

Schäfer, Dorothea

## Research Report

Nachhaltige Finanzmärkte - eine Bestandsaufnahme nach fünf Jahren Finanzkrise: Begleitpapier zur internen Anhörung der Projektgruppe 'Nachhaltig gestaltende Ordnungspolitik' der Enquete-Kommission Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität am 21. Mai 2012

DIW Berlin: Politikberatung kompakt, No. 66

## Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Schäfer, Dorothea (2012) : Nachhaltige Finanzmärkte - eine Bestandsaufnahme nach fünf Jahren Finanzkrise: Begleitpapier zur internen Anhörung der Projektgruppe 'Nachhaltig gestaltende Ordnungspolitik' der Enquete-Kommission Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität am 21. Mai 2012, DIW Berlin: Politikberatung kompakt, No. 66, ISBN 3938762578, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin,  
[https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:0084-diwkompakt\\_2012-0665](https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:0084-diwkompakt_2012-0665)

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/67352>

### 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.*

66

## Politikberatung kompakt

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung

2012

# Nachhaltige Finanzmärkte - eine Bestandsaufnahme nach fünf Jahren Finanzkrise

Dorothea Schäfer

## IMPRESSUM

© DIW Berlin, 2012

DIW Berlin  
Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung  
Mohrenstraße 58  
10117 Berlin  
Tel. +49 (30) 897 89-0  
Fax +49 (30) 897 89-200  
[www.diw.de](http://www.diw.de)

ISBN-10 3-938762-57-8  
ISBN-13 978-3-938762-57-8  
ISSN 1614-6921  
urn:nbn:de:0084-diwkompakt\_2012-0665

Alle Rechte vorbehalten.  
Abdruck oder vergleichbare  
Verwendung von Arbeiten  
des DIW Berlin ist auch in  
Auszügen nur mit vorheriger  
schriftlicher Genehmigung  
gestattet.

## DIW Berlin: Politikberatung kompakt 66

Dorothea Schäfer\*

### **Nachhaltige Finanzmärkte - eine Bestandsaufnahme nach fünf Jahren Finanzkrise**

Begleitpapier zur internen Anhörung der Projektgruppe **Nachhaltig gestaltende Ordnungspolitik** der Enquete-Kommission Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität am 21. Mai 2012

Berlin, August 2012

\*DIW Berlin, [dschaefer@diw.de](mailto:dschaefer@diw.de), Forschungsdirektorin Finanzmärkte



## Inhaltsverzeichnis

<b>1 Wesentliche Ziele der Finanzmarktregulierung .....</b>	<b>1</b>
<b>2 Rückblick auf die Wurzeln der andauernden Finanzkrise .....</b>	<b>2</b>
2.1 Erste Welle der Krise: Niedergang der US-Immobilienpreise und solvenzgefährdete Banken in Deutschland .....	5
2.2 Zweite Welle: Gestiegener Liquiditätsbedarf und Austrocknung des Interbankenmarktes.....	6
2.3 Eine neue Dimension .....	9
2.4 Staatliche Rettungsmaßnahmen.....	11
2.5 Bankenkrise II.....	14
<b>3 Lehren und Stand der Regulierung .....</b>	<b>16</b>
3.1 Koordinationsversagen minimieren.....	16
3.1.1 Wiederverbriefungen erschweren oder verbieten .....	17
3.1.2 Fristeninkongruenz erschweren .....	18
3.1.3 Internationale Koordination institutionalisieren und Krisenagentur etablieren.....	19
3.1.4 Europäische Finanzmarktaufsicht etablieren und Subsidiarität forcieren.....	20
3.2 Die richtigen Anreize setzen .....	21
3.2.1 Substanzieller Selbstbehalt beim Kreditverkauf .....	21
3.2.2 Boni/Mali-Fonds und mehr Aktionärsmacht.....	21
3.3 Macht der großen Rating-Agenturen brechen .....	23
3.4 Staat nicht überfordern und Ersthaftung des Steuerzahlers beseitigen .....	25
3.5 Missbrauch der staatlichen Verantwortung verhindern .....	26
3.6 Schattenbanken ans Licht holen .....	28
3.7 Eigenkapitalfinanzierung stärker gewichten .....	29
3.8 Abkehr von der Risikogewichtung .....	31
3.8.1 Hartes Kernkapital entscheidend für Risikotragfähigkeit.....	33
3.8.2 Equity Ratio und Leverage Ratio bei deutschen Großbanken.....	34
3.8.3 Die Leverage Ratio ist ein besseres Risikomaß als die Equity Ratio .....	37
3.8.4 Leverage Ratio dämmt Bilanzwachstum ein. ....	41
<b>4 Fazit .....</b>	<b>43</b>

## Verzeichnis der Abbildungen und Tabellen

Abbildung 2-1: Konstruktionsprinzip von mezzaninen CDOs .....	4
Abbildung 2-2: Verlauf wichtiger internationaler Aktienindizes 2007/2008.....	6
Abbildung 2-3: Verlauf der monatlichen Hedgefondsrendite 2007/2008.....	7
Abbildung 2-4: Verlauf wichtiger Bankkurse 2007/2008.....	8
Abbildung 3-1: Risikogewicht im Verhältnis zu Bilanzsumme und Hebel.....	38
Tabelle 2-1: Lehman Brothers - Bilanzkosmetik.....	10
Tabelle 2-2: Lehman Brothers - Bilanzzahlen zwischen 2001 und 2007 (in Mio. USD) .....	10
Tabelle 2-3: Deja vue - 2008 versus 2011 .....	14
Tabelle 3-1: Risikogewichte im Standardansatz.....	32
Tabelle 3-2: Risikogewichtete Aktiva zur Bilanzsumme und Kapitalbedarf bei einem Leverage von fünf Prozent, bezogen auf die Bilanzdaten aus 2010 – Ergebnisse des Stresstest vom Juli 2011 für die 10 größten teilnehmenden deutschen Banken .....	35

## 1 Wesentliche Ziele der Finanzmarktregulierung

Aufgabe der Finanzmärkte ist es Haushalte und Unternehmen mit Liquidität und Kapital versorgen, zu angemessenen Zinsen Ersparnisse von Haushalten (und Unternehmen) aufzunehmen und Dienstleistungen für den adäquaten Umgang mit Risiken bereitzustellen. Die Erfüllung dieser Aufgabe erfordert die Durchführung von Transformationsleistungen. Insbesondere sind das Fristentransformation, Losgrößentransformation und intertemporale Transformation.

Den Bedürfnissen der Realwirtschaft können nur stabile Finanzmärkte gerecht werden. Stabilität bedeutet hier, dass die Finanzmarktakteure ihre eingegangenen vertraglichen Verpflichtungen jederzeit erfüllen können. Übertreibungen bei den Transformationsleistungen gefährden die Erfüllung der vertraglichen Verpflichtungen und damit die Stabilität. Fristentransformation erfordert beispielsweise liquide Kapitalmärkte um die Refinanzierung der langfristigen Investitionen/Anlagen jederzeit bewerkstelligen zu können.<sup>1</sup> Übertreibt ein Finanzinstitut die Fristentransformation, kann es zur liquiditätsbedingten Zahlungsunfähigkeit kommen. Finanzmärkte sind besonders gefährdet bei einer Krise einzelner Institute ihre Stabilität als Ganzes zu verlieren, weil die starke Verflechtung der Akteure untereinander Ansteckungsgefahren heraufbeschwört. **Zentrales Ziel der Regulierung ist demzufolge die Bewahrung (oder Wiederherstellung) der Stabilität der Finanzmärkte und die Vermeidung der gegenseitigen Ansteckung. Regulierung muss auf Systemschutz abstellen und sollte gewährleisten, dass Finanzmärkte von selbst wieder zur Stabilität zurückzukehren können.**

Die zentralen Instrumente zur Erreichung der nachhaltigen Stabilität sind die **Wiederherstellung des Haftungsprinzips** und die **Erhöhung der Absorbtionsfähigkeit bei Schocks**. Finanzmarktakteure müssen die Folgen ihrer Entscheidungen spüren, aber auch unerwartete Verluste, wie sie zum Beispiel jüngst aus vormals als sicher geltenden Staatsanleihen entstanden sind, hinreichend gut absorbieren können.

Solange Systemstabilität vorhanden ist, gibt es keine Ausschließbarkeit für die Nutzer des Gutes „Finanzmarktstabilität“ und keine Rivalität. **Finanzmarktakteure tendieren daher zur Übernutzung dieses öffentlichen Gutes.** Finanzmärkte müssen so reguliert werden, dass die „Übernutzung“ eingedämmt wird und die Selbstregenerierfähigkeit erhalten bleibt.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> D. W. Diamond und P. H. Dybvig: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. In: *The Journal of Political Economy*. Vol. 91, Juni 1983, S. 401–419.

<sup>2</sup> Zur öffentlichen Gutseigenschaft der Stabilität auf den Finanzmärkten, vgl. auch Dorothea Schäfer und Brigitte Young (2012), Von wegen Privat, <http://www.fortschrittsforum.de/debattieren/wirtschaft-wachstum/artikel/article/von-wegen-privat.html> und Brigitte Young und Dorothea Schäfer (2011). Globale Finanzmärkte: Fairness und Gerechtigkeit. Arbeitspapier für das Fortschrittsforum, 6.12.2011.



Aufgrund der Komplexität der Geschäftsmöglichkeiten auf den Finanzmärkten und der vielfältigen Möglichkeiten der Finanzindustrie mittels Finanzinnovationen Regulierung zu umgehen, genügt es jedoch nicht, nur die Regulierung anzupassen. Die Regulierung kann gar nicht so breit und detailliert gestaltet werden, dass sie alle gegenwärtigen und zukünftigen Lücken verschließen und potentielle Risikoherde abdecken kann. Daher ist das Aufspannen eines mehrere Ebenen umfassenden Sicherheitsnetzes unabdingbar. Die erste Ebene bildet die Regulierung inklusive, zentraler Europäischer Finanzmarktaufsicht und hohem Eigenkapitalpolster bei allen Finanzinstitutionen inklusive der Schattenbanken (Grenzen und Anreize setzen, Widerstandsfähigkeit erhöhen), die zweite Ebene die Finanztransaktionssteuer (Gebühr für die Nutzung der Systemstabilität)<sup>3</sup> und die dritte Ebene ein zumindest europaweit einheitliches handhabbares Insolvenzrecht für Banken (Schaden bei Misserfolg begrenzen). Nur im Zusammenspiel dieser drei Ebenen lassen sich riskante Geschäftspraktiken so eindämmen, dass das System insgesamt hinreichende Sicherheit erlangt.

## 2 Rückblick auf die Wurzeln der andauernden Finanzkrise

Der Ausgangspunkt der aktuellen Finanzkrise liegt in den tief greifenden Verwerfungen auf dem US-Häusermarkt und im US-amerikanischen Finanzmarkt.<sup>4</sup> Während des Booms auf dem privaten Immobilienmarkt, zu dem auch die sehr lockere Geldpolitik der US-Notenbank beigetragen hat, waren einer großen Zahl von Hausbesitzern zweifelhafter Bonität Hypothekendarlehen gewährt worden (Subprime-Segment). Zwischen 2001 und 2006 ist das Volumen der Subprime-Kredite von 190 Mrd. US Dollar auf 600 Mrd. US Dollar gestiegen und hat sich damit mehr als verdreifacht.

Lockangebote mit anfänglich sehr geringen aber später sprunghaft steigenden Zins- und Tilgungszahlungen waren üblich. Der Kreditrahmen des Schuldners wuchs meist automatisch mit dem Wertzuwachs der Immobilie. Selbst auf noch nicht realisierte aber erwartete Preissteigerungen konnten Hausbesitzer Kredite aufnehmen. Eine andauernde Beleihung eines

---

<sup>3</sup> Schäfer, D. und Karl, M. (2012), Finanztransaktionssteuer: Ökonomische und fiskalische Effekte der Einführung einer Finanztransaktionssteuer für Deutschland: Forschungsprojekt im Auftrag der SPD-Fraktion im Bundestag, Politikberatung kompakt 64.

<sup>4</sup> Zu den folgenden Kapiteln vgl. auch Dorothea Schäfer (2012), *Finanztransaktionssteuer: kurzfristigen Handel verteuern. Finanzmärkte stabilisieren*, DIW Wochenbericht Nr. 8.2012. Dorothea Schäfer (2011), *Leverage Ratio ist das bessere Risikomaß*, Wochenbericht des DIW Berlin 78(32), 11-17; Zimmermann, K. F. und Schäfer, D., (2009), *Finanzmärkte nach dem Flächenbrand*, Wiesbaden; Schäfer, D. (2010), *Konsolidierung des Landesbankensektors ist ein Muss für die zweite Regierung Merkel*, in: Brenke, K. and Zimmermann, K. F. (Ed.), *Die Bundespolitik: unter Sanierungsängsten im Reformstau*, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung 79 (1), 117-129; Schäfer, D. (2009), *Finanzmärkte im Umbruch – Krise und Neugestaltung*, Editorial in: Schäfer, D. (Hrsg.), *Finanzmärkte im Umbruch*, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Berlin 78 (1), 5-13. Schäfer, D. (2008), *Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur*, Wochenbericht, DIW Berlin 75(51/52), 808-817.

Hauses zu 100 Prozent war daher in den USA nichts Ungewöhnliches. Mit der schrittweisen Zinserhöhung der Notenbank von einem Prozent (Mitte 2004) auf 5,25 Prozent (Mitte 2007) stiegen die meist variablen, an die Leitzinsentwicklung gekoppelten Hypothekenzinsen stark an.

Die Hypothekenkredite wurden verbrieft. Das heißt, sie wurden aus den Bankbilanzen entfernt, indem sie von einer „Schattenbank“ in Form einer Zweckgesellschaft außerhalb der Bilanz übernommen wurden. Zur Finanzierung der Übernahme emittierten die Zweckgesellschaften Anleihen, die in Tranchen geratet wurden. Das Rating einer Tranche richtete sich nach der von den Ratingagenturen geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit derjenigen Hypothekarkredite, die diese Anleihetranchen absicherten.

Sogenannte Senior-Tranchen (AAA bis A) besitzen die besten Noten. Die Ausfallwahrscheinlichkeit derjenigen Kredite die diese Tranchen unterlegen, liegt laut Benotungsschema der Rating-Agentur Fitch zwischen 0,061 Prozent und 0,304 Prozent. Mezzanine Tranchen können zwischen knapp einem Prozent (BBB) und gut neun Prozent (B) Ausfallwahrscheinlichkeit liegen. Die höchste Ausfallwahrscheinlichkeit liegt bei der Equity-Tranche, die ohne Rating bleibt. „Unterlegen“ heißt, dass die regelmäßigen Zinszahlungen, die an die Käufer der Anleihen gehen, aus den Zinszahlungen der Hausbesitzer mit den Hypothekarkrediten kommen. Fallen die Hypothekarschuldner aus, dann fallen auch die Anleihen aus. Die Anleihen wurden als hypothekenbesicherte Wertpapiere (Mortgage backed Securities) unterschiedlicher Bonität weltweit verkauft (Abbildung 2-1, links).<sup>5</sup>

Der Anteil an den Subprime Krediten, deren Risiken mittels Verbriefung weitergereicht wurde, ist von weniger als 50 Prozent im Jahr 2001 auf 75 Prozent im Jahr 2006 gestiegen. Die Gesamterzeugung von Krediten, die nicht den Standards der halbstaatlichen US-Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac entsprachen, war 2006 mit 1480 Mrd. US Dollar um 45 Prozent höher als die Vergabe von standardkonformen Darlehen.<sup>6</sup> Von den nicht-standardgemäßen Krediten wurden 1033 Mrd. US Dollar verbrieft und weitergegeben. Das überstieg die Verbriefungssumme im Prime-Segment (standardkonforme Kredite) um mehr als 200 Mrd. US Dollar.<sup>7</sup>

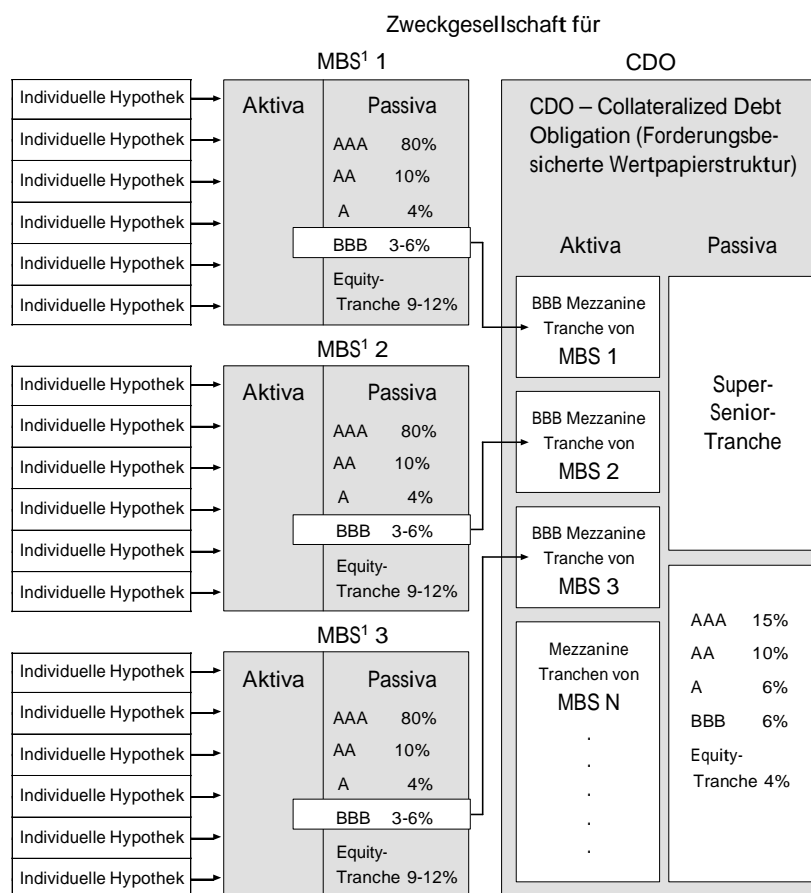
---

<sup>5</sup> Allgemein werden mit Krediten unterlegte verbrieft Wertpapiere Asset Backed Securities genannt.

