

Heise, Michael

Article — Published Version

Verantwortung und Risikokultur

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Heise, Michael (2008) : Verantwortung und Risikokultur, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 88, Iss. 11, pp. 716-720, <https://doi.org/10.1007/s10273-008-0861-z>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/43033>

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.

Bankenkrise: Ursachen und Maßnahmen

Der internationale Finanzmarkt leidet derzeit unter den tiefgreifendsten Störungen seit der Weltwirtschaftskrise 1929. Wo liegen die Ursachen für die Krise? Wurden die Chancen für eine frühzeitige Eindämmung verpasst? Sind die verbreiteten Diagnoseansätze und die ergriffenen Maßnahmen zielführend? Wie ist das Finanzmarktstabilisierungsgesetz vor diesem Hintergrund zu beurteilen?

Hans-Peter Burghof, Felix Prothmann

Krisenbewältigung: Verpasste Chancen?

Die Krise der Finanzmärkte, die derzeit die Weltwirtschaft heimsucht, ist von ihrer Dimension und ihrer Gefährlichkeit her die bedeutendste seit der Weltwirtschaftskrise ab 1929. Zum ersten Mal wieder sind alle relevanten Länder und Märkte gleichzeitig betroffen. Neben Europa und den USA, die traditionell eng verflochten sind, werden von dieser Finanzkrise auch die Märkte Russlands, Chinas und Indiens berührt. Die arabische Welt und Afrika stellen ebenfalls fest oder müssen befürchten, dass sie auch betroffen sein werden. Wen die Krise nicht mit der ersten Welle traf, wird von Zweit- oder Drittrundeneffekten eingeholt, seien dies nun die allgemeine Liquiditätsklemme der Interbankenmärkte, ein allgemeiner Vertrauensverlust auf den Finanzmärkten, Nachfrageeinbrüche im Welthandel, fallende Rohstoffpreise oder eine sinkende Bereitschaft, angesichts der hohen Aufwendungen zur Stabilisierung der Bankenmärkte Ressourcen zur Unterstützung anderer Volkswirtschaften etwa im Rahmen der Entwicklungshilfe aufzuwenden.

Ein Auslöser für die Krise ist die Entwicklung der US-Immobilienpreise. Aufgrund von steigenden Zinsen waren viele Immobilienbesitzer in den USA nicht mehr in der Lage, ihre Hypothekenkredite zu bedienen. Viele Hauskredite waren aber auch von vorneherein darauf angelegt, aus einer Verwertung der Immobilie und nicht aus dem Einkommen des Kreditnehmers bedient zu werden. In diesem sogenannten Subprime-Segment des Hypothekenmarktes mit Schuldnern schwächerer Bonität wurde auf einen Anstieg der Immobilienpreise spekuliert, Lockangebote formuliert, die möglichst viele eigentlich nicht kreditwürdige Kunden durch anfänglich sehr geringe Belastungen anlocken sollten. Dies kann aber nur funktionieren, wenn die Immobilienpreise auch tatsächlich steigen. Gerade die aus diesem Geschäftsmodell resultierenden zahlreichen Zwangsversteigerungen trugen mit dazu bei, dass die US-Immobilienpreise nach einem Jahrzehnt kräftigen Wachstums ab 2006 stagnierten und, zumindest in einigen Regionen, auch fielen. Allein der Stillstand bei den Preisen

reichte aus, um viele Geschäftsmodelle zum Einsturz zu bringen.

Voraussetzungen für die Krise

Zwei Faktoren trugen dazu bei, dass aus diesen individuellen und auf bestimmte Regionen und Unternehmen beschränkten Problemen eine globale Finanzkrise wurde. Zum ersten wurden seit Mitte der neunziger Jahre Instrumente entwickelt, um Kreditrisiken aus den Büchern der Banken an den globalen Finanzmärkten zu veräußern. Dazu wurde eine große Anzahl von Forderungen zusammengefasst und auf den so geschaffenen Pool in mehreren Tranchen Wertpapiere geschrieben. Dabei hatten die einzelnen Tranchen einen unterschiedlichen Bedienungsrang und wiesen entsprechend unterschiedliche Risikoprofile auf. Diese sogenannten Asset Backed Securities wurden mit einem Rating einer international anerkannten Rating-Agentur versehen und konnten weltweit als alternative Anlageform mit einem sehr attraktiv wirkenden Risiko-Chancen-Profil veräußert werden. Wie das Risiko aus diesen Tranchen verteilt werden sollte, war

Gegenstand von wirtschaftswissenschaftlichen Untersuchungen mit dem Ziel, dass trotz des Risikotransfers nicht leichtfertig Kredite vergeben und bereits vergebene Kredite weiterhin ausreichend überwacht werden können. Leider schienen diese abstrakten Überlegungen die Konstrukteure solcher Produkte und auch die sie bewertenden Rating-Agenturen wenig zu interessieren, zumindest so lange, wie alles glatt lief und man mit dieser Ignoranz viel Geld verdienen konnte.

Der zweite Faktor ist seit langem wohlbekannt: Banken und andere Unternehmen versuchen, durch eine Erhöhung der Verschuldung den Leverageeffekt auszunutzen. Auf das dann entsprechend geringere Eigenkapitalvolumen lässt sich unter bestimmten Bedingungen eine höhere Rendite verdienen. Ein großer Teil der beeindruckend hohen Eigenkapitalrenditen internationaler Banken in den Jahren vor der Krise dürfte auf diesen Effekt zurückzuführen sein. Dabei wurden nicht nur in großem Umfang eigene Aktien zurückgekauft. Vor allem aber wurden Lächer in der staatlichen Eigenkapitalregulierung der Kreditinstitute konsequent ausgenutzt und Portefeuilles in einem bisher kaum gekannten Ausmaß „gehebelt“, d.h. nur mit äußerst geringen Eigenkapitalanteilen unterlegt. Die zentrale Funktion des Eigenkapitals, nämlich einen Puffer gegen mögliche Verluste zu bilden, schien an unaufhörlich wachsenden Märkten verzichtbar.

Diese beiden Faktoren bildeten mit der amerikanischen Immobilienkrise einen explosiven, sich selbst verstärkenden Wirkungszusammenhang. Immobilienkredite wurden in den USA auch deshalb äußerst großzügig vergeben, weil man sie ohne echten Rückbehalt

veräußern konnte. Die bei diesem Kreditrisikotransfer gebildeten Kreditportefeuilles waren nur über den hohen Leveragegrad am Markt finanzierbar, da ein relevantes Eigenkapitalvolumen dafür gar nicht zur Verfügung steht. Und die Ra-

ting-Agenturen stützten die Fiktion, dass dieses Fremdkapital sicher angelegt sei, was als wesentliche Voraussetzung dafür anzusehen ist, dass es gelang, zur Finanzierung äußerst suspekter Portefeuilles die globalen Kapitalmärkte anzuzapfen und das Risiko amerikanischer Subprime-Kredite bis in den letzten Winkel der Erde zu streuen.

Die Dynamisierung der Krise

Und so zeigten die Kreditrisikotransfermärkte insbesondere in diesem kritischen, sogenannten Subprime-Segment zunächst ein stürmisches Wachstum. Auf den absehbaren Zusammenbruch des Subprime-Marktes folgte dann aber eine für viele überraschende Dynamisierung der Krise. Der hohe Leveragegrad und die breite Streuung der Subprime-Risiken verursachten einen weltweiten Einbruch des Vertrauens in die Solidität von Finanzintermediären, die dadurch noch verstärkt wurde, dass es in einigen Ländern, unter anderem Deutschland, den Kreditinstituten ermöglicht worden war, diese Risiken nicht zu bilanzieren, sondern in Zweckgesellschaften für den Markt unsichtbar auszulagern.

Mit dem Vertrauensverlust, an erster Stelle übrigens zwischen den Banken, brach im Sommer 2007 die Möglichkeit der Refinanzierung zwischen den Banken in wichtigen Marktsegmenten zusammen. Seit diesem Zeitpunkt läuft nur noch eine Art Notprogramm. Die Kreditinstitute werden von den Zentralbanken in viel größerem Ausmaß als in der Vergangenheit mit Liquidität versorgt, was die Liquidität des Interbankenmarktes ersetzt. Diese Form der künstlichen Beatmung ist aber an das Vorhandensein von Sicherheiten geknüpft, und obwohl die Zentralbanken das Spektrum der akzeptierten Sicherheiten erheblich ausgeweitet haben, kamen

Die Autoren
unseres Zeitgesprächs:

Prof. Dr. Hans-Peter Burg-hof, 44, leitet das Fachgebiet Betriebswirtschaftslehre insbesondere Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim; Felix Prothmann, 24, Dipl.-Kaufmann, ist dort wissenschaftlicher Mitarbeiter.

Prof. Dr. Thomas Hartmann-Wendels, 51, ist Direktor des Seminars für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Bankbetriebslehre, Geschäftsführender Direktor des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht sowie Direktor des Forschungsinstituts für Leasing an der Universität zu Köln.

Prof. Dr. Stephan Paul, 45, ist Geschäftsführender Vorstand des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft und Inhaber des Lehrstuhls für Finanzierung und Kreditwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum.

Dr. Michael Heise, 51, ist Chefvolkswirt der Allianz-Gruppe und der Dresdner Bank und Honorar-Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt a. M.

Dr. Thorsten Polleit, 41, ist Chief German Economist bei Barclays Capital und Honorar-Professor an der School of Finance & Management in Frankfurt a. M.

diese Instrumente im Herbst dieses Jahres an ihre Grenzen. Die Krise ließ sich nicht mehr in Liquidität ertränken.

Neben dieser Liquiditätsunterstützung durch ihre Zentralbanken mussten die Staaten in einer Reihe von Einzelfällen eingreifen und die Insolvenz von Kreditinstituten verhindern, die als „too big to fail“ angesehen wurden oder deren Zusammenbruch aus anderen Gründen als Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems erachtet wurde. Dabei wuchs der Unmut der Öffentlichkeit darüber, dass die Staatshaushalte mit immer neuen Risiken aus Rettungsaktionen bis hin zu Verstaatlichungen belastet wurden. Neben der Idee des „too big to fail“ erschien die böse Option eines „too big to rescue“, d.h. einer Situation, in der die Rettung eines sehr großen Kreditinstituts so teuer ausfällt, dass die negativen Auswirkungen der Rettungsmaßnahmen auf den Staatshaushalt, auf die Bonität des betreffenden Landes und damit auch die Gesamtwirtschaft und die gesellschaftliche Kohärenz weniger gravierend sind als die Auswirkungen des einzelnen Konkurses. Es blieb den USA überlassen, dieses Argument auszutesten und schlagend zu widerlegen.

Lehman Brothers waren eine der fünf großen US-Investmentbanken und mit Assets von knapp 700 Mrd. US-\$ weit innerhalb der Gruppe der Institute, deren Bestand nach dem Kriterium des „too big to fail“ gesichert werden sollte. Es handelte sich aber auch deshalb um ein ausgesprochen systemrelevantes Institut, weil es auf den internationalen Kapitalmärkten hochgradig engagiert und international intensiv vernetzt war. Insbesondere diente Lehman als eine wichtige Clearing-Stelle im Derivate-Handel. Mitte September 2008 ließ die amerika-

Wirtschaftsdienst 2008 • 11

nische Regierung zu, dass Lehman Insolvenz anmeldete und seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkam. Eine Isolierung des Schadens aus diesem Konkurs war nicht möglich, die Betroffenheit weltweit und im Einzelfall kaum kalkulierbar. Die Finanzkrise wurde damit vollkommen unberechenbar und nahm rasch an Geschwindigkeit zu. Die Schockwellen der Lehman-Pleite gefährdeten in den Folgetagen nicht nur die Stabilität ganzer Bankensysteme, sondern auch die Kreditwürdigkeit ganzer Nationen. Die Finanzmarktkrise wuchs sich damit zu einer existentiellen Bedrohung aus.

Wie konnte es soweit kommen?

Ein wesentlicher Grund dafür ist der Verrat an bestimmten Prinzipien der Regulierung von Finanzintermediären. Bis in die zweite Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts verringerte sich in einem säkularen Trend die Eigenkapitalquote der Banken bis auf ein Niveau, das als unzureichend für die Stabilität des Finanzsystems angesehen wurde. Die Reaktion darauf war die Vereinbarung internationaler Eigenkapitalnormen. Dabei wurde das Grundprinzip formuliert, dass jedes relevante Risiko mit einem Eigenkapitalpuffer zu unterlegen ist, um die Wahrscheinlichkeit eines Fallements von Kreditinstituten auf ein Niveau zu begrenzen, dass aus der Perspektive der Finanzmarktstabilität noch vertretbar ist.

Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive wie auch aus Sicht der Banken in ihrer Gesamtheit erscheint es rational, derartige Normen verbindlich vorzugeben. Da es sich jedoch bei der Systemsicherheit um ein öffentliches Gut handelt, profitieren auch solche Institute von dem allgemeinen Vertrauen in die Märkte, die sich selbst nicht an diese Normen halten. Entspre-

chend muss die Bankenaufsicht für eine lückenlose Einhaltung der Eigenkapitalnormen sorgen.

Im internationalen Wettbewerb der Finanzplätze sind jedoch gerade solche besonders erfolgreich, die hier größere Spielräume gewähren. Entsprechend groß war der Druck auf die Aufsichtsbehörden, die eigentlich verbindlichen Normen sehr großzügig auszulegen und auch Spielwiesen zu eröffnen, auf denen sich Finanzintermediäre wenig reguliert entfalten können. So stellte man schon am Beispiel der Krise des Hedgefonds Long Term Capital Management fest, dass Hedgefonds sehr wohl Relevanz für die Stabilität des Finanzsystems haben können und dann auch unter Mitwirkung der öffentlichen Hand gerettet werden müssen, um Schäden von der Wirtschaft und der Allgemeinheit abzuhalten. Bis heute ist dies in einigen Ländern immer noch kein Anlass, diese einer ausreichenden präventiven Regulierung zu unterwerfen. Gleiches galt für die Verbriefung von Forderungen, die, unter anderem auch in Deutschland, ohne adäquate Eigenkapitalunterlegung möglich war.

Maßnahmen

Eine zentrale Frage für die Zukunft wird sein, wie man zu handlungsfähigeren Aufsichtsbehörden gelangt, die derartige Entwicklungen rechtzeitig erkennen und auch angemessen einschreiten können. Ob dies von einer globalen Bankenaufsicht geleistet werden kann, erscheint eher zweifelhaft. Diese wäre doch sehr weit vom eigentlichen Bankgeschehen entfernt und am ehesten noch geeignet, die wenigen wirklich internationalen Banken zu kontrollieren. Wichtiger erscheint es, die bestehenden nationalen Bankenaufsichtsbehörden in ihrer Kompetenz und auch ihrer

Unabhängigkeit zu stärken. Kompensationsmodelle müssen die Aufsichtsbehörde dazu befähigen, sowohl wirklich kompetente (und entsprechend etwas teurere) Mitarbeiter zu attrahieren als auch die gesamte Institution der Bankenaufsicht am Oberziel der Systemstabilität auszurichten. Vor diesem Hintergrund dürfte übrigens die in Deutschland viel diskutierte Lösung, die Bankenaufsicht einfach der Bundesbank zuzuordnen, nicht optimal sein, denn die Bundesbank verfolgt im Rahmen des Systems der Europäischen Zentralbanken weitere Ziele, insbesondere das der Sicherung der Geldwertstabilität.

In der internationalen Debatte wird ein Frühwarnsystem gefordert. Tatsächlich waren die Übertreibungen der angelsächsischen Immobilienmärkte seit Jahren bekannt, die Anreizprobleme beim Kreditrisikotransfer wurden wissenschaftlich gut durchleuchtet, und der hohe Leveragegrad vieler finanzieller Institutionen schon weit vor Eintritt der Krise in den Medien kritisch beleuchtet. Auch der exzessive Konsum und die geringe Sparquote in den USA bereitet seit vielen Jahren Kopfzerbrechen. Die einzige Aufgabe einer solchen Frühwarnstelle hätte also darin bestehen können, hier eins und eins zusammenzuzählen. Dafür braucht es sicher keiner großen internationalen Institution, sondern Aufmerksamkeit und Offenheit für mögliche Gefahren, was eine unabhängige nationale Bankenaufsicht ohne weiteres leisten kann. Die Frage ist, ob in einer Zeit, in der alles glänzend zu laufen scheint, jemand solchen Kassandrarufen Aufmerksamkeit schenken würde. Es kommt also weniger auf die Erkenntnis an sich an als auf die Möglichkeit, auf der Grundlage solcher Erkenntnisse tatsächlich zu handeln.

Verpasste Chancen

Im Zuge des Verlaufs der Krise haben unterschiedliche Handlungsmöglichkeiten bestanden. So beschränkte sich die Krise zunächst auf Positionen aus dem Subprime-Markt. Diese hätte man aufkaufen und so aus dem Markt nehmen können. Dies erschien damals aber als sehr teuer und unfair, da dadurch die betroffenen Banken nicht in vollem Umfang für ihre Fehler haften müssen. Daher ließ man diese Chance zur Isolierung der Krise ungenutzt verstreichen. Mit der Ausweitung der Krise auf immer neue Assetklassen und Finanzinstitutionen wurde dieser Weg verschlossen, und die zu erwartenden wirtschaftlichen Kosten der Krise dürften schon jetzt wesentlich höher sein als die Kosten für einen solchen partiellen Bailout der Kriseninstitute.

Im weiteren Verlauf der Krise entwickelte sich ein spannungsgeladenes Verhältnis zwischen der Durchführung von Einzelmaßnahmen zur Rettung bestimmter, besonders betroffener Institute, und der mühsamen Formulierung genereller, in die gesamte Breite des Marktes wirkender Pakete. Die deutsche Regierung tendierte dabei, auch vor dem Hintergrund einer gewissen Verleugnung der Relevanz der Krise für Deutschland, zunächst zu Einzelmaßnahmen für bestimmte Institute. Die Erfahrungen mit diesen Maßnahmen sind eher schlecht: Meist mussten die Regierung oder andere Retter in der Krise mehrmals nachlegen und am Ende zweifeln, ob sie die Rettungsaktion überhaupt übernommen hätten, wenn ihnen zu Anfang bewusst gewesen wäre, wie teuer sie die Rettung kommen würde. Zum anderen erzeugten die Einzelmaßnahmen kein Vertrauen in den Märkten und trugen nicht dazu bei,

den Interbankenmarkt wieder zu beleben.

Aber auch als sich die deutsche Regierung der französischen Position anschloss, dass jetzt nur noch ein umfassendes Rettungspaket helfen könne, tat man dies nur halbherzig. Das deutsche Rettungspaket ist zwar global formuliert, aber mit jedem Institut einzeln auszuhandeln, wobei den Instituten auch immer die Option offensteht, auf eine Teilnahme ganz zu verzichten. Diese Freiwilligkeit mag aus rechtspolitischen Gründen wünschenswert sein. Aber es ergeben sich Probleme aus dem Charakter der Systemsicherheit als öffentlichem Gut. Auch Institute, die nicht teilnehmen, profitieren von einem gewachsenen Vertrauen auf den Finanzmärkten, ohne sich den für die Shareholder nicht unbedingt wünschenswerten Beschränkungen des Bundes unterwerfen zu müssen. Hier wäre eine verpflichtende Teilnahme einfacher, effizienter und auch rascher umzusetzen gewesen.

Was lässt sich aus der Krise lernen?

Die Krise gibt auch Anlass, gängige Meinungen und Vorurteile über die Effizienz verschiedener Finanzsysteme kritisch zu hinterfragen. Dabei folgten die Wirtschaftswissenschaften weitgehend dem amerikanischen Paradigma, wonach die Banken im Interesse einer effizienten Kapitalallokation sich ausschließlich an Shareholderinteressen orientieren durften und, zu Gunsten einer effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle, alle Institute auf dem Markt für Unternehmenskontrolle handelbar, d.h. erwerbbar sein müssten. Ganz abgesehen davon, dass die USA auf ihrem Heimatmarkt diesem Paradigma keineswegs in Gänze folgt: Die Krise verdeutlicht vor al-

lem den Wert einer hohen Vielfalt von Institutionen innerhalb eines Finanzsystems und der Existenz von sehr unterschiedlich gestalteten Finanzsystemen in fruchtbarer Konkurrenz nebeneinander. Eine solche Vielfalt ist sicher mit höheren Transaktionskosten verbunden, bietet aber in Krisensituationen entscheidende Vorteile: Systemfehler

in bestimmten Ausprägungen von Finanzinstitutionen können sich nicht mit gleicher Virulenz ausbreiten. Die weniger betroffenen Regionen des Weltfinanzsystems können die in die Krise geratenen Institutionen und Märkte stützen. Und schließlich ermöglicht die Existenz valider Gestaltungsalternativen eine kreativere Auseinandersetzung

mit möglichen Lösungskonzepten für die Krise. Wenn man also etwas aus dieser Krise lernen kann, dann, dass es gerade in einer globalisierten Welt wichtig ist, dass Institutionen und Menschen ihre Unterschiede bewahren, dass sie nach unterschiedlichen Kriterien, in Verfolgung unterschiedlicher Ziele agieren sollten.

Thomas Hartmann-Wendels

Geringe Eigenkapitaldecke, mangelhafte Transparenz und Fehlanreize

Die Finanzmarktkrise, die im Frühsommer 2007 erstmals deutlich sichtbare Spuren hinterließ, hat im September und Oktober dieses Jahres ein Ausmaß erreicht, das vor einem Jahr kaum jemand für möglich gehalten hätte. Die großen Investmentbanken, die bis dahin als die Ikonen der modernen Finanzindustrie galten, verschwanden quasi über Nacht von der Bildfläche, entweder durch Übernahme, durch Insolvenz oder indem sie ihren Sonderstatus als Investmentbank aufgaben und zu „normalen“ Geschäftsbanken mutierten. Große Kreditinstitute bzw. Kreditversicherer wie AIG und Hypo Real Estate konnten nur durch massive staatliche Kredite bzw. durch eine staatliche Übernahme gerettet werden. Mit Island drohte sogar einem souveränen Staat die Insolvenz. Nachdem sich die Anzeichen für einen allgemeinen Flächenbrand immer mehr verdichteten, sahen sich die Regierungen der wichtigsten Industrienationen schließlich gezwungen, in Windeseile umfangreiche Rettungspakete

zu schnüren, um einen drohenden weltweiten Kollaps des Bankensystems zu verhindern.

Begonnen hatte die Krise mit massiv angestiegenen Ausfällen von Hypothekendarlehen in den USA. Da diese Kredite entsprechend dem Originate-to-distribute-System verbrieft waren, wurden die Ratings der Verbriefungstranchen heruntergestuft, teilweise um mehrere Ratingklassen. Die Investoren mussten die Erfahrung machen, dass die Ratings von Verbriefungstranchen nicht mit den Unternehmensratings vergleichbar sind. Die Ratings von Verbriefungstranchen basieren auf Annahmen über Ausfallwahrscheinlichkeiten, über Rückflüsse im Insolvenzfall und über Ausfallkorrelationen der verbrieften Kredite. Aus diesen Annahmen lassen sich Verlustverteilungen ableiten und anhand der für eine Ratingklasse maximal zulässigen Ausfallwahrscheinlichkeit kann die Größe von Verbriefungstranchen bestimmt werden.

Die der Ratingvergabe zugrunde liegenden Annahmen erwiesen sich als fehlerhaft mit der Folge, dass die massiven Ratingänderungen das Vertrauen in die Ratingagenturen erschütterten. Dies wiederum führte dazu, dass auch die Marktpreise von anderen Asset-Klassen, die mit Subprime-Krediten nichts zu tun haben, einbrachen. Die Folge davon war, dass die Conduits, deren Aktiva nur zu einem geringen Teil aus verbrieften Subprime-Tranchen bestanden, aufgrund ihrer kurzfristigen Refinanzierung in Liquiditätsschwierigkeiten gerieten und Banken auf ihre Wertpapierbestände hohe Wertberichtigungen vornehmen mussten. Als Folge hiervon sank die Bonität der Banken, was zu höheren Refinanzierungskosten führte. Hinzu kam der Ausfall der sogenannte Monoliner, über die große Teile der mit Kreditrisiken behafteten Portfolien abgesichert waren. Dies machte erneute Abschreibungen notwendig, so dass die Eigenkapitalquoten der Banken drastisch zusammenschmolzen. Mangelnde Transpa-

renz über das Ausmaß der Risikopositionen in den Bankenbüchern sowie die spektakuläre Insolvenz einer der größten Investment-Banken führten schließlich zu einer Situation gegenseitigen Misstrauens mit der Folge, dass der Interbankenmarkt vollständig zusammenbrach. Damit war die Liquiditätsversorgung – eine der wichtigsten Funktionen, die Banken erfüllen – nicht mehr gewährleistet, so dass massive staatliche Eingriffe unausweichlich waren.

Als Ursachen für die Finanzmarktkrise lassen sich vorrangig drei Fehlentwicklungen ausmachen: die zu gering bemessene Eigenkapitaldecke, die fehlende Transparenz und Fehlanreize.

Zu gering bemessene Eigenkapitaldecke

Auf den verschiedensten Ebenen wurde mit minimalem Eigenkapitaleinsatz gearbeitet. Das fängt an mit der Kreditvergabe zur Finanzierung des Erwerbs von Wohnimmobilien an US-amerikanische Schuldner, die über kein oder nur minimales Eigenkapital verfügten. Großer Beliebtheit erfreuten sich sogenannte Piggyback-Loans, bei denen der Eigenkapitalanteil auch noch über einen Kredit finanziert wurde, nicht selten über die Kreditkarte. Das Bestreben, Finanzierungen ohne Eigenkapital durchzuführen, setzte sich dann bei der Verbriefung dieser Kredite fort. Die Senior-Tranche wurde so groß geschneidert, dass sie gerade noch von der Rating-Agentur ein AAA erhielt, die Equity-Tranche wiederum wurde so dünn gestaltet wie irgend möglich. Problematisch an diesem „Rating-on-the-Edge“ ist vor allem, dass die Ratingagentur, die das Bonitätsurteil abgibt, zuvor an der Strukturierung dieser Transaktionen beratend beteiligt war. Die einzelnen Tranchen wurden dann

von anderen institutionellen Investoren aufgekauft, die selbst wiederum mit minimalem Eigenkapital gearbeitet haben. Equity-Tranchen wurden häufig von Hedge-Fonds erworben, die den Erwerb mit hohem Fremdkapitalanteil finanzierten. Ähnlich verhielt es sich mit den Structured Investment Vehicles (SIVs) und Conduits, die in der Regel höherrangige Tranchen erwarben und dies ebenfalls nahezu ohne Eigenkapital. So betrug der durchschnittliche Anteil der Equity-Tranche bei den Structured Investment Vehicles gerade einmal ca. 7%, bei den sogenannten SIV-lite – einer verschärften Variante der Structured Investment Vehicles war der Eigenkapitalanteil sogar noch geringer. Durch diese mehrstufigen Konstruktionen mit jeweils minimalem Eigenkapitalanteil – Kreditvergabe – Verbriefung – nochmalige Verbriefung etc. – ging der über alle Stufen durchgerechnete Eigenkapitalanteil praktisch gegen Null. Ohne Eigenkapital fehlte aber der Puffer, der Verluste hätte auffangen können, so dass die fein ersonnenen mehrstufigen Finanzkonstruktionen den Finanzmarkturbulenzen nicht standhalten konnten.

Das Bestreben, mit möglichst geringem Eigenkapitaleinsatz hohe Risiken einzugehen, ist in der Zielsetzung, hohe Eigenkapitalrenditen zu erzielen, begründet. Wer Eigenkapitalrenditen von 15%, 20% und mehr erzielen möchte, dem stehen zur Umsetzung dieser Zielsetzung grundsätzlich drei Strategien offen:

- Man kann versuchen, hohe Überschüsse zu erzielen durch überlegene Produkte, durch ein überlegenes Know-How oder durch besondere Kosteneffizienz in der Produktion von Finanzdienstleistungen. Die Strategie, Ertragsvorteile durch überlegene Produkte und/oder besonderes Know-How zu erzielen, kann nur

für einzelne Banken, aber nicht für die gesamte Branche aufgehen und selbst dies nur temporär: Für Bankprodukte gibt es keinen Patentschutz, so dass erfolgreiche Neuerungen schnell von den Mitbewerbern kopiert werden können und Monopolrenten nur kurzfristig vereinnahmt werden können. Kosteneffizienz lässt sich nur für standardisierte Produkte, die in großen Stückzahlen abgesetzt werden, erreichen, auch diese Strategie scheidet damit für viele Banken aus.

Da diese Ansätze für die meisten Banken nicht zielführend sind, haben sie sich auf zwei andere Strategien zur Erhöhung der Eigenkapitalrendite verlegt:

- Höhere erwartete Renditen lassen sich erzielen, indem auf der Aktivseite entsprechend hohe Risiken eingegangen werden.
- Die erwartete Eigenkapitalrendite lässt sich zusätzlich steigern, indem der Leverage-Effekt genutzt wird, d.h. indem der Eigenkapitalanteil reduziert wird. Damit steigt allerdings auch das Risiko, das die Eigenkapitalgeber zu tragen haben.

Strategien, die darauf abzielen, höhere erwartete Eigenkapitalrenditen unter Inkaufnahme eines höheren Risikos zu erreichen, schaffen allerdings für die Eigentümer keinen Mehrwert, sondern führen lediglich zu höheren Eigenkapitalkosten.

Fehlende Transparenz

Die Stabilität des Finanzsystems wurde zusätzlich dadurch geschwächt, dass für Außenstehende kaum erkennbar war, welche Risiken mit den ABS-Tranchen wirklich verbunden waren. Durch ein mehrmaliges hintereinander geschaltetes Verbriefen, durch das bestehende ABS-Tranchen immer

wieder neu gepoolt und in neu tranchierter Form verbrieft wurden, ging der Durchblick auf die originär dahinter stehenden Risiken vollends verloren. Ein natürlicher Reflex auf die fehlende Transparenz hätte sein müssen, in derart undurchschaubare Positionen nicht zu investieren, aber die Aussicht, für AAA-geratete Tranchen Renditen mit bis zu 40 Basispunkten Aufschlag auf den Zinssatz für sichere Anleihen zu erzielen, hat eventuell noch bestehende Restbedenken offenbar weggewischt.

Fehlende Transparenz über den Risikogehalt der ABS-Tranchen führte dazu, dass die Märkte, auf denen solche Tranchen zuvor regelhaft gehandelt wurden, zusammenbrachen. Fehlende Transparenz über die Beschaffenheit der Produkte führte schließlich dazu, dass nicht mehr zwischen Subprime- und Nicht-Subprime-Tranchen unterschieden werden konnte und somit auch andere Marktsegmente, die in die Subprime-Problematik in keiner Weise involviert waren, mit in den Abwärtsstrudel gerissen wurden. Auf diese Weise führte die Subprime-Krise dazu, dass zahlreiche Marktsegmente, die vorher hoch liquide waren, zum Erliegen kamen.

Die Transparenz fehlte auch hinsichtlich der Ratingeinstufungen. Von den Banken wurden AAA-geratete Tranchen als gleichwertig zu Schuldverschreibungen AAA-gerateter Unternehmen angesehen. Dabei wurde übersehen, dass die Ratings von Verbriefungstranchen ganz anders zustande kommen als Unternehmensratings und auf eine Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfeldes viel sensibler reagieren.

Transparenz ließ aber auch die Informationspolitik vieler Banken vermissen. So verkündete die IKB

noch eine Woche vor ihrem Beinahe-Zusammenbruch, dass man nur marginal – die Rede war von einem einstelligen Millionenbetrag – von der Subprime-Krise betroffen sei. Andere Banken waren in ihrer Informationspolitik nicht ganz so dreist, aber das Muster war häufig genug dasselbe: Erst wurden Probleme geleugnet oder klein geredet und dann rückte man zögerlich und nur scheinbar mit der Wahrheit heraus, wobei die Verlustbeträge von Pressekonferenz zu Pressekonferenz immer größer wurden. Verständlich, dass bei einer solchen Informationspolitik das Vertrauen in die Banken verloren ging. Dabei waren es weniger die normalen Bankkunden, bei denen der Vertrauensverlust offensichtlich wurde, sondern die Banken vertrauten untereinander nicht mehr, weil niemand wusste, wer welche Risiken in den Büchern stehen hatte.

Auch die IFRS-Bilanzierung hat nicht zu mehr Transparenz beitragen können. Die Bewertung von Finanzinstrumenten zum Fair Value ist bei liquiden Märkten eine Methode, die einen objektiv überprüfbar und im Hinblick auf den Informationsgehalt aussagekräftigen Wert liefert. Brechen Märkte jedoch weg, so muss statt eines beobachtbaren Marktwertes ein durch ein Bewertungsmodell ermittelter Wert (Mark-to-Model) in der Bilanz angesetzt werden. Da die Wertansätze in beträchtlichem Ausmaß von der Art des verwendeten Modells und der Schätzung der darin eingehenden Parameter abhängen, ging das Vertrauen in die Aussagekraft der Jahresabschlüsse verloren.

Das mangelnde Vertrauen insbesondere der Banken untereinander hatte fatale Konsequenzen. Ein wichtiger Pfeiler in der Liquiditätssteuerung der Banken ist die Mög-

lichkeit, sich jederzeit – häufig ganz kurzfristig – Geld von anderen Banken leihen zu können. Dieser Pfeiler brach plötzlich weg, weil niemand mehr die Bonität einer Bank einschätzen konnte. Das Vertrauen darauf, dass zumindest bei einer hinreichend großen Bank letztlich der Staat eingreifen wird und eine Insolvenz abwendet, ging mit der Insolvenz der Lehman-Bank verloren.

Ein zusammengebrochener Interbanken-Markt hat weitreichende Folgen für das Liquiditätsmanagement der Banken. Da jede Bank befürchten muss, bei Bedarf keinen Kredit mehr zu bekommen, müssen die Banken selbst Liquidität horten, um mögliche Engpässe meistern zu können. In welchem Ausmaß Banken Liquidität horten, kann man sehr deutlich daran erkennen, wie die Banken die von der Europäischen Zentralbank angebotene Möglichkeit, überschüssige Gelder kurzfristig bei ihr anzulegen (Einlagenfazilität), nutzen. Beträgt der Bestand der Einlagenfazilität in normalen Zeiten für das gesamte Bankgewerbe in Deutschland einige Millionen Euro bis höchstens einige hundert Millionen Euro, so betragen die Einlagen seit Mitte Oktober knapp 300 Milliarden Euro. Diese Liquidität, die normalerweise in den Interbankenmarkt fließt, fehlt nun den Instituten, die Liquidität benötigen. Liquidität, die noch kurz zuvor im Übermaß vorhanden war, wurde quasi über Nacht zu einem knappen und heiß begehrten Gut.

Fehlanreize

Die Fehlentwicklungen, die zur Finanzmarktkrise geführt haben, sind keine Fehler des Finanzsystems an sich, sondern beruhen auf Fehlentscheidungen der Akteure. Das Verhalten der Bankmanager wiederum wird von Anreizen gesteuert, die ihnen gesetzt werden.

Hier hat es über mehrere Stufen hinweg Fehlentwicklungen gegeben.

Bei der Übertragung von Kreditrisiken treten Fehlanreize in Form von Moral Hazard auf, weil Adressenausfallrisiken nicht rein exogen gegeben sind, sondern von dem Risikoverkäufer beeinflussbar sind und weil Informationen über das Ausmaß dieser Risiken ungleich verteilt sind. Ebenso wenig wie der Schuldner einen Anreiz hat, seine Bonität wahrheitsgemäß zu berichten, ist der Risikoverkäufer motiviert, den Risikokäufer über das wahre Ausmaß der Kreditrisiken zu informieren. Moral Hazard ist auch die Ursache dafür, dass sogenannte Liar-Loans, d.h. Kredite ohne ausreichende Kreditprüfung vergeben wurden. Wer bei der Kreditvergabe schon davon ausgeht, dass der Kredit und das damit zusammenhängende Ausfallrisiko im Zeitpunkt eines Ausfalls längst verkauft sind, hat keinen Anreiz, Kosten aufzuwenden, um durch eine sorgfältige Bonitätsprüfung und eine laufende Überwachung des Kreditnehmers das Kreditrisiko gering zu halten. Ähnlich verhielt es sich mit den Investmentbanken, die die Verbriefungstransaktionen organisiert haben. Da sie selbst kein Risiko übernahmen, sondern alle Risiken an die Investoren weiterleiteten, fehlte auch ihnen der Anreiz, den Risikogehalt der verbrieften Portfolios sorgfältig zu prüfen.

Auch die Rating-Agenturen hatten keinen Anreiz, ihre Aufgabe als Risikoprüfer unabhängig und neutral wahrzunehmen. Das rapide wachsende Volumen an Asset-Backed-Transaktionen machte das Rating von Verbriefungstranchen zu einem sehr einträglichen Geschäft, das wesentlichen Anteil am Gesamterfolg der Rating-Agenturen hatte. Da Verbriefungstransaktionen umso einträglicher sind, je

größer die AAA-Tranche ist, hätten die Rating-Agenturen ihre eigene Ertragslage gefährdet, wenn sie allzu strenge Maßstäbe an ihre Bonitätsurteile angelegt hätten. Der Anreiz, durch gutes Rating langfristig Reputation aufzubauen und die Sanktionsandrohung, durch schlechtes Rating den eigenen Ruf nachhaltig zu ruinieren, hat offensichtlich nicht gewirkt. Zum einen ist dies dem Kurzfristen Denken zum Opfer gefallen, bei dem Ziele wie Reputation, die nur langfristig erreicht werden können, nicht mehr zählen, zum anderen fehlt es am Wettbewerb unter den Rating-Agenturen. Der Markt wird von zwei großen Agenturen beherrscht, und im Regelfall werden zwei Ratings benötigt. Das Risiko, im Wettbewerb um gute Ratingqualität den Konkurrenten zu unterliegen, war also denkbar gering.

Moral-Hazard-Risiken treten immer dann auf, wenn Chancen und Risiken ungleich verteilt sind. Dies ist der Fall, wenn mit einem hohen Fremdkapitalanteil gearbeitet wird. Wer wenig „eigenes“ Kapital einsetzt, der kann im Verlustfall aufgrund der beschränkten Haftung nur wenig verlieren, im Erfolgsfall dagegen kann er unbegrenzt an den Erträgen verdienen. Dieser Optionscharakter des Eigenkapitals, der insbesondere bei hohem Verschuldungsgrad wirksam wird, schafft einen Anreiz, übermäßig Risiken anzuhäufen. Hinzu kommt, dass die Verantwortlichen in den Unternehmen selbst wie Optionsinhaber anzusehen sind: Geht ihr Geschäftsmodell auf, profitieren sie von erfolgsabhängigen Bonuszahlungen, deren Höhe nach oben offen ist, geht die Spekulation schief, verlieren sie schlimmstenfalls ihren Job, nicht selten ausgestattet mit großzügigen Abfindungen. Asymmetrische Anreizsysteme und hoher Fremdkapitaleinsatz bei den

Banken haben somit dazu geführt, dass hohe Risiken eingegangen wurden und das Management der Banken von den Aufsichtsräten daran nicht gehindert wurde.

Zukunft der Bankenaufsicht

Wenn Aufsichtsräte die drohenden Gefahren nicht gesehen haben oder aufgrund der verzerrten Anreize nicht sehen wollten, stellt sich die Frage, ob die Bankenaufsicht die Fehlentwicklungen nicht hätte sehen müssen und ob nicht ein rechtzeitiges beherztes Eingreifen der Bankenaufsicht die Zuspitzung der Krise hätte verhindern können. Immerhin gibt es Länder wie Italien und Spanien, deren Bankenaufsichtsbehörden frühzeitig das Anhäufen von Risiken in außerbilanziellen Zweckgesellschaften unterbunden haben und den Banken die Bildung zusätzlicher stiller Reserven auferlegt haben. Unklar ist, ob diese Haltung Glück war, oder auf die Weitsicht einzelner zurückzuführen ist, die den Mut hatten, sich gegen den Mainstream zu stellen oder ob es hierfür systematische Gründe gibt.

In den letzten Jahren herrschte in vielen Ländern eine Grundstimmung vor, die Regulierung als ein – in Maßen vielleicht tolerierbares – Übel sah. In einer solchen Situation bedarf es einer starken und vor allen Dingen auch von der Politik unabhängigen Institution, um unpopuläre Maßnahmen durchzusetzen. In Deutschland nimmt die öffentliche Hand im Hinblick auf die Banken eine Doppelrolle ein: Zum einen befindet sich rund ein Drittel des deutschen Bankgewerbes in öffentlicher Hand, zum anderen ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht dem Finanzministerium untergeordnet. Ob in einer solchen Konstellation die Möglichkeit bestanden hätte, gegen den Widerstand der Eigner

öffentlich-rechtlicher Banken vorzugehen, darf bezweifelt werden.

Für die Zukunft brauchen wir nicht nur starke Bankenaufsichtsbehörden, wir benötigen auch eine bessere Bankenaufsicht. Dabei kommt es nicht darauf an, zusätzliche Regeln zu erlassen oder bestehende Regeln auf breiter Front zu verschärfen, entscheidend wird sein, die Qualität der Bankenaufsicht zu verbessern. Insbesondere muss die Bankenaufsicht sich weniger auf die Einhaltung quantitativer Vorschriften stützen, sondern sich stärker in Richtung auf eine qualitative Aufsicht hinbewegen.

Die aufsichtsrechtlichen Grundlagen hierfür sind gelegt. Mit der Umsetzung der zweiten Säule von Basel II in deutsches Aufsichtsrecht soll die Bankenaufsicht im Rahmen des Supervisory Review Process (SRP) das gesamte Risikoprofil einer Bank und das Risikodeckungspotenzial beurteilen. Dies verlangt ausgehend von einer Einschätzung des Geschäftsmodells einer Bank eine ganzheitliche Vorgehensweise, die sich gerade nicht in der Prüfung aufsichtsrechtlicher Detailvorschriften erschöpft. Es ist offensichtlich, dass eine Umsetzung des Supervisory Review

Process ein tiefes Verständnis der Spezifika jeder Bank erfordert. Dies stellt einen externen Prüfer vor große Herausforderungen.

Weiterhin wird es darauf ankommen, die Praxis der Bankenaufsicht international stärker aufeinander abzustimmen. Nationale Alleingänge bleiben wirkungslos, wenn Banken ihre Aktivitäten mühelos in das Land mit der jeweils liberalsten Aufsicht verlagern können. Notwendig ist eine enge Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden, die den Interessen des Gastlandes und des Heimatlandes gerecht wird.

Stephan Paul

Stabilitätsgefahren durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz?

Im Gegensatz zur Weltwirtschaftskrise 1929, die durch staatlichen Attentismus mindestens verschärft wurde, sind nach den dramatischen Börseneinbrüchen sowie den Beinahe- oder tatsächlichen Zusammenbrüchen von Banken, Versicherungen, weiteren Finanzmarktspielern und vereinzelt sogar Staaten im Oktober 2008 relativ rasch und international koordiniert, massive staatliche Hilfsmaßnahmen angelaufen. Das über die Liquiditätsspritzen und Zinssenkungen der Notenbanken (Anfang November lag der US-Leitzins wieder wie in den Hochzeiten der Kreditvergabe im Subprime-Segment bei 1%) hinaus von den Staaten zur Krisenbekämpfung eingesetzte Instrumentarium ähnelt sich weltweit.¹ Im Mittelpunkt stehen Aufkäufe ausfallgefährdeter

Kredite und Wertpapiere (so beim Hilfspaket der US-Regierung über 700 Mrd. US-\$), Eigenkapitalhilfen (prominent in Großbritannien, 50 Mrd. Pfund), Garantien von Spareinlagen (z.B. in Irland in unbegrenzter Höhe) sowie von Interbankengeschäften (etwa in Spanien, 100 Mrd. Euro).

In Deutschland hat erst die zweimalige Bereitstellung von Liquidität für die Hypo Real Estate über insgesamt 50 Mrd. Euro auf staatlicher Seite die Bereitschaft ausgelöst, von einer Einzelfall- zu einer Systemhilfe überzugehen. Nachdem am 5. Oktober zunächst sämtliche Spareinlagen mit einer Staatsgarantie versehen wurden, legte die Bundesregierung am 13. Oktober das „Maßnahmenpaket zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Vermeidung negativer Auswirkungen auf die Realwirtschaft“ vor. Im Zentrum steht dabei

das „Finanzmarktstabilisierungsgesetz“ (FMStG).

Staatshilfen und Auflagen

Danach – und dies stellt bislang den Kern auch der öffentlichen Diskussion dar – können von Banken Staatshilfen unterschiedlicher Art beantragt werden. Sie reichen von der Garantie für ihre Verbindlichkeiten (Rahmen 400 Mrd. Euro), über den staatlichen Erwerb von Problemaktiva bis hin zur Rekapitalisierung durch die Zufuhr von Eigenkapital durch den Staat (zusammen 80 Mrd. Euro). Da für die Garantieleistungen eine haushaltsrechtliche Vorsorge von 5% = 20 Mrd. Euro getroffen wird, ergibt sich ein Finanzierungsvolumen des neu gegründeten „Finanzmarktstabilisierungsfonds“ von bis zu 100 Mrd. Euro, das durch die Deutsche Bundesbank verwaltet wird.

¹ Vgl. S. Paul: Finanzmarktstabilisierungsgesetz – Mit Zuckerbrot und Peitsche, in: Betriebs-Berater, H. 47, 2008.

Mit der Inanspruchnahme der Staatshilfen sind indes Auflagen verbunden: Als Gegenleistung für Garantien ist eine „marktgerechte Vergütung“ zu zahlen, außerdem wird die Geschäftspolitik auf „Nachhaltigkeit“ geprüft. Bei einer Übernahme von Risikoaktiva werden zudem die Anreizwirkung und Angemessenheit des Vergütungssystems der jeweiligen Bank untersucht, die Vergütung von Organmitgliedern sollte 500 000 Euro p.a. nicht überschreiten, die Einräumung von Boni ist stark eingeschränkt, und es darf keine Dividendenausschüttung erfolgen. Im Falle der Rekapitalisierung kommt noch die Auflage hinzu, dass vor allem Kredite an kleine und mittelständische Kunden vergeben werden sollten.

Zögernde Inanspruchnahme

In den ersten Tagen nach Verabschiedung des Pakets zeichnete sich vorübergehend ein klassisches Gefangenendilemma ab. Hätten alle „bedürftigen“ Banken gleichzeitig Hilfsleistungen in Anspruch genommen, wäre ihre Reputation vergleichsweise wenig beschädigt worden. Da sich jedoch kein Institut als erstes „outen“ wollte, unterblieben entsprechende Anträge zunächst ganz. Angedachte Gemeinschaftsaktionen vor allem der Landesbanken scheiterten und der Sprecher der Deutschen Bank, Josef Ackermann, lehnte die Annahme der Staatshilfe besonders prononciert ab („würde mich schämen“). In dieser Situation wurde diskutiert, ob der Staat – ähnlich dem Vorgehen in Großbritannien – die Einnahme seiner „Medizin“ gesetzlich verordnen, mithin die Institute (teil-)verstaatlichen sollte. Dort besteht ein Zwang zur Aufnahme des Staats als Miteigentümer, wenn die Eigenkapitalquote eine bestimmte Höhe unterschreitet.

Doch der kollektive Bail-out zur Volksbeglückung bzw. -beruhigung unterblieb. Bereits am 21. Oktober beantragte die BayernLB Eigenkapitalhilfen im Volumen von 5,4 Mrd. Euro, am 4. November folgte die Commerzbank als erste private Bank (stille Einlage über 8,2 Mrd. Euro). Mittlerweile haben sowohl die Hypo Real Estate als auch fünf weitere Landesbanken angekündigt, sich unter den Schutzschirm zu begeben.

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

Staatliche Vorgabe von Geschäftsmodellen verfehlt

Als noch problematischer könnten sich indes die Eingriffe in die Geschäftspolitik der Institute erweisen. Gerade dem Staat – das hat die Finanzmarktkrise überdeutlich gezeigt – ist es bei „seinen“ Kreditinstituten (Landesbanken, IKB) bislang nicht gelungen, „nachhaltige“ Geschäftsmodelle zu installieren, die sich als tragfähig erwiesen hätten. Worauf soll dann von welchen Personen (den bisherigen Bankaufsehern?) die Geschäftspolitik fokussiert werden? Und haftet der Staat dann nicht auch für die von ihm eingeleiteten Veränderungen, von der Kundengruppen- bis zur Produktauswahl? Wird er möglicherweise mit Blick auf weitere Hilfsleistungen an „seine“ neuen Beteiligungen bei sich noch deutlich verschlechternder Geschäftslage erpressbar?

Besonders gefährlich wäre es, wenn Institute in diesem Zusam-

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

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

Wenn überhaupt staatliche Einflüsse auf die Geschäftspolitik einen Beitrag für die Stabilität des Finanzmarktes leisten sollen, dann müsste der Staat gerade bei den Landesbanken, die aktuell Hilfszahlungen beantragt haben, auf eine Konsolidierung und Privatisierung drängen. Insofern ist die Formulierung im Gesetzestext, es sollten nur diejenigen Institute Staatsgelder erhalten, die die „Gewähr für eine solide und umsichtige Geschäftspolitik“ bieten (§ 10) verfehlt – gerade diejenigen Banken, bei denen dies nicht der Fall ist, brauchen zunächst Staatshilfe,

um dann geordnet abgewickelt zu werden.

Intransparenz durch Veränderungen in der Bilanzierung

Allerdings sinken mit zunehmender Beteiligung des Staates die Anreize, in den Augen vieler Finanzmarktteilnehmer auch die Notwendigkeiten, für eine Marktkontrolle weiter. Diese Marktdisziplinierung sollte nach der dritten Baseler Säule als Ergänzung zur Staatsaufsicht aber gerade ausgebaut werden. Ob dies tatsächlich geschehen wird, ist mehr als fraglich. Denn es darf nicht übersehen werden, dass das Finanzmarktstabilisierungsgesetz neben den angesprochenen staatlichen Hilfen – zweitens – modifizierte Bewertungsmethoden für Bankaktiva angekündigt hat, die die Transparenz über die Risikolage der Kreditinstitute als Voraussetzung für Marktkontrolle deutlich einschränken.²

Schon seit Beginn der Finanzkrise wird das Fair-Value-Prinzip als einer ihrer „Brandbeschleuniger“ eingestuft. Verwiesen wird darauf, dass derzeit für viele Wertpapiere überhaupt keine Kurse gestellt würden, Geld/Brief-Spannen dramatisch auseinander liefen oder nur sehr vereinzelt Transaktionen, dann aber zu Preisen dramatisch unter dem Rückzahlungskurs abgewickelt würden. Dies mache Wertkorrekturen notwendig, die weit über den in der Zukunft liegenden tatsächlichen Verlusten aus diesen Papieren lägen. (Quartals-) Abschreibungen in exorbitanter Höhe würden nicht nur (1) das Vertrauen der Kapitalmarktspieler nachhaltig erschüttern, sondern auch das Eigenkapital der Banken drastisch verringern, (2) damit aufgrund der regulatorischen Vorschriften ihre Kreditvergabemöglichkeiten deutlich beschneiden

² Vgl. S. Paul: Mit dem Zollstock, in: Wirtschaftswoche vom 21.4.2008.

und auf diese Weise die Finanzierung von Unternehmen und privaten Haushalten immer schwerer machen. Mithin wirkten sie prozyklisch im Sinne einer Abwärtsspirale und verstärkten den ohnehin zu verzeichnenden Vertrauensverlust gegenüber dem Finanzsektor und die Rezession. Deshalb sei eine zumindest vorübergehende Abkehr vom Fair-Value-Prinzip bis zu einer Marktberuhigung ein notwendiger „Circuit Breaker“.

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

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

Vertrauensschutz nur durch mehr Transparenz

Allenfalls für Kleinsparer mag es heute noch zutreffen, dass sie

volatile (Quartals-)Ergebnisse einer Bank nicht verkraften und sofort einen Bank Run beginnen würden. Vielmehr hat gerade diese Krise gezeigt, dass sich die Unsicherheiten der professionellen Kapitalmarktteilnehmer dann verschärften, wenn über die Gewinne oder besser Verluste einer Bank gemutmaß wurde. Eine frühzeitige, offene Informationspolitik hat dagegen – auch bei drastischen Abschreibungen – eher stabilisierenden Charakter als Gerüchte und Spekulationen über stille Lasten. Bank Runs als Herdenphänomene können nur dann verhindert werden, wenn Investoren Bonitätsdifferenzen zwischen den Banken registrieren und sanktionieren können. Werden diese eingeebnet, droht viel eher die Gefahr, ein Haus für so gut oder eben schlecht wie das andere zu halten und damit kollektiv das Vertrauen gegenüber allen Kreditinstituten zu verlieren.

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

Entkopplung des regulatorischen Kapitals

Grundsätzlich ist die Prozyklik bis zu einem gewissen Grade ge-

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

Probleme werden nicht durch Verschleierung gelöst, gerade im jetzigen Stadium der Finanzmarktkrise hilft nur Transparenz. Wenn den Banken nun das teilweise Aussetzen der Marktbewertung gestattet wurde, wann sollte sie wieder eingeführt werden? Wie schlimm muss die nächste Finanzkrise sein, dass dieses Bewertungsprinzip erneut gekippt wird? Und warum sollten nach den Banken nicht auch andere Branchen ein Aussetzen fordern, weil bestimmte Markt- und damit Preisentwicklungen ihre Vorräte oder Endprodukte temporär unverkäuflich machen und damit die Gewinn- und Verlustrechnungen belasten?

Modifikationen in Basel II

Im Finanzmarktstabilisierungsgesetz werden – drittens – Änderungen bei den Finanzaufsichtsgesetzen, dem Zusammenspiel von Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und Bundesbank sowie der Einlagensicherung auf EU-Ebene angekündigt. International ist viel von einem „neuen Ordnungsrahmen für entfesselte Märkte“, gar einer „neuen Weltfinanzarchitektur“ die Rede. Will man das erst jüngst in Europa in Kraft

getretene Basel-II-Paket nun nicht schon wieder beerdigen, kann es zunächst nur darum gehen, einige in der Krise deutlich gewordene Schwachstellen zu beseitigen. In der Systematik der Baseler Regulierungssäulen würde dies folgende Kernpunkte umfassen:³

- die Eigenkapitalnormen,
- die qualitative Aufsicht,
- die Publizitätsvorschriften.

Erste Säule: Eigenkapitalnormen

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

³ Vgl. S. Paul, T. Paul: Eindämmung von Finanzmarktkrisen durch erhöhte Regulierungsintensität?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 83. Jg. (2003), H. 6, S. 384-391.

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

seits willkürliche Eigenkapitalformen sind.

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

Zweite Säule: Qualitative Aufsicht

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

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

stimmter Kredit- und/oder Wertpapiergattungen wie aktuell im Subprime-Segment herausbilden können.

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

Dritte Säule: Publizitätsvorschriften

Sieht man sich die Basel II-Regelungen zu den Veröffentlichungspflichten der Banken an, stellt man schnell fest, dass diese zwar sehr detailliert, aufgrund ihres

erst kürzlichen Inkrafttretens aber noch wenig etabliert sind. Insofern ist die jetzt vielfach erhobene Forderung nach „mehr Transparenz“ vorschnell. Es müsste begründet werden, welche Informationen der Finanzmarkt noch zusätzlich benötigt und warum er sich diese nicht selbst „besorgen“ kann, sondern auf staatliche Verordnung angewiesen ist. In Betracht kommen dabei – weil bei der Verabschiedung von Basel II noch nicht im (Krisen-)Fokus stehend – Angaben zu den

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

Redesign statt Umbruch der Regulierung

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

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

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

- *Prozesse:* Die Verbindungen zwischen den drei Basler Säulen müssen gestärkt werden, z.B. dadurch, dass diejenige Bank, die viel veröffentlicht, seltener geprüft wird (Anreizkompatibilität). Zudem ist ein Monitoring mit Blick auf die Arbeit der Aufsichtsbehörden zu installieren.
- *Institutionen:* Die stärkere internationale Harmonisierung der Aufsicht duldet keinen Aufschub. Es ist unverständlich, dass es der

internationalen Staatengemeinschaft noch immer nicht gelungen ist, den ursprünglichen Initiator des Basel-II-Pakets – die USA – dazu zu bewegen, den Standard zumindest für seine global tätigen Banken einzuführen und sich darüber hinaus dem Financial Sector Assessment Program des IMF zu stellen. Unverändert findet man auf dessen Homepage unter „U“ nur Uganda, Ukraine, United Arab Emirates, United Kingdom und Uruguay!

In diesem Zusammenhang muss auch die Rolle der Notenbanken in der Aufsicht gestärkt werden, denn Einzelinstituts- und Systemstabilität sind eng miteinander verbunden, ebenso wie System- und Geldwertstabilität. Und letztlich sind es – wie jetzt in der Krise gesehen – allein die Notenbanken, die als Lender of last resort eine

Systemkrise verhindern können. Insofern ist dringend für eine Zusammenführung der Bankenaufsicht bei der Bundesbank (wie z.B. in Österreich) oder aber der EZB zu plädieren.

Bis dieser – mutige – Schritt vollzogen ist, muss auf Deutschland bezogen die Corporate Governance der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht modernisiert werden durch eine stärker an den Märkten ausgerichtete Arbeitsteilung im Direktorium und mehr unabhängigen Sachverstand im Verwaltungsrat. Im Übrigen ist eine Budgetaufstockung bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und Bundesbank für mehr Personal höherer Qualität notwendig, um mit den zu beaufsichtigenden Kreditinstituten Schritt halten zu können.

Michael Heise

Verantwortung und Risikokultur

Die globale Finanzmarktkrise, die das Weltfinanzsystem in den letzten Wochen beinahe zum Einsturz brachte, hat ihren Ursprung in den Kreditmärkten für US-Hypothekendarlehen an Kreditnehmer mit geringer Bonität. Dieser „Subprime“-Markt erlebte in den Jahren bis 2007 einen beträchtlichen Aufschwung mit allen Anzeichen der Übertreibung.

Die Gründe für diese Übertreibungen sind vielschichtig. Zu den wesentlichen Faktoren zählen die lange Niedrigzinsperiode und die mit ihr einhergehende Bereitschaft der Banken, für Extra-Renditen höhere Risiken einzugehen. Anlage-

gelder waren reichlich vorhanden, das gesamtwirtschaftliche Umfeld konnte kaum günstiger sein, die Immobilienpreise stiegen und die Ausfallquoten bei einschlägigen Finanzierungen erreichten Tiefstwerte. Hinzu kamen immer aggressivere Vertriebsmethoden im Hypothekengeschäft und nicht zuletzt der rasch wachsende Einsatz von Verbriefungsinstrumenten an den internationalen Kapitalmärkten.

Die Sekuritisierung von Kreditforderungen spielte bei der Entstehung der Subprime-Krise eine ganz entscheidende Rolle. Die vielfältigen und ausgefeilten Möglichkeiten der Kreditstrukturierung be-

flügelten direkt das Wachstum der Märkte, indem sie diese mit immer neuen Anlageprodukten für Investoren außerhalb des Bankensektors öffneten. Darüber hinaus dürfte die Möglichkeit, auf diese Weise Kreditrisiken weiterzureichen, auch die Darlehensvergabe selbst beeinflusst haben. Vieles spricht dafür, dass die Finanzinstitute bei der Prüfung und Bewertung der Bonität ihrer Kunden sowie der Stellung von Sicherheiten nicht immer die nötige Sorgfalt haben walten lassen.

Komplexe Kreditverbriefungen spielten aber nicht nur in der Vorgeschichte der Finanzkrise – als

Triebfeder des Kreditbooms – eine zentrale Rolle, sondern auch in der eigentlichen Hauptgeschichte; denn sie haben entscheidend zur „Infektion“ weiter Teile des Finanzsystems und zum allgemeinen Vertrauensverlust beigetragen.

Verbreitung der Krise durch Verbriefungen: Die Ratingagenturen

Im Rahmen der Verbriefung werden Kredite aus den Bankbilanzen herausgenommen, gebündelt und in kapitalmarktfähige Wertpapiere transformiert. Diese eröffnen dem Risikomanagement der Marktakteure neue Möglichkeiten: Banken können ihre Bilanzen gezielter steuern, Risiken lassen sich auf zahlreiche Schultern verteilen, was seinerseits den Investoren die Chance bietet, ihre Anlagepalette zu erweitern und Risiken zu diversifizieren.

Tatsächlich lief die Sekuritisierungsmaschinerie in den vergangenen Jahren reibungslos: Die Risiken des US-Hypothekenmarktes wurden weltweit im Finanzsystem verteilt, da sich für die verbrieften Kredite überall bereitwillige Käufer fanden. Die eigentliche Ursache der globalen Finanzkrise ist allerdings nicht der Sekuritisierung als solcher zuzurechnen, sondern der Tatsache, dass die weitergereichten Risiken falsch eingeschätzt und somit auch falsch, das heißt: zu niedrig bepreist wurden; andernfalls hätte sich kaum eine so große Anzahl an Investoren für diese Papiere begeistert. In diesem Zusammenhang spielten die – überwiegend US-amerikanischen – Ratingagenturen eine unrühmliche Rolle.

Die Verwandlung von Krediten in Wertpapiere führte mit der Zeit zu immer komplexeren Produktstrukturen. Zwar erkannten die Ratingagenturen schnell das Geschäftspotential, das in diesem

Prozess lag. Ihre Ratings sollten fortan den Investoren Orientierung auch in der neuen Welt der strukturierten Kreditprodukte geben. Aber es gab dabei einen gravierenden „Schönheitsfehler“: Das Übertragen ihrer Bewertungsmethode, die auf der Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit beruht, erwies sich als wenig tauglich. Die damit geweckten Erwartungen der Investoren über die Wertstabilität der Produkte hielten den realen Marktbedingungen nicht stand. Denn in hochgradig spezialisierten Kreditmärkten ist das Vorhandensein von Marktliquidität, d.h. von jederzeit ausreichender Nachfrage, keine Selbstverständlichkeit mehr, sondern ein entscheidender Faktor der Preisbildung – der in den Ratingmodellen aber keine Berücksichtigung findet. Hinzu kam, dass die Ratingagenturen die Ausfälle der neuen Subprime-Hypotheken und die Möglichkeit fallender Hauspreise mit ihren vergangenheitsorientierten Modellen klar unterschätzten.

Angesichts der rapiden Zunahme der Kreditausfälle auf dem US-Hypothekenmarkt waren selbst erstklassig bewertete Produkte nicht vor heftigen Preiseinbrüchen gefeit. Die Investoren verloren ihr zuvor (über-)großes Vertrauen in die Ratingurteile und wurden hierin im Nachhinein von den Agenturen bestätigt, als diese Tausende von Papieren herabstufen.

Ohne einen verlässlichen „Kompass“ zur Bewertung der strukturierten Produkte forderten die Investoren fortan deutlich höhere Risikoprämien. Denn die Komplexität der Produkte, die sie in erster Instanz in die Arme der Ratingagenturen getrieben hatte, machte ihnen ein eigenes Urteil über die Angemessenheit der Marktpreise praktisch unmöglich. Dies führte dann zum Zusammenbruch der Märkte.

Vertrauensverlust durch Intransparenz der Märkte

Die globalen Finanzmärkte sind in den letzten Jahren immer undurchsichtiger geworden. Zum einen ist die Zahl jener Marktteilnehmer, die – wie zum Beispiel Hedgefonds – nicht der Finanzmarktaufsicht unterliegen, angestiegen. Zum anderen sind immer mehr kundenspezifische Produkte – wie die genannten Verbriefungen oder Derivate – entwickelt worden, die nicht öffentlich gehandelt werden.

Die zunehmende Intransparenz der Märkte führte unter Investoren und Finanzintermediären zu Unsicherheit über die Verteilung der Risiken. Ohne die notwendigen Informationen konnten viele nicht mehr erkennen, in welchem Ausmaß ihre Geschäftspartner von den Verwerfungen an den Kreditmärkten betroffen waren. Sie gingen deshalb auf Nummer Sicher, indem sie keine Mittel mehr zur Verfügung stellten. Das Ergebnis war ein globaler „Käuferstreik“ auf vielen Märkten.

Für die Banken bedeutete dies eine Einschränkung ihrer Refinanzierungsmöglichkeiten, was dazu führte, dass sie ihrerseits auf mehr Liquiditätshilfen der Notenbanken angewiesen waren. Damit waren die Probleme des US-amerikanischen Hypothekenmarktes, eines vergleichsweise kleinen Segments der weltweiten Kreditmärkte, bei den zentralen Akteuren des globalen Finanzsystems angekommen.

Wertberichtigungen in Milliardenhöhe: Risikokultur der Banken

Mit dem Fortgang der Krise wurde immer deutlicher, dass sich ein Großteil der Wertpapiere mit Abschreibungsbedarf in den Bilanzen der Banken konzentrierte. Bis heute haben Institute weltweit mehr als 550 Mrd. US-\$ an Wertberichti-

gungen oder Abschreibungen im Zusammenhang mit der Finanzkrise vorgenommen; das entspricht etwa 40% der vom Internationalen Währungsfonds geschätzten Gesamtverluste. Diese Größenordnung mag überraschen, wenn man bedenkt, dass das Verbriefungsgeschäft ja eigentlich darauf abzielte, die Bankbilanzen von Risiken zu befreien und diese auf andere Schultern zu verlagern. Dass das Geschäftsmodell „Originate and Distribute“ die Erwartungen nicht erfüllt hat, hat vor allem zwei Gründe:

- Erstens sind die Volumina der Verbriefungen – für die großen Investmentbanken ein lukrativer Geschäftszweig – in den letzten Jahren immer größer geworden. Außerdem nahm die Kreation der hochkomplexen Produkte – so zum Beispiel die Verpackung und Weitergabe von Leveraged loans – zum Teil erhebliche Zeit in Anspruch. Dementsprechend füllten sich in vielen Banken die „Warenlager“ für Kredite im Strukturierungsprozess. Nach den Rekordumsätzen im ersten Halbjahr 2007 ließen sich diese dann nicht mehr wie geplant absetzen („warehousing effect“).
- Ein zweiter Grund ist, dass es sich bei den Käufern der weitergegebenen Risiken oftmals nicht um echte „Outsider“, sondern um banknahe Investmentpools und Refinanzierungsstrukturen (Conduits oder Structured Investment Vehicles) handelte: In aller Regel waren diese Vehikel über die „Nabelschnur“ einer Liquiditätslinie mit ihrer Bank verbunden – wobei allerdings unter bestimmten Voraussetzungen eine Eigenkapitalunterlegung nicht gefordert war. Tatsächlich handelte es sich in solchen Fällen also nicht um eine echte Ausplatzierung von Risiken, sondern

in erster Linie um eine regulatorische Arbitrage. Dies steigerte in guten Zeiten die Rendite, trug aber mit dem Ausbruch der Krise zu einem massiven Vertrauensverlust gegenüber den Banken bei.

Die Spannungen am Geldmarkt sind ein sichtbarer Beweis dafür, dass die Banken sich auch untereinander nicht mehr vertrauten. Angesichts des Zusammenbruchs der Verbriefungsmärkte und der damit ausgelösten Unsicherheit über die mögliche Übernahme von Krediten und Wertpapieren in die eigene Bilanz war für viele Banken die Abschätzung des eigenen Liquiditätsbedarfs schwierig geworden. Aus Gründen der Vorsicht nahm daher die Neigung zu, überschüssige Liquidität nicht mehr in den Geldmarkt zu schleusen, sondern zu horten.

Die Notenbanken, insbesondere die Europäische Zentralbank, reagierten schnell und angemessen auf diese Liquiditätskrise. Auch die Banken bemühten sich nach Kräften, die Abwärtsspirale zu stoppen. Dazu trug der zunehmend offensive Umgang mit dem notwendigen Abschreibungsbedarf bei. Vor allem aber gingen die am stärksten betroffenen Institute zügig daran, durch die Aufnahme frischen Kapitals und den Verkauf von Forderungen ihre Solvabilität zu stärken und damit Zweifel an ihrer Risikotragfähigkeit zu ersticken. Als Kapitalgeber traten dabei häufig auch Staatsfonds aus Asien und dem arabischen Raum auf.

Kulmination der Krise: Staatseingriffe

Dieser allmähliche Erholungsprozess wurde mit dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers jäh unterbrochen. Auf den Kapitalmärkten kam es quasi zu einem

Run der Investoren auf die Banken – niemand wollte ihnen mehr Fremd- oder gar Eigenkapital zur Verfügung stellen. Es drohte eine systemische Krise. Dies rief die Regierungen weltweit auf den Plan, sich mit massivem Mitteleinsatz gegen den Zusammenbruch des Finanzsystems zu stemmen. Der Staat übernahm die Refinanzierung und Rekapitalisierung weiterer Teile des Bankensystems. Dadurch konnte das Finanzsystem zwar wieder stabilisiert werden – der Zusammenbruch einer weiteren systemrelevanten Bank erscheint aus heutiger Sicht ausgeschlossen –, aber ein Ende der Krise ist damit noch nicht erreicht.

Der Abbau der Schulden, der sogenannte Deleveraging-Prozess, geht mit unverminderter Härte weiter. Betroffen ist davon in erster Linie die Finanzindustrie selbst, die in den vergangenen Jahren ihre gegenseitigen Kreditverflechtungen – von Derivaten über LBO-Finanzierungen (leveraged loans) bis hin zu Hedgefonds-Krediten – enorm ausgebaut hatte. Diese Finanzinstrumente stehen jetzt auf dem Prüfstand und werden vielfach abgebaut; neue Mittel werden nur noch sehr begrenzt und zu deutlichen höheren Konditionen zur Verfügung gestellt. Dadurch wird auf den Märkten zusätzlicher Verkaufsdruck, z.B. durch Hedgefonds, erzeugt. Deutliche Spuren hinterlässt diese Auflösung von Kreditbeziehungen auch auf den Devisenmärkten, wo insbesondere der Yen mit der Rückabwicklung von sogenannten „Carry Trades“ unter starkem Aufwertungsdruck geraten ist. Trotz staatlicher Hilfen (und damit verbundenen Auflagen) besteht zudem die Gefahr, dass dieser Prozess auch voll auf die Realwirtschaft durchschlägt und den dort eingesetzten Konsolidierungsprozess noch weiter beschleunigt.

Lehren aus der Krise

Die Diskussion über die Konsequenzen, die Marktteilnehmer und Politik aus der Krise zu ziehen haben, ist seit Monaten im Gange. Der Rückblick auf die Ereignisse macht deutlich, dass die Suche nach dem Schuldigen in die Irre geht. Die Krise ist das Ergebnis des Zusammenspiels mehrerer Akteure: Banken und Ratingagenturen, Investoren und Wirtschaftsprüfer, Notenbanken und Aufseher, sie alle sind ihrer Verantwortung nicht im erforderlichen Maße nachgekommen. Im Hochgefühl des Erfolgs hat sich jeder auf den anderen verlassen – und alle haben blindlings dem Markt vertraut.

Doch der Markt ist nichts weiter als die Summe der Transaktionen seiner Teilnehmer. Als das Debakel der Subprime-Kredite offenkundig wurde, ging das Vertrauen der Marktteilnehmer untereinander in die Brüche und mit ihm die Funktionsfähigkeit des Markts; die Liquidität versiegte. Die Schwere der jetzigen Krisen beschreibt so das Ausmaß, in dem sich die jeweiligen Akteure einer auf den anderen verlassen, ohne echte Verantwortung für die Stabilität des Gesamtsystems zu übernehmen – und dieses Ausmaß ist in der Tat erschreckend. Hier liegt der Skandal der Finanzmarktkrise. Hier gilt es anzusetzen: Der Markt muss vor dem Versagen seiner Teilnehmer, im Sinne eines systemgefährdenden kollektiven Verhaltens, geschützt werden.

Als sich die Krise zuspitzte, blieb den Regierungen der großen Industriestaaten – im Sinne einer Schadensbegrenzung – nichts anderes übrig, als rasch zu handeln, indem sie Einlagengarantien für die Bürger sowie Eigenkapitalhilfen und Garantien für angeschlagene Banken bereitstellten. Doch dies

sind nur Maßnahmen zur Stabilisierung des Systems.

Nötig ist ein Gesamtpaket sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene, um zu einem langfristig tragfähigen, gleichermaßen stabilitäts- und effizienzorientierten neuen Ordnungsrahmen zu gelangen. Diese Krise sollte endgültig klar gemacht haben, dass es in Fragen der Finanzmarktregulierung höchst gefährlich werden kann, wenn Länder ihre eigenen Wege gehen. Die wachsende Verflechtung der internationalen Finanz- und Bankenmärkte erfordert klare, grenzüberschreitend gültige Regeln, ein Level playing field für alle Wettbewerber, auf dem Auswüchse rechtzeitig erkannt und geahndet werden. Die Einhaltung dieser Regeln erfordert eine noch engere internationale Kooperation der Notenbanken und Aufsichtsbehörden, sowohl in Bezug auf den Informationsfluss zwischen ihnen als auch in Bezug auf die Schaffung gemeinsamer Kontroll- und Sanktionsmechanismen. Letztlich führt an der Schaffung einer internationalen Aufsichtsstruktur kein Weg vorbei. Entscheidend ist dabei auch, dass fortan nicht länger wichtige Spieler der Finanzmärkte wie Ratingagenturen oder Hedgefonds weitgehend außerhalb des Regulierungsrahmens verbleiben.

Die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen für die Finanzmarktakteure müssen endlich mit der Globalisierung Schritt halten und die Geld-, Währungs- und Finanzpolitik der großen Länder muss stärker darauf abstellen, dem Entstehen großer internationaler Ungleichgewichte im Handel und im Kapitalverkehr entgegenzuwirken. Der G 20 Finanzgipfel am 14. und 15. November in Washington hat zumindest gezeigt, dass diese Erkenntnis auch auf der höchsten

politischen Ebene angekommen ist.

Dabei sollte sich der Gipfel aber nicht nur auf Fragen der Weiterentwicklung der Aufsichtsregime beschränken; vor allem die inhaltlichen Fragen – z.B. stärkere Kapitalunterlegungspflichten für risikobehaftete Kreditprodukte, Selbstbehalt der Finanzinstitute bei Kreditverbriefungen oder Verbesserung von Rechnungslegungsstandards – können auf der Arbeitsebene behandelt werden. Der Gipfel bietet darüber hinaus vor allem die Chance, die Frage nach einer angemessenen neuen Weltwirtschaftsordnung auf die Agenda zu setzen. Dies betrifft wiederum Fragen der internationalen Finanzaufsicht, aber auch makroökonomische Themen wie die Währungspolitik.

Denn mit der Krise ist auch die bisherige „Ordnung“ der großen Ungleichgewichte zwischen den Wirtschaftsblöcken und der damit einher gehenden massiven Devisenmarktinterventionen an ihr Ende gekommen. Das in diesem Zusammenhang häufig zu hörende Schlagwort „Bretton Woods II“ sollte dabei jedoch nicht wörtlich genommen werden. Eine Rückkehr zum System fester Wechselkurse ist keineswegs wünschenswert, wohl aber eine Wiederbelebung des „Geistes“ von Bretton Woods, gemeinsam politische Lösungen für eine stabile Wirtschaftsordnung zu finden. Essentiell ist dafür ohne Frage die gleichberechtigte Einbindung der Emerging Markets. Nur so könnte es gelingen, den alten Bretton-Woods-Institutionen neues Leben und Legitimation einzuhauchen, um ihren Aufgaben wieder gerecht zu werden.

Ob die Krise letztlich zu einem stabileren Finanzsystem führt, wird sich aber vermutlich nicht allein in New York entscheiden; die Zahl

neuer Gesetze, Verordnungen und Regeln wird nicht unbedingt ausschlaggebend sein. Auch ausgeklügelte Überwachungssysteme bieten keinen vollkommenen Schutz gegen Finanzkrisen. Entscheidend sind nicht allein die externen regulatorischen Rahmenbe-

dingungen, sondern die Strukturen in den Unternehmen selbst, die eine bestimmte Risikokultur fest verankern und dafür sorgen, dass diese Kultur auch wirklich von allen gelebt wird. Auch dann, wenn die Märkte wieder laufen. Denn der Keim jeder Krise liegt in den Markt-

übertreibungen vor der Krise. Alle Marktteilnehmer sind gefordert, wieder ihrer Verantwortung gerecht zu werden und ihre Strukturen, angefangen von den Risikomanagementsystemen bis hin zu Fragen der Managervergütung, den neuen Herausforderungen anzupassen.

Thorsten Polleit

„Free Banking“ für nachhaltig gutes Geld

Wohl keine Institution stellt die Weichen der gesellschaftlichen Entwicklung so sehr in Richtung auf eine interventionistische, dirigistische oder gar sozialistische Wirtschaftsordnung wie das staatliche Papiergeldsystem. Durch die Störungen, die es im Wirtschaftsleben verursacht, provoziert es eine Wirtschafts- und Finanzmarktkrise nach der anderen. Und nichts dürfte das freie Marktsystem so sehr kompromittieren wie die Serien von Konjunkturaufschwüngen („Boom“) und Konjunkturabschwüngen („Bust“).

Im staatlich kontrollierten Papiergeldstandard kann die Zentralbank das Kredit- und Geldangebot beliebig ausweiten und so den „Marktzins“ unter den „natürlichen Zins“ drücken. Auf diese Weise werden zunächst zusätzliche Investitionen angeregt. Knappe Ressourcen werden aufgrund des verminderten Marktzinses verstärkt in die Produktion von Investitionsgütern gelenkt. Das zusätzliche, „aus dem Nichts“ geschöpfte Geld erhöht die monetäre Nachfrage über das Ressourcenangebot der Volkswirtschaft hinaus und führt so (früher oder später) zu Konsumenten-

ten- und/oder Vermögenspreis-inflation.¹

Konjunkturelle Schwankungen durch falsche Zinssetzung

Das künstlich gesenkte Marktzinsniveau verzerrt dabei nicht nur die gesamtwirtschaftliche Preisstruktur, sondern vor allem auch die Produktionsstruktur. Es werden nämlich verstärkt (langfristige) Investitionen in Gang gesetzt, die ohne ein künstliches Absenken des Zinses unter das gleichgewichtige Zinsniveau, das der Zeitpräferenz der Marktteilnehmer entspricht, nicht erfolgt wären.² Dem gestiegenen Investitionsvolumen steht kein echtes Sparen (also Ressourcen) in Form von Konsumverzicht gegenüber. Vielmehr gaukelt die gestiegene Geldmenge ein gestiegenes Sparvolumen für Investitionszwecke vor.

Wenn die Zeitpräferenz der Marktteilnehmer sich nicht durch die Geldmengenerhöhung verändert, müsste der künstlich gesenkte Zins eigentlich mit einer Verringerung, nicht aber mit einer Erhöhung des Sparvolumens einhergehen. Früher oder später erkennen die Marktteilnehmer, dass sie beim künstlich gedrückten Zins zuviel sparen und zuwenig konsumieren. Es folgt eine Anpassung, die das Sparen (und damit die für Investitionen verfügbaren Ressourcen) vermindert und das Konsumieren erhöht. Ressourcen werden umgewidmet, von der durch die Zinssenkung angestoßenen neuen Investitions- hin zur Konsumgüterproduktion.

Sobald die Marktteilnehmer zurückkehren zur ursprünglich gewünschten Spar-Investitions-Relation zeigt sich, dass die Ressourcen der Volkswirtschaft nicht ausreichen, um alle begonnenen Ausgabenpläne zu realisieren. Die Preise für die Produktion der Investitionsgüter steigen. Bisher wirtschaftlich gangbar erscheinende Investitionen erweisen sich als unprofitabel, weil der Marktzins steigt und die Nachfrage der Investitionsgüter durch die künstliche Zinssenkung überschätzt wurde. Ohne ein Absenken des

¹ Für eine Übersicht über die monetäre Theorie des Konjunkturzyklus der Österreichischen Schule siehe z.B. M. N. Rothbard: *For a New Liberty, The Libertarian Manifesto*, 2. Aufl., Ludwig von Mises Institute, 2006 [1973], S. 228 ff.; auch L. v. Mises: *The Causes of the Economic Crisis*, hrsg. von P. L. Greaves Jr., Ludwig von Mises Institute, 2006 [1978].

² Zur Erklärung des Zinses aufgrund der Zeitpräferenz siehe M. N. Rothbard: *Man, Economy, and State, A Treatise on Economic Principles*, Ludwig von Mises Institute, 2001 [1962], S. 313 ff.

Zinsens durch ein weiteres Ausweiten der Kredit- und Geldmenge fällt die konjunkturelle „Scheinblüte“ in sich zusammen, und der „Boom“ kehrt sich um in einen „Bust“.

Der Konjunkturaufschwung wird üblicherweise als Wohl bringende Entwicklung gesehen, der Konjunkturabschwung hingegen wird als „Krise“ bezeichnet, und die niedergehende Konjunktur wird dem „Versagen“ des freien Marktsystems zugeschrieben. Doch es ist der monetär angestoßene Aufschwung, der für Fehlallokationen sorgt, und es ist der Abschwung, der sie bereinigt: Unrentable Investitionen werden entlarvt und Veränderungen der Preise für Arbeit und Kapital bringen die Wirtschaft ins Gleichgewicht zurück.

Doch die Furcht vor einer sich eintrübenden Konjunktur führt regelmäßig zu öffentlichen Rufen nach einem „Bekämpfen“ des Abschwungs, vor allem mit noch niedrigeren Zinsen, also mit einem weiteren Ausweiten des Kredit- und Geldangebots. Früher oder später beugen sich die Zentralbanken der öffentlichen Mehrheitsmeinung, senken die Zinsen, und das neue Geldmengenangebot führt die Wirtschaft aus dem Tal. Doch auch die neue Scheinblüte ist nur von kurzer Dauer, auch sie endet, genährt durch neu gedrucktes Geld, im Bust.

Steigende Verschuldungslasten

Vor allem aber geht unter einer solchen Geldpolitik die Wiederkehr der Boom-and-Bust-Zyklen mit einer immer weiter anwachsenden Verschuldung der Volkswirtschaften einher. Folgt die Zentralbank den Rufen und senkt sie die Zinsen, um den Konjunkturabschwung in einen Konjunkturaufschwung umzumünzen, brauchen einerseits die Kredite der

fehlgeschlagenen Investitionen („Flop-Investitionen“) meist nicht zurückgezahlt werden, sondern sie können zu (noch) niedrigeren Zinsen refinanziert werden. Auf diese Weise werden Fehlallokationen nicht bereinigt, sondern quasi aufrechterhalten; die Bereinigung wird verhindert und in die Zukunft verschoben. Andererseits stößt das künstlich gedrückte Zinsniveau neue, durch Kredit finanzierte Investitionen an.

Die Geldpolitik des fortgesetzten Zinssenkens kann zu einem Ausweiten des Kredit- und Geldmengenangebots relativ zum Einkommen führen und im Zeitablauf die Verschuldungslasten der Volkswirtschaften in die Höhe treiben. Im Extremfall kann eine Überschuldungssituation entstehen, die die politische Präferenz der (machtvollen) verschuldeten Gruppen in Richtung Inflation oder sogar Währungsreform verschiebt – einen Politikkurs, der im staatlich kontrollierten Papiergeld prinzipiell möglich ist.

Abkehr von der Geldmengensteuerung

Es ist vor allem die „ideologische Zinsfeindschaft“, die dazu verleitet, die Zentralbanken zu beauftragen, den Zins so tief wie möglich abzusenken. Der Zins wird üblicherweise als „Hindernis“ für Investitionen und Konsum gesehen, das es zu überwinden gilt. Niedrige Zinsen seien, so die herrschende Meinung, hilfreich für Wachstum und Beschäftigung. Und so sind die Zentralbanken dazu übergegangen, nicht (mehr) das Kredit- und Geldmengenangebot als Wegweiser für die Zinspolitik zu wählen, sondern den Zins in Abhängigkeit von der (laufenden oder erwarteten) Konsumentenpreis-inflation zu setzen.

Im Zuge des international populär gewordenen geldpolitischen „Inflation Targeting“ (IT) wurde die Expansion der Kredit- und Geldmengen in der Tat zusehends ausgeblendet. Dies blieb nicht ohne Folgen. So schlug sich in der letzten Dekade die Inflation der Kredit- und Geldmengenausweitungen vor allem in den Vermögenspreisen, weniger aber in den Konsumentenpreisen nieder; die Geldentwertung kam also im neuen Gewand der „Vermögenspreis-inflation“ daher. Folglich liegt der Schluss nahe, dass der Zins unter einem „Inflation Targeting“ zu niedrig gehalten wurde. Damit verbunden waren vor allem Fehlallokationen in weiten Teilen des Wirtschaftslebens, insbesondere im Finanzsektor selbst.³

Verluste im Kreditgeschäft drohen nun, das Eigenkapital der Banken aufzuzehren. Dies kann in der Folge die Bereitschaft und Fähigkeit des Bankensektors schmälern, neue Kredite zu vergeben und auf der Rückzahlung fällig werdender Kredite zu bestehen. Dies würde die Geldmenge reduzieren und in eine ökonomisch und politisch sicherlich schmerzliche Deflation führen. Übersteigen die Kreditverluste der Banken ihr Eigenkapital, käme es auch bei Einlegern und Investoren, die in Bankschuldverschreibungen investiert haben, zu Verlusten.

Versagen des staatlichen Geldsystems

Gerade monetär verursachte Finanz- und Konjunkturkrisen, so die Vertreter der Österreichischen Schule, werden meist dem Versagen des Kapitalismus, nicht aber dem Versagen des staatlichen Geldsystems angelastet. Die falsche Diagnose spielt freiheits-

³ Siehe hierzu etwa W. R. White: Is price stability enough?, in: BIS Working Paper, Nr. 205, 2006.

feindlichen Politiken in die Hände: Ein Mehr an Regulierungen, Protektionismus und Verboten setzt die freie Marktordnung zusehends außer Kraft und führt zu Wohlfahrtseinbußen. Weil es der mehrheitliche politische Wunsch ist, das staatliche Papiergeldsystem zu erhalten, bleibt im aktuellen monetären Fiasko wohl nichts anderes übrig, als private Einkommen drastisch umzuverteilen. Solange das zuviel von Kredit und Geld nicht als Ursache des Übels erkannt wird, besteht in der Tat die Gefahr, dass sich die Volkswirtschaften immer mehr im Gestrüpp des Interventionismus und Dirigismus verheddern.

Ein „allgemein verträgliches Weginflationieren“ der Schuldenlasten ist, wie vielfach bereits gefordert, im Grunde kein gangbarer Weg, zumindest solange nicht, wie die Kreditnehmer „Dauerschuldner“ sind. Denn erwarten die Marktakteure steigende Inflation, werden die (Langfrist-)Zinsen ansteigen. Die Schuldner, die ihre fällig werdenden Kredite neu refinanzieren müssen, hätten höhere Zinszahlungen zu leisten – und dies könnte weitere Kreditausfälle auslösen. Inflation hätte folglich das Potenzial, zu einem Zusammenbruch der Geldordnung zu führen.

Ob ein staatlich kontrolliertes Papiergeldsystem also letztlich nachhaltig verlässliches Geld bereitstellen kann, erscheint ungewiss – insbesondere angesichts der aktuellen Kredit- und Finanzmarktkrise, die im Grunde auf einen Kulminationspunkt einer seit Dekaden währenden Ausweitung des Kredit- und Geldmengenangebots hindeuten könnte. Vor diesem Hintergrund wäre es verfehlt, die Vorzüge des freien Marktgeldes – repräsentiert etwa durch den Goldstandard – aus den Au-

gen zu verlieren, wenn es gilt, die „geeignete“ Geldordnung zu identifizieren. So schrieb Ludwig von Mises (1940): „Man hat an der Goldwährung manches auszusetzen gewusst; man hat ihr den Vorwurf gemacht, dass sie nicht vollkommen sei. Doch niemand weiß anzugeben, wie man an Stelle der Goldwährung Vollkommeneres und Besseres setzen könnte. Gewiss, die Goldwährung ist nicht wertstabil. Doch Wertstabilität und Kaufkraftfestigkeit sind Unbegriffe. In einer sich verändernden Welt, das heißt in einer lebenden Welt, kann es keine Festigkeit der Kaufkraft und keine Wertstabilität geben. Dass die Kaufkraft des Geldes schwankt, ist für ein Geld eines nicht starren Systems der Marktbeziehungen notwendig; in einem erstarrten System, das dem Gedankenbild der gleichmäßigen Wirtschaft entspräche, wäre aber für Geld überhaupt kein Raum. Die Goldwährung macht die Gestaltung der Kaufkraft von dem Einfluss der Politik und der schwankenden wirtschaftspolitischen Anschauungen wechselnder Majoritäten unabhängig. Das ist ihr Vorzug.“⁴

Privatisierung des Geldes

Das „Free Banking“ würde die Weichen in Richtung einer Privatisierung des Geldes stellen.⁵ Im ersten Schritt wären dazu die Verbindlichkeiten der Banken in einem festen Umtauschverhältnis an das Gold anzubinden, das noch in den Kellern der Zentralbanken lagert. Gleichzeitig wäre Geldhaltern das Recht einzuräumen, ihre Bankguthaben jederzeit in Gold umzutauschen zu können.

⁴ L. v. Mises: Nationalökonomie, Theorie des Handelns und Wirtschaftens, Editions Union Genf 1940. (http://docs.mises.de/Mises/Mises_Nationaloekonomie.pdf)

⁵ Siehe hierzu z.B. M. N. Rothbard: The Mystery of Banking, 2. Aufl., Ludwig von Mises Institute, 2008, S. 263 ff.

Im Zuge eines solchen Übergangs ließen sich Inflation und Deflation vermeiden. Die Kreditinstitute wären zahlungsfähig. Bankpleiten würden nicht mehr die volkswirtschaftliche Geldmenge vermindern. Steuerzahler würden nicht in die Pflicht genommen für Verluste aus dem Bankgeschäft.

Im zweiten Schritt könnte das Geldsystem privatisiert, also in ein System des „Free Banking“ entlassen werden. Geschäftsbanken könnten wie bisher als Anbieter von Einlagen und Krediten tätig sein. Allerdings würden sie die Geldmenge durch Kreditgewährung nicht mehr verändern. Denn vermutlich würde der Marktstandard für gutes Geld, wie in früheren Epochen auch, ein durch Gold und/oder Silber gedecktes Geld sein („Bimetallismus“). Zentralbanken würden die Hoheit über die Geldmenge verlieren und vermutlich durch privatwirtschaftlich organisierte Einlagensicherungsfonds ersetzt werden.

Ein solches System verspräche nicht nur „besseres Geld“, sondern Konjunkturverläufe würden auch weniger schwankungsanfällig, weil freies Marktgeld Fehlinvestitionen und damit Wirtschaftskrisen entgegenwirkt. Der Spielraum für wachstumsschädliche Marktinterventionen, die regelmäßig aus Wirtschafts- und Finanzkrisen erwachsen, würde zurückgedrängt. Damit würde auch die Bedrohung der Freiheit, die latente Gefahr monetärer Planwirtschaft, entschärft. Freies Marktgeld ist die beste Versicherung gegen die Unbeherrschbarkeit und Willfährigkeit des staatlichen Papiergeldmonopols.