quartalsrhythmus und auf der Basis von Änderungen von Fondsbuchwerten bekommen. Bei mäßigen Beteiligungen der Fondsmanager an den Eigenmitteln des Fonds handelt es sich letztlich um ein optionsähnliches Bonusinstrument, welches natürlich die bekannten Anreize zur Steigerung des geschäfts- und finanzpolitischen Risikos des Fonds beinhaltet.

Die entscheidende Frage ist hier, warum die Investoren dieser Fonds diese Moral-Hazard-Risiken akzeptiert haben. Da es sich hierbei vornehmlich um institutionelle Investoren, insbesondere Pensionsfonds und Versicherungen, handelt, stellt sich die Frage, inwieweit diese Investoren mit der Anlage in solche Fonds tatsächlich die Interessen ihrer Versicherten und ihrer Eigentümer im Auge hatten. Letztlich liegt hier ein analoges Problem wie bei den Banken vor, dass nämlich die Manager – nicht zuletzt aufgrund ihrer Bonussysteme – einen Anreiz zur Steigerung der Eigenkapitalrenditen haben, und zwar auch dann, wenn diese mit der Steigerung geschäfts- oder finanzpolitischer Risiken einhergeht.

Marktversagen oder Staatsversagen?

Abschließend stellt sich die Frage, ob die heutige Finanzmarktkrise als ein Krisensymptom instabiler Marktmechanismen oder Folge einer Regulierung war, welche massive Anreize zur Regulierungsarbitrage gesetzt hat. Sicherlich ist es schwierig

eine eindeutige Antwort auf diese Frage zu geben. Festzuhalten ist zunächst, dass die gesamte Problematik sich in dem bei weitem am stärksten regulierten Wirtschaftssektor, nämlich dem Bankensektor, entwickelt hat. Regulierungsversagen spielte eine entscheidende Rolle bei der Entfachung dieser Krise. Dass Verbriefungen durch Regulierungsarbitrage begünstigt werden, ist schon seit längerem ein Allgemeinplatz, den man auch in diversen Publikationen von Aufsichtsbehörden nachlesen kann. Zudem waren die Entwicklungen auf dem Markt für Forderungsverbriefungen, insbesondere bei den amerikanischen RMBS, nicht erst seit dem Ausbruch der Krise bekannt. Die massiven Moral-Hazard-Probleme, die ihren Ausdruck in Drückerkolonnen fanden, die jedem Amerikaner den Traum von eigenen Haus versprachen wahr zu machen, mussten den amerikanischen Aufsichtsbehörden spätestens seit dem Jahr 2006 bekannt gewesen sein. Selbiges gilt übrigens auch für die europäischen Aufsichtsbehörden, die wohl genau mussten, in welchem massiven Umfang Verbriefungsinstrumente auch von den europäischen Banken genutzt wurden. Insoweit dient die Finanzmarktkrise keinesfalls als Beleg dafür, dass wir noch mehr Regulierung brauchen. Viel mehr muss man sich fragen, wie man Regulierung intelligenter gestalten kann und wie man insbesondere die Aufsichtsqualität verbessern kann. Am Rande sei hier noch erwähnt, dass unter makroökonomischen Gesichtspunkten die Geldpolitik der Federal Reserve Bank wohl ihren Teil zur Befeuerung dieser Krise beigesteuert hat.

Freilich ist dieses Staatsversagen nicht die einzige Erklärung für das Entstehen der aktuellen Krise. Vielmehr brauchte es als zusätzliche Ingredienzien das Ineinandergreifen mehrerer Moral-Hazard-Probleme bei verschiedenen Kapitalmarktakteuren. Hier stellt sich insbesondere die Frage, warum die Kapitalmärkte nicht dafür gesorgt haben, effektivere Kontrollsysteme, insbesondere Anreizsysteme, in den betroffenen Unternehmen zu implementieren. Ob hier eine Fehlregulierung der Corporate Governance vorliegt, oder ob es tatsächlich um ein Marktversagen geht, kann hier nicht näher diskutiert werden. Jedenfalls wird es interessant sein zu beobachten, inwiefern der Kapitalmarkt in dieser Hinsicht reagiert. Zu befürchten ist allerdings, dass diese Reaktionen nicht besonders massiv ausfallen werden, weil die Finanzmarktkrise ja auch gelehrt hat, dass sich im Finanzsektor Verluste unternehmerischer Entscheidungen schnell und in großem Umfange sozialisieren lassen. Da dieses Problem wegen die externen Effekte, die durch einen Zusammenbruch des Finanzmarktsystems erzeugt werden, nicht ohne weiteres lösbar ist, wird man vermutlich nicht darum herumkommen, insbesondere solche Banken, die für die Stabilität unseres Finanzsystems von entscheidender Bedeutung sind, einer stärkeren und international koordinierten Aufsicht zu unterstellen. Dafür könnte man dann aber umgekehrt die große Zahl von kleinen, nicht systemrelevanten Banken aufsichtsrechtlich massiv entlasten.

Hans-Peter Burghof*

Felix Prothmann**

Unzureichendes Aufsichtshandeln

Wenn man aus der aktuellen Finanzkrise bereits etwas gelernt hat dann dieses: Sündeböcke sind etwas sehr nützliches. Wer sie reitet, erreicht gleich ein ganz anderes moralisches Niveau, von dem aus man trefflich anderen alle Schuld zuschieben und sich selbst sorgfältig exkulpieren kann. Solche Sündenböcke haben wir in den vergangenen Monaten einige kennen gelernt. Die Manager und Mitarbeiter der Finanzindustrie zählen dazu, und dies häufig in gänzlich undifferenzierter Breite. Ein anderes Feld sind die verschiedenen Innovationen der vergangenen Jahre in der Finanzindustrie. Beide gehören, so der öffentliche Tenor, verboten.

Tatsächlich spielt die Suche nach Verantwortlichkeiten und Zusammenhängen eine wichtige Rolle bei der Aufarbeitung von Krisen. Denn schließlich möchte man wenigstens den einen Nutzen aus ihnen ziehen: Dass man für künftige Probleme besser gerüstet ist. Leider stellen sich solche Verantwortlichkeiten aber oft nicht mit der für den breiten öffentlichen Diskurs im Vorfeld von Wahlen gewünschten Eindeutigkeit heraus. Gerade die aktuelle Finanzmarktkrise ist durch ein komplexes Ursachenbündel gekennzeichnet, aus dem sich ein jeder seine Ursachenscheibe herausschneiden kann. So wird der Monetarist die Schuld bei der exzessiven Geldpolitik der USA suchen, der neoklassisch gebildete Finanzwirtschaftler bei nicht-stabilen Korrelationen, der neoinstitutionalistisch geprägte Finanzwirtschaftler dagegen bei fehlerhaften Anreizstrukturen. Der Etatist in seiner gemäßigten Form macht eine mangelhafte Regulierung verantwortlich, in seiner extremen Form aber die marktwirtschaftlichen Freiheiten überhaupt, wo er sich dann mit dem Sozialisten trifft, der sich wiederum in der morali-

* Prof. Dr. Hans-Peter Burghof ist Inhaber des Lehrstuhls für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen der Universität Hohenheim.
** Felix Prothmann ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen der Universität Hohenheim.

schen Verurteilung eines exzessiven Erwerbsstrebens von Wirtschaftssubjekten, auch Gier genannt, mit dem Moraltheologen verbündet sieht. An all diesen Argumenten (und einigen anderen mehr) ist etwas dran. Aber wer sind dann die wirklich Verantwortlichen, und wo muss man ansetzen, um derartige krisenhafte Entwicklungen in Zukunft auszuschließen?

Die öffentliche Reaktion auf eine solche Komplexität ist begreiflich, aber nicht hilfreich: Man möchte Strukturen, die man begreifen kann. Da schwingt ein gehöriges Maß an Sozialromantik mit, die Sehnsucht nach der guten alten Zeit, sei diese Idylle nun bürgerlicher oder sozialistischer Natur. Ein erster Schritt dahin ist das Verbot von Wetten auf fallende Kurse, so genannte Leerverkäufe, bei Aktien finanzwirtschaftlicher Unternehmen. Nicht die negativen Perspektiven für die wirtschaftliche Entwicklung einzelner Unternehmen oder der ganzen Wirtschaft sind das Problem, sondern, dass Händler diese durch ihr Handeln preiswirksam werden lassen. Diesen Spielverderber muss das Handwerk gelegt werden. Ob als nächster Schritt ein marxistisch oder auch christlich-philosophisch begründetes Spekulationsverbot oder gleich das kanonische Zinsverbot angezeigt ist, wird noch diskutiert.

Wie konnte es zu einer solchen rückgewandten Innovationsfeindlichkeit kommen? Tatsächlich stellt sich bei einigen der Innovationen der letzten Jahre, zumindest in ihrer gegenwärtigen Ausgestaltung, die Frage nach ihrem gesamtwirtschaftlichen Nutzen, obwohl diesen Innovationen in aller Regel eine ausgezeichnete wirtschaftliche Idee zugrunde liegt. Aber wie bei vielen Innovationen bedarf es einer Phase des Lernens, der Erfahrungsbildung, Ausgestaltung und Anpassung an die Bedürfnisse der Gesellschaft, ehe aus einer gut gemeinten Idee wirklich etwas Gutes wird. Um es an einem populären Beispiel zu sagen: Auch die ersten Automobile waren bestenfalls gut gemeinte Alternativen zu den traditionellen Fortbewegungsmitteln, wenig ausgereift und unter den damaligen regulatorischen Rahmenbedingungen ausgesprochen gefährlich. Vielleicht wird der Finanzindustrie gerade ihre hohe Innovationsrate zum Verhängnis: Zu viele unausgereifte Innovationen zur gleichen Zeit entfalten eine verheerende Gesamtwirkung auf die wirtschaftliche Entwicklung und stellen damit den Wert von Innovationen prinzipiell in Frage.

Im Einzelnen: Die zentrale Innovation der letzten Jahrzehnte auf den Finanzmärkten war die Entwicklung immer neuer Generationen derivativer Finanztitel. Alle relevanten und messbaren ökonomischen Risiken wurden isoliert und in Isolation handelbar gemacht. Das Volumen dieser Märkte überschritt bald den Handel in den ihnen zugrunde liegenden Basiswerten um ein Vielfaches und wuchs über viele Jahre stürmisch an. Diese Titel sind an erster Stelle ein Instrument des Risikomanagements. Sie ermöglichten den Unternehmen, sich von allen Risiken zu trennen, die zu halten aus Gesichtspunkten der Risikodiversifikation oder der Möglichkeit der Einflussnahme auf den Risikoeintritt und das Ergebnis nicht sinnvoll ist. Daneben waren derivative Finanztitel ein kostengünstiges Instrument für Arbitrage- und Spekulationsgeschäfte. Diese beiden zusätzlichen Motive für den Handel mit Derivaten sind durchaus auch im Interesse der eigentlichen Nutzer, d.h. der Unternehmen, die damit Risiken hedgen wollen. Sie schaffen zusätzliche Liquidität und sorgen für einen fairen Preis. Spekulanten und Arbitrageure sind, und hierüber herrscht in den Wirtschaftswissenschaften ein breiter Konsens, im Kontext funktionierender Kapitalmärkte also keineswegs überflüssig, sondern ausgesprochen nützlich. Ohne sie könnten Kapitalmärkte kaum funktionieren.

Instrumente für einen Kreditrisikotransfer

Für die aktuelle Krise sind insbesondere solche Instrumente verantwortlich, die einen Kreditrisikotransfer ermöglichen. Hierbei handelt es sich nicht ausschließlich um derivative Produkte: In den verschiedenen kreditbasierten Varianten von Asset-backed Securities (ABS) können Kreditrisiken sowohl auf derivativem Wege als auch durch tatsächlichen Kreditverkauf einfließen. Das Prinzip ist aber meist identisch: Kreditrisiken aus vielen Einzelkrediten werden gepoolt und auf diesen Pool in mehreren Tranchen Wertpapiere geschrieben. Dabei unterscheiden sich die Wertpapiere im Bedienungsrang. Die ersten Ausfälle im Pool belasten die unterste, so genannte Equity-Tranche. Erzeugt der Pool noch weniger Cashflow, werden auch die Tranchen im mittleren Rang, so genannte Junior-Tranchen, betroffen. Und nur bei einer extrem schlechten Performance des Pools trifft es auch die Bedienungsrang ganz vorne stehenden Senior- und Supersenior-Tranchen. Dies ist aber bei einem gut diversifizierten Pool nahezu ausgeschlossen. Dementsprechend vergaben Ratingagenturen für diese besten Tranchen auch die höchsten Bonitätsnoten.

Während das Pooling die klassischen Probleme der adversen Selektion beim Kreditrisikotransfer einschränkten sollte, diente das Tranching nach allgemeinem Verständnis einem doppelten Zweck. Einerseits ermöglicht es, Investoren mit unterschiedlicher Risikopräferenz anzusprechen. Anderseits sollten in dieser Struktur die Anreizprobleme des Kreditrisikotransfers eingefangen werden. Durch einen entsprechenden Rückbehalt der Originatoren wäre zu gewährleisten gewesen, dass diese nicht leichtfertig Kredite vergeben und die vergebenen Kredite auch nach dem dann nur partiellen Risikotransfer auch noch sachgerecht überwachen (vgl. ausführlich etwa Sabine Henke, Anreizprobleme beim Transfer der Kreditrisiken aus Buchkrediten, Duncker & Humblot, Berlin 2002). Nicht in ihren schlimmsten Träumen hätten sich die mit diesen Fragen beschäftigten Ökonomen vor-

stellen können, dass die Ratingagenturen ihre Bestnoten verteilen und damit diese Papiere für einen unbedenklichen weltweiten Handel freigeben könnten, ohne überprüft zu haben, dass eine angemessene Anreizstruktur gewährleistet ist. Dies wäre genauso unsinnig gewesen, wie eine große Anzahl von Autos für den Straßenverkehr zuzulassen, ohne vorher festzulegen, auf welcher Straßenseite zu fahren ist. Aber genau dies ist geschehen.

Versagen bei der Evaluierung der Anreizstrukturen

Worin liegt also der Fehler: In den Innovationen des Kreditrisikotransfers an sich oder doch nicht eher im Umgang mit diesen neuen Produkten? Dabei ist nicht nur den Ratingagenturen ein Versagen bei der Evaluierung der Anreizstrukturen anzulasten. Auch die staatlichen Regulierungsbehörden müssen sich fragen lassen, warum sie den Erwerb solcher Positionen allein auf der Grundlage des Urteils der Ratingagenturen zuließen. Dass die strengen regulatorischen Vorgaben für das eigene Kreditgeschäft nicht galten, da es sich ja um Wertpapiere handelte, kann die Bankenaufsicht kaum entlasten. Wenn sie sachgerecht handeln will, muss sie sich an den tatsächlichen ökonomischen Sachverhalten und nicht an rechtlichen Kategorien orientieren und letztere gegebenenfalls flexibel anpassen. Dass die Aufsicht in einigen Fällen sogar zuließ, dass diese Risiken in bestimmten Konstruktionen sich nicht in den Jahresabschlüssen der erwerbenden Banken niederschlugen und nicht mit aufsichtlichem Eigenkapital zu unterlegen waren, macht die Aufsicht mitverantwortlich für einige besonders krasse Schadensfälle gerade in Deutschland. Auf diesem Wege wurde die Verbriefung von Kreditrisiken ein zentrales Instrument der Aufsichtsarbitrage, d.h., der Umgehung aufsichtsrechtlicher Vorgaben, was dem hitzigen Wachstum der Verbriefungsmärkte eine weitere Dynamik vermittelte.

Hätte die Krise bei sachgerechtem Aufsichtshandeln und funktionierenden Ratingagenturen vermieden werden können? Wohl nicht. Aber das Ausmaß der Krise wäre deutlich geringer ausgefallen, die Bewältigung wahrscheinlich wesentlich leichter. Denn die Krise hätte sich weitgehend auf bestimmte Segmente des amerikanischen Immobilien- und Bankenmarkts beschränkt und sich nicht in dieser Weise zu einer globalen Vertrauenskrise der Finanzmärkte auswachsen können. Mit Blick auf die Zukunft ist festzuhalten, dass sowohl die Institution der Ratingagentur als auch die Aufsicht als Institution in den zentralen Fokus der Gestaltungsüberlegungen für eine neue, sicherere Finanzmarktordnung gehören. Das Verbot bestimmter Produkte des Kreditrisikotransfers dagegen kann dem Problem kaum abhelfen, da ein vergleichbares Versagen der Institutionen sich auch an beliebigen anderen Produkten erproben lässt, die zu erfinden die Phantasie der Marktteilnehmer kaum unterlassen wird.

Unter den Innovationsbegriff im weitesten Sinne lassen sich auch die modernen Vergütungs- und Anreizsysteme für die Mitarbeiter und Vorstände von Banken fassen. Auch hier ist die Grundidee ausgezeichnet: Der Lohn soll sich an der Leistung für die Auftraggeber orientieren, um positive Leistungsanreize zu setzen. Versteht man unter diesen Auftraggebern allein die Eigentümer des Unternehmens, muss die Entlohnung an den Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswerts geknüpft sein, was eine Bezugnahme auf die Entwicklung des Aktienkurses nahe legt. Aus gesellschaftspolitischer Perspektive lässt sich die letztgenannte Einschränkung sicher hinterfragen: Jedes Unternehmen handelt in einem bestimmten gesellschaftlichen Kontext und muss daher die Konsequenzen seines Handelns für eine Vielzahl von Stakeholdern berücksichtigen. In der Praxis sehr viel relevanter ist aber die Frage, wie man den Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswerts abbildet. Hier bestehen erhebliche informationelle Probleme: Rührt ein Erfolg tatsächlich aus einer überlegenen Leistung, oder steht dahinter nur eine exzessive Risikoübernahme? Und wie dauerhaft sind die erzielten Erfolge. Die gängigen Anreizsysteme waren in dieser Hinsicht wenig erfolgreich. Sie führten vielfach zu einer überzogenen Orientierung an kurzfristiger Gewinnerzielung, für die auch unverhältnismäßige Risiken gerne eingegangen wurden. Dabei spielt auch die gewachsene Notwendigkeit eine Rolle, die Kapitalmärkte häufig und zeitnah mit Ergebnisinformationen, vorzüglich mit Erfolgsmeldungen, zu versorgen, um von diesen nicht über die Refinanzierungskosten abgestraft zu werden.

Überzogenen Anreizstrukturen

Die überzogenen Anreizstrukturen gerade im Investmentbanking in Verbindung mit der Myopia der Kapitalmärkte dürften die zweite wesentliche Ursache für das Ausmaß der aktuellen Krise sein. Sie sind mitverantwortlich für die Bereitschaft insbesondere der Investmentbanken, mit einem immer höheren Leveragegrad und damit ohne einen ausreichenden Sicherheitspuffer zu agieren, um die Eigenkapitalrentabilität zu steigern. Auf das damit einhergehende Aufsichtsversagen wurde bereits eingegangen. Damit sind aber weder das Prinzip einer leistungsorientierten Entlohnung noch das einer ausreichenden Information der Kapitalmärkte grundsätzlich in Frage gestellt. Aber über das »wie« wird man sich verstärkt Gedanken machen müssen, um die Fehler der Vergangenheit zu vermeiden, die ja auch den Eigentümern der Unternehmen als eigentlichen Nutznießern dieser Prinzipien großen Schaden zugefügt haben. Ob allerdings eine intervenierende staatliche Einheit hier besser und schneller lernen kann als die Märkte selbst, erscheint eher zweifelhaft.

In diesem Kontext werden oftmals als weitere krisenrelevante Innovation die Entstehung von Hedgefonds und Private-Equity-Unternehmen genannt. Tatsächlich spielen diese Unternehmen in der aktuellen Krise keine herausragende Rolle. Ihr Auftreten wird aber von einer kritischen Öffentlichkeit oftmals als destruktiv empfunden, da sie in den von ihnen erworbenen Unternehmen überkommene Strukturen aufbrechen. Dabei bedienen sie sich ähnlicher Instrumente, wie sie auch in der Finanzkrise wirksam geworden sind: Einer massiven Erhöhung des Leveragegrades und der Implementierung extremer Erfolgsanreize für das Management. Im Zusammenhang dieses Aufsatzes bedeutsam ist die Beobachtung, dass auch von diesen Institutionen systemrelevante Risiken ausgehen, wie die umfassende Rettungsaktion zeigte, die 1998 im Fall des Hedgefonds Long Term Capital Management (LTCM) erforderlich wurde. Das deutsche Kreditwesengesetz hatte hierzu früher in seinem § 1 eine klare Regelung: Weitere Geschäfte konnten durch Rechtsverordnung des Bundesfinanzministers als Bankgeschäfte bezeichnet und die sie betreibenden Institute damit der Bankenaufsicht unterworfen werden, wenn »dies nach der Verkehrsauffassung unter Berücksichtigung des mit diesem Gesetz verfolgten Aufsichtszweckes gerechtfertigt ist.« Dies träfe auf Hedgefonds wohl zu. Diese spätestens seit 1998 evidente Regulierungslücke ist aber immer noch nicht geschlossen, und die Bereitschaft der USA, dies nun zu tun, scheint nicht sehr groß zu sein. Wird dies die nächste Finanzmarktkrise?

Die Rollenverteilung zwischen Staat und Wirtschaft ist eigentlich eindeutig: Der Staat setzt den Rahmen, in welchem die Wirtschaftssubjekte nach Maßgabe selbstverfasster Ziele agiert. Diese Ziele können das wirtschaftliche Erwerbsstreben sein, aber auch, wie gerade in der deutschen Kreditwirtschaft stark vertreten, genossenschaftliche Förderziele oder das Bemühen, das Gemeinwohl einer bestimmten Region zu fördern. Die im Kontext der Krise immer wieder zu hörende Forderung, Manager sollten bei ihren Entscheidungen grundsätzlich auch alle relevanten gesamtwirtschaftlichen und -gesellschaftlichen Aspekte berücksichtigen, ist eine schlichte Überforderung, und zwar sowohl in intellektueller Hinsicht als auch hinsichtlich der natürlichen Wettbewerbszwänge. Gerade deshalb ist die Rahmensetzung durch den Staat so wichtig.

Die Regulierung der Bank- und Finanzmärkte folgt dabei über alle Einzelnormen hinweg verschiedenen Grundprinzipien, von denen die drei wohl bedeutsamsten hier angeführt sind. Zum Ersten: Alle Institutionen, von denen systemrelevante Risiken ausgehen, unterliegen der Bankenaufsicht. Zum Zweiten: Alle Risiken sind mit einem angemessenen Eigenkapitalpuffer zu unterlegen. Und zum Dritten: Risiken sind soweit offen zulegen, dass eine wirksame Disziplinierung durch den Markt möglich wird. Alle diese Prinzipien wurden im Vorfeld der aktuellen Finanzmarktkrise missachtet. Es ist aber die zentrale Aufgabe der Aufsichtsbehörden, diesen Prinzipien Geltung zu verschaffen. Der Vorschlag, dies zu tun, indem die zugrunde liegenden Geschäfte einfach verbietet, ist in etwa so sinnvoll wie die jüngst auf einer Satireseite aufgetauchte Idee, die Pünktlichkeit der deutschen Bundesbahn dadurch zu verbessern, dass man keine Züge mehr fahren lässt.

Dirk Schiereck*

Der Gierige, der Dumme und der Ignorant – Drei in der Illusion ewiger Liquidität

Der Ursprung

Wenn heute Verbriefungsstrukturen und damit Finanzinnovationen für Kreditausfälle und Bankenschieflagen verantwortlich gemacht werden, die von kreativen Investmentbankern entwickelt wurden, um Risiken breit zu streuen, dann wird ausgeblendet, dass in erster Linie nicht die Risiken aus den Verbriefungen das Problem sind, sondern die Risiken aus den zugrunde liegenden Krediten. Somit stellt sich die Frage, ob nicht der Aufbau des aktuellen Kreditbestandes schon sehr lange zu beobachten war und dementsprechend ein zwischenzeitliches Eingreifen möglich gewesen wäre. Die Frage ist natürlich rein rhetorisch zu verstehen.

Allein die Größenordnung des Marktes für verbriefte Hypothekarkredite an US-Schuldner minderer Bonität (Subprime-Forderungen) übersteigt leicht die Vorstellungskraft eines deutschen Eigenheimbesitzers. Ein Verbriefungsvolumen von mehr als 1 200 000 000 000 US-Dollar wurde in den letzten Jahren realisiert, das entspricht bspw. 8 Millionen Kreditvergaben über jeweils 150 000 US-Dollar. Ein Großteil der Kredite wurde mit einigen tilgungsfreien Jahren und reduzierten Einstiegszinssätzen vergeben und durfte nicht nur zur Finanzierung des Hauserwerbs, sondern auch zur Anschaffung von dauerhaften Konsumgütern wie Autos, Elektrogeräten und Möbeln genutzt werden. Diese Nebenaspekte geben einige Hinweise auf bereits rückgezahlte Forderungsvolumina und die zu erwartenden Erlöse im Falle von Zwangsversteigerungen.

Viele Finanzierungen erfolgten in Märkten mit schnell steigenden Immobilienpreisen. Diese Preisbewegungen waren nicht in allen US-Bundesstaaten gleich stark, sondern schlugen insbesondere dort durch, wo mit restriktivem Angebot der Nachfrageüberhang nur über den Preis abgebaut werden konnte und die Idee langfristig und dauerhaft steigender Immobilienpreise unterstützte. Staaten, in denen mit einer Ausweitung der zur Bebauung angebotenen Flächen reagiert wurde, sind von der Immobilienkrise weit weniger betroffen (vgl. Glaeser et al. 2008). Das zeigt, dass nicht nur mit Maßnahmen auf zentralstaatlicher Ebene die blasenartige Preisentwicklung auf Immobilienmärkten gefördert wurde, sondern auch auf einzelstaatlicher Ebene. Aber das ist eigentlich eher ein Randaspekt.

In erster Linie zeigen das Subprime-Volumen und die einzelstaatlichen Maßnahmen, dass der heute so ausfallgefährdete Kreditbestand und die darauf begebenen verbrieften Forderungen nicht platziert wurden, ohne dass Aufsichtsbehörden, Zentralbanken und Finanzministerien dies gemerkt haben. Wenn aber der Aufbau dieses stark ausfallgefährdeten Kreditbestands sehenden Auges durch die Regulierungsinstitutionen und Politik erfolgte, kann dieser Aspekt bei der Suche nach Schuldigen und Verantwortung nicht ausgeblendet werden.

Schuld und Sühne

Bei einem alten, in vielen Spielfilmen bewährten Trick, um von den eigenen kriminellen Handlungen abzulenken, ruft der Täter selbst »Haltet den Dieb!« und weist unbestimmt mit den Armen auf andere Personen. Die gegenwärtig einhellig von Bundeskanzlerin und Bundesfinanzminister gebetsmühlenartig vorgetragenen Vorwürfe, nach denen an der Finanzkrise (ausschließlich) gierige, verantwortungslose Investmentbanker die Schuld tragen und sich dementsprechend bei der Bevölkerung zu entschuldigen haben, erinnern ein wenig an diesen Spielfilmtrick.

Die Politik hat die aufkommenden Probleme weitestgehend ganz einfach ignoriert. Die meisten Banken, die ja insgesamt streng reguliert werden, haben die Reaktionslosigkeit der Politik wohl fälschlich als beruhigendes Signal interpretiert und sorglos weiter investiert. Und heute fragt der Außenstehende nach den Gründen der Apathie. Dabei sind die Gründe der Ignoranz vielfältig. Zunächst ließe sich hier das ganz besondere Verhältnis des Amerikaners zu seinem Eigenheim anführen. Ein Präsident, der es schafft, quasi jedem Amerikaner – auch denen ohne festes Einkommen – den Traum vom Eigenheim zu realisieren, hofft sicherlich, als Wegbereiter einer goldenen Ära des Wohlstands in die Geschichte einzugehen. Wenn die Ära nicht erreicht wurde, so war die Hoffnung sicherlich groß, dass erst 2009 das Scheitern allgemein öffentlich aufgedeckt würde.

* Prof. Dr. Dirk Schiereck lehrt am Institut für Betriebswirtschaftslehre der Technischen Universität Darmstadt.

Zudem bedeutet natürlich jeder Hinweis auf unzureichende oder fehlerhafte Regulierungsbestimmungen und entsprechende Nachbesserungen oder Interventionen stets auch das Eingeständnis, selbst in der Vergangenheit Fehler und Unterlassungen begangen zu haben, die es nun zu korrigieren gilt. Dabei wäre dann aber auch – wie uns die aktuellen Debatten, freiwilligen Kodexvereinbarungen und Kommissionseinsetzungen zeigen, deutlich geworden, dass durchdachte Überarbeitungen von Regulierungsbestimmungen eine überaus komplexe und langwierige Herausforderung darstellen. Ein Eingeständnis bestehender Defizite wäre durch die lang anhaltende Diskussion um sinnvolle Adjustierung zu einem dauerhaft die politischen Entscheidungsträger belastenden Thema geworden. Auch wenn jetzt diese Diskussion so oder so geführt wird, so sind die Vorzeichen ganz andere. Die Schieflage der Banken ermöglicht der Politik, sich als Retter zu positionieren, auch weil Bankmanager nicht frei von Schuld auf diese Hilfe angewiesen sind und sich nicht trauen, vergangene Versäumnisse offensiv zu adressieren.

Als der Gierige noch der Gute war

In Oliver Stones berühmten Spielfilm »Wall Street« äußerst der Protagonist des Films Michael Douglas den Ausspruch »Die Gier ist gut«. In einem politisch korrekten Finale wird dem Gierigen dann schließlich rührselig das Handwerk gelegt. Genau dieses moralisierende Ausrufezeichen wird heute wieder erhoben. Nur war lange Zeit der heute als gierig und verantwortungslos gebrandmarkte Investmentbanker auch für Aufschwung und Stabilität verantwortlich und damit der gute Finanzberater. Ohne Investmentbanker und deren Produktinnovationen wäre die Deutsche Telekom heute nicht so stabil finanziert (Mandatory Convertible Bonds), hätten deutsche Mittelständler mit Angst vor der Börse keine hybrides Kapital erhalten (Mezzanine) und viele junge Unternehmen nicht den Weg an die Börse gefunden.

Die Gier ist aber unter anderem Etikett immer der Motor der Innovation gewesen. Kreativität in der Neustrukturierung von Finanzprodukten mit Blick auf Rechteverteilung, Risikotragung und Finanzmittelbeschaffung sind zentrale Stützen für Investitionen und Wirtschaftswachstum. Damit sind nicht alle Innovationen grundsätzlich immer positiv zu bewerten, und manche Produkte erweisen sich rückblickend als mit erheblichen Nebenwirkungen belastet. Im hier vorliegenden Fall waren die Nebenwirkungen allerdings ein gutes Stück absehbar.

Gierig sucht dumm

In den achtziger Jahren hatten Subprime-Forderungen einen anderen Namen und einfachere Konstruktionen und Verbriefungsmodalitäten. Die Investoren kamen weitestgehend aus den USA und wurden ähnlich wie heute für ihre unreflektierten Anlageentscheidungen mit herben Verlusten bestraft. Die Produkte von damals hatten den Namen Junk Bonds. Es handelte sich hierbei meist um Unternehmensanleihen von Schuldnern schlechterer Bonität, die seinerzeit ebenfalls für unzureichende Risikoaufschläge Kapitalmarktfinanzierungen durch institutionelle Investoren erhielten, vermittelt von Investmentbankern.

Geschichte wiederholt sich also manchmal doch. Die Parallelen mit den achtziger Jahren wurden bislang erstaunlicherweise wenig diskutiert, wohl auch, weil bei einem solchen Vergleich kaum involvierte Parteien eine gute Figur machen.

Bemerkenswert an der heutigen Krise ist zudem, dass die meisten und die dümmsten Dummen wieder einmal in der zweiten Reihe zu sitzen scheinen. Während JP Morgan Chase und Bank of America als schon vor der Krise sehr gut positionierte Banken heute in Relation zu ihren Wettbewerbern besser denn je dastehen, fallen die Institute der zweiten Reihe, die lange versucht hatten, in die erste Reihe aufzusteigen, jetzt reihenweise um. Wachovia hat im dritten Quartal 2008 mit einem Verlust von 24 Mrd. US-Dollar den höchsten Bankquartalsverlust aller Zeiten geschafft, Washington Mutual ist insolvent. In Deutschland darf die Deutsche Bank nicht sagen, dass sie keine Eigenkapitaleinschüsse des Staates haben will, aber hinter ihr in der zweiten Reihe hängen IKB, SachsenLB, BayernLB, WestLB und HRE reichlich ramponiert am Tropf. Gerade die beiden großen Landesbanken – frustriert über ihre durch erfolgreiche Sparkassen schwindende Heimatmarktbasis – haben mehr als zwei Jahrzehnte versucht, eine neue stabile Ertragsbasis und ein tragfähiges Geschäftsmodell zu entwickeln. Diese Bemühungen sind wohl weitestgehend gescheitert.

Nach allen öffentlichen Bekundungen tut man den Hauptentscheidungsträgern bei SachsenLB, IKB und BayernLB allerdings wahrscheinlich unrecht, wenn man ihnen als Haupthandlungstrieb Gier vorwirft. Es scheint eher so, als ob die dortigen Spitzenbanker mit Blick auf die Beurteilungen der Ratingagenturen tatsächlich die eingegangenen Risiken nicht bemerkt hätten. Dumm gelaufen! Die Risiken waren wie in den achtziger Jahren vorhanden, und sie sind jetzt offenkundig. Die Sünde war damit weniger die Gier, sondern eher die Sorglosigkeit.

Lehren, welche Lehren?

Die Gierigen sterben nicht aus, und die Dummen auch nicht. Die nächste Verwerfung ist also vorprogrammiert. Wir wissen noch nicht wann und wo, aber sie kommt. Lehren aus

der aktuellen Krise und Vorkehrungen zur Eindämmung der nächsten sind also dringend geboten.

Zunächst gilt es für die Zukunft festzuhalten, dass diesmal die Dummen viel zu viel Geld zur Verfügung hatten, und dieser Überfluss an Anlage suchendes Kapital wurde auch durch die politischen Instanzen bereit gestellt, die für seine Begrenzung verantwortlich waren. Der Ignorant in Spendierhosen eignet sich leider gar nicht als Krisenverhinderungsinstanz. Eine Politik des knappen Geldes und ein früheres Anziehen der Zinsschraube ist ein Gebot für die zukünftige Zentralbankpolitik.

Aber natürlich kann sich der Gierige nicht völlig über den Ignoranten exkulpieren. Die aktuelle Krise hat eine Fragilität der Weltfinanzordnung aufgedeckt, die jeden kritischen Beobachter unwillkürlich erschaudern lassen muss. Wenn der Gierige zu erfolgreich wird und die Verlusttragfähigkeit der Dummen maßlos überschätzt, wird er selbst zum Dummen. Und die Dummen waren dann nicht (oder gerade eben) dumm genug, sich untereinander keinen Kredit mehr einzuräumen. So sollten sich auch die großen international agierenden Investmentbanken und als solche agierenden Universalbanken mit ihren überlegen ausgebildeten Spezialisten für die Zukunft überlegen, inwieweit die Gewinnmaximierung zu Lasten minder qualifizierter Banken die eigene Geschäftsgrundlage gefährdet. Aber hier wollen wir doch realistisch bleiben und zwar hoffen, aber nicht wirklich vertrauen. Nur Regulierung, Transparenz und Limitierung durch verstärkte Eigenkapitalunterlegungen kann dauerhaft eine höhere Stabilität erreichen. Damit werden Innovationen ein Stück weit gebremst, und nur die besonders attraktiven Neuerungen mit dem höchsten Potential für allseitigen Nutzenzuwachs werden sich etablieren können. Innovationen werden so wohl seltener, aber nicht aussterben.

Literatur

Glaeser, E., J. Gyourko und A. Saiz (2008), »Housing Supply and Housing Bubbles«, NBER Working Paper 4193.

Roman Inderst*

Die Finanzkrise fordert langfristige Antworten statt politisch motivierter Schnellschüsse zu Lasten von Wettbewerb und Verbrauchern

Zu diesem Zeitpunkt einen Artikel über die Finanzkrise zu schreiben, scheint zunächst etwas müßig. Die vielen möglichen Ursachen der Krise sind in den öffentlichen Medien hinlänglich diskutiert worden. Insbesondere lag der Fokus dabei auf der immens gestiegenen Anzahl von immer komplexeren Finanzprodukten, den vielfältigen Interessenskonflikten in den Ratingagenturen oder den Investmentbanken, einer möglichen Überdosis an Fremdkapital bei vielen Finanzmarktteilnehmern oder aber auf dem – zumindest im Rückblick – allzu großen Optimismus in Hinblick auf Wachstum und Stabilität. Diese große Palette an möglichen Ursachen, zu denen man noch die bereits vor der Finanzkrise drohende Rezession hinzufügen muss, lädt Woche für Woche erneut zu hitzigen Debatten in den Medien ein. Dem steht ein weitaus langsamerer Neugewinn an tatsächlich grundlegenden Einsichten und Daten gegenüber.

Eine politisch motivierte Hast

Eine gründliche Aufarbeitung der Krise wird daher noch auf sich warten lassen müssen. Für die Notaktionen der Zentralbanken und Regierungen ist sie auch nicht notwendig. Allerdings zwingt der Hyperaktivismus einiger – vor allem europäischer – Politiker dazu, nun verfrüht in die Diskussion über die letztendlichen Ursachen einzusteigen – auch wenn dieser Aktionismus keineswegs sachlich geboten ist, sondern wohl eher ablenken soll von einer sonst schwachen Performance (wie von Herrn Sarkozy und Herrn Brown in

* Prof. Dr. Roman Inderst ist Professor für Finanzen und Ökonomie an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt.

Frankreich und Großbritannien) oder aber von hausgemachtem Politikversagen (wie im Falle der Landesbanken oder der IKB in Deutschland).

»Zuviel Innovation, zu wenig Regulierung?« Die öffentliche Diskussion suggeriert auf die Fragestellung dieses Artikels eine klare Antwort: Ein doppeltes Ja. Dabei wird bisher allerdings ausschließlich der Bereich des »Wholesale Finance« unter die Lupe genommen, daher das Investbanking oder Verbriefungsgeschäft. Hier ist wohl richtig, dass viele Marktteilnehmer und auch die Bankenaufsicht von der zunehmenden Komplexität und Intransparenz der Industrie überfordert waren. Ebenfalls ist richtig, dass Aufsicht und Regulierung, vor allem noch unter Basel I, eine Reihe von Schlupflöchern offen ließen, mit deren Hilfe die Banken und andere Akteure verdeckte Risiken eingingen. In der Tat dient wohl die Mehrzahl der Finanzinnovationen im »Wholesale«-Bereich eher dazu, Steuer- oder Regulierungsarbitrage zu betreiben. Hier ist mit Sicherheit ein langfristig angelegtes Überdenken der Regulierungs- und Aufsichtspraxis unter Einbezug aller Markteilnehmer, wie auch Hedgefonds oder Ratingagenturen, nötig. Dies liefert allerdings keine Rechtfertigung für einen politisch motivierten Schnellschuss. Ein solcher dürfte nicht gerade zur Wiederherstellung des verlorenen Vertrauens in das Finanzsystem beitragen. Schnellschüsse sind aber leider gerade hinsichtlich der Akteure und Themen zu erwarten, die nach allgemeinem (Interessens-)Konsens als »Sündenböcke« dienen. In Deutschland sind dies insbesondere die Ratingagenturen, die Gehälter der Banker oder aber die Hedgefonds und Private-Equity-Firmen.

Identifizierung von Schwachstellen der Regulierung oder aber die Suche nach »Sündenböcken«?

Allen diesen »Sündenböcken« ist zweierlei gemeinsam. Zum einen waren sie bereits vor der Krise verdächtig, so zum Beispiel die Ratingagenturen, die sich in der Vergangenheit durch die unbotmäßige Herabstufung der Bonität deutscher Unternehmen unbeliebt gemacht haben. Zum anderen können gerade die Banken gut damit leben, da dies von wirklich schmerzhaften Eingriffen ablenkt – wie einer Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen.

Natürlich gibt es Unzulänglichkeiten, wie beispielsweise im Hinblick auf den Interessenskonflikt der Ratingagenturen. Dennoch darf eine Reform des Finanzsystems und seiner Aufsicht sich nicht in der Forderung erschöpfen, alle Akteure auf dem Finanzmarkt einer gleich strengen Regulierung und Aufsicht zu unterziehen, den Ratingagenturen ihr zukünftiges Geschäftsmodell vorzuschreiben oder aber durch »Mikromanagement« in die Vergütungsstrukturen der Banken einzugreifen.

Regulierungslücke »Bankergehälter«?

Auf letzteres, die Vergütungsstrukturen, soll kurz exemplarisch eingegangen werden. Gerade die Banken selbst haben sehr schnell die Themen der Selbstverpflichtung oder gar Regulierung der Gehälter ihrer Investmentbanker aufgegriffen – so etwa auch der Vorsitzende des internationalen Banken-Verband (IIF) Josef Ackermann. Einem Gehaltskartell mit staatlichem Segen zu Lasten ihrer millionenschweren »Top-Profis« würden nicht nur die Banken, sondern auch die Fußballvereine der Champions-League gerne zustimmen. Es ist allerdings bedenklich, dass auch namhafte Ökonomen sofort der These zustimmten, dass das Bonussystem der Banken von der Regulierung sträflichst vernachlässigt wurde, was nun quasi über Nacht zu ändern wäre. Über die Hintergründe für einen solchen »Nachholbedarf« bei der Regulierung wird in diesem Kontext viel zu wenig gesprochen. Was sind also die schwerwiegenden Gründe für einen solchen zusätzlichen Regulierungsbedarf?

Ein zentrales Argument ist, dass die Banken durch ein auf kurzfristiges »Dealmaking« orientiertes Bonussystem zu hohe Risiken eingegangen sind. Hier muss zunächst einmal daran erinnert werden, dass die Regulierung und Aufsicht von Finanzinstituten wie auch anderen Unternehmen immer auf dem Prüfstand stehen muss. Bei Banken wird davon ausgegangen, dass ein rein auf Gewinnmaximierung ausgerichtetes (d.h. unreguliertes) Geschäft die »systemischen Risiken«, die von der Schieflage eines Finanzinstituts für das gesamte Finanzsystem sowie auch für die Realwirtschaf ausgehen, nicht hinreichend berücksichtigt. Durch Eigenkapitalanforderungen und ihrer Verschärfung kann dem entgegen gewirkt werden. Dies ist ein bewährtes Instrument – trotz aller Unzulänglichkeiten, die diese Bankenkrise offenbart hat. In diesem groben Regulierungsrahmen sollten die Banken dann selbst über ihre Geschäftspolitik bestimmen können. Es ist zunächst nicht einsichtlich, warum diese nicht auch für die Optimierung der Vergütungsstruktur als Teil der Geschäftspolitik gilt.

Ein ebenfalls von namhaften Ökonomen verbreitetes Argument besagt, dass Banken durch den Wettbewerb um die Top-Kräfte gezwungen werden, ein auch für sie suboptimales – weil zu kurzfristig orientiertes – Vergütungssystem zu wählen. Mit Sicherheit muss eine Bank, die beispielsweise den Bonus erst mit Verzögerung auszahlt, ihre Angestellten für das zusätzliche Risiko kompensieren oder ihnen eine zusätzliche »Illiquiditätsprämie« zahlen. Ob dies die zusätzlichen Kosten wert ist oder nicht, wird die Bank dann hoffentlich entscheiden können – unabhängig von der Vergütungsstruktur ihrer Konkurrenten.

Zusammenfassend ist zu sagen, dass es zurzeit kein stichhaltiges Argument für den direkten Eingriff in die Vergütungsstruktur von Banken gibt. Dies soll nicht heißen, dass man

durch saubere Analyse hier kein Argument finden und keinen alternativen Regulierungsvorschlag erarbeiten könnte. Eine Möglichkeit, die allerdings noch auf eine saubere Fundierung sowie auf ihre Praktikabilität geprüft werden müsste, bestände etwa in der größeren Transparenz der Vergütungsstruktur auch für die Aufsicht. Damit verbunden wäre etwa eine flexiblere Festsetzung von zusätzlichen Auflagen. Abgesehen davon gilt es jedoch auch, erst einmal abzuwarten, wie die Banken selbst auf die Erfahrungen der letzten Jahre reagieren – andernfalls ginge man von vornherein davon aus, dass die Aufsicht oder die Politik das Geschäft im Detail (!) besser verstünden als die Banken.

Der vernachlässigte »Retail«-Bereich

Die Diskussion über die Ursachen der Finanzkrise, d.h. auch die These von »zu viel Innovation, zu wenig Regulierung«, wird derzeit dominiert vom »Wholesale«-Bereich. Der »Retail«-Bereich, d.h. der Vertrieb von Anlage- und Kreditprodukten an Privathaushalte, gerät hierbei völlig ins Hintertreffen. Dies ist aus vielen Gründen einer der größten Probleme der gegenwärtigen Debatte. Regierung und Aufsichtsbehörden könnten hier zügig im nationalen Alleingang tätig werden.

Beispielsweise ist zu vermuten – bisher allerdings noch nicht hinreichend belegt –, dass viele Privatanleger in Zertifikate investiert haben, ohne dass sie hinlänglich über das Emittentenrisiko informiert waren. Es ist in diesem Zusammenhang auch grundlegend zu fragen, ob die »Erfolgsstory« des deutschen Zertifikatemarktes denn auch eine Erfolgsstory für die privaten Anleger war. Ein »Caveat Emptor« sollte eher dann gelten, wenn eine Bank im großen Stil möglicherweise fehlbewertete Finanzinstrumente in ihr Portfolio aufnimmt – und nicht dann, wenn einem privaten Anleger hochkomplexe Produkte angeboten werden.

Gerade wenn es um die Wiederherstellung des Vertrauens in das Finanzsystem geht, so kann hier, ohne um einen internationalen Konsens ringen zu müssen, direkt »vor der Haustür« begonnen werden. Hierzu ist zunächst eine Aufarbeitung der Daten durch die Aufsicht nötig, der dann die Umsetzung eines proaktiven »Verbraucherschutzes« im Finanzbereich folgen sollte – wobei hier Verbraucherschutz eben nicht nur die Einlagensicherung meint. Ob immer neue Finanzprodukte tatsächlich auch adäquat an die Privatanleger vertrieben werden, erschließt sich schließlich nicht daraus, ob die entsprechenden Verkaufsunterlagen die formalen Anforderungen des Prospekthaftgesetzes erfüllen. Hier gilt es, bei den Anlegern, die nach dem Versagen des »neuen Marktes« in der derzeitigen Krise möglicherweise gerade ein zweites Mal gebrannt wurden, nachhaltig Vertrauen zu erzeugen, so dass sie auch in Zukunft in Anlageprodukte, die über Staatsanleihen und das Festgeldkonten bei ihrer Bank hinausgehen, investieren wollen.

Wettbewerb und Innovation im »Retail«-Bereich

Zuviel Innovation und zu wenig Regulierung? Gerade im »Retail«-Bereich ist es wichtig, hier die richtige Antwort zu finden. Auf der Grundlage eines hinreichenden »Verbraucherschutzes« können Innovationen direkt sichtbaren Mehrwert für Haushalte schaffen. Für die USA gibt es hier eine Reihe von Studien, die den heutigen wissenschaftlichen Anforderungen standhalten und belegen, wie Finanzinnovationen vor allem im Privatkreditbereich die Wohlfahrt steigerten. Dies betrifft sowohl Prozessinnovation, wie die Einführung und Fortentwicklung von »Credit Scoring« Modellen, als auch Produktinnovationen bei Immobilienkrediten oder Konsumentenkrediten. Diese Innovationen verbreiterten und verstetigten den Zugang zu Krediten – und das ist eine positive Entwicklung.

Die neuere empirische Forschung zeigt auch, dass gerade die Banken wie Merrill Lynch hier am innovativsten waren. Es ist jetzt fraglich, ob dies auch noch in Zukunft gelten wird, da gerade diese Akteure Zuflucht in den Armen großer Universalbanken gesucht haben. Auch wenn dies bereits einige Jahrzehnte zurückliegt, kann bei Merrill Lynch daran erinnert werden, dass sie als »Erfinder« des »Cash Management Account« gelten, das es in den siebziger Jahren den amerikanischen Privathaushalten erleichterte, das staatlich verordnete Zinskartell der Banken bei Einlagen zu umgehen (»Regulation-Q«). Das mag für die Regierung und die betroffenen Banken lästig gewesen sein. Möglicherweise hat diese Finanzinnovation auch dazu beigetragen, die amerikanische Bankenkrise in den achtzigern (»Savings & Loan Crisis«) zu beschleunigen. Wie auch in der derzeitigen Krise etwa im Fall der »Subprime-Mortgage«-Produkte, ist dies aber zuvorderst dem Eingriff des Staates und der unzulänglichen Regulierung geschuldet. Innovativen Finanzdienstleistern kommt damit eine doppelte Rolle zu: Zum einen fordern sie die »alteingesessenen« Institute heraus und zwingen sie zur Vergabe besserer Konditionen. Zum anderen stellen sie die sachliche Rechtfertigung bestehender Regulierungen laufend auf die Probe.

Damit auch kleinere Akteure, die beispielsweise nicht über die Einlagen eines (allzu?) treuen Kundenstammes verfügen, für mehr Wettbewerb und mehr Innovationen auf der »Retail«-Seite sorgen können, ist es nötig, dass sie auch auf der »Wholesale«-Seite innovativ sein können – insbesondere bei der eigenen Finanzierung. Es ist jedoch zu befürchten, dass Geschäftsmodelle wie das von Northern Rock in Großbritannien von der Aufsicht in Zukunft mit dem alleinigen Verweis auf die Gefährdung der Finanzstabilität

unterdrückt werden – ohne Berücksichtigung der Rolle, die vor allem solche »Mavericks« für einen lebendigen Wettbewerb haben.

Weniger Innovationen würden sicherlich zu mehr »Langeweile« (»Boredom«) führen, wie sie sich nun manche Zentralbanker – allen voran der britische – auch öffentlich herbeisehnen. Darüber könnten sich auch die »Großen« der Finanzbranche freuen. »The best of all monopoly profits is a quiet life« sagte schon der Nobelpreisträger Sir John Hicks.