<sup>6</sup> Zu den nicht-standardgemäßen Hypotheken zählen neben den Subprime-Krediten noch die Alt-A Hypotheken, deren Risikoklassifikation zwischen prime and subprime lag, und Jumbo Hypotheken. Bei letzteren übersteigt die Darlehenshöhe die maximale Ankaufhöhe der halbstaatlichen Immobilienfinanzierer. Die Grenze lag 2006 bei 417 000 US Dollar bzw. 625 500 US Dollar in Alaska, Hawaii, Guam, and the U.S. Virgin Islands. Vgl. Ashcraft, Adam B. and Schuermann, Til, Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit (March 2008). Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43; FRB of New York Staff Report, No. 318. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1071189>.

<sup>7</sup> Ashcraft, Adam B. and Schuermann, a.a.O.

**Abbildung 2-1: Konstruktionsprinzip von mezzaninen CDOs**



Besonderen Zündstoff bekamen die Subprime Kredite dadurch, dass Anleihekäufer der höher rentierlichen mezzaninen Anleihetranchen diese mittels einer weiteren außerbilanziellen Zweckgesellschaft zu einer neuen forderungsbesicherten Struktur, sogenannten CDOs (Collateral Debt Obligations), zusammenfassten und die einzelnen, CDO-Tranchen (Anleihen der Passivseite), dann von den Ratingagenturen erneut Noten aus dem gesamten Bonitätspektrum bekamen. Dies geschah, obwohl sich die Ausfallwahrscheinlichkeit der hinter den Triple-B Anleihen steckenden Immobilienkredite natürlich nicht geändert hatte und die Zusammenfassung der gleichartigen Anleihen ein Klumpenrisiko generierte. Dabei nahm die Super-Senior-Tranche mit einer geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit von weniger als

0,061 Prozent 50 bis 60 Prozent des Volumens ein (Abbildung 2-1, rechts).<sup>8</sup> Innerhalb kurzer Zeit, nachdem 2007 die ersten Herabstufungen begonnen hatten, galten bei manchen mezzaninen CDOs aus dem Hypothekenbereich alle Tranchen inklusive der Super-Senior-Tranche als hoch spekulativ, erhielten also Junk-Bond-Status.

Weitere Replikationen durch die Käufer von CDOs ließen wahre Verbriefungsketten entstehen. Die Ausfälle auf jeder Stufe werden bei Verbriefungsstrukturen üblicherweise als erstes über die Equity-Tranche aufgefangen. Diese sollte eigentlich überwiegend beim Erzeuger des Paketes verbleiben. Offensichtlich gelang es oft, auch diesen spekulativen Teil an besonders risiko- und renditehungrige Investoren wie Hedgefonds zu veräußern.<sup>9</sup>

Die Käufer von CDOs waren zum Teil rechtlich selbständige Zweckgesellschaften außerhalb der Bilanz der Mutterbank, die sich kurzfristig refinanzierten. Die Aktiva der Zweckgesellschaft, üblicherweise Senior-Tranchen, dienten als Sicherheit. Die Langfristigkeit dieser Investition erforderte ein kontinuierliches Roll-over der Kurzfriskredite beziehungsweise der Wertpapieremissionen auf dem Interbankenmarkt.

## **2.1 Erste Welle der Krise: Niedergang der US-Immobilienpreise und solvenzgefährdete Banken in Deutschland**

Mitte des Jahres 2006 begannen die Preise für private Häuser in den USA auf breiter Front zu fallen. In den Folgemonaten stiegen die Kreditausfälle im niedrigen Bonitätsbereich kontinuierlich an. Akut wurde die Krise im Juli 2007 als die Investmentbank Bear Stearns zwei ihrer Hedgefonds, die in mezzanine CDOs investiert hatten, schließen musste. Kurz danach stufte Standard & Poors erstmals hypothekenbesicherte Wertpapiere aus dem Boomjahr 2006 herab. Weitere Herabstufungen, die einer Entwertung gleich kamen, folgten. Die Entwertung ihrer Sicherheiten schnitt zahlreiche Zweckgesellschaften von der Liquiditätsversorgung über den Interbankenmarkt ab. Das Mutterhaus musste den Refinanzierungsbedarf decken, sollten die Zweckgesellschaften nicht untergehen. Das überforderte zahlreiche Banken. In Deutschland traf dies Ende Juli 2007 als erstes die Industrie-Kreditbank und im August die Landesbank Sachsens, die bei ihren jeweiligen Eigentümern und letztlich beim Land oder

---

<sup>8</sup> Eidgenössische Bankenkommission: Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigungen der UBS AG. September 2008.

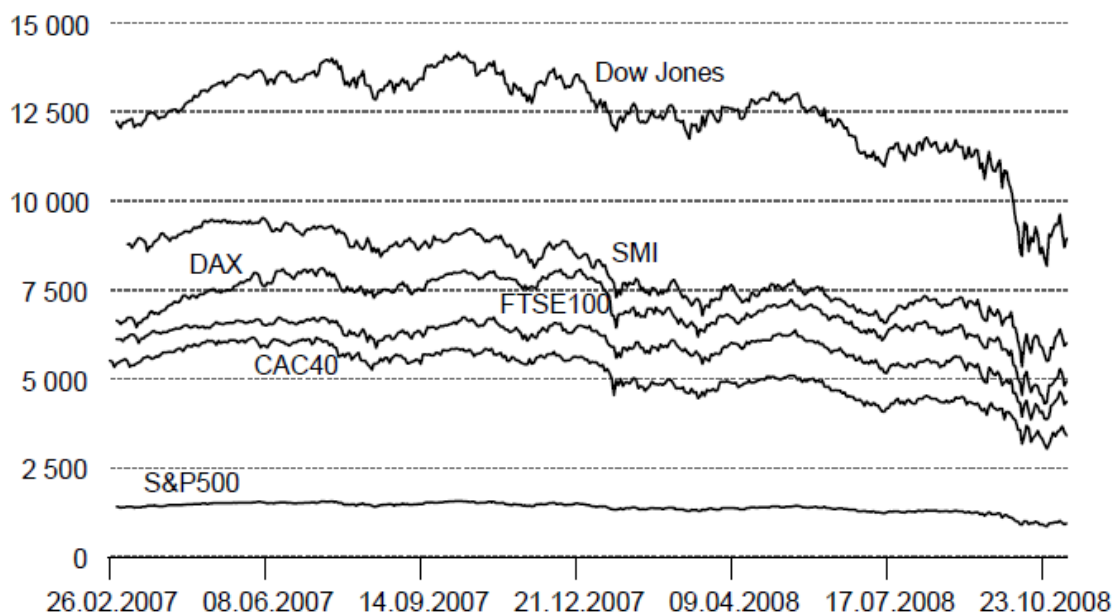
<sup>9</sup> Brunnermeier, M. K.: Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–08. [www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity\\_credit\\_crunch.pdf](http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity_credit_crunch.pdf). In den USA haben selbst Pensionsfonds in diese hochriskanten und deshalb sehr ertragreichen Equity-Tranchen investiert: The Poison in Your Pension by David Evans. Bloomberg Markets, July 2007, [www.bloomberg.com/news/marketsmag/pensions.pdf](http://www.bloomberg.com/news/marketsmag/pensions.pdf). Vgl. auch Bank of England: Financial Stability Report. Oktober 2008, [www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0810.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0810.pdf).

Bund um zusätzliche Kreditlinien und Eigenkapitalhilfen nachsuchen mussten.

## 2.2 Zweite Welle: Gestiegener Liquiditätsbedarf und Austrocknung des Interbankenmarktes

In der Folge wurden Hedgefonds, die den Kauf der Tranchen über Kredite, Leerverkäufe oder Geschäfte mit Rückkaufvereinbarung finanziert hatten, von ihren Maklern zur Stellung erhöhter Einschüsse und Sicherheiten gezwungen. Zusätzlich trieb die Anteilsrückgabe von Investoren den Liquiditätsbedarf der Fonds in die Höhe. Soweit Märkte vorhanden waren wurden Vermögenswerte wie Aktien zu Geld gemacht. Aktienkurse und Renditen kamen stark unter Druck (Abbildungen 2-2 und 2-3). Dabei zeigte sich sehr schnell, dass die nicht standardisierten strukturierten Produkte mit Ursprung im amerikanischen Hypothekenmarkt unverkäuflich waren. Dementsprechend tendierte ihr Marktwert gegen Null.

**Abbildung 2-2: Verlauf wichtiger internationaler Aktienindizes 2007/2008**

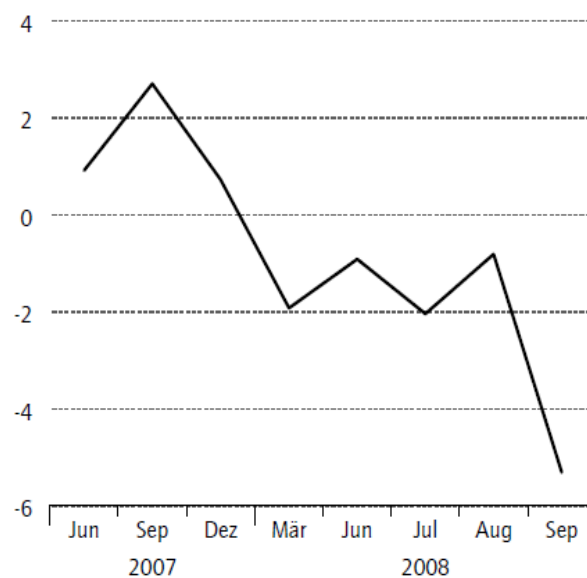


Der Eigenbedarf der Banken an Liquidität, die Unsicherheit über die staatliche Rettungsbereitschaft, der steigende Abschreibungsbedarf aufgrund andauernder Herabstufung der Papiere im Handelsbuch, aber auch die fallenden Vermögenspreise und das abnehmende

Vertrauen in die Akteure insgesamt würgten den Interbankenmarkt allmählich ab.<sup>10</sup> Die Tendenz zum vorsorglichen Horten von Liquidität und die Furcht vor Ausfall trieben die Risikoprämien nicht nur für längerfristige Ausleihungen nach oben.

**Abbildung 2-3: Verlauf der monatlichen Hedgefondsrendite 2007/2008**

HFN Durchschnitt in Prozent

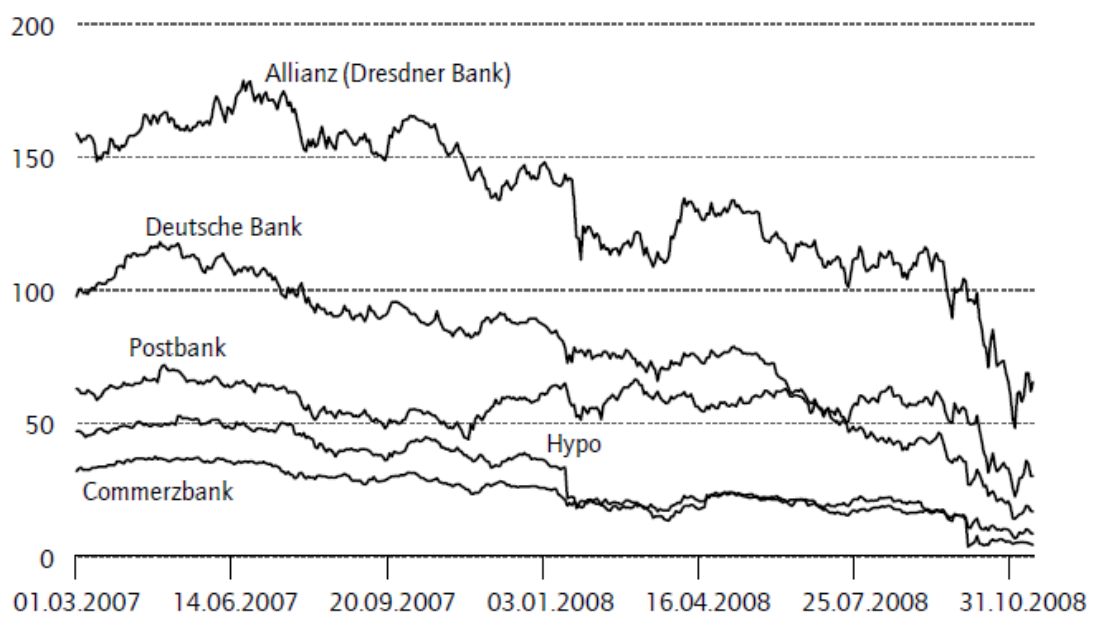
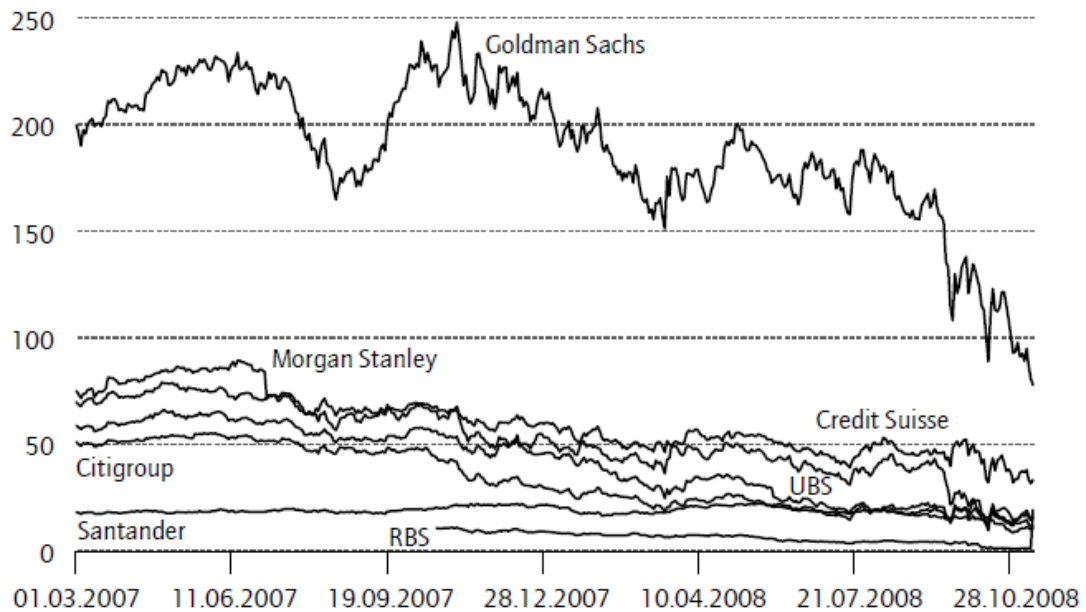


Um den Kollaps des Systems zu verhindern, begannen die Zentralbanken, die Geschäftsbanken weltweit mit Liquidität zu versorgen. Kurzzeitig schien es, als würden sich die Märkte beruhigen. So lag der DAX zur Jahreswende 2007/2008 noch einmal über 8000 Punkte. Meist um die Quartalswende, wenn Dreimonatskredite ausliefen, signalisierten allerdings verstärkte Interventionen der Notenbanken das Andauern der Liquiditätsnöte im Bankensektor. Im Gefolge des Notverkaufs der zusammengebrochenen Investmentbank Bear Stearns an JP Morgan am 16. März 2008 stieg die Risikoprämie für längerfristige Ausleihungen erneut, auch wenn Krisen verschärfende systemische Folgen zunächst ausblieben. Der anhaltende Bedarf an flüssigen Geldmitteln drückte nun weltweit und nachhaltig die Kurse an den Ak-

<sup>10</sup> Forderungen im Handelsbuch sind verbrieft und müssen nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) zum Marktwert bilanziert werden. Ab- und Zuschreibungen gehen in die Gewinn- und Verlustrechnung ein. Forderungen im Anlagebuch kann hingegen ein Anschaffungspreis beigelegt werden. Um den Abschreibungsbedarf zu begrenzen, hat das EU-Parlament den europäischen Banken gestattet, verbrieft Wertpapiere in das Anlagebuch zu verschieben, [www.iasb.org/NR/rdonlyres/BE8B72FB-B7B8-49D9-95A3-CE2BDCFB915F/0/AmdmentsIAS39andIFRS7.pdf](http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/BE8B72FB-B7B8-49D9-95A3-CE2BDCFB915F/0/AmdmentsIAS39andIFRS7.pdf).

tienmärkten. Besonders betroffen vom Abwärtssog waren naturgemäß die Bankwerte (Abbildung 2-4).

Abbildung 2-4: Verlauf wichtiger Bankkurse 2007/2008



## 2.3 Eine neue Dimension

Am 7. September 2008 verstaatlichte die amerikanische Regierung Fannie Mae und Freddie Mac wegen akuter Liquiditätsprobleme. Das Geschäftsmodell dieser beiden börsennotierten Großhandelsbanken mit impliziter Staatsgarantie bestand im Ankauf von Hypothekenkrediten und der Refinanzierung durch Ausgabe von strukturierten Wertpapieren.<sup>11</sup> Die Verstaatlichung katapultierte die Krise in eine neue Dimension. Investmentbanken sahen sich hohen Liquiditätsabflüssen ausgesetzt. Durch spekulative Leerverkäufe geriet ihr Aktienkurs stark unter Druck.<sup>12</sup> Beides zwang die Investmentbank Lehman Brothers als erstes in die Knie.

Noch im Januar 2008 hatte die Lehman Brothers Holdings Inc. einen Rekordumsatz von fast \$60 Milliarden und einen Rekordgewinn von über \$4 Mrd. für das Jahr 2007 gemeldet. Die Aktie wurde mit \$65,73 gehandelt und die Marktkapitalisierung betrug \$30 Milliarden. Am 12. September aber schloss die Lehman-Aktie bei \$4. In nur acht Monaten hatte Lehman 95 Prozent seines Wertes verloren. In den Vorjahren war Lehman exzessiv gewachsen und hatte eine sehr starke Fristentransformation betrieben.

Der daraus erwachsende hohe Refinanzierungsbedarf erfordert Vertrauen der Investoren/Fremdkapitalgeber in die Solidität der Bankbilanz und damit vor allem in eine akzeptable Relation von Eigenkapital zu Bilanzsumme. Im Bewusstsein dessen hat Lehman seit 2007 verstärkt Bilanzkosmetik betrieben (Tabelle 2-1). Mit Hilfe von Repo-Geschäften (Wertpapierverkauf mit Rückkaufvereinbarung) wurde die Bilanz jeweils zum Bilanzstichtag gekürzt. Mit den Erlösen aus dem Repo-Geschäft wurden kurzfristig Kredite zurückgezahlt und so die Leverage Ratio geschönt.

Die amerikanische Regierung verweigerte Lehman eine Auffanglösung. Die Bank musste am 15. September Gläubigerschutz (Chapter 11) beantragen und löste so die größte Insolvenz der US-amerikanischen Geschichte aus.<sup>13</sup> Die Bilanzsumme betrug mehr als 700 Mrd. US Dollar (Tabelle 2-2).

---

<sup>11</sup> Die US-Banken besitzen oder bürgen für Hypothekenkredite von rund fünf Billionen US-Dollar. Das entspricht etwas weniger als der Hälfte des einheimischen Immobilienkreditvolumens von zwölf Billionen US-Dollar

<sup>12</sup> Der Verkäufer veräußert eine Aktie auf Zeit ohne Eigentümer derselben zu sein und hinterlegt den Erlös als Sicherheit bei der Maklerbank. Der Leerverkauf ist profitabel, wenn der Kurs *fällt* und das Papier nach Ablauf der Frist zu einem niedrigeren Kurs zurückgekauft werden kann.

<sup>13</sup> Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner Report, <http://jenner.com/lehman/>



**Tabelle 2-1: Lehman Brothers - Bilanzkosmetik<sup>14</sup>**

Quartal	Nutzung Repo 105 (Mrd. US \$)	Ausgewiesener Hebel	Leverage Ratio, ausgewiesen	Tatsächlicher Hebel	Leverage Ratio, tatsächlich	Unterschied im Hebel
Q4 2007	38,6	16,01	6,25	17,80	5,62	1,07
Q1 2008	49,1	15,04	6,65	17,03	5,87	1,09
Q2 2008	50,4	12,01	8,33	13,09	7,64	1,08

**Tabelle 2-2: Lehman Brothers - Bilanzzahlen zwischen 2001 und 2007 (in Mio. USD)<sup>15</sup>**

Jahre	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Gesamtverbindlichkeiten	238647	250684	297577	342248	393269	484354	668573
Veränderung-Gesamtverbindlichkeit in %	10,44	5,04	18,71	15,01	14,91	23,16	38,03
Eigenkapital	8459	8942	13174	14920	16794	19191	22490
Veränderung Eigenkapital in %	8,71	5,71	47,33	13,25	12,56	14,27	17,19
Bilanzsumme	247816	260336	312061	357168	410063	503545	691063
Veränderung Bilanzsumme in %		5,05	19,87	14,45	14,81	22,80	37,24

Die Insolvenz signalisierte weltweit allen Banken wie berechtigt die Angst vor Ausfall im gegenseitigen Leihgeschäft war. Der Interbankenmarkt kam vollkommen zum Erliegen. Die Zentralbanken, eigentlich „lender of last resort“, avancierten teilweise zur „ersten Finanzie-

<sup>14</sup> [http://www.finanzen.net/bilanz\\_guv/Lehman\\_Brothers](http://www.finanzen.net/bilanz_guv/Lehman_Brothers).

<sup>15</sup> [http://www.finanzen.net/bilanz\\_guv/Lehman\\_Brothers](http://www.finanzen.net/bilanz_guv/Lehman_Brothers).

rungsadresse“.<sup>16</sup> Der Kreis notenbankfähiger Sicherheiten wurde stark ausgeweitet. Dennoch gelang keine nachhaltige Stabilisierung. Die Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB wuchsen nach der Lehmann-Insolvenz trotz negativer Zinsdifferenz explosionsartig. Die Funktionsfähigkeit des Systems hing vor allem an der Verfügbarkeit notenbankfähiger Sicherheiten bei den Geschäftsbanken.

In Deutschland kämpfte die Hypo Real Estate (HRE) bereits wenige Tage nach der Lehman-Insolvenz mit dramatischen Refinanzierungsproblemen. Insbesondere die irische Tochter Depfa hatte ein Geschäftsmodell mit exzessiver Fristentransformation gefahren. Die langfristigen Ausleihungen wurden mit der Emission von kurzfristigen Schuldtiteln auf dem Geldmarkt refinanziert. Am Wochenende des 28./29. September suchten Aufsichtsbehörden, Bankenvertreter und die Bundesregierung nach Lösungen. Erst in „allerletzter Sekunde“ einigten sich der Bund und die Banken auf ein Finanzpaket von 35 Milliarden Euro für die Hypo Real Estate. Die gefundene Lösung entpuppte sich jedoch sehr schnell als wenig tragfähig. Bereits am darauf folgenden Wochenende musste der Kreditrahmen für die Hypo Real Estate nochmals auf dann 50 Milliarden Euro aufgestockt werden. Am Ende wurde die HRE verstaatlicht.

## 2.4 Staatliche Rettungsmaßnahmen

Der Vertrauensschwund zwang die Regierungen zu groß angelegten Rettungsaktionen. Die amerikanische Volksvertretung verabschiedete am 3. Oktober einen 700 Milliarden US-Dollar Rettungsplan. Irland breitete als erstes Land in Europa einen Rettungsschirm über seine einheimischen Banken aus. Nachdem sich die Bargeldabhebungen merklich gesteigert hatten und Gerüchte um die Überforderung des Einlagensicherungssystems der deutschen Geschäftsbanken aufkamen, entschloss sich auch die deutsche Bundesregierung zum Handeln. Am 5. Oktober verkündete sie die Garantie aller Spareinlagen. Knapp zwei Wochen später, am 17. Oktober wurde das fast 500 Milliarden Euro schwere Rettungspaket für den heimischen Bankensektor verabschiedet. Die britische Regierung startete eine Zwangskapitalisierung der wichtigsten eigenen Banken.<sup>17</sup>

Weitere nationale Rettungsschirme folgten. Die EU verständigte sich sowohl intern als auch mit den USA auf ein abgestimmtes Krisenmanagement. Erste Anzeichen einer Entspannung

---

<sup>16</sup> Dies gilt insbesondere für Großhandelsbanken. Sie verfügen über keine Spar- und Sichteinlagen. Der Bankentyp versteht sich als Intermediär für Großkunden, zum Beispiel für Banken mit Endkundengeschäft

<sup>17</sup> Von ursprünglich vorgesehenen acht Instituten haben allerdings nur HBOS, Lloyds TSB und RBS (Royal Bank of Scotland) die mit Auflagen verbundene Kapitalhilfe angenommen. Northern Rock und Bradford & Bingley sind verstaatlicht.

auf dem Interbankenmarkt waren zwar vorhanden. Dennoch hielt die Flucht aus risikobehafteten Vermögensanlagen an. So mussten Hedgefonds im dritten Quartal 2008 einen historisch einmaligen Rückgang beim verwalteten Vermögen von fast 700 Milliarden US-Dollar hinnehmen.<sup>18</sup>

Am 17. Oktober 2008 wurde das Finanzmarktstabilisierungsgesetz verabschiedet und der Sonderfond Finanzmarktstabilisierung, SoFFin, aus der Taufe gehoben. Antragstellung und Inanspruchnahme des SoFFin blieben verhalten. Das Prinzip der Freiwilligkeit hat sich als Hemmschuh für eine nachhaltige Stützung des Bankensektors erwiesen. Das mit weitem Abstand beliebteste Instrument des SoFFin waren und sind Bürgschaften.

Geprägt von Schockwellen der Lehman-Insolvenz fand am 15. Novembers 2008 in Washington der erste Finanzmarktgipfel statt. Dabei einigten sich die Regierungen sich auf das **Prinzip der lückenlosen Regulierung aller Finanzmärkte, Produkte und Akteure**. Nach der Lehman Insolvenz fiel die Weltwirtschaft in einen Schockzustand. Auf den Vermögensmärkten kam weltweit eine Abwärtsspirale mit starken Preisausschlägen in Gang. Kurze Phasen der Erholung wurden regelmäßig abgelöst durch solche mit Krisen verschärfenden Symptomen.

Im Februar/März 2009 verschärfte sich die Krise noch einmal. Nun gerieten auch solche Länder in den Blickpunkt der Öffentlichkeit, deren Banken kaum in strukturierte US-Subprime-Produkte investiert hatten, wie Spanien oder die neuen EU-Mitgliedsländer. Monate vorher noch für sein vorausschauendes Aufsichtssystem gelobt, das die Banken zwang, im Aufschwung besondere Kapitalpuffer zu bilden und Zweckgesellschaften mit Eigenkapital zu unterlegen, sah sich Spanien zunehmend mit den schwerwiegenden Folgen des Platzens seiner einheimischen Immobilienblase konfrontiert. Risikoaufschläge und Kursverluste bei spanischen Staatsanleihen waren die Folge. Zunehmend befürchteten die Investoren, dass in Osteuropa und in den südlichen EU Staaten mit dem kreditfinanzierten Konsum- und Investitionsboom auch die Staatsfinanzen aus dem Ruder gelaufen waren. Gleichzeitig sorgte der stärkste wirtschaftliche Einbruch seit dem 2. Weltkrieg im Verbund mit den Ausgaben für die Bankenrettung für rasant ansteigende Staatschulden. Stellten im Jahr 2008 die toxischen Wertpapiere mit US-Ursprung das Hauptproblem der Banken dar, so kamen ab 2009 auch das bislang stabil geglaubte Geschäftsfeld der Finanzierung von Staaten „unter die Räder“.

Deutschland legte 2008/Anfang 2009 zwei Konjunkturprogramme im Umfang von mehr als 100 Mrd. Euro auf. Im März wurde die „Lex Hypo Real Estate“ verabschiedet, im Juni erfolgte

---

<sup>18</sup> Die Zahl bezieht sich auf Single Manager Hedge Funds und Funds of Funds. Laut Hedgefund.net ist dies der größte Rückgang in der bisherigen Geschichte. Hedge Fund Industry Asset Flow Report – Q3 2008, [www.hedgefund.net/marketing\\_index.cfm?template=research/researchfront.cfm](http://www.hedgefund.net/marketing_index.cfm?template=research/researchfront.cfm).

die Verstaatlichung der HRE mit einer Bilanzsumme von etwa 400 Mrd. Euro. Im Juli 2009 wurde auch das **Bad Bank Gesetz** verabschiedet. Unter dem Dach des SoFFin wurde dann im Dezember 2009 die Erste Abwicklungsanstalt (EAA) (WestLB) und im Juli 2010 die FMS Wertpapiermanagement (Hypo Real Estate) eingerichtet. Die Nominalwerte der übertragenen Portfolios betragen 77 Mrd. Euro für die West LB und 173 Mrd. Euro für die HRE. Schätzungen besagen, dass mit der geplanten endgültigen Auflösung der West LB Ende Juni 2012 noch einmal 100 Mrd. Euro auf die EAA übertragen werden.

Mit der Einrichtung dieser Bad Banks<sup>19</sup> wurde die Refinanzierung vom Bund übernommen. Die Fremdfinanzierung der Abwicklungsanstalten wurde somit zu Staatsschulden. Der Internationale Währungsfonds hat die Kosten der Bankenrettung für Deutschland jüngst auf 10,7 Prozent des BIP geschätzt. Das entspricht in etwa 260 Mrd. Euro. Zur Einschätzung der Dimension sei auf den Haushaltsplan des Bundesarbeitsministeriums für Arbeit und Soziales für das Jahr 2011 verwiesen. Dieser betrug 131,3 Mrd. Euro.

Erst der Verkauf der Portfolien wird zu einer Verringerung dieser Schulden führen. Da die „faulen“ Vermögenswerte fast ohne Wertabschlag in die Abwicklungsanstalten transferiert wurden, sind die bis dato Kosten der Bankenrettung in Deutschland besonders hoch ausgefallen. Ebenso sind hohe Verluste aus den beiden Abwicklungsanstalten vorprogrammiert. Deutschland hat momentan eine Schuldenquote von 81,2 Prozent. Ohne die Nettokosten der Bankenrettung beliefe sich die Schuldenquote Deutschlands nur auf etwa 70 Prozent. Weltweit werden die Nettokosten der Bankenrettung vom IWF bis dato auf 1149 Mrd. Euro taxiert.<sup>20</sup>

Die Anstrengungen der Staaten ihre Finanzsektoren und ihre Wirtschaft zu retten, trieb die Staatsverschuldung allerorts in die Höhe. Die Finanzmarktkrise mündete so direkt in die Verschuldungskrise. Hohe Refinanzierungsschwierigkeiten erzwangen, dass Griechenland 2010 und Portugal sowie Irland 2011 vom Kapitalmarkt genommen werden mussten. Seitdem wird die Finanzierung dieser Staaten über die Euro-Staatengemeinschaft sichergestellt. Es ist nicht absehbar, wann der Kapitalmarkt wieder zu einer tragbaren Refinanzierung dieser Staaten bereit ist.

---

<sup>19</sup> Schäfer, D. and Zimmermann, K. F. (2009), Bad Bank(s) and Recapitalization of the Banking Sector, *Intereconomics - Review of European Economic Policy* 44 (4), 215-225.

<sup>20</sup> IMF (2012) World Economic and Financial Surveys - Fiscal Monitor.

## 2.5 Bankenkrise II

Im Zuge der Bemühungen um eine Umschuldung der Staatsschuld Griechenlands zeigten sich ab Mitte 2011 auf dem europäischen Interbankenmarkt erneut starke Spannungen. Parallelen zu 2008 waren nicht zu mehr zu übersehen (Tabelle 2-3).

**Tabelle 2-3: Deja vue - 2008 versus 2011**

Ereignis	2008 <sup>21</sup>	2011
Aktienkurse beginnen auf breiter Front zu sinken.	Januar	Juli
Ein einzelner Händler einer Großbank verursachte Milliardenverluste.	Januar: Jerome Kerviel, Société Générale, wird beschuldigt, mit Spekulationsgeschäften im Delta One Bereich einen Verlust von 4,82 Milliarden Euro verursacht zu haben	September: UBS-Händler Kweku Adoboli Glanz wird beschuldigt mit ähnlichen Geschäften einen Schaden von etwas weniger als 2 Milliarden Euro durch spekulativen Handel verursacht zu haben
Die Hedgefonds-Industrie meldet sehr schlechte Ergebnisse	Oktober: Das dritte Quartal verläuft für die Hedgefonds Branche extrem schlecht. Das verwaltete Vermögen sinkt.	Oktober: Die Hedgefonds-Branche verzeichnet im dritten Quartal 2011 das viertschlechteste Quartal ihrer Geschichte.
In Not geratene Großbank wird gerettet	16. März: Die US-Investmentbank Bear Stearns rettet sich	10. Oktober: Die belgisch/französische Bank wird

<sup>21</sup> Schäfer Dorothea, Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur. DIW Wochenbericht Nr. 52/53, 2008, S. 808-817.

	in eine Notoperation mit JP Morgan Chase.	aufgeteilt und von Belgien bzw. Frankreich verstaatlicht, nachdem sie bereits 2008 gerettet werden musste
EZB Einlagen sind stark erhöht	Oktober: die EZB Übernachteinlagen, mit denen Banken Überschussliquidität „parken“, übersteigen zeitweise die 200 Milliarden Euro-Grenze	September: die Übernachteinlagen der Banken bei der EZB übersteigen zeitweise die 150 Milliarden Euro-Grenze
3M-Euribor/EONIA-Spread steigt auf ein beunruhigendes Niveau.	September: der Indikator liegt auf 195 Basispunkten. Vor dem Ausbrechen der Finanzkrise lag er auf 10 Basispunkten	September: der Indikator steigt auf fast 90 Basispunkte. Seit der Finanzkrise geht man davon aus, dass ein Abstand von 50 bis 70 Basispunkte noch Normalität bedeutet.

Die Spannungen sind weiterhin vorhanden. Innerhalb von drei Jahren drohen insbesondere europäischen Banken zum zweiten Mal massive Wertverluste. Die neuerlich drohenden Wertberichtigungen haben die meisten europäischen Banken dieses Mal jedoch nicht (nur) ihrem besonderen Risikoappetit zu verdanken, sondern der Tatsache, dass sich Risiken kaum berechnen lassen. Jahrelang galten Staatsanleihen von Eurostaaten als sichere und liquide Anleihen und waren dementsprechend begehrt, gerade bei europäischen Banken. Vor allem in den europäischen Krisenstaaten ist der Interbankenmarkt kaum mehr funktionsfähig. Die Zentralbanken sind für die dortigen Banken zur „ersten Finanzierungsadresse“ geworden.

### 3 Lehren und Stand der Regulierung

#### 3.1 Koordinationsversagen minimieren

In der Krise 2007/2008 war Koordinationsversagen ein zentrales Problem und zwar sowohl auf einzelwirtschaftlicher als auch auf staatlicher Ebene.

Eine schier unerschöpfliche Quelle für Koordinationsversagen auf der einzelwirtschaftlichen Ebene war die herrschende Praxis bei der Verbriefung.<sup>22</sup> Mehrstufigkeit und mangelnde Dokumentation schließt die Identifikation von Ausgangsschuldner, Schuldenhöhe und Besicherung aus. Bemühungen, die Sanierung der Schuldner mittels Bildung von Gläubigerpools herbeizuführen, sind daher von vornherein zum Scheitern verurteilt.<sup>23</sup> Hinzu kommt das Finanzgebaren der Käufer von verbrieften Wertpapieren. Häufig finanzierten sie den Kauf der sehr lange laufenden Papiere mit extrem kurzfristigen Krediten vom Kapitalmarkt. Die daraus resultierende Fristeninkongruenz, also das Auseinanderfallen zwischen der Fälligkeit des Wertpapiers und der Fälligkeit der Kapitalmarktkredite vervielfacht jedoch die Wahrscheinlichkeit eines unkoordinierten Rückzugs der Geldgeber. Die Liquiditätskrise bei Fälligkeit wird so geradezu provoziert.

Im Vorfeld der Krise war über Jahre hinweg ein Deregulierungswettlauf zu beobachten. Insbesondere die angelsächsischen Länder verweigerten sich der Koordination und setzten darauf, mittels niedriger Regulierungsstandards Wettbewerbsvorteile zu erlangen. Faktisch bereiteten sie der Regulierungsarbitrage durch die großen Finanzkonglomerate den Boden. Regulierungsarbitrage können Finanzinstitute dann betreiben, wenn sich zum Beispiel die Strenge der Regulierungsvorschriften von Land zu Land unterscheiden oder die eigenen Aktivitäten der Aufsicht durch Auslagerung auf ausländische Tochter- oder Zweckgesellschaften entzogen werden können. Durch letzteres lässt sich beispielsweise die Eigenmittelunterlegung von Verbriefungsportfolios stark verringern.

---

<sup>22</sup> Eine Schadensersatzklage gegen die Deutsche Bank illustriert das erhöhte Koordinationsproblem durch Verbriefung. Für einen von der Deutschen Bank mit ausgereichten Immobilienkrediten an Donald Trump über 640 Millionen US-Dollar ist die Verlängerung gescheitert. Trump schreibt dies der starken Streuung beim Weiterverkauf zu: Kredite für Wolkenkratzer-Projekt – Donald Trump verklagt Deutsche Bank. [www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/donald-trump-verklagt-deutsche-bank;2083309](http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/donald-trump-verklagt-deutsche-bank;2083309).

<sup>23</sup> Gläubigerpools sind traditionell das Instrument, um Koordinationsversagen und einen Ansturm von einzelnen Gläubigern auf die Unternehmenswerte zu vermeiden, vgl. Hubert, F. und Schäfer, D. (2002), Coordination Failure with Multiple Source Lending, the Cost of Protection against a Powerful Lender, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 158, S. 256-275 und Brunner, A. und Krahen, J.P. (2008): Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring, *Review of Economic Studies* 75.

Bei den ersten Rettungsaktionen nach der Insolvenz von Lehman Brothers zeigten sich ebenfalls Anzeichen für einen Wettlauf um die beste Ausgangsposition. So musste Großbritannien mit einem massiven Abfluss von Einlagen rechnen, nachdem die irische Regierung überraschend eine Garantie für das einheimische Bankgewerbe verkündet hatte. Auch andere EU-Staaten sahen sich wegen des irischen Vorpreschens gezwungen, die eigenen Garantiesummen massiv zu erhöhen.

### 3.1.1 Wiederverbriefungen erschweren oder verbieten

Wer Koordinationsversagen auf einzelwirtschaftlicher Ebene wirkungsvoll bekämpfen will, muss die Komplexität der Verbriefungstechnologie verringern. **Dies kann über einen hohen Selbstbehalt auf jeder Stufe sichergestellt werden.** Vertikaler Selbstbehalt auf jeder Stufe bedeutet, dass von jedem erzeugten Einzelkredit auf der ersten Stufe und von jedem Wertpapier auf der zweiten Stufe sowie den weiteren Stufen ein Teil in den Büchern der Banken verbleibt.

Beispielsweise ermöglicht ein Selbstbehalt beim Erstkreditgeber von 20 Prozent und jeweils 40 Prozent bei nachgelagerten Erzeugern von verbrieften Strukturen höchstens zwei Stufen der Kreditweitergabe. Das potenziell verfügbare Verbriefungsvolumen schrumpft bereits auf der Stufe der Erzeugung eines forderungsbesicherten Wertpapierportfolios, den sogenannten CDOs auf 40 Prozent der Ausgangskreditsumme. Diese Summe müsste dann beim Erzeuger eines CDO verbleiben und der gesamte Kredit wäre „aufgebraucht“.

Alternativ dazu wäre auch ein *vollständiges Verbot von Weiterverbriefungen* denkbar. Auch die **Genehmigung von Verbriefungsprodukten durch eine Behörde zur Zertifizierung von Finanzinnovationen** wäre eine Option. Organisiert als Teil der Finanzaufsicht könnte diese Zertifizierungsagentur zu komplexe Produkte verbieten und auf diese Weise einen Beitrag zum Investorenschutz leisten.

*Das Europäische Parlament hat im Mai 2009 einen Selbstbehalt von fünf Prozent für den Erzeuger oder Sponsor einer Verbriefung beschlossen. Deutschland hat im Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie den Selbstbehalt abweichend davon auf 10 Prozent ab Januar 2015 heraufgesetzt.*<sup>24</sup>

**Die Einführung eines Selbstbehaltes ist grundsätzlich ein Schritt in die richtige Richtung. Beide Grenzen sind jedoch zu gering um komplexe Verbriefungsketten auszuschließen. Da**

---

<sup>24</sup> Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie, [http://www.bgbl.de/Xaver/start.xav?startbk=Bundesanzeiger\\_BGBI&bk=Bundesanzeiger\\_BGBI&start=//\\*\[@attr\\_id=%27bgbl110s1592.pdf%27\]](http://www.bgbl.de/Xaver/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBI&bk=Bundesanzeiger_BGBI&start=//*[@attr_id=%27bgbl110s1592.pdf%27])



**die Regulierung dies jedoch auch dann leisten muss, wenn sich die Finanzmärkte erholt haben, besteht bei der Frage der Weiterverbriefungen fortgesetzter Handlungsbedarf.**

### **3.1.2 Fristeninkongruenz erschweren**

Stabilität erfordert zwingend, dass extreme Fristeninkongruenz bei Zweckgesellschaften und in Bankbilanzen ausgeschlossen wird.<sup>25</sup> Eine **Eigenkapitalunterlegung abhängig von den Unterschieden im Anlage- und Finanzierungshorizont** würde die exzessive Fristentransformation eindämmen.

*Eine Eigenkapitalunterlegung der Fristeninkongruenz wird bislang nicht angestrebt. Stattdessen schlägt die EU Kommission in Anlehnung an Basel III vor für den Fall von stressbedingten Mittelabflüssen hochliquide Vermögenswerte, zumeist Staatsanleihen, in gleicher Höhe vorzuhalten, die die Liquidität für 30 Tage sichern (Liquidity Coverage Ratio).*

*Zur Bewältigung der durch Laufzeitinkongruenzen zwischen Aktiva und Passiva bedingten Finanzierungsprobleme beabsichtigt die Kommission die Einführung einer strukturellen Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR). Die NSFR würde Institute verpflichten, für stabile Finanzierungsquellen zu sorgen, so dass im Falle eines erweiterten Stressszenarios, wie einer drastischen Einbuße bei Rentabilität oder Solvenz, für ein Jahr die Liquidität gesichert wäre.<sup>26</sup>*

**Noch sind die Liquiditätsquoten ebenso wie das gesamte Baseler Regelwerk nicht umgesetzt. Zudem ändert die Definition von Liquiditätsquoten nichts an zwei grundsätzlichen Problemen. Erstens ist der kurzfristige Entzug von Refinanzierung in der Regel durch die Sorge um eine ausreichende Kapitalisierung der Banken bedingt, siehe Lehman Brothers und Hypo Real Estate. Der Erfolg der Liquiditätsvorschriften ist also mit der Höhe der Eigenkapitalvorgaben unmittelbar verknüpft. Fallen diese zu niedrig aus, sind vermutlich auch die Liquiditätsvorschriften nutzlos.**

**Zweitens können gerade noch hochliquide Vermögenswerte auch sehr schnell illiquide werden, siehe Staatsanleihen von europäischen Krisenstaaten. Der präventive Charakter dieser Liquiditätsvorgaben ist folglich eher zweifelhaft. Eigenkapitalanforderungen in Abhängigkeit von der Fristeninkongruenz haben jedoch diesen präventiven Charakter und**

---

<sup>25</sup> Die goldene Bilanzregel für Unternehmen besagt beispielsweise, dass das langfristige Vermögen langfristig zu finanzieren sei und kurzfristiges Vermögen (Umlaufvermögen) kurzfristig.

<sup>26</sup> Vorschlag der EU-Kommission für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen.  
[http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht\\_3basel.php](http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_3basel.php).

***sollten daher den Vorrang vor den Liquiditätsquoten erhalten.***

### **3.1.3 Internationale Koordination institutionalisieren und Krisenagentur etablieren**

Die Konsequenz aus dem Koordinationsversagen auf Staatenebene sollte die Einrichtung eines Gremiums für die Etablierung von länderübergreifend bindenden Mindestregulierungsstandards sein. Ebenso gehört eine Institution, die in der Lage ist, eine internationale Abstimmung der Maßnahmen im Krisenfall herbeizuführen, zu den Bestandteilen einer neuen Finanzmarktarchitektur, die wünschenswert wären. Während die Festlegung von Mindeststandards eine quasi-natürliche Aufgabe des Financial Stability Boards ist,<sup>27</sup> könnte das internationale Krisenmanagement dem IWF übertragen werden. Für ein wirksames internationales Krisenmanagement ist frühzeitiges Eingreifen entscheidend. Dem IWF könnte daher eine internationale Agentur beigegeben werden, deren Aufgabe darin besteht, mögliche neue Finanzmarktkrisen zu simulieren und die Instrumente zum Gegensteuern zu identifizieren.

*Eine internationale Koordination der Regulierungsmaßnahmen findet bislang im Rahmen der G20 Gipfel eher ad hoc statt. Systematisch nimmt die Koordinierungsaufgabe der Baseler Ausschuss im Rahmen von Basel III war. Innerhalb der EU wird die Koordination durch die EU-Kommission durchgeführt. Der IWF und der FSB haben unter anderem die Aufgabe übernommen, makroökonomische und finanzielle Risiken aufzuspüren und gleichzeitig die erforderlichen Maßnahmen zum Gegensteuern zu identifizieren.*

***Eine länderübergreifende Koordination des Krisenmanagements ist weder institutionalisiert noch ist eine Institutionalisierung vorgesehen. So sind beispielsweise Bankenrettung ebenso wie Bankenrestrukturierung weiterhin eine nationale Angelegenheit.***

***Bindende Mindeststandards auf internationaler Ebene bei der Regulierung der Finanzmärkte sind mit Ausnahme der Basel III Vorschriften ebenso nicht in Sicht. Stattdessen wird oft die Forderung nach grundsätzlicher Einheitlichkeit der Regulierung erhoben. Die Realisierung dieser Maximalforderung hätte jedoch meist zur Folge, dass die entsprechende Regulierung ganz unterlassen werden müsste. Beispiele hierfür sind die Verbote von Leerverkäufen und Kreditversicherungen sowie die Finanztransaktionssteuer.***

***Um eine Regulierung anzustoßen, können Alleingänge von einzelnen Staaten (Koalition der Willigen) durchaus sinnvoll sein. So hat Deutschland beispielsweise sogenannte ungedeckte Leerverkäufe, bei denen der Verkäufer sich die Aktien oder Staatsanleihen nicht geliehen hat, zunächst im Alleingang verboten. Später haben auch andere europäische Staaten ein***

---

<sup>27</sup> Vgl. Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience. [www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf).

***Verbot von Leerverkäufen für bestimmte Finanztitel eingeführt. Das EU-Parlament hat zudem Anfang 2012 ein Gesetz verabschiedet, das ungedeckte Leerverkäufe und den Handel mit ungedeckten Kreditversicherungen (CDS) von November 2012 an weitgehend verbietet.***

***Seit 2009 hat sich das Nebeneinander von Regulierungsinstanzen erhöht, ohne dass eine klare Zuordnung und Abgrenzung der Aufgaben erkennbar ist.<sup>28</sup> Um Kompetenzgerangel und ein erhöhtes Risiko von Koordinationsverlusten zu vermeiden, ist jedoch eine klare Zuordnung und Abgrenzung der Aufgaben unabdingbar.***

### **3.1.4 Europäische Finanzmarktaufsicht etablieren und Subsidiarität forcieren**

Nationale Aufsichten sind mit dem Typ des grenzüberschreitend tätigen Finanzkonglomerats überfordert. Aktivitäten außerhalb der Bilanz sowie länder- und sektorenübergreifende Regulierungsarbitragen können nur entdeckt und geahndet werden, wenn ein einheitliches Vorgehen sichergestellt ist.

Gegen eine europäische Finanzmarktaufsicht wird häufig eingewandt, eine solche Struktur könne den nationalen Besonderheiten in den einzelnen Finanzsektoren nicht gerecht werden. Die Europäische Zentralbank und die angeschlossenen nationalen Zentralbanken beweisen jedoch, dass eine subsidiäre Arbeitsteilung unter einem gemeinsamen Dach absolut funktionsfähig ist. Die Überwachung der Regionalbanken kann an nationale Organe delegiert werden, während die übergeordnete europäische Aufsicht für supranational tätige Finanzmarktakteure sowie die Koordination und Überwachung der nationalen Aufsichten zuständig ist. Von der Institutionalisierung einer zweistufigen Allfinanzaufsicht ist ein sehr viel stärkerer Druck in Richtung Harmonisierung von Regulierung und Überwachung in Europa zu erwarten als vom Lamfalussy-Prozess.<sup>29</sup>

*In Europa sind die Aufsichtsorgane weiterhin zersplittert und trotz publicityträchtigen Stress-tests relativ machtlos. European Banking Authority (EBA), European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) und European Securities and Market Authority (EMA) arbeiten relativ unverbunden nebeneinander. Die jeweiligen Sitze in London, Frankfurt und Paris sind ein erhebliches Hindernis für eine effektive Zusammenarbeit. Anders als beim Rat*

---

<sup>28</sup> Mit Fragen der Regulierung und der Aufsicht sind beispielsweise für Deutschland folgende Institutionen befasst: BaFin, Bundesbank, European System of Financial Supervision (European Banking Authority EBA, European Insurance and Occupational Pensions Authority EIOPA und European Securities and Market Authority EMA), Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (EU-Kommission), Financial Stability Board FSB, Europäischer Ausschuss für Systemrisiken ESRB, International Accounting Standard Board IASB.

<sup>29</sup> [www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht\\_cebs\\_lamfalussy.php](http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_cebs_lamfalussy.php).

*der Europäischen Zentralbank sind die Erlass- und Durchgriffsbefugnisse dieser Behörden eher beschränkt. Die Durchgriffsrechte liegen weiterhin bei den nationalen Behörden.*

***Das in der Krise greifbare Koordinationsversagen auf der Aufsichtsebene erfordert ein länder- und branchenübergreifendes, mit Eingriffsrechten ausgestattetes Mandat. Beides kann glaubwürdig nur über die Einrichtung einer europäischen Allfinanzmarktaufsicht hergestellt werden.***

## **3.2 Die richtigen Anreize setzen**

### **3.2.1 Substanzieller Selbstbehalt beim Kreditverkauf**

Die eigentlichen Wurzeln der Krise sind in der mangelnden Kontrolle der im Finanzsektor allgegenwärtigen „moralischen Versuchung“ (Moral Hazard) zu suchen. Sofort fällige Gebühren, das Weiterreichen der Kreditausfallrisiken und die Undurchschaubarkeit der strukturierten Produkte haben einen zu hohen Anreiz erzeugt, die Kreditvergabestandards auf Kosten der Investoren am Ende der Verbriefungskette stark abzusenken. Die Beteiligung der Erzeuger an den Ausfallrisiken mittels Selbstbehalt am Einzelkredit wird diese Art von Anreiz reduzieren.

Reicht ein Selbstbehalt von fünf bzw. 10 Prozent aus, um den Anreiz zur Absenkung von Kreditvergabestandards zu beseitigen? Aus der reinen Anreizperspektive wird der Vernachlässigung der Ausfallrisiken erst dann der Boden entzogen, wenn die Kosten für den Ausfall des in Teilen in den eigenen Büchern verbleibenden Kredits den Ertrag aus dem Verkauf übersteigen. Fünf bzw. 10 Prozent mögen nicht genug sein, um diese Schwelle zu erreichen.

Unter diesem Gesichtspunkt wäre die Einrichtung einer Agentur zur Zertifizierung von Finanzprodukten geboten. Wird offenbar, dass der gesetzte Anreiz nicht greift und das Geschäftsmodell des „Kredit-erzeugens-und-weitergebens“ auf breiter Front zurückkehrt, kann die Aufsicht zumindest auf dem Verbotsweg Verbriefung und Weitergabe von Kreditausfallrisiken eindämmen oder die Investition in Verbriefungstranchen von Erzeugern mit einem solchen Geschäftsmodell verbieten.

***Bislang ist die Einrichtung einer Agentur zur Zertifizierung von Finanzinnovationen nicht vorgesehen, so dass auch hier weiterhin Handlungsbedarf besteht.***

### **3.2.2 Boni/Mali-Fonds und mehr Aktionärsmacht**

Billiges Fremdkapital hat Banken zur Anwendung extremer Hebel verleitet. Eine zu große Risikobereitschaft beim Investitionsverhalten und eine starke Gefährdung des Eigenkapi-

tals waren die Folge. Viel Fremdkapital zehrt das Eigenkapital sehr schnell auf, wenn die Investitionsrendite geringer ist als der Zinssatz. Die Einrichtung eines Fonds, der Bankmanagern gewährte Leistungsboni aus profitablen Jahren mit -mali aus unprofitablen Phasen verrechnet und die Nettoboni frühestens nach drei bis fünf Jahren auszahlt, dämmt den Verschuldungsanreiz vermutlich wirksam ein. Mehr Transparenz und eine bessere Corporate Governance wären zudem gewährleistet, wenn die Finanzaufsicht Kenntnis über die Bonussysteme für Bankmanager hat und die Aktionärsversammlung die Gesamtvergütung genehmigen müsste.

*Die auf der Eigenkapitalrichtlinie (CRD III) beruhenden Leitlinien zur Managementvergütung auf EU-Ebene sehen unter anderem vor:*

- *Boni werden zunächst nur zu einem Teilbetrag ausgezahlt und 40 bis 60 Prozent erst nach 3 bis 5 Jahren. Boni können auch wegfallen, in jedem Fall müssen sie in einem angemessenen Verhältnis zu den fixen Bestandteilen stehen.*
- *Teile der Vergütung sollen als Aktien, Optionen und andere Beteiligungsmöglichkeiten gewährt werden.*
- *Ein Bonus-Malus-System oder die Möglichkeit einer Rückforderung soll eingeführt werden.*
- *Institute, mit staatlicher Unterstützung: Aufbau einer tragfähigen Kapitalbasis hat Vorrang vor Vergütung. Die Aufsicht kann hier eingreifen.<sup>30</sup>*

*Bereits am 14. August 2009 hat die BaFin neue Vergütungsregeln für den Finanzsektor veröffentlicht, die auf entsprechenden Richtlinien der EU-Kommission beruhen. Die BaFin schreibt: „Die Vergütungssysteme müssen ferner so ausgerichtet sein, dass schädliche Anreize zur Begründung unverhältnismäßig hoher Risikopositionen vermieden werden.“ Außerdem wird festgelegt, dass die variable Vergütung auch künftige negative Entwicklungen zu berücksichtigen hat. Die **risk taker** sollen also nicht nur am Erfolg partizipieren, sondern auch an einem etwaigen Verlust.“ Die BaFin kann Vergütungen blockieren, wenn die Bank regulatorische Anforderungen nicht erfüllt oder dabei ist sie nicht zu erfüllen.*

---

<sup>30</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen für Handelsbuch und Weiterverbriefungen und im Hinblick auf die aufsichtliche Überprüfung der Vergütungspolitik – CRD III, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/regcapital/legislation\\_in\\_force\\_de.htm#CRDIII](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation_in_force_de.htm#CRDIII) und High-level Principles for Remuneration Policies, <http://www.eba.europa.eu/News--Communications/Latest-news/CEBS-has-published-today-for-consultation-its-draf.aspx>.

*Das Vergütungssystem der Bank soll gemäß BaFin durch einen sogenannten Vergütungsausschuss geprüft werden. Die Aufsicht muss über das beabsichtigte Vergütungssystem lediglich in Kenntnis gesetzt werden.*

***Mit dem Ausschluss der Aktionäre von der Prüfung der Vergütung ist in Deutschland eine Chance für eine verbesserte Corporate Governance der Finanzdienstleister verpasst worden.***

***Es ist unklar, inwieweit die bestehenden Regelungen sicherstellen, dass die variable Vergütung nicht an die Eigenkapitalrendite anknüpft. Transparenz darüber herzustellen ist notwendig, da eine Anknüpfung einen impliziten Anreiz schafft, Bilanzwachstum mittels Verschuldung zu betreiben.***

***In der BaFin-Verordnung wird es versäumt, ein explizites Verbot von Boni und Dividenden einzuführen, solange die erforderliche Kapitalbasis nicht erreicht ist. Die Möglichkeit eines solchen Ausschüttungsverbots wäre insbesondere dann von großer Bedeutung, wenn Banken versuchen, regulatorische Eigenkapitalanforderungen dadurch zu erreichen, dass die Kreditvergabe an die Realwirtschaft eingeschränkt wird.***

***Grundsätzlich wäre eine Anbindung der Gesamtvergütung des Vorstandes/Managements von Finanzinstitutionen an das Durchschnittsniveau der Beschäftigten insgesamt mit Hilfe eines Multiplikators zu begrüßen.***

### **3.3 Macht der großen Rating-Agenturen brechen**

Standard & Poors, Moody's and Fitch sind allesamt kommerzielle, börsennotierte Dienstleistungsunternehmen und bilden zusammen ein schwer durchschaubares, möglicherweise miteinander verflochtenes Oligopol. Standard & Poor's gehört der McGraw-Hill Companies, Inc. an, einem der größten US-Medienunternehmen. Moody's Investor Service ist Teil der an der New Yorker Börse gelisteten Moody's Corporation. Die kleinste der „großen Drei“, Fitch Ratings, ist ein Tochterunternehmen im Mehrheitsbesitz von Fimalac, einem an der NYSE Euronext Paris notierten Finanzdienstleistungsunternehmen.

Die drei großen US-amerikanischen Rating-Agenturen haben die Werthaltigkeit der strukturierten Verbriefungsportfolios systematisch überschätzt. Dafür ist neben unzureichenden Bewertungsmodellen auch das Vergütungssystem verantwortlich. Die Bezahlung von Beratung und Ratings durch den Erzeuger der Portfolios generiert Kollusionsanreize. Das heißt, um das doppelte, lukrative Mandat zu behalten, hatte die Rating-Agentur ein starkes Interesse, ihr Urteil mit dem Erzeuger „abzustimmen“. Bekannt ist, dass manche Agenturen ihre

Bewertung so lange angepasst haben, bis die Tranchen nach Note und Volumen den Wünschen des Auftraggebers entsprachen.<sup>31</sup> In Europa hat das Misstrauen gegenüber den Ratingagenturen jüngst zusätzliche Nahrung erhalten, als mit Ausbruch der Verschuldungskrise zahlreiche Eurostaaten herabgestuft wurden, die vorher über Jahre hinaus viel zu gute Noten von den Agenturen erhalten hatten.

Mittels Teilanbindung der Vergütung an die Genauigkeit der Prognose, Registrierpflicht und Pflicht zur Offenlegung von Prognosen kann der Kollusionsanreiz abgemildert werden. Der starke Verlust an Glaubwürdigkeit durch falsche Subprime-Ratings und falsche Länderratings legt allerdings eine grundsätzlich andere Umgangsweise mit Ratings nahe.

Einen Ausweg aus der Abhängigkeit von den dominierenden kommerziellen Rating-Agenturen bietet die Errichtung einer öffentlichen Rating-Agentur. Deren Bewertung von Finanzprodukten sollte verbindlich gemacht werden. Damit könnte man den impliziten Verdacht wirksam bekämpfen, Rating-Noten seien durch versteckte Interessenkonflikte der kommerziellen Agenturen *verdorben*.

Mehr Wettbewerb um das beste Ratingmodell und das höchste Ausmaß an Transparenz wäre die Folge. Die Grundlagen für den Aufbau einer staatlichen europäischen Agentur sind innerhalb der Eurozone vorhanden. Unter dem Dach der EZB unterhalten die nationalen Zentralbanken entsprechende Bewertungsabteilungen.

Ergänzend dazu sollten alle Regulierungsvorschriften dahingehend überprüft werden, ob eine Anbindung an ein Rating unbedingt notwendig ist. Auch das würde dazu beitragen, die Macht des privaten Rating-Oligopols zu brechen.

*Das Europäische Parlament hat bereits im April 2009 einer Verordnung zur Regulierung der Rating-Agenturen zugestimmt. Kernpunkte sind die Registrierung der Agenturen, Verbot der Beratung von Banken, deren Produkte bewertet (geratet) werden, die Offenlegung der Rating-Methoden und die Berufung zweier unabhängiger Board-Mitglieder. Nach Errichtung der Marktaufsichtsbehörde ESMA übertrug die Europäische Union der ESMA die Aufsicht über die Ratingagenturen in der Europäischen Union. Seit 1. Juli 2011 müssen sich deshalb Ratingagenturen bei der ESMA registrieren. Die registrierten Agenturen müssen für Ihre Beaufsichtigung zahlen.*<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Vgl. dazu auch United States Security and Exchange Commission (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>.

<sup>32</sup> Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_de.htm).

*Weitere Regulierungen sind geplant.<sup>33</sup> Der Vorschlag der EU Kommission zielt auf die „Entlastung“ der Regulierung von öffentlichen Ratingurteilen, mehr Transparenz insbesondere auch beim Rating von Staaten, mehr Unabhängigkeit (Wechsel der Agentur nach drei Jahren, zwei Ratingurteile für komplexe Verbriefungen) und die Einführung einer Haftung für falsche Urteile.*

***Trotz dieser richtigen Schritte sollte die Errichtung einer öffentlichen Ratingagentur weiterhin auf der Agenda stehen. Das gleiche gilt für die „Entlastung“ der Regulierungsvorschriften von öffentlichen Ratingurteilen. Hier stellt sich insbesondere die Frage, wodurch werden die externen Ratingurteile ersetzt. Der Rückgriff auf interne Bewertungen erzeugt im Rahmen der risikogewichtsbasierten Eigenkapitalunterlegung den Anreiz der Unterschätzung der Risikogewichte in den eigenen Rating-Modellen.***

### **3.4 Staat nicht überfordern und Ersthaftung des Steuerzahlers beseitigen**

Deutschland ist ein gutes Beispiel dafür, dass der Staat als Eigentümer von Finanzorganisationen mit massiven Governance-Problemen konfrontiert sein kann und keineswegs von vornherein der bessere Bankier sein muss. Das zeigt die Geschäftspolitik vieler Landesbanken. Das dort vorherrschende, von politischer Seite mitgetragene, oft sogar mitinitiierte Geschäftsmodell einer vorwiegend international tätigen Großhandelsbank hat sich als wenig nachhaltig erwiesen.<sup>34</sup> Die Rolle des Staates als Regulierungsinstanz, Schiedsrichter und Kontrolleur zu stärken, ist angemessen und notwendig. Nicht angemessen ist dagegen, dem Staat im Zuge der Umgestaltung längerfristig zusätzliche operative Verantwortung im unmittelbaren Bankgeschäft aufzubürden.

*Der IWF schätzte im Januar 2009 die deutschen Landesbanken als eines der zentralen Systemrisiken ein und mahnte im Januar 2010 dringend eine umfassende Konsolidierung an.<sup>35</sup> Den Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) forderte der IWF auf, bei der Restrukturierung des Sektors direkt mit den Landesregierungen zusammenzuarbeiten. Die EU Kommission hat die Beihilfen für verschiedene Landesbanken entweder vorläufig oder nur unter der Voraussetzung genehmigt, dass es zu einer Verringerungen der Bilanzsummen kommt, neue Geschäftsmodelle eingeführt werden und die Corporate Governance verändert wird.<sup>36</sup> Die West-LB wird auf Betreiben der EU-Kommission zur Jahresmitte aufgelöst.*

---

<sup>33</sup> Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_de.htm).

<sup>34</sup> Schäfer, Dorothea, (2010), Konsolidierung des Landesbankensektors ist ein Muss für die zweite Regierung Merkel, *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung* 79(1), 117-129.

<sup>35</sup> <http://www.imf.org/external/np/ms/2010/020810.htm>.

<sup>36</sup> <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1927>.



***Noch gibt es in Deutschland 7 selbständige Landesbanken, oft ohne tragfähiges Geschäftsmodell. Mehr als 20 Jahre wirtschaftliche Agonie der Landesbanken deuten darauf hin, dass eine Besserung der Situation nur mit einer tief greifenden Veränderung der Strukturen erreichbar ist. Insofern ist eine neue Initiative zur Bereinigung des Landesbankensektors dringend notwendig.***

### **3.5 Missbrauch der staatlichen Verantwortung verhindern**

Die amerikanischen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddy Mac waren gewinnorientierte private Finanzdienstleister mit einer impliziten Staatsgarantie. Seit der Lehman-Insolvenz genießen praktisch alle Großbanken (too-big-to-fail) eine implizite und quasi kostenlose staatliche Garantie. Eine solche Konstruktion vernichtet den Anreiz zur Sorgfalt bei der Auswahl von Investitionsprojekten und Vertragspartnern und zur ausreichenden privaten Versicherung von Adress-Ausfallrisiken. Vielmehr besteht ein großer Anreiz, - dank staatlicher Absicherung - hochriskante Geschäftsmodelle zu betreiben. Diese Risikobereitschaft wird auf den Refinanzierungsmärkten nicht durch angemessene Risikoaufschläge bestraft. Folglich ist davon auszugehen, dass es auch zu einem „Crowding Out“, also einem Verdrängen von risiko-adäquaten privaten Geschäftsmodellen durch hochriskante, aber staatlich abgesicherte, gekommen ist und nach wie vor kommt.

Der implizite Schutz vor Insolvenz führt zu Fehlanreizen für Bankmanager und Anteilseigner, da die disziplinierende Kraft des Scheiterns außer Kraft gesetzt ist. Will man das ordnungspolitische Dilemma auflösen, kommt man nicht umhin, ein spezifisches Insolvenzrecht für Banken zu etablieren. Dabei sollte auch in der Insolvenz die ordentliche Weiterführung einer systemrelevanten Bank möglich sein. Stellt ein bankrotttes Institut nämlich seine Operationen zeitweilig ein, werden fällige Rückzahlungen an andere Kreditgeber gestoppt. Unerwartete und vielfach Existenz bedrohende Liquiditätsengpässe bei den Gläubigerbanken wären die Folge. In Märkten, die auf Basis von Just-in-time-Liquidität funktionieren, bedroht allein eine zeitliche Verzögerung von Rückzahlungen die Solvenz der Adressaten, selbst wenn deren Ansprüche nach Abschluss des Insolvenzverfahrens vollständig bedient werden könnten. Vermeidbar ist der Dominoeffekt nur, wenn die Bank auch nach Insolvenzbeantragung voll funktionsfähig bleibt und die Abwicklung zeitlich gestreckt erfolgen kann.

*In Deutschland trat am 1. Januar 2011 das Restrukturierungsgesetz für Banken in Kraft. Dadurch soll der implizite Schutz durch den Staat überflüssig werden: „Ziel muss es daher sein, die Schiefelage einer systemrelevanten Bank ohne Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems zu bewältigen und dafür Sorge zu tragen, dass Eigen- und Fremdkapitalgeber die Kosten der Insolvenzbewältigung so weit wie möglich selbst tragen.“<sup>37</sup>*

*Das neue Sanierungs- und Reorganisationsverfahren erlaubt der BaFin ein frühzeitiges Eingreifen bei sich abzeichnenden Fehlentwicklungen bei systemrelevanten Banken. Im Reorganisationsverfahren soll zur Beschleunigung des Insolvenzverfahrens auch in die Rechte von Gläubigern und Anteilseignern eingegriffen werden können, falls diese die Reorganisation verhindern wollen. Des Weiteren ist vorgesehen, dass die Aufsicht bei Gefährdung das Vermögen einer systemrelevanten Bank ganz oder teilweise auf eine private Bank oder auf eine staatliche „Brückenbank“ übertragen kann. Die Kosten der Restrukturierung sollen über einen speziellen Fonds getragen werden, der von den Banken selbst aufgebaut wird (Bankenabgabe).*

***Diese gesetzliche Neuregelung setzt nicht am Kernproblem an. Um die Dominoeffekte einer großen Bankinsolvenz zu vermeiden, ist Zeit ein entscheidender Faktor. So erfordert zum Beispiel die Errichtung einer Brückenbank, wenn sie Systemschutz gewährleisten soll, dass die systemrelevanten (weiterzuführenden) Geschäfte/Aktiva sehr schnell von den nicht systemrelevanten und daher – zeitlich gestreckt - abzuwickelnden Elementen getrennt werden können. Erscheint die Trennung der Geschäfte aber aufgrund gegenseitiger Abhängigkeiten kaum beherrschbar, verfehlt das Gesetz mangels Mut zur Anwendung seine Wirkung. Trotz prinzipiell vorhandener rechtlicher Abwicklungsgrundlagen ist die implizite Staatsgarantie deshalb umso sicherer, je komplexer die Geschäfte sind und je vernetzter die Bank ist. Die Möglichkeit den impliziten Insolvenzschutz beizubehalten, schafft somit einen zusätzlichen Anreiz, die Bankbilanz möglichst groß und die dahinter steckenden Transaktionen möglichst komplex werden zu lassen.***

***Um negative Anreize auszuschalten, müsste das Gesetz auch grundsätzliche Klarheit darüber schaffen, dass im Falle eines Eingreifens der Aufsicht und der Finanzierung der Restrukturierung die Aktionäre ihre Ansprüche verlieren. Diese Klarheit fehlt jedoch. Damit bleibt die Bankenrestrukturierung und die Abschaffung der impliziten Staatsgarantie ein weiterhin ungelöstes Problem.***<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung.

<sup>38</sup> Vgl. auch Hellwig, M. (2010) Stellungnahme für die Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung (Restrukturierungsgesetz),

***Dazu trägt auch bei, dass das Gesetz kein Äquivalent auf der EU-Ebene hat. Bankenrettung ebenso wie Bankenrestrukturierung sind weiterhin eine nationale Angelegenheit. Das ist insbesondere im Umgang mit international tätigen Großbanken ein hohes Risiko, wie sich jüngst bei der beinahe gescheiterten Rettung der DEXIA Bank erneut herausgestellt hat. Mangels einer internationalen oder zumindest EU-weiten Insolvenzregelung für solche Banken kommt bislang ohnehin nur deren Rettung in Frage. Ein handhabbares und problemadäquates EU-weites Restrukturierungsgesetz ist bislang nicht vorhanden, ist aber dringend notwendig.***

### **3.6 Schattenbanken ans Licht holen**

Mit Verträgen, die nicht nachverhandlungsresistent sind, kann das Vertragsziel nicht erreicht werden. Die Entfernung von Risiken aus der Bankbilanz mittels Auslagerung auf rechtlich selbständige Zweckgesellschaften oder auf Hedgefonds ist als Vertrag ohne Nachverhandlungsresistenz aufzufassen. Treten nämlich die Ausfallrisiken tatsächlich ein, wie in der jetzigen Krise geschehen, sind die Mutterhäuser regelmäßig gezwungen, die scheinbar an die „Schattenbank“ – Hedgefonds oder Zweckgesellschaft – weitergereichten Risiken wieder in die eigene Bilanz zu übernehmen.

Ähnliche Unsicherheiten in Bezug auf die Entfernung von Risiken sind auch mit Ausfallversicherungen verbunden, insbesondere wenn die Unabhängigkeit der Rating-Agentur vom Erzeuger des Kreditportfolios zweifelhaft ist. Treten Schadensfälle in einer Häufigkeit weit über dem zu erwartenden Wert auf, ist eine reibungslose Schadensregelung seitens des Anbieters wenig wahrscheinlich. Ist das Adressausfallrisiko des Versicherers beispielsweise stark mit den Ausfallrisiken der versicherten Portfolios korreliert, folgt auf den Schadensfall bei den versicherten Krediten mit hoher Wahrscheinlichkeit die Insolvenz des Versicherers. Eine zeitnahe Schadensregulierung ist unter diesen Umständen ausgeschlossen.<sup>39</sup> Wegen der latenten Rückkehr der schein ausgelagerten Risiken in die Bankbilanzen sollte die Aufsicht in Zukunft die Risiken so behandeln, als wären sie nie ausgelagert worden. Das setzt Registrierung und Genehmigung von Zweckgesellschaften und anderen außerbilanziellen Vehikeln durch die Aufsicht ebenso voraus wie die Kenntnis der Maßnahmen zur Portfolio-

---

[http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoerungen/2010/029/Stellungnahmen/17\\_Prof\\_\\_Dr\\_\\_Martin\\_Hellwig.pdf](http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoerungen/2010/029/Stellungnahmen/17_Prof__Dr__Martin_Hellwig.pdf)

<sup>39</sup> Im Falle des US-amerikanischen Versicherungskonzerns AIG der stark in der Versicherung von Kreditausfallrisiken engagiert ist, hat nur der Einschluss des Staates die Aufrechterhaltung des Versicherungsschutzes durch AIG und die Schadensregulierung möglich gemacht. Unter den Nutznießern der Rettungsaktion durch den Staat waren neben US-basierten auch internationale Großbanken. <http://www.reuters.com/article/newsOne/idUSTRE52E21O20090315>.

absicherung.

*Der Basler Ausschuss hat im Januar 2009 Vorschläge zur stärkeren Offenlegung und Kontrolle von Zweckgesellschaften und Aktivitäten außerhalb der Bankbilanz veröffentlicht. Darin wird unter anderem von den systemisch relevanten Banken verlangt, neben der Erfüllung der minimalen Eigenkapitalanforderungen noch genügend Reserven aufzubauen, um außerordentliche ökonomische Schocks überstehen zu können. Die Aufsicht soll außerdem in die Lage versetzt werden, zusätzliche Kapitalreserven für außerbilanzielle Aktivitäten festlegen zu können. Explizit werden die Banken dazu aufgefordert, in ihrem Risikomanagement die Möglichkeit zu berücksichtigen, aus Gründen der Reputation die vermeintlich ausgelagerten Risiken wieder zurücknehmen zu müssen. Nicht vorgesehen ist allerdings ein Mandat für die Aufsicht, außerbilanzielle Zweckgesellschaften und Aktivitäten verbieten zu können.*

*Die Europäische Kommission hat am 29. April 2009 einen Gesetzentwurf zur Regulierung von sogenannten alternativen Investmentfonds vorgelegt. Die vorgeschlagene Regulierung betrifft nicht die Fonds direkt sondern die Manager. Hedgefonds-Manager mit einem verwalteten Vermögen von 100 Millionen Euro und Private Equity Fonds-Manager ab 500 Millionen Euro werden ihr unterworfen.<sup>40</sup> Private Equity Fonds-Manager werden zu mehr Transparenz verpflichtet: „As regards private equity, managers will need to produce disclosures for key stakeholders, including employees.“ Hedgefonds-Manager hingegen sollen zukünftig einer strikten Kontrolle auch in Bezug auf die Verschuldungshöhe des Fonds unterliegen. Eingriffsrechte der Aufsicht in die Fondsverschuldung bei systemischen Risiken sind ebenfalls beabsichtigt.*

***Weitere Regulierungen der Schattenbanken sind zwar geplant aber stecken noch im Prüfungsstadium. Die EU-Kommission prüft zurzeit in fünf Bereichen (Bankenwesen, Vermögensverwaltung, Wertpapierleih- und Pensionsgeschäfte, Verbriefung und andere Unternehmen des Schattenbanksektors), ob und welche weiteren Regulierungsaktivitäten notwendig sind.<sup>41</sup>***

### **3.7 Eigenkapitalfinanzierung stärker gewichten**

Die Krise hat in der Absenkung von Kreditvergabestandards und in der Aufhebung jeglicher Finanzierungsbeschränkungen ihren verhängnisvollen Ausgang genommen. Der weltweit

---

<sup>40</sup> <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/09/206>.

<sup>41</sup>

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/253&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>

praktizierten starken Hebelfinanzierung ist die Dimension dieser Krise geschuldet. Nachhaltige Systemstabilisierung ist nicht denkbar ohne die Rückkehr von privaten Wirtschaftssubjekten zu mehr Eigenkapitalfinanzierung, und zwar unabhängig davon, ob es sich um hoch verschuldete Haushalte, um Unternehmen oder um Finanzintermediäre handelt. Das erfordert auch, dass Finanzierungsbeschränkungen für Private, die auf mangelnde Bonität zurückzuführen sind, von Politik und Öffentlichkeit als System schonend anerkannt und nicht als schädliche Kreditklemme interpretiert werden.

*Finanzminister und Bundesbank sind im Jahr 2009 mit einer ungewöhnlichen Ankündigung an die Öffentlichkeit gegangen. Die Botschaft lautete: der Staat könne die Banken auch umgehen und selbst in das Kreditgeschäft einsteigen, sollte die Kreditvergabe an die Wirtschaft weiterhin so schleppend verlaufen. Eine solche Drohung warf damals sofort die Frage auf, ob der Staat die Banken zu leichtfertiger Kreditvergabe zwingen möchte. Das Signal, der Staat nimmt die Kreditvergabe selbst in die Hand, würde es den Geschäftsbanken massiv erschweren, eine ernsthafte Prüfung der Kreditwürdigkeit und eine strikt bonitätsorientierte Kreditvergabe aufrechtzuerhalten. Dies genau ist aber die Voraussetzung für eine nachhaltige Gesundung des Gebarens im Finanzsektor und damit in der ganzen Wirtschaft.*

***Verschiedene Finanzkrisen deuten darauf hin, dass eine bonitätsorientierte Kreditvergabe auf der Basis von genügend Eigenkapital im Immobilienkreditbereich besonders essenziell ist.<sup>42</sup> Spanien, die Niederlande, Großbritannien, Japan und USA zeigen, dass übermäßige Verschuldung von Haushalten und krisenhafte Erscheinungen im Finanzsystem oft durch Immobilienkredite mit ungenügendem Eigenanteil ausgelöst werden. Für die Gesamtverschuldung der Haushalte spielen gerade Immobilienkredite eine entscheidende Rolle.***

***Die Bedeutung der privaten Haushalte für Konjunktur und Liquiditätsversorgung im Bankensektor legt auch die Vermutung nahe, dass deren finanzielle Situation eine der entscheidenden Einflussfaktoren für Länge und Tiefe der Finanzmarktkrise ist. In Ländern, in denen nicht nur Unternehmen und Banken, sondern auch die privaten Haushalte in großem Stil Entschuldung (De-leveraging) betreiben müssen, ist von einer länger anhaltenden Krisenauswirkung auszugehen. Daraus lässt sich der Schluss ziehen, dass das Immobilienfinanzierungssystem der EU-Länder dringend auf den Prüfstand gehört und die Immobilienkreditvergabe in Zukunft regelmäßig von der Bankenaufsicht überprüft werden sollte.***

---

<sup>42</sup> Badunenko, Oleg, Barasinska, Nataliya and Schäfer, Dorothea, (2009), [Genügend Widerstandskraft?: Immobilienfinanzierung und Haushaltsverschuldung in Deutschland, Großbritannien, den Niederlanden und den USA](#), Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung **78(1)**, 127-142.

### 3.8 Abkehr von der Risikogewichtung

Die Funktion des Eigenkapitals besteht darin, die im Falle eines Ausfalls auftretenden Verluste als erstes zu tragen. Erst wenn das Eigenkapital vollkommen aufgebraucht ist, werden die Fremdkapitalgeber herangezogen. Die Position der Gläubiger einer Bank ist folglich umso sicherer, je stärker das Eigenkapital der Bank im Vergleich zum Fremdkapital ins Gewicht fällt.

In der Regulierung von Banken im Rahmen von Basel III spielt die Equity Ratio die zentrale Rolle.<sup>43</sup> Dabei handelt es sich um eine risikoangepasste Eigenkapitalquote. Das Eigenkapital auf der Passivseite der Bankbilanz wird ins Verhältnis zu den risikogewichteten Vermögenswerten auf der Aktivseite gesetzt. Letztere stellen nur einen Teil der gesamten Bilanzsumme dar. Zu den risikogewichteten Vermögenswerten zählen beispielsweise Unternehmenskredite oder private und gewerbliche Immobilienkredite. Bei Vergabe solcher Kredite muss die Bank Eigenkapital nachweisen können. Die Höhe richtet sich nach dem Risikogewicht des Kredits. Benutzt die Bank beispielsweise den Standardansatz und liegt das Rating des Unternehmens im Triple-B-Bereich, beträgt das Risikogewicht 100 Prozent (Tabelle 3-1). Daraus ergibt sich eine volle Eigenkapitalunterlegungspflicht von acht Prozent. Das heißt, für einen Kredit in Höhe von einer Million Euro sind 80 000 Euro Eigenkapital nachzuweisen. Anders ausgedrückt, die Bank finanziert den Kredit mit 80 000 Euro aus eigenen Mitteln, der Rest von 920 000 Euro kommt von Fremdkapitalgebern, zum Beispiel von Sparern oder von Käufern von Bankanleihen. Neben dem Standardansatz können Banken auch den IRB-Ansatz (Internal Risk Based Approach) benutzen. Ausfallwahrscheinlichkeiten und Ausfallhöhe (letzteres nur im fortgeschrittenen IRB-Ansatz) werden dann von den Banken selber berechnet.

Daneben investieren Banken auch in Vermögenswerte mit einem Risikogewicht von null. Basel III stellt Staatsanleihen aus Mitgliedsländern der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) von der Risikogewichtung frei. Kauft eine Bank Staatsanleihen aus der Eurozone, kann sie dies auch nach Basel II, also nach dem derzeit noch gültigen Stand der Regulierung zu 100 Prozent fremdfinanzieren. Ein Eigenkapitalpuffer ist dafür nicht vorgesehen. Zwar gibt es mittlerweile auf Aufsichts- und Regierungsebene Bestrebungen, Staatsanleihen generell mit Risikogewichten zu versehen, also auch das ur-

---

<sup>43</sup> Siehe auch Impulsreferat "Equity Ratio und Leverage Ratio" von Dorothea Schäfer im Rahmen der Konferenz der Humboldt-Viadrina School of Governance "Finanzmärkte oder Politik – Wer hat die Oberhand?" am 24. Oktober 2011, <http://www.humboldt-viadrina.org/politische-plattform/trialog-zur-finanzmarktreform/konferenz-finanzmaerkte-oder-politik-wer-hat-die-oberhand/>.

sprünglich geplante Risikogewicht von null in Basel III für Staatsanleihen von OECD-Ländern nicht umzusetzen, diese sind jedoch noch in einem sehr frühen Stadium.<sup>44</sup>

**Tabelle 3-1: Risikogewichte im Standardansatz**

%		Banken		
Rating	Staaten	Option 1	Option 2	Nicht-banken
AAA bis AA-	0	20	20	20
A+ bis A-	20	50	50	50
BBB+ bis BBB-	50	100	50	100
BB+ bis BB-	100	100	100	100
B+ bis B-	100	100	100	150
unter B-	150	150	150	150
ohne Rating	100	100	50	100

**Quelle:** Deutsche Bundesbank - Monatsbericht September 2004

Momentan gibt es für Banken keine verbindliche Eigenkapitalvorschrift, die sich auf die gesamte Bankbilanz bezieht. Der Baseler Ausschuss hat daher die Leverage Ratio neu in das Regelwerk zu Basel III aufgenommen, das ab 2013 schrittweise in Kraft treten soll. Im Gegensatz zu der zur Zeit zentralen Stellschraube des Baseler Regelwerks, der Equity Ratio, ist die Leverage Ratio unabhängig von der Risikogewichtung. Das Eigenkapital wird hier ins Verhältnis zur gesamten Bilanzsumme gesetzt.<sup>45</sup> Die Leverage Ratio im Bankensektor entspricht damit dem Begriff der Eigenkapitalquote, wie sie üblicherweise in der Realwirtschaft verwendet wird.<sup>46</sup>

Da sich die Equity Ratio nur auf den Teil der Aktiva mit positiven Risikogewichten und nicht auf die ganze Bilanz bezieht, ist ihr Wert üblicherweise größer als der Wert der Leverage

<sup>44</sup> So spricht sich neuerdings der derzeitige Vorsitzende des Baseler Bankenausschusses, der schwedische Reichsbankgouverneur Stefan Ingves, dafür aus, Staatsanleihen von OECD Ländern mit Eigenkapital zu unterlegen. Auch die Koalition erwägt mittlerweile eine Aufhebung der Freistellung von bestimmten Staatsanleihen beim Risikogewicht, Financial Times Deutschland, 10. November 2011, Seite 15.

<sup>45</sup> Gegebenenfalls muss die Bilanzsumme noch um außerbilanzielle Geschäfte ergänzt werden. Oft werden solche Geschäfte nur getätigt, um die Bilanz zu einem Stichtag schlanker aussehen zu lassen. Das erreicht man wie bei Lehman Brothers gesehen mit sogenannten REPO-Geschäften, also Verkaufsgeschäften mit Rückkaufvereinbarung. Man verkauft z.B. eine Staatsanleihe und vereinbart gleichzeitig ihren Rückkauf.

<sup>46</sup> Vgl. Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, <http://www.bis.org/publ/bcbs188.htm>.

Ratio.<sup>47</sup> Wegen des gänzlich anderen Verständnisses einer Eigenkapitalquote in der Realwirtschaft wird außerhalb des Bankensektors fälschlicherweise oft angenommen, hinter der Equity Ratio verberge sich das Verhältnis von Eigenkapital zu Bilanzsumme. Diese Annahme führt naturgemäß zu einer Unterschätzung der tatsächlichen Hebelung der Bankbilanzen.

### **3.8.1 Hartes Kernkapital entscheidend für Risikotragfähigkeit**

Das Baseler Regelwerk arbeitet mit unterschiedlichen Eigenkapitalbegriffen - dem harten Kernkapital, dem Kernkapital und dem sogenannten Ergänzungskapital - und damit auch mit drei risikogewichteten Eigenkapitalquoten. Folgt man der Philosophie der Europäischen Bankenaufsicht EBA, besitzt nur das harte Kernkapital ausreichende Risikotragfähigkeit, steht also im Ernstfall zu 100 Prozent und unbestritten zur Verfügung, um Verluste zu tragen. Hartes Kernkapital ist im Wesentlichen gezeichnetes Kapital und Rücklagen, nicht aber „hybrides Kapital“ und/oder stille Einlagen. Letztere sind vor allem in Deutschlands Bankensektor weit verbreitet. Eine Equity Ratio definiert als Verhältnis von eigenen Aktien und einbehaltenen Gewinnen zu risikogewichteten Vermögenswerten ist gleichbedeutend mit der harten Kernkapitalquote.

Der letzte reguläre Stresstest im Sommer dieses Jahres wie auch der jetzt im Vorfeld der Brüsseler Gipfelbeschlüsse zur Sanierung von Griechenland durchgeführte Ad-hoc-Stresstest (Capital Exercise) sind ausschließlich auf die harte Kernkapitalquote ausgelegt. Im Sommer 2011 galt der Test als bestanden, wenn die Banken für 2011 und 2012 in den verschiedenen Stressszenarien eine harte Kernkapitalquote von mindestens fünf Prozent erreichten. In der Überprüfung der Kapitalausstattung (Capital Exercise) mussten die beteiligten Banken trotz Marktwertabschreibungen auf Staatsanleihen eine harte Kernkapitalquote von mindestens neun Prozent erzielen.<sup>48</sup> Im Vergleich dazu verlangt Basel III eine überraschend niedrige Kernkapitalquote. Allen Banken wird ab 2015 eine harte Kernkapitalquote von 4,5 Prozent abverlangt.<sup>49</sup> Das noch geltende Basel-II-Regime verlangt sogar nur eine harte Kernkapitalquote von zwei Prozent.

---

<sup>47</sup> Nur selten sind Volumen der risikogewichteten Aktiva und Bilanzsumme identisch. In diesen seltenen Fällen entsprechen sich Leverage Ratio und die harte Kernkapitalquote, falls erstere ebenfalls auf das harte Kernkapital bezogen ist.

<sup>48</sup> Siehe die Veröffentlichung der EBA vom 26. Oktober 2011, Capital buffers for addressing market concerns over sovereign exposures - Methodological Note , [http://www.eba.europa.eu/cebs/media/aboutus/News%20and%20Communications/Sovereign-capital-shortfall\\_Methodology-FINAL.pdf](http://www.eba.europa.eu/cebs/media/aboutus/News%20and%20Communications/Sovereign-capital-shortfall_Methodology-FINAL.pdf).

<sup>49</sup> Hinzu kommt ein Krisenpuffer, der ab 2016 aufgebaut werden soll und schließlich ab Januar 2019 zweieinhalb Prozent betragen soll.



Für die Leverage Ratio ist in Basel III eine Mindest-Marke von drei Prozent vorgesehen. Das heißt die Leverage-Begrenzung der Bilanzsumme soll auf das 33,3-fache des gesamten Kernkapitals festgesetzt werden. Allerdings wird hier nicht das harte Kernkapital zur Berechnung herangezogen, sondern das Kernkapital, also hartes Kernkapital plus Mischformen aus Eigen- und Fremdkapital („hybrides Kapital“) und stille Einlagen.<sup>50</sup> Aus Konsistenzgründen wäre es wünschenswert, den von der EBA eingeführten Maßstab für die Risikotragfähigkeit von Eigenkapital auch auf die Leverage Ratio in Basel III anzuwenden. Das heißt, Grundlage für die Berechnung der Leverage-Ratio sollte ausschließlich das harte Kernkapital, und nicht wie in Basel III geplant, das Kernkapital sein.

### **3.8.2 Equity Ratio und Leverage Ratio bei deutschen Großbanken**

Großbanken sind jene systemrelevanten Banken, von denen die Gefahr eines Dominoeffektes ausgeht, wenn sie ins Straucheln geraten. Gleichzeitig sind Großbanken grenzüberschreitend tätig, indem sie zum Beispiel ihre Geschäfte über ausländische Tochtergesellschaften abwickeln. Um die Höhe von Equity und Leverage Ratio im deutschen Bankensektor zu berechnen, wird üblicherweise auf Zahlen der Bundesbank zurückgegriffen.<sup>51</sup> Diese umfassen nur den einheimischen Teil der Bilanzen der Banken. Das heißt, sie lassen die Bilanzen der grenzüberschreitend tätigen Banken systematisch zu klein erscheinen. Dementsprechend sehen die Leverage-Ratios für deutsche Großbanken, berechnet mit den Bundesbankzahlen, zu groß aus.

Demgegenüber umfassen die Stresstest-Zahlen, im Gegensatz zu den Zahlen der Bundesbank, die gesamte Bilanz der Banken und nicht nur den einheimischen Teil. Im Folgenden wird daher bei den quantitativen Angaben auf die Zahlen der zehn größten deutschen Banken zurückgegriffen, die am Sommer-Stresstests 2011 teilgenommen haben. Für die Berechnung der Equity Ratio und der Leverage Ratio wird jeweils das harte Kernkapital herangezogen. Das heißt im Nenner der beiden Quoten stehen das gezeichnete Kapital und die Rücklagen, nicht aber das „hybride Kapital“ oder stille Einlagen.

---

<sup>50</sup> Die Banken müssen ab dem 1. Januar 2015 die Leverage Ratio publizieren. Jedoch soll diese erst ab 1. Januar 2018 Bestandteil der Mindestanforderungen (Säule 1) sein.

<sup>51</sup> Sascha Binder und Dorothea Schäfer (2011), Banken werden immer größer. DIW Wochenbericht 32/2011, S. 3-10.

**Tabelle 3-2: Risikogewichtete Aktiva zur Bilanzsumme und Kapitalbedarf bei einem Leverage von fünf Prozent, bezogen auf die Bilanzdaten aus 2010 – Ergebnisse des Stresstest vom Juli 2011 für die 10 größten teilnehmenden deutschen Banken**

Institut	Vorhandenes Kernkapital (Core-Tier1) in Millionen Euro	Bilanzsumme (Total Assets) in Millionen Euro	Risikogewichtete Aktiva	Notwendiges Kernkapital bei Leverage (=Eigenkapital/Bilanzsumme) von fünf Prozent	Kapitalbedarf bei einem Leverage von fünf Prozent in Millionen Euro	Höhe des tatsächlichen Leverage: vorhandenes Kernkapital zu Bilanzsumme in Prozent	Harte Kernkapitalquote in Prozent	Notwendiges Kernkapital bei harter Kernkapitalquote von neun Prozent in Millionen Euro	Kapitalbedarf bei harter Kernkapitalquote von neun Prozent in Millionen Euro	Risikogewichtete Aktiva im Verhältnis zur Bilanzsumme in Prozent
<b>Stichtag (Daten 2010)</b>										
Deutsche Bank	30361	1905630	346608	95282	64921	1,59%	8,76%	31194,72	833,72	18,19%
Commerzbank	26728	771201	267500	38560	11832	3,47%	9,99%	24075	-	34,69%
LBBW	9838	374413	120697	18721	8883	2,63%	8,15%	10862,73	1024,73	32,24%
HRE-Gruppe	5539	328119	19487	16406	10867	1,69%	28,42%	1753,83	-	5,94%
DZ Bank AG	7299	323578	88689	16179	8880	2,26%	8,23%	7982,01	683,01	27,41%
Bayern LB	11501	316354	123850	15818	4317	3,64%	9,29%	11146,5	-	39,15%
Nord LB	3974	228586	86850	11429	7455	1,74%	4,58%	7816,5	3842,5	37,99%
WestLB	4218	191523	48615	9576	5358	2,20%	8,68%	4375,35	157,35	25,38%
HSH Nordbank	4434	150930	41388	7547	3113	2,94%	10,71%	3724,92	-	27,42%
Landesbank Berlin	5162	133861	35257	6693	1531	3,86%	14,64%	3173,13	-	26,34%
<b>Gesamt</b>	<b>109054</b>	<b>4724195</b>	<b>1178941</b>	<b>236210</b>	<b>127156</b>	<b>2,31%</b>	<b>9,25%</b>	<b>106104,69</b>	<b>6541,31</b>	<b>24,96%</b>

Mit den Zahlen von 2010 errechnet sich eine durchschnittliche Equity Ratio (Kernkapitalquote) bei den größten zehn getesteten deutschen Banken von neuneinviertel Prozent (Tabelle 3-2). Die auf das harte Kernkapital bezogene Leverage Ratio lag bei etwas mehr als zweieinviertel Prozent. Während die Zahl von mehr als neun Prozent nach einer vergleichsweise soliden Eigenkapitalausstattung klingt, lässt die zweite Zahl eher Erinnerungen an extrem gehebelte Hedgefonds aufkommen.

Der Unterschied zwischen diesen beiden Quoten ist umso größer, je kleiner der Ausschritt der risikogewichteten Vermögenswerte in der gesamten Bilanz ist. Mit den Bilanzzahlen aus dem Jahr 2010 beträgt bei den 10 größten deutschen Banken das Verhältnis von risikogewichteten Vermögenswerten (RWA) und Gesamtvermögenswerten (TA) nur 25 Prozent. Dementsprechend niedrig ist auch die Leverage Ratio mit knappen 2,4 Prozent bezogen auf das harte Kernkapital. Letzteres entspricht einem Hebel von über 40. An der Spitze liegt mit weitem Abstand die Deutsche Bank mit einem RWA/TA-Verhältnis von knapp 19 Prozent, einer Leverage Ratio bezogen auf das harte Kernkapital von 1,6 Prozent und einem diesbezüglichen Hebel von über 60.

Die Leverage Ratios der Tabelle sind freilich nicht unmittelbar mit den Lehman Quoten vor der Insolvenz vergleichbar (vgl. Tabelle 2-2). Die Kapitalbasis (Zähler) der Lehman Leverage Ratio umfasst mehr als nur das harte Kernkapital. Zudem sind Bilanzen nach US-amerikanischer Rechnungslegung (US-GAAP) aufgrund von erlaubten Aufrechnungen bestimmter Derivate regelmäßig kürzer als Bilanzen nach International Financial Reporting Standards (IFRS).<sup>52</sup> Mit dem gesamten regulatorischen Eigenkapital von knappen 52 Mrd. Euro<sup>53</sup> ergibt sich für die deutsche Bank beispielsweise eine Leverage Ratio von 2,7 Prozent und ein Hebel von knapp 37.

Der **niedrige Anteil der risikogewichteten Aktiva** besagt, dass die teilnehmenden deutschen Großbanken fremdfinanziert in erheblichen Maße in Vermögenswerte mit einem Risikogewicht von nahe null, vorzugsweise vermutlich in EU-Staatsanleihen investiert haben. Fremdkapitalfinanzierung erhöht die Eigenkapitalrendite, wenn die Gesamrendite höher ist als der Zinssatz für Fremdkapital. Daher ist fremdfinanziertes Bilanzwachstum in guten Zeiten sehr attraktiv. Eine Eigenkapitalrendite von zum Beispiel 25 Prozent lässt sich umso leichter erreichen, je geringer der Nenner, also das vorhandene Eigenkapital ist. Wird beispielsweise das

---

<sup>52</sup> Sachverständigenrat (2011), Der Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten, Auszug aus dem Jahresgutachten 2011/12, [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/ziffer/z251\\_z294j11.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/ziffer/z251_z294j11.pdf).

<sup>53</sup> Milliarden Euro regulatorisches Eigenkapital werden in dem Baseline Szenario 2011 von der EBA ausgewiesen. <http://www.eba.europa.eu/EU-wide-stress-testing/2011/2011-EU-wide-stress-test-results.aspx>.

Boni-System einer Bank mit der erzielten Eigenkapitalrendite verknüpft, hat das Management nicht nur einen Anreiz, höhere Risiken einzugehen, um den im Zähler stehenden Gewinn zu steigern, zusätzlich besteht auch der Drang, den Nenner, also die Höhe des Eigenkapitals klein zu halten.

Dieser als Leverage-Effekt bekannte Zusammenhang kann jedoch auch Brandbeschleuniger sein. Kehren sich die Verhältnisse um, so dass die Gesamrendite unterhalb des Kredit- und Anleihezinssatzes liegt, wird die entsprechend dünne Eigenkapitaldecke sehr schnell aufgezehrt.

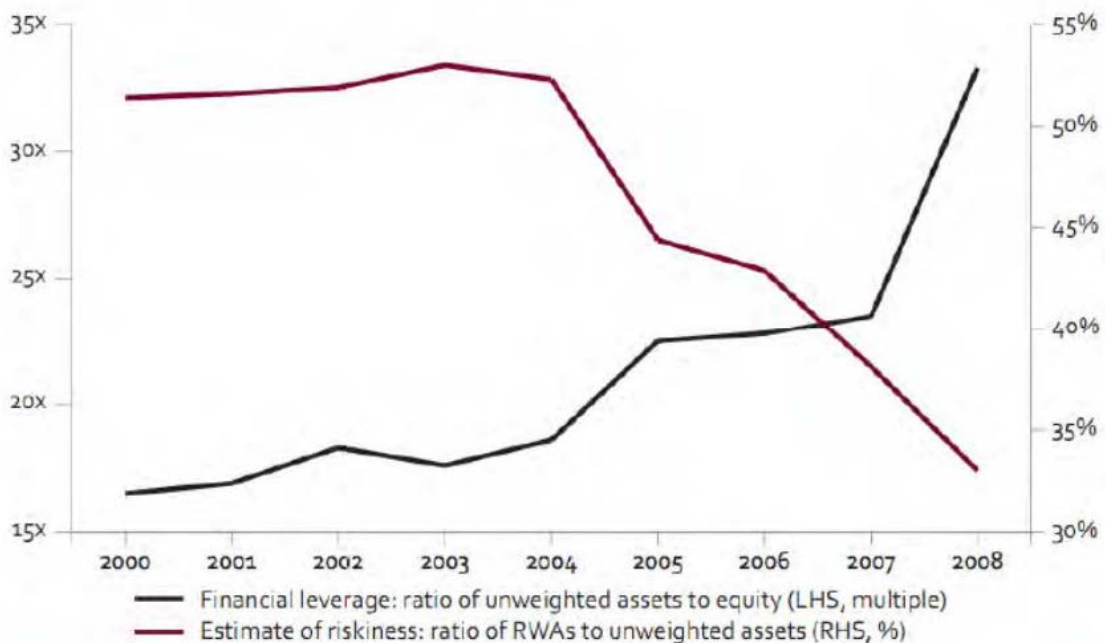
### **3.8.3 Die Leverage Ratio ist ein besseres Risikomaß als die Equity Ratio**

Mit der Risikogewichtung sind mehrere Probleme verbunden. So können Banken innerhalb des Baseler Regelwerks ihre Risiken selbst einschätzen, wenn sie sich die eigenen Risikoschätzmodelle von der Aufsicht genehmigen lassen. Eine niedrige Risikogewichtung zieht niedrige notwendige Eigenkapitalsummen nach sich. Da dies, ceteris paribus, in guten Zeiten die Eigenkapitalrendite via Leverage-Effekt nach oben treibt, besteht für das Management bei entsprechenden Boni-Systemen ein inheränter Anreiz, alle Spielräume zum Zwecke einer niedrigen Risikogewichtung zu nutzen.

Diesen Verdacht hegt auch so manche nationale Aufsicht. So lässt die deutsche Bafin prüfen, ob es bei den Banken, die interne Risikomodelle anwenden nicht zu einer Überdehnung dieser Spielräume gekommen ist.<sup>54</sup> In der Schweiz hat die Aufsicht explizit auf die Einführung einer Leverage Ratio von fünf Prozent gedrungen, um den Unzulänglichkeiten der Risikogewichtung durch die Banken selbst ein Korrektiv entgegenzusetzen. In Großbritannien stellte die „Vickers-Kommission“ (Independent Commission on Banking ICB) bei Ihren Untersuchungen fest, dass die Risikogewichtung im Verhältnis zur Bilanzsumme der vier größten Banken mit Sitz in Großbritannien ständig abgenommen hat, während gleichzeitig der Hebel extrem angestiegen ist (Abbildung 3-1).

---

<sup>54</sup> Siehe zum Beispiel: *Risiko-Berechnungen* - Banken wettern gegen strenge BaFin-Kontrollen, Handelsblatt vom 11. September 2011, <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/banken-wettern-gegen-strenge-bafin-kontrollen/4599028.html>.

Abbildung 3-1: Risikogewicht im Verhältnis zu Bilanzsumme und Hebel<sup>55</sup>

Die Alternative zu den bankintern berechneten Risikogewichten sind externe Risikonoten. Das Ausweichen auf diese externen Noten in den Baseler Eigenkapitalvorschriften ist jedoch ebenfalls mit einem gravierenden Nachteil verbunden. Es würde die ohnehin große Abhängigkeit von externen Ratingurteilen erhöhen und bedeutet mit großer Wahrscheinlichkeit eine weitere Machtzunahme für die „Großen Drei“. Der Marktanteil von Standard & Poors, Moody's und Fitch, liegt im Ratingmarkt ohnehin bei über 90 Prozent.

Weil die Fehlurteile der Ratingagenturen die Finanzkrise wesentlich verursacht haben und die Urteilsfindung der „Großen Drei“ auch in der gegenwärtigen Schuldenkrise sehr intransparent ist, sollte das Bestreben vorherrschen, die Abhängigkeit von dem Rating-Oligopol in der Bankenregulierung eher zu vermindern denn zu vergrößern.

Schließlich bewirkt die herrschende Praxis der Risikogewichtung eine Diskriminierung unter den Vermögenswerten mit unerwünschten Folgen. Beispielsweise schafft sie einen Anreiz, aufgenommene Mittel in europäische Staatsanleihen zu investieren, anstatt in Unternehmensfinanzierung. Bei gegebenem Zinssatz für beide Anlageformen schadet ersteres der Eigenkapitalrendite nicht, denn diese Investition erfordert keine Aufstockung des Eigenkapi-

<sup>55</sup> Die Graphik stammt aus einer Präsentation des Mitglieds der IBC Martin Taylor (2012), Structural reforms of banking – the British experience. Die Präsentation wurde am 20. März 2012 im Rahmen eines vom DIW Berlin für das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie organisierten Workshops *Bankentrennung – Abschirmung des Einlagen- und Kreditgeschäfts einer Bank gegen Risiken aus dem Investmentbanking* gehalten. Der Bericht von ICB wurde im September 2011 der britischen Regierung vorgelegt.

tals. Wohingegen Kreditvergabe an Unternehmen die Eigenkapitalrendite beeinträchtigt, da dann auch mehr Eigenkapital notwendig wird.

Für die praktizierte Risikogewichtung mag ins Feld geführt werden, Staatsanleihen seien sicherer als Unternehmenskredite, weil ganze Volkswirtschaften dahinter stehen. Das Risikogewicht und damit die Eigenkapitalneutralität seien folglich gerechtfertigt. In der seit 2007 währenden Finanzkrise hat sich allerdings immer wieder herausgestellt, dass der Markt für kurzfristige Finanzierungen sehr schnell austrocknen kann. Wenn eine Bank also langfristige Investition in Staatsanleihen sehr kurzfristig über Geldmarktfonds oder andere Banken finanziert, muss sie die Kredite ständig weiterwälzen. Bei einer Austrocknung des Marktes ist dies nicht mehr möglich und der Bank droht die Illiquidität, unabhängig vom Risikogewicht des Vermögenswertes.

Der Anreiz zur Kurzfristfinanzierung ist gegeben, wenn die kurzfristige Verzinsung – wie es in der Regel der Fall ist – niedriger ist als die langfristige. Vor der Finanzkrise haben Banken über ihre Zweckgesellschaften stark in lang laufende, hoch verzinsliche Kreditderivate investiert und diese mit der Emission von niedrigverzinslichen Kurzläufnern oder mit kurzfristigen Interbankenkrediten finanziert. Auch die im Jahr 2011 verstaatlichte Dexia-Bank hat langfristige Kommunalanleihen wohl substantiell mit Kurzfristkrediten von US-amerikanischen Geldmarktfonds finanziert. Diese Kredite konnten 2011 nicht mehr weitergewälzt werden, weil die Geldmarktfonds das Vertrauen in die Stabilität der Bank verloren hatten.

Die europäischen Banken haben sich teilweise sehr weit von dem traditionellen Geschäftsmodell einer Bank entfernt. Innerhalb des traditionellen Modells ist es eher gerechtfertigt, anzunehmen, dass immer genügend Spareinlagen in genügend langer Frist zur Finanzierung der Langfristinvestition vorhanden sind. Bei einer großen Abhängigkeit von marktvermittelten Kurzfristfinanzierungen ist jedoch das Risiko der in kurzen Abständen wiederkehrenden „Krise bei Fälligkeit“ allgegenwärtig. Ein Risikogewicht von Null für lange laufende EU-Staatsanleihen setzt folglich falsche Anreize und diskriminiert andere Finanzgeschäfte von Banken wie z.B. die Unternehmensfinanzierung. Es besteht die Gefahr, dass es, bedingt durch eine unterschiedliche Eigenkapitalunterlegung, zu einem Crowding-Out kommt.

Die unterschiedliche Behandlung von Unternehmens- und Staatsfinanzierung bei der Risikogewichtung hat auch ungewollte Konsequenzen, wenn eine starke Erhöhung der harten Kernkapitalquote angestrebt wird, wie es jetzt im Zug der Verschuldungskrise in der Eurozone der Fall ist. Eine Erhöhung der harten Kernkapitalquote lässt sich auf zweierlei Arten erreichen:

- Die Banken besorgen sich entweder auf privatem Weg oder über den Staat mehr Eigenkapital. Sie erhöhen also den Zähler der Equity Ratio und erfüllen so die verschärften Bedingungen.
- Die Banken reduzieren ihre risikogewichteten Vermögenswerte. Dieses Ziel erreichen sie, indem Kredite oder Wertpapiere mit einem positiven Risikogewicht verkauft werden oder das risikogewichtete Neugeschäft eingeschränkt wird. Das ist gleichbedeutend mit einer Reduzierung des Nenners der harten Kernkapitalquote.

Die erste Alternative ist für Banken aus mehreren Gründen nicht attraktiv.

- (1) Zusätzliches Eigenkapital ist schwer zu besorgen. Gerade in Deutschland mit seiner schwachen Börsenkaptalisierung ist die Attrahierung von Eigenkapital schwierig und daher vergleichsweise teuer.
- (2) Der Leverage-Effekt ist tangiert. Durch die Erhöhung des Eigenkapitals sinkt tendenziell die Eigenkapitalrendite.
- (3) Mit zusätzlichem staatlichem Eigenkapital, in Deutschland könnte dies zum Beispiel von einem wiederbelebten SoFFin stammen, gehen zahlreiche Beschränkungen einher. So ist das Gehalt der Vorstände auf 500 000 Euro beschränkt, es darf keine Ausschüttung von Dividenden und von Boni stattfinden, und bestimmte Vorgaben für die Geschäftspolitik müssen eingehalten werden. Auch der Staat als mächtiger Aktionär ist möglicherweise gefürchtet.

Damit rückt die zweite Alternative ins Blickfeld. Was bedeutet dies unter dem momentan herrschenden Regime der Risikogewichtung und der Fokussierung auf die harte Kernkapitalquote? Nur die Einschränkung der risikogewichteten Aktiva wie der Verkauf von Unternehmenskrediten oder eine geringere Vergabe von neuen Immobilienkrediten reduziert den Nenner und verhilft zu einer höheren harten Kernkapitalquote. Der Verkauf von EU-Staatsanleihen hat hingegen wegen des Risikogewichtes von null keine Auswirkungen auf den Nenner der harten Kernkapitalquote. Damit entsteht unter dem Regime der Risikogewichtung ein ungewünschter Effekt. Die Intention, die Banken wegen der Gefahr von Wertberichtigungen bei EU-Staatsanleihen zu einer höheren Kernkapitalquote zu zwingen, schlägt womöglich stark auf das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Haushalten durch. Denn das sind ja die Vermögenswerte mit einem positiven Risikogewicht.<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup> Gemäß EBA sollen die Banken ihre Kapitalpositionen durch den Aufbau einer provisorischen Eigenkapitaldecke speziell zur Absicherung des Staatenrisikos verbessern. Darüber hinaus müssen die Banken eine Kernkapitalquote von 9% erreichen. Von den Banken wird erwartet, dass die Eigenkapitalstärkung bis Ende Juni 2012 durchgeführt ist.

Bei Verwendung der Leverage Ratio als Risikomaß entfielen die Notwendigkeit der Risikogewichtung mit anfälligen internen Rating-Modellen ebenso wie die Abhängigkeit von Ratingagenturen. Es gäbe keine Diskriminierung der unterschiedlichen Vermögenswerte mehr. Bezüglich der Eigenkapitalunterlegung würde die Staatsanleihe genauso behandelt werden, wie der Unternehmenskredit. Erhöhungen der Leverage Ratio würden keinen Anreiz setzen, bestimmte Geschäfte abzubauen. Will die Bank den Weg der Nennerreduzierung beschreiten, ist es bei der Leverage Ratio egal ob Staatsanleihen oder Unternehmenskredite verkauft werden.

#### **3.8.4 Leverage Ratio dämmt Bilanzwachstum ein.**

Schließlich sollte berücksichtigt werden, dass allein die Leverage Ratio dem Bilanzwachstum Einhalt gebieten kann. Bei der Leverage Ratio muss sich die Bank für jeden Typ von Investition Eigenkapital besorgen und nicht nur für die risikogewichtete Investition. Eigenkapital ist aus Sicht der Bank knapp und diese Knappheit setzt dem Bilanzwachstum Grenzen. Im Krisenfall einer Großbank steht der Steuerzahler nicht nur für die risikogewichteten Assets im Obligo, sondern für die gesamte Bilanzsumme. Daher sollte der Steuerzahler auch ein Interesse an der Bilanzsummenbegrenzung und damit an einer vergleichsweise hohen Leverage Ratio haben. Ein Hebel von 1/33 wie in Basel III vorgesehen, erscheint zu hoch. Zum Beispiel hatte der 1998 insolvent gewordene Hedgefonds Longterm Capital Management zu Beginn des Jahres 1998 einen Hebel von etwa 1/25: fünf Milliarden Dollar Eigenkapital standen etwa 125 Milliarden Dollar Kredit gegenüber. Zumindest sollte dem Beispiel der Schweiz gefolgt werden, die ihre Großbanken zu einer Leverage Ratio von fünf Prozent verpflichtet hat.<sup>57</sup> Das entspricht einem Hebel von 1 zu 20. Lässt man nur das harte Kernkapital zu, bedeutet 5 Prozent Leverage Ratio auf der Basis der Daten des regulären Stresstests im Jahr 2011 einen Kapitalbedarf von 127 Milliarden Euro allein für die 10 größten deutschen Banken.

In der EBA-Kapitalprüfung im November 2011 wurden vor allem die Auswirkungen starker Wertberichtigungen bei europäischen Staatsanleihen getestet. Die teilnehmenden europäischen Banken mussten eine harte Kernkapitalquote bezogen auf die risikogewichteten Aktiva von 9 Prozent erreichen. Der Kapitalbedarf wurde daraufhin europaweit auf zusätzliche

---

Beim Kapitalpuffer für Staatsanleihen handelt es sich jedoch um einen sogenannten indikativen Puffer, also eher um einen Richtwert als eine zwingende Regulierung. Die EBA hat für die deutschen Banken als Richtwert gut siebeneinhalb Milliarden Euro zusätzlich zur Unterlegung des Staatenrisikos genannt. Der Richtwert ist gegenstandslos, wenn die Kernkapitalquote bereits neun Prozent übersteigt. Vgl. <http://www.eba.europa.eu/News-Communications/Year/2011/The-EBA-details-the-EU-measures-to-restore-confidence.aspx>

<sup>57</sup> Siehe Eidgenössische Bankenaufsicht, <http://www.finma.ch>



114,7 Milliarden Euro festgelegt. Auf die deutschen Banken entfielen gut 13 Milliarden Euro. Den höchsten Kapitalbedarf wurde mit 5 Milliarden Euro bei der Commerzbank und mit 3 Milliarden bei der Deutschen Bank ausgemacht.<sup>58</sup>

13 Milliarden Euro neues Eigenkapital aufzunehmen ist natürlich leichter zu realisieren als 127 Milliarden Euro. Da eine angemessene Eigenkapitalausstattung der Großbanken aber die wichtigste Voraussetzung für die Bildung von Vertrauen in die Stabilität des Bankensektors darstellt, und die risikogewichtete Eigenkapitalquote mit zahlreichen Problemen behaftet ist, sollte die Leverage Ratio als wesentliche Maßzahl für die Eigenkapitalunterlegung in das Baseler Regelwerk aufgenommen werden. Die Höhe sollte nicht unterhalb der schweizerischen Referenzgröße von 5 Prozent bleiben. Zusätzlich sollte ein Puffer von mindestens einem Prozent vorgesehen werden, den die Großbanken in „guten Zeiten aufbauen müssen“ und der in „schlechten Zeiten“ abgeschmolzen werden kann. Wie lange der Aufbau dauern darf, wäre ebenfalls zu spezifizieren. **In der Zeit des Aufbaus sollte die Aufsicht ein Ausschüttungsverbot für Dividenden und Boni erlassen. Denkbar ist auch, dass die Leverage Ratio nach Bilanzgröße gestaffelt wird und nur die größten Banken 6 Prozent Eigenkapital (oder mehr) nachweisen müssen.** Kleine Sparkassen könnten hingegen bei der Marke von 3 Prozent verbleiben, wie sie in Basel III vorgesehen ist.

Die Leverage Ratio als zentrales Risikomaß schafft Vergleichbarkeit zwischen Realwirtschaft und Finanzwirtschaft bei der Eigenkapitalquote. Das erhöht die Transparenz in Bezug auf die Risikoposition einer Bank. Zudem bremst die Leverage Ratio das Bilanzwachstum und leistet dadurch einen Beitrag zur Eingrenzung des „too big to fail“-Problems. Um seinen Fremdkapitalbedarf zu decken, ist der Bankensektor darauf angewiesen, dass Anleger, wie zum Beispiel Versicherungen große Mengen an Bankanleihen zeichnen. Sobald ein handhabbares Insolvenzrecht vorhanden ist, wird die Staatsgarantie für Großbanken fallen, und Zeichner von Bankanleihen müssen wahrscheinlich damit rechnen, Verluste, die über das vorhandene Eigenkapital hinausgehen, mittragen zu müssen. Das könnte die langfristigen Fremdfinanzierungsmöglichkeiten der Banken erheblich einschränken. Die Einführung einer substantiellen Leverage Ratio von mindestens 6 Prozent erhöht die Attraktivität dieser Anleihen beträchtlich und wirkt somit zu befürchtenden Finanzierungsbeschränkungen im Bankensektor entgegen.

---

<sup>58</sup> <http://www.eba.europa.eu/capitalexercise/2011/2011-EU-Capital-Exercise.aspx>.

## 4 Fazit

Werden die ergriffenen Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte vor dem Hintergrund des Drei-Ebenen-Ansatzes betrachtet, so erkennt man, dass die nachhaltige Stabilisierung noch in den Kinderschuhen steckt. Auf der ersten Ebene fehlt es an der zentralen Europäischen Finanzmarktaufsicht und die Vorgaben für die Eigenkapitalpolster sind weiterhin an der Risikogewichtung orientiert und zielen daher am Ziel vorbei. Eine umfassende Finanztransaktionssteuer als Gebühr für die Nutzung des öffentlichen Gutes Systemstabilität harret noch der Einführung und auch der wesentliche Baustein der dritten Ebene, die Einführung eines zumindest europaweit einheitliches handhabbarem Insolvenzrecht für Banken ist noch nicht in Sicht.

Zugegeben es wurde viel getan in den letzten vier Jahren und auch so manches erreicht. Die vielen Maßnahmen zur Regulierung packen aber oft genug das Übel nicht bei der Wurzel an. Daher gilt: es gibt weiterhin viel zu tun auf dem Gebiet der nachhaltigen Finanzmarktstabilisierung, für Forschung und Politik. Es ist Zeit, dass wir es anpacken!

## Literatur

- Ashcraft, Adam B. and Schuermann, Til (2008), Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43; FRB of New York Staff Report, No. 318. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1071189>.
- Bach, Stefan, Christhart Bork, Michael Kohlhaas, Bernd Meyer, Barbara Praetorius, Heinz Welsch u.a. (2001): Die ökologische Steuerreform in Deutschland. Eine modellgestützte Analyse ihrer Wirkungen auf Wirtschaft und Umwelt. Heidelberg.
- Badunenko, Oleg, Barasinska, Nataliya and Schäfer, Dorothea, (2009), Genügend Widerstandskraft?: Immobilienfinanzierung und Haushaltsverschuldung in Deutschland, Großbritannien, den Niederlanden und den USA, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung 78(1), 127-142.
- Bank of England (2008), Financial Stability Report. Oktober 2008, [www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0810.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0810.pdf).
- Brunner, Anke und Krahen, Jan-P. (2008): Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring, Review of Economic Studies 75.
- Brunnermeier, Markus, K. (2009) Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–08. [www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity\\_credit\\_crunch.pdf](http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity_credit_crunch.pdf).
- Diamond, D.W. und P. H. Dybvig (1983): Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. In: The Journal of Political Economy. Vol. 91, Juni 1983, S. 401–419.
- Eidgenössische Bankenkommission (2008), Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigungen der UBS AG, September.
- Evans, Davis (2007), The Poison in Your Pension by David Evans. Bloomberg Markets, July 2007, [www.bloomberg.com/news/marketsmag/pensions.pdf](http://www.bloomberg.com/news/marketsmag/pensions.pdf).
- Hellwig, M. (2010) Stellungnahme für die Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung (Restrukturierungsgesetz), [http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoerungen/2010/029/Stellungnahmen/17\\_Prof\\_Dr\\_Martin\\_Hellwig.pdf](http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoerungen/2010/029/Stellungnahmen/17_Prof_Dr_Martin_Hellwig.pdf)
- Hubert, Franz und Dorothea Schäfer (2002), Coordination Failure with Multiple Source Lending, the Cost of Protection against a Powerful Lender, Journal of Institutional and Theoretical Economics 158, S. 256-275.
- IMF (2012), World Economic and Financial Surveys - Fiscal Monitor.
- Sachverständigenrat (2011), Der Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten, Auszug aus dem Jahresgutachten 2011/12, [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/ziffer/z251\\_z294j11.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/ziffer/z251_z294j11.pdf).
- Schäfer Dorothea (2011), Leverage Ratio ist das bessere Risikomaß, Wochenbericht des DIW Berlin 78(32), 11-17.
- Schäfer Dorothea (2012), Finanztransaktionssteuer: kurzfristigen Handel verteuern. Finanzmärkte stabilisieren, DIW Wochenbericht Nr. 8.2012.
- Schäfer, Dorothea (2008), Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur, Wochenbericht, DIW Berlin 75(51/52), 808-817.
- Schäfer, Dorothea (2009), Finanzmärkte im Umbruch – Krise und Neugestaltung, Editorial in: Schäfer, D. (Hrsg.), Finanzmärkte im Umbruch, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Berlin 78 (1), 5-13.

Schäfer, Dorothea (2010), Konsolidierung des Landesbankensektors ist ein Muss für die zweite Regierung Merkel, in: Brenke, K. and Zimmermann, K. F. (Ed.), Die Bundespolitik: unter Sanierungsängsten im Reformstau, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung 79 (1), 117-129.

Schäfer, Dorothea und Brigitte Young (2012), Von wegen Privat, <http://www.fortschrittsforum.de/debattieren/wirtschaft-wachstum/artikel/article/von-wegen-privat.html>.

Schäfer, Dorothea und Marlene Karl (2012), Finanztransaktionssteuer: Ökonomische und fiskalische Effekte der Einführung einer Finanztransaktionssteuer für Deutschland: Forschungsprojekt im Auftrag der SPD-Fraktion im Bundestag, Politikberatung kompakt 64.

Young, Brigitte und Dorothea Schäfer (2011), Globale Finanzmärkte: Fairness und Gerechtigkeit. Arbeitspapier für das Fortschrittsforum, 6.12.2011.

Zimmermann, Klaus F. und Schäfer, Dorothea (2009), Finanzmärkte nach dem Flächenbrand, Wiesbaden.