

Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur

Dorothea Schäfer
dschaefer@diw.de

Seit dem Sommer 2007 sind die Akteure auf den Finanzmärkten mit einer selbstverursachten Krise konfrontiert. Um eine Wiederholung in Zukunft zu vermeiden, haben die G20-Staaten am 15. November 2008 auf dem Finanzgipfel in Washington beschlossen, „alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Finanzmarktteilnehmer einer Regulierung oder angemessenen Überwachung“ zu unterwerfen. Lückenlosigkeit als Prinzip liefert freilich noch keine inhaltliche Orientierung bei der Neugestaltung der Finanzmarktarchitektur. Das DIW Berlin präsentiert in Form einer Agenda neun Anforderungen an eine Reform der Finanzmarktregulierung. Die Punkte 1 bis 3 stellen die Verhinderung von Koordinationsversagen und das Setzen richtiger Anreize in den Mittelpunkt; die Punkte 4 bis 6 umreißen Möglichkeiten und Grenzen der zukünftigen Rolle des Staates; die Punkte 7 und 8 fokussieren auf die Aufsicht. Punkt 9 schließlich fordert eine stärkere Gewichtung der Eigenkapitalfinanzierung und die Einsicht in die grundsätzlich systemschonende Wirkung von bonitätsbedingten Finanzierungsbeschränkungen.

Die aktuelle Finanzkrise geht auf tiefgreifende Verwerfungen auf dem US-Häusermarkt und im US-amerikanischen Finanzmarkt zurück. Während des Booms auf dem privaten Immobilienmarkt, zu dem auch die sehr lockere Geldpolitik der US-Notenbank beigetragen hat, waren auch einer großen Zahl von Hausbesitzern zweifelhafter Bonität Hypothekendarlehen gewährt worden (Subprime-Segment). 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. Eine andauernde Beleihung eines 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.

Die Hypothekenkredite wurden teilweise zu Paketen zusammengelegt, tranchiert, mit einem Rating versehen und schließlich als hypothekenbesicherte Wertpapiere (Mortgage backed Securities) unterschiedlicher Bonität weltweit verkauft (Abbildung 1, links).¹ Sogenannte Senior-Tranchen (AAA bis A) besitzen die besten Noten. Die Ausfallwahrscheinlichkeit dieser Tranchen liegt laut Benotung 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.

Besonderen Zündstoff bekamen Verbriefungen dadurch, dass Wertpapierkäufer die höher rentier-

¹ Allgemein werden mit Krediten unterlegte verbriefte Wertpapiere Asset Backed Securities genannt.

Sieben Fragen an Dorothea Schäfer

„Die Landesbanken haben auf der internationalen Bühne nichts verloren“



PD Dr. Dorothea Schäfer
Wissenschaftliche
Mitarbeiterin
der Abteilung Innovation,
Industrie, Dienstleistung
am DIW Berlin

Frau Dr. Schäfer, um die Finanzmarktkrise in den Griff zu bekommen, wurden in den USA und Europa Rettungspakete in dreistelliger Milliardenhöhe geschnürt. War das die richtige Maßnahme?

Ja, das war notwendig, um den Zusammenbruch des Systems zu verhindern. Es hat bisher auch verhindert, dass privates Geld von den Sparkonten abgezogen wurde. Allerdings konnten diese Maßnahmen nicht den Kreditverkehr zwischen den Banken wieder in Gang bringen. Das liegt sicherlich daran, dass zumindest in Deutschland noch immer nicht genügend Banken unter diesen Rettungsschirm gegangen sind.

Bislang sieht es so aus, als solle erst einmal der Steuerzahler die Kastanien aus dem Feuer holen. Setzt das nicht die falschen Signale im Sinne einer „Staatsgarantie“?

Es geht leider in dieser Situation nicht anders. Allerdings muss man sicherstellen, dass das nur eine zeitlich befristete Maßnahme ist und dass man in Zukunft keine Staatsgarantie mehr braucht.

Sie haben eine Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur entworfen. Was sind die wichtigsten Punkte?

Zentraler Punkt: Es muss in Zukunft eine bessere Koordination zwischen Kreditgebern geben. Ein Beispiel sind die sehr komplexen Verbriefungen. Hier ist oft gar nicht bekannt, wer die ursprünglichen Kreditnehmer sind. Diese komplexen Produkte müssen einfacher werden, damit sich die Kreditgeber in Zukunft eher koordinieren können, um beispielsweise einen notleidenden Kredit zu retten. Des Weiteren müssen die Hebelfinanzierungen eingeschränkt werden. Das kann zum einen über einen Zwang zu einer höheren Eigenkapitalquote passieren. Die Politik sollte aber auch dafür sorgen, dass die Entschuldung im privaten Sektor aktiv unterstützt und nicht behindert wird.

Inwieweit ist es überhaupt möglich, die internationale Finanzmarktkrise mit Maßnahmen auf

nationaler Ebene in den Griff zu bekommen?

Die Finanzmarktkrise muss zunächst auf nationaler Ebene bekämpft werden, weil wir momentan noch nationale Regulierungs- und Bankaufsichtssysteme haben. In Deutschland brauchen wir definitiv höhere Eigenkapitalquoten. In dieser Hinsicht sind weltweit alle Länder in Zugzwang, dennoch muss das erst einmal auf nationaler Ebene initiiert werden. Insgesamt ist dieser Punkt sehr wichtig, um die allgemeine Systemstabilität zu erhöhen.

Wie könnte der Interbankenmarkt wieder in Schwung gebracht werden?

Letztendlich müssen möglichst viele Banken unter den staatlichen Rettungsschirm gehen, damit das Ausfallrisiko durch eine staatliche Garantie aufgehoben wird. Doch weil das Bankensystem so stark vernetzt ist, nutzt es nichts, wenn nur einzelne Banken diese Garantie in Anspruch nehmen.

Komplexe
» Produkte müssen «
einfacher werden.

Wie weit sollte sich der Staat über seine Landesbanken auf den internationalen Finanz-

markt einlassen?

Die Landesbanken haben bisher ein Geschäftsmodell gefahren, das vor allem auf den internationalen Finanzmarkt ausgerichtet war. Das ist einfach nicht ihre Aufgabe. Hier sollte von politischer Seite Druck gemacht werden, damit die Landesbanken sich auf die Region, für die sie zuständig sind, konzentrieren und nicht internationale Strategien als Großhandelsbank verfolgen.

Sollte auch die Rolle der Rating-Agenturen neu definiert werden?

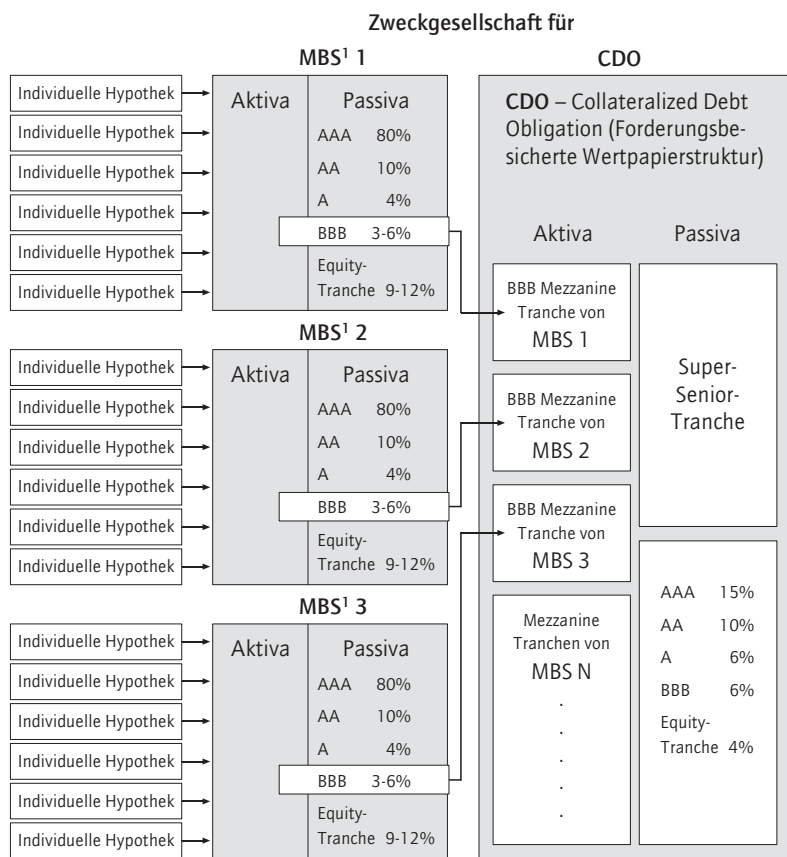
Die Rating-Agenturen haben in hohem Maße ihre Glaubwürdigkeit verloren, doch die Rating-Urteile sind auch in Zukunft wichtig für das Funktionieren des Finanzmarktes. Ich plädiere dafür, dass man für eine limitierte Zeit eine gemeinsame, von allen EU-Staaten getragene Rating-Agentur gründet und als zusätzlichen Wettbewerber ins Spiel bringt.

Das Gespräch führte
Erich Wittenberg.

Das vollständige Interview zum Anhören
finden Sie auf
www.diw.de

Abbildung 1

Von den hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBS) zu den mezzaninen forderungsbesicherten Wertpapierstrukturen (CDO)



1 MBS: Hypothekenbesicherte Wertpapierstruktur (Mortgage-backed securities).
 Quelle: Darstellung des DIW Berlin, angelehnt an Eidgenössische Bankenkommission. DIW Berlin 2008

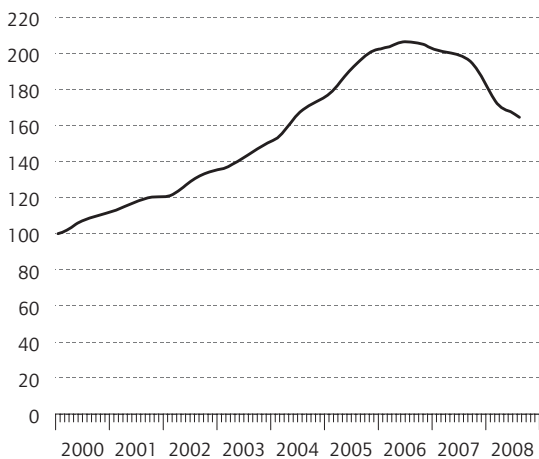
lichen mezzaninen Tranchen mittels einer Zweckgesellschaft zu einer neuen forderungsbesicherten Struktur, sogenannten CDOs (Collateral Debt Obligations), zusammenfassten und die einzelnen CDO-Tranchen dann von den Ratingagenturen erneut Noten aus dem gesamten Bonitätsspektrum bekamen. Dabei nahm die Super-Senior-Tranche mit einer geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit von weniger als 0,061 Prozent 50 bis 60 Prozent des Volumens ein (Abbildung 1, rechts).² Mittlerweile gelten bei manchen mezzaninen CDOs aus dem Hypothekenbereich alle Tranchen inklusive der Super-Senior-Tranche als hoch spekulativ.

Durch weitere Replikationen durch die Käufer von CDOs entstanden wahre Verbriefungsketten. Die Ausfälle werden auf jeder Stufe zunächst über die Equity-Tranche aufgefangen, die eigentlich überwiegend beim Erzeuger des Paketes verbleiben sollte (horizontaler Selbstbehalt). Offensichtlich gelang es jedoch oft, auch diesen spekulativen Teil an besonders risiko- und renditehungrige Investoren wie Hedgefonds zu veräußern.³

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 Kurzfristkredite beziehungsweise der Wertpapieremissionen auf dem Interbankenmarkt.

Abbildung 2

Case Shiller Houseprice Index für 20 US-amerikanische Metropolen – Composite-20 SPCS20R
 Index 2000 = 100



Quelle: Standard & Poor's/Case-Shiller Home Price Indices. DIW Berlin 2008

Einbruch der Immobilienpreise

Um die Jahreswende 2005/2006 begannen die Preise für private Häuser in den USA auf breiter Front zu fallen (Abbildung 2). 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 mezzaninen CDOs investiert hatten, schließen musste. Kurz danach stufte Standard & Poors erstmals hypothekenbesicherte Wertpapiere aus dem Boomjahr 2006 herab.⁴ Weitere Herabstufungen, die einer

2 Eidgenössische Bankenkommission: Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigungen der UBS AG. September 2008.
 3 Brunnermeier, M. K.: Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–08. 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. Vgl. auch Bank of England: Financial Stability Report. Oktober 2008, www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0810.pdf.
 4 Rudolph, B.: Lehren aus den Ursachen und dem Verlauf der internationalen Finanzkrise. Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 60, 2008, 713–741.

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 Industriekreditbank und im August die Landesbank Sachsens, die bei ihren jeweiligen Eigentümern und letztlich beim Land oder Bund um zusätzliche Kreditlinien und Eigenkapitalhilfen nachsuchen mussten.

Gestiegener Liquiditätsbedarf und Austrocknung des Interbankenmarktes

In der Folge wurden Hedgefonds, die den Kauf der Tranchen über Bankkredite, 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. Dabei zeigte sich sehr schnell, dass nicht standardisierte strukturierte Produkte unverkäuflich waren. Dementsprechend tendierte ihr Marktwert gegen Null (Abbildung 3 und 4).

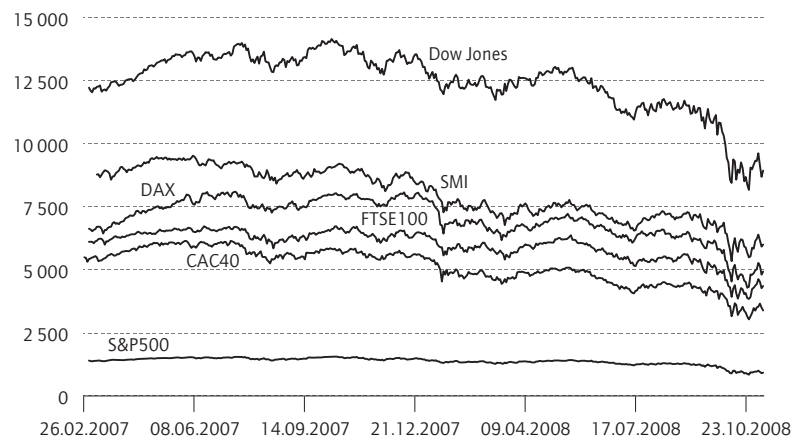
Der Eigenbedarf der Banken an Liquidität, die Unsicherheit über die staatliche Rettungsbereitschaft, der steigende Abschreibungsbedarf aufgrund andauernder Herabstufung der Papiere im Handelsbuch, aber auch die fallenden Vermögenspreise und das abnehmende Vertrauen in die Akteure insgesamt würgten den Interbankenmarkt allmählich ab.⁵ Die Tendenz zum vorsorglichen Horten von Liquidität und die Furcht vor Ausfall trieben die Risikoprämien nicht nur für längerfristige Ausleihungen nach oben.

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,

⁵ 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 beilegt werden. Um den Abschreibungsbedarf zu begrenzen, hat das EU-Parlament den europäischen Banken vor kurzem gestattet, verbrieft Wertpapiere in das Anlagebuch zu verschieben, www.iasb.org/NR/rdonlyres/BE8B72FB-B7B8-49D9-95-A3-CE2BDCFB915F/0/AmdmentsIAS39andIFRS7.pdf.

Abbildung 3

Entwicklung von wichtigen Aktienindizes



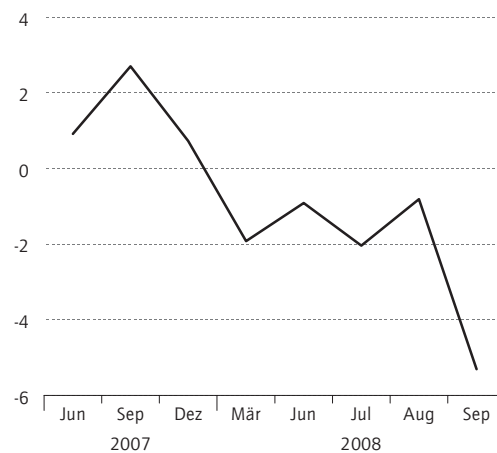
Quelle: Yahoo!Finance, de.finance.yahoo.com/q/hp?s=GDAXI.

DIW Berlin 2008

Abbildung 4

Entwicklung monatlicher Renditen bei Hedgefonds (HFN Durchschnitt)

In Prozent



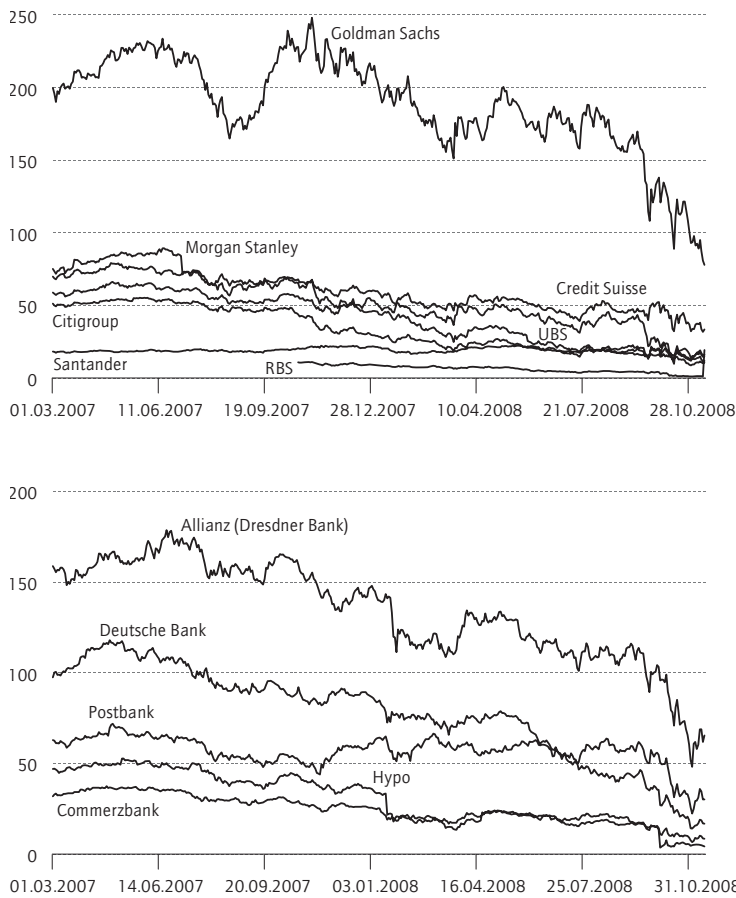
Quelle: Hedgefund.net.

DIW Berlin 2008

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 krisenverschärfende systemische Folgen zunächst ausblieben. Der anhaltende Bedarf an flüssigen Geldmitteln drückte nun weltweit und nachhaltig die Kurse an den Aktienmärkten. Besonders betroffen vom Abwärtszog waren naturgemäß die Bankwerte (Abbildung 5).

Abbildung 5

Aktienkurse von internationalen und deutschen Banken



Quelle: Yahoo!Finance, de.finance.yahoo.com/q/hp?s=^GDAXI. DIW Berlin 2008

Eine neue Dimension

Am 7. September 2008 verstaatlichte die amerikanische Regierung Fannie Mae und Freddy 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.⁶ Die Verstaatlichung katapultierte die Krise in eine neue Dimension. Investmentbanken sahen sich hohen Liquiditätsabflüssen ausgesetzt. Durch spekulative Leerverkäufe geriet ihr Aktienkurs stark unter Druck.⁷ Beides

⁶ 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.

⁷ 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.

zwang die Investmentbank Lehman Brothers als erstes in die Knie. Die amerikanische Regierung verweigerte Lehman und seinen überwiegend ausländischen Gläubigern eine Auffanglösung. Die Bank musste am 15. September Gläubigerschutz beantragen.

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 Finanzierungsadresse“.⁸ 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 (Abbildung 6). Die Funktionsfähigkeit des Systems hing vor allem an der Verfügbarkeit notenbankfähiger Sicherheiten bei den Geschäftsbanken.

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. Am 5. Oktober verkündete die deutsche Bundesregierung die Garantie aller Spareinlagen. Knapp zwei Wochen später, am 17. Oktober wurde das fast 500 Milliarden Euro schwere Rettungspaket für den Bankensektor, bestehend aus Bürgschaften, Beteiligungen und Aufkäufen von illiquiden Wertpapieren verabschiedet. Die britische Regierung startete eine Zwangskapitalisierung der wichtigsten eigenen Banken.⁹

Weitere nationale Rettungsschirme folgten. Die EU verständigte sich sowohl intern als auch mit den USA auf ein abgestimmtes Krisenmanagement. Erste Anzeichen einer Entspannung auf dem Interbankenmarkt sind zwar vorhanden. Dennoch hält die Flucht aus risikobehafteten Vermögensanlagen an. So mussten Hedgefonds im dritten Quartal 2008 einen historisch einmaligen Rückgang beim verwalteten Vermögen

⁸ 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.

⁹ Von ursprünglich vorgesehenen acht Instituten haben allerdings bislang nur HBOS, Lloyds TSB und RBS (Royal Bank of Scotland) die mit Auflagen verbundene Kapitalhilfe angenommen. Northern Rock und Bradford & Bingley sind verstaatlicht.

von fast 700 Milliarden US-Dollar hinnehmen (Abbildung 7).¹⁰

Agenda für den Umbau der Finanzmarktarchitektur

Der Rückgriff auf den Steuerzahler in der Krise ist mit vielfältigen Fehlanreizen und Risiken verbunden. Er ist daher allenfalls zeitlich befristet akzeptabel. Eine nachhaltige Stabilisierung des Banken- und Finanzsