

Schütte, Martin

Article

Lehren aus der Finanzkrise: Was ist zu tun?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Schütte, Martin (2009) : Lehren aus der Finanzkrise: Was ist zu tun?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 62, Iss. 03, pp. 17-20

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/164648>

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.

Im Augenblick konzentriert sich alles auf das Schnüren von kurzfristigen Finanzpaketen zum Abfedern der unmittelbaren Folgen der Finanzkrise. Was noch zu kurz kommt, ist eine sorgfältige Analyse, wie es zu der jetzigen Situation kommen konnte, und vor allem, welche Maßnahmen ergriffen werden müssen, damit nicht in Zukunft dasselbe passieren kann (Bundespräsident Köhler in Süddeutschen Zeitung vom 11. Dezember 2008).

Was sind wesentliche Gründe für die Krise?

1. Eine generelle Schelte des Investment-Bankings ist nicht angesagt. Alle Produkte, die über die Jahre entwickelt worden sind, sind nützliche und wirtschaftlich sinnvolle Weiterentwicklungen des klassischen Bankgeschäfts. Dazu gehören selbst die »Massenvernichtungswaffen« Credit Default Swaps, die im Grunde nichts anderes sind als direkt am Kapitalmarkt platzierte Kreditrisiken, die traditioneller Weise von Versicherungs- und Rückversicherungsgesellschaften gedeckt werden. Das können und sollen auch Banken tun, wenn sie wie die Versicherer konkrete Kundenrisiken nach sorgfältiger Prüfung und Bewertung verkaufen. Das Problem entstand, weil die CDS auch als abstrakte, von konkreten Kundenrisiken losgelöste und damit reine Spekulationsprodukte (»Zockerpapiere«) in dem unvorstellbarem Umfang von über 60 Billionen US-Dollar vertrieben wurden. Damit könnte man die gesamte Weltwirtschaftsleistung versichern.
2. Damit ist das Kernproblem angesprochen: das völlige Loslösen dieses Teils der Finanzwirtschaft von der Realwirtschaft. Symbol: Das Bankgeschäft wurde bisher als Dienstleistungsbranche bezeichnet, da die Banken mit ihren Produkten wie z.B. dem Kredit konkrete Kundenprobleme lösen helfen (»Dienstleister«). Jetzt nennen sie sich gerne Finanzindustrie, die diese Produkte ihrerseits wieder als Produkte weiter verkauft (»Originate & Distribute«) und/oder verselbständigt, vom konkreten Kundenbedarf löst und durch permanente Umverpackungen (»Strukturierungen«) bis zur Unkenntlichkeit abstrahiert.
3. Ergebnis dieses Treibens: totaler Verlust der Transparenz der Märkte (»schwarzes Loch«). Es gibt Niemanden (keine Börse, Zentralbank oder Aufsichtsbehörde), der einen Überblick über das Volumen, Art und Risikogehalt der so entstandenen Finanzvolumina hat. Selbst eine klassische Geschäftsbank dürfte letztendlich wegen dieser endlosen Verschachtelungen ihre eigene Risikoposition nicht genau kennen, eine Todsünde, die wohl der Grund für den vollständigen Verlust des Vertrauens der Banken untereinander und die permanenten Horrormeldungen über erneute, ständig steigende Risiken in den Büchern der Banken ist.
4. Das konnte passieren, weil es zugelassen wurde, dass die Urheber dieser Exzesse (Investmentbanken, Hedgefonds, Private-Equity-Firmen u.a.) quasi im rechtsfreien Raum operieren durften und keinerlei Regulierungen unterworfen wurden, die für klassische Banken aus gutem Grunde weltweit bestehen. Hier liegt das eklatante Versagen der Aufsichtsbehörden und vor allem der Politik, die ausgehend von den USA und Großbritannien sich bis vor kurzem einer von neutralen Fachleuten geforderten Regulierung dieser Marktteilnehmer widersetzt hat.
5. Befeuert wurde diese Entwicklung durch exzessive Vergütungssysteme, die die Handelnden zu einer unverantwortlichen kurzfristigen Gewinn- und Rendite-Maximierung getrieben haben.
6. Dass dies teilweise zu schlichtweg kriminellem Handeln verleitet hat, ist angesichts der exorbitanten Summen nicht verwunderlich. Jüngstes Beispiel: Eine der angesehenen Größen der Wall Street, Bernard Madoff, Ex-Verwaltungsrat der Börse Nasdaq, hat eine Firmengruppe aufgebaut, die nach dem simplen Schneeballsystem funktionierte. Das ist jetzt geplatzt mit einem erwarteten Schaden für die Anleger von sage und schreibe ca. 50 Mrd. US-Dollar, dem dann wohl größten Betrugsfall in der Geschichte der Wall Street (Süddeutsche Zeitung vom 13. Dezember 2008).
7. Idealer Nährboden für diese Entwicklungen war die fast zehnjährige Phase extrem niedriger Zinsen. Geld und Liquidität war im Überfluss vorhanden und betäubte das Bewusstsein für Risiken. Risiko hatte nicht mehr seinen erforderlichen Preis und konnte viel zu billig verkauft und in die Märkte gedrückt werden.
8. Unterstützt wurde das durch das blinde Vertrauen der Investoren und Anleger in die Bewertung der angebotenen Risikoprodukte durch die Ratingagenturen. Dieses Vertrauen wurde gestützt durch die hohe Reputation der Agenturen, die Anlageempfehlungen der Banken, die mit diesen Ratings argumentierten, und bei institutionellen Investoren sicher auch durch die Bestimmung von Basel II, dass Banken für die Bewertung ihrer eigenen Risikoanlagen die Bewertung der Ratingagenturen verwenden dürfen.
9. Dieses Vertrauen war schon allein wegen des Interessenkonflikts der Ratingagenturen nicht gerechtfertigt, da sie direkt von den Emittenten der Risikoprodukte selbst beauftragt und bezahlt wurden. Beide hatten das geschäftliche Interesse, möglichst hohe Volumina zu produzieren, zu raten und zu verkaufen. So kam es zu dem massenhaften Verkauf von Krediten in den USA an private Kunden, die nie und nimmer in der Lage waren, diese Kredite zu bedienen. Offiziell wurde das beschönigend »Subprime Loans« genannt, im Branchenjargon treffender »Ninja-Loans«: »No Income, No Job, No As-

* Prof. Dr. Martin Schütte, München, ist Lehrbeauftragter am Institut für Information, Organisation und Management an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

sets«. Damit wurden die Kapitalmärkte weltweit überschwemmt.

10. Eine genau so große Rolle spielte das ebenfalls blinde Vertrauen der Beteiligten in hochkomplexe mathematische Verfahren und Modelle zur Beurteilung von Marktentwicklungen und Risiken, die gesunden Menschenverstand, Erfahrung und das persönliche Urteil ersetzen. Zudem haben die Modelle erhebliche methodische Schwächen: Sie stützen sich auf historische Datenreihen, die relativ kurz sind und dabei ungewöhnlich günstige Verhältnisse abbilden wie extrem niedrige Zinsen, hohe Liquidität, wirtschaftliches Wachstum und boomende Immobilien- und Aktienmärkte. Brüche in der Entwicklung, die nach aller Erfahrung selbstverständlich sind, und systemische Risiken werden offensichtlich nicht berücksichtigt.
11. Diese Modellverliebtheit machte blind für systemische Risiken, die uralten Erfahrungen entsprechen, die jedem klassischen Banker selbstverständlich sind, wie
 - eine starke Eigenkapitalbasis ist Voraussetzung für das Durchstehen immer vorkommender Krisensituationen;
 - zu hohe Verschuldung ist ein permanentes Existenzrisiko;
 - mangelnde Liquidität und Verlust der Zahlungsfähigkeit ist der einzige zwingende Konkursgrund;
 - fehlende Übersicht über die eigene Risikoposition ist tödlich;
 - dasselbe gilt für andauernde Fristentransformation (»Münemann-Prinzip: aus kurz mach lang«), d.h. die kurzfristige Finanzierung langfristiger Anlagepositionen, die in regelmäßigen Abständen weltweit und auch in Deutschland zu Banken Krisen geführt hat. Trotzdem beruht das gesamte Geschäft der Spezialgesellschaften für verbriefte Kredite auf genau solcher Fristentransformation, d.h. kurzfristiger Refinanzierung der langfristigen Finanzierungen;
 - speziell für Immobilienfinanzierungen: Die Kredithöhe darf sich nicht am jeweiligen Marktwert der Immobilien richten (»Pfandleihe«), sondern an der Fähigkeit der Kreditnehmer, die Kredite aus laufenden Einkünften zu bedienen. Diese Erfahrung haben auch die deutschen Banken schmerzlich machen müssen.
12. Schlüsselerkenntnis, die ebenfalls zu den ehernen Erfahrungssätzen gehört, ist, dass ein direkter Zusammenhang zwischen Zins und Risiko besteht. Je höher der Zins bzw. die Renditeerwartung ist, desto höher ist das Risiko. Wer eine Eigenkapitalrendite von mindestens 25% verlangt, muss das Risiko seines Geschäfts entsprechend erhöhen. Beispiel Deutsche Bank: Der Anteil des klassischen, stabilen Kundengeschäfts, das eine hohe Eigenkapitalunterlegung erfordert und in dem eine solche Rendite nicht zu erzielen ist, wurde syste-

matisch reduziert und der Anteil des volatilen, Eigenkapital schonenden und risikoreichen Eigenhandels entsprechend erhöht. Dort wird der Löwenanteil der beachtlichen Erträge verdient. Es macht die Bank abhängig von diesen volatilen Erträgen. Böse Zungen sprechen deshalb seit Jahren von der Deutschen Bank als »größtem Hedgefonds mit angeschlossenem Bankgeschäft«. Zusätzlich wurde das freiwerdende Eigenkapital über Aktienrückkäufe an die Aktionäre zurückgegeben. Das erhöht die Rendite, aber schmälert den Risikopuffer Eigenkapital, das jetzt dringend gebraucht wird. Bleibt zu hoffen, dass die Bank, wie lauthals verkündet, die Krise trotzdem aus eigener Kraft übersteht.

13. Zu den systemischen Risiken gehören auch exzessive Bonus- und Vergütungssysteme, die eine verheerende Fehlleitung verursachen können. Es ist einfach naiv anzunehmen, dass Millionenboni für Händler nicht zu extremer Risikobereitschaft verleiten, genauso wie Zig-Millionen-Boni für Vorstände für die kurzfristige Steigerung des Aktienkurses zur Manipulation der Kursentwicklung bis hin zu kriminellem Verhalten verführen (siehe ENRON, Worldcom, Tyco u.a.).

Alle diese systemischen Risiken waren seit Jahren mit Händen zu greifen.

Wie konnte es dazu kommen?

Auf den Finanzmärkten hat sich in den letzten 20 Jahren eine elitäre Kaste etabliert mit einem Selbstverständnis und Auftreten, das man nur mit den Worten Maßlosigkeit, Skrupellosigkeit und Größenwahn beschreiben kann. Dahinter stand eine Kultur, die sie selbst mit Glaubenssätzen beschrieben, die eigentlich alles erklären, wenn man sie reflektiert und nicht nur, wie wir alle, irritiert bis ehrfurchtsvoll zur Kenntnis genommen hat. Das sind: »Greed is good«: Gier ist gut, bereichert Euch, so viel Ihr könnt. »Rules are for fools«: Gesetze und Regeln sind für Dumme da, die nicht wissen, wie man sie umgehen und aushebeln kann. »Everything goes«: Alles ist erlaubt, wir lassen uns Nichts und von Niemanden etwas vorschreiben, denn wir sind die »Masters of the Universe«. Das Geschäftsverständnis ist wie im Schneeballsystem simpel: »The Party must go on«, solange, wie man immer noch einen »Greater Fool« findet, der einem den eigenen Schrott zu einem noch höheren Preis abnimmt. Treffend formuliert in einem Süddeutschen-Zeitung-Interview am 7. April 2008 von Alexander Dibelius, Deutschland-Chef von Goldman Sachs, auf die Frage, wie so niemand die Risiken an den Finanzmärkten sehen wollte: »Ich vergleiche das gerne mit Fußball: Sie hören ja auch nicht auf, Fußball zu spielen, weil Sie wissen, in der 90. Minute kommt der Schlusspfiff. Da laufen Sie auch, bis tatsächlich abgepfiffen wird, und bis dahin wollen Sie auch gewinnen«, d.h. jeder sucht bis zum bitteren Ende, seinen

»Greater Fool« zu finden, der auf den Risiken dann sitzen bleibt, wenn das System zusammenkracht. In dem Scherbenhaufen sitzen wir jetzt alle mitten drin.

Wissenschaftlich verbrämt wurden diese Glaubenssätze mit den klassischen Theorien von der positiven Kraft des Eigennutzes, der über freie Märkte zur Steigerung des Gemeinwohls führt. Das wurde verabsolutiert zu dem übergreifenden Glaubenssatz: Hände weg von den Finanzmärkten, keinerlei Regulierung, die Märkte regulieren sich selber.

Was ist zu tun?

1. Wir müssen uns wieder daran erinnern, dass auch Märkte und individuelle Freiheiten einen Ordnungsrahmen und Begrenzungen brauchen. Die ganze Geschichte der Zivilisation besteht darin, solche begrenzenden Rahmenbedingungen für ein friedliches Zusammenleben in einer Gesellschaft zu finden. Dabei sollten wir uns in Deutschland darauf besinnen, dass wir in wesentlichen Punkten andere Grundüberzeugungen haben als die Angelsachsen, gerade was die Freiheiten des Einzelnen und sein Verhältnis zur Gemeinschaft sowie die Rolle von Märkten betrifft. Wir sprechen nicht umsonst bei uns von der *sozialen Marktwirtschaft* und der *Sozialbindung des Eigentums*, die den Rang eines Verfassungsgrundsatzes hat: »Eigentum verpflichtet. Sein Gebrauch soll zugleich dem Wohle der Allgemeinheit dienen« (GG Art. 14 II). Dies müssen wir offensiv vertreten als nachweisbares und nachhaltiges Erfolgsmodell und uns nicht als nicht mehr zeitgemäß und provinziell diskreditieren lassen.
 2. Banken und andere Finanzdienstleister müssen sich wieder auf ihre Verantwortung und zentrale Funktion als Dienstleister der realen Wirtschaft konzentrieren und konkrete Kundenbedürfnisse erfüllen. Es muss alles getan werden, um zu verhindern, dass Teile des Marktes wieder abgleiten in die nackte Spekulation und erneut einen »Kasino«-Betrieb aufziehen können. Das muss durch Normen und konkrete Gesetze unterstützt werden.
 3. Absolut zwingend ist, dass alle Marktteilnehmer, die Bankprodukte anbieten, denselben Regulierungen unterworfen werden, die aus gutem Grunde für Banken gelten (z.B. Kreditwesen-Gesetz, Basel II) mit dem Ziel, die »Sicherheit der den Instituten anvertrauten Vermögenswerte« zu gewährleisten (§ 6 KWG). Das sind vor allem Vorschriften über die Ausstattung mit Eigenmitteln und Liquidität. Es ist ein Übel, dass Kredite, die in den Büchern einer Bank gehalten werden, eine sinnvollerweise vorgeschriebene Unterlegung mit Eigenmitteln erfordern, diese aber nicht mehr gefordert wird, wenn dieselben Kredite verkauft werden und in der Bilanz einer Nicht-Bank erscheinen oder, noch besser, als Anlageprodukte (»Asset Backed Securities«) verpackt am Kapitalmarkt angeboten werden und als solche wieder in der Bilanz der Bank landen. Die Höhe der Eigenmittelquoten sollte anhand der Erfahrungen, die wir gerade durchmachen, deutlich erhöht und auf weitere Aktiva (z.B. verbrieft Kredite) erweitert werden.
 4. »Nackte« Spekulationsgeschäfte und Wetten ohne Bezug zu einem realen Grundgeschäft sollten Banken und vergleichbaren Instituten untersagt werden. Die Abgrenzung und Vermeidung von Grauzonen ist sicherlich schwierig, aber durch eine Verpflichtung zur Glaubhaftmachung eines zugrunde liegenden wirtschaftlichen Interesses des Kunden oder Kontrahenten, z.B. Absicherung eines Zins-, Kurs- oder Kreditrisikos beherrschbar. Vergleichbare Nachweispflichten bestehen beispielsweise bereits bei größeren Zahlungen zur Bekämpfung der Geldwäsche.
 5. Ein solches Verbot sollte unterstützt werden durch die Behandlung von Spiel und Wette im Zivilrecht. Beide sind nicht verboten, aber die Rechtsordnung versagt solchen Verträgen wegen der Gefährlichkeit für die Betroffenen den Rechtsschutz, d.h. sie sind nicht einklagbar (§§ 762f. BGB). Diese Bestimmung sollte für »nackte« Spekulationsgeschäfte auch auf Kaufleute ausgedehnt werden.
 6. Eine schwierige, aber zwingend notwendige Aufgabe ist, in Zukunft eine Transparenz über das Gesamtvolumen an Bank- und Finanzdienstleistungsprodukten, insbesondere den Derivaten, herzustellen, z.B. über Meldevorschriften oder die ausschließliche Abwicklung über Börsen, die einer effizienten Aufsicht unterliegen.
 7. Zentraler Punkt ist die Verbesserung der Finanzaufsicht. Unsere Finanzaufsicht muss zu einer schlagkräftigen und weisungsunabhängigen Behörde ausgebaut werden. Das erfordert ein Zusammenlegen der bisher getrennten Funktionen von Bundesbank und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) in einer Hand, und zwar der der Bundesbank. Sie muss die Unabhängigkeit, Kompetenz und Macht haben, nicht nur juristisch zu agieren, sondern schon im Vorfeld einzugreifen, wenn erkennbar, wie in den letzten Jahren geschehen, Grundregeln des Bankgeschäfts wie die genannten systemischen Risiken missachtet und extreme Risikopositionen aufgebaut werden.
- Beispiele:
- Transparenz: Der Präsident unserer Finanzaufsicht spricht schon seit Jahren von dem »schwarzen Loch« der Finanzmärkte, d.h. deren totalen Intransparenz. Was ist konkret unternommen worden, das zu ändern?
 - Fristentransformation: Die Depfa, Tochtergesellschaft der Hypo Real Estate, betreibt allseits bekannt in Irland extreme Fristentransformation und hat damit wesentlich den Zusammenbruch der ganzen Gruppe ausgelöst. Kommentar der Finanzaufsicht, man habe keinen Einblick in die Bü-

cher in Dublin. Warum wurde nicht die Mutter in München gezwungen, die Risikopositionen ihrer Tochter offen zu legen?

- Verbriefte Kredite (ABS): Ebenfalls bereits seit Jahren wurden vom Präsidenten der Bafin diese Produkte als »systemisches Risiko« bezeichnet. Warum wurden die unter seiner Aufsicht stehenden Banken nicht gezwungen, ihre Positionen in diesen »systemischen Risiken« innerhalb und außerhalb ihrer Bilanzen lückenlos offen zu legen und die praktizierte inkongruente Finanzierung der verbrieften Kredite einzustellen?
8. International müssen die Regeln wesentlich geändert werden, insbesondere die Anknüpfung der Eigenkapitalunterlegung nach Basel II an die Ratings der externen Ratingagenturen oder interne Modelle der Banken, da beide zu eindimensional sind und die beschriebenen systemischen Risiken nicht berücksichtigen. Das Vertrauen auf den Einbau dieser Risiken in die Modelle ist wohl nicht der richtige Weg, da die Modelle dann zu komplex und endgültig undurchschaubar und nicht bewertbar durch externe Dritte werden würden. Der erfolgversprechendere Weg liegt wohl in der Rückkehr zu festen Eigenkapitalquoten, die allerdings um Faktoren für die beschriebenen systemischen Risiken ergänzt, d.h. erhöht werden müssten. Sollte es zu keiner internationalen Vereinbarung kommen, sollte die deutsche Finanzaufsicht solche Regeln für den eigenen Zuständigkeitsbereich aufstellen und umsetzen. Der Drohung mit einer Abwanderung in weniger strenge Länder muss standgehalten werden und ein Eigenkapital-Zuschlag für Geschäfte mit Partnern aus laxer regulierten Staaten eingeführt werden.
 9. Auch die Wirtschaftsprüfer müssen in die Pflicht genommen werden, denn sie haben zu testieren, dass die Unternehmen ihrer gesetzlichen Verpflichtung nachgekommen sind, in ihrem Jahresabschluss und Lagebericht ein »den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild« von der Lage des Unternehmens abzugeben und die Chancen und Risiken der künftigen Entwicklung des Unternehmens beschrieben und beurteilt zu haben. Sie müssen ihr Testat verweigern oder zumindest einschränken, wenn die lückenlose Transparenz der Abschlüsse nicht gegeben ist, weil z.B. Bestände außerhalb der Bilanz geführt werden, der Risikogehalt von Beständen nicht beurteilt werden kann oder andere systemischen Risiken bestehen. Dies gilt insbesondere wegen der extremen Gefährlichkeit und des Fehlsteuerungspotentials für überdimensionierte erfolgsbezogenen Vergütungssystemen. Hier müssen Eckpunkte und Grenzen der Vergütungssysteme entwickelt werden. Die Beurteilung der Vergütungssysteme des Unternehmens anhand dieser Kriterien als klassisches operationelles Risiko des Geschäftsbetriebs muss zum Pflichtbestandteil des Risikoberichts werden.

Was dürfen wir nicht tun?

1. Wir dürfen auf keinen Fall abwarten und hoffen, dass die Krise einigermaßen glimpflich vorübergeht und dann zur Tagesordnung übergehen. Es muss der Schock und das momentane Bewusstsein für dringende Vorkehrungen ausgenutzt werden, um die von vielen Seiten gemachten Vorschläge konsequent umzusetzen.
2. Gleichzeitig dürfen wir trotz der atemberaubenden Dimension der derzeitigen Krise auf keinen Fall der Versuchung erliegen, das Kind mit dem Bade ausschütten und in eine generelle Verurteilung »der Marktwirtschaft«, »der Banken« oder »der Manager« insgesamt verfallen. Bekämpfen und verhindern müssen wir, dass, wie jetzt passiert, sich Teile der Wirtschaft oder Gesellschaft aus der gemeinsamen Normen- und Rechtsordnung verabschieden und sich einen rechtsfreien Raum verschaffen, in dem sie sich ausleben können. Das führt über kurz oder lang immer zu Maßlosigkeit und Missbrauch, wie wir es gerade erlebt haben. Um das zu verhindern, brauchen wir keine grundsätzlich neuen Konzepte und Gesetze, sondern eine Ergänzung und Weiterentwicklung der vorhandenen und eine Rückbesinnung auf unser Verständnis einer sozialen Marktwirtschaft mit der Sozialbindung des Eigentums. Die bestehenden Rechtsvorschriften reichen weitgehend aus. Sie müssen nur für alle gelten und vor allem gleichmäßig und konsequent umgesetzt werden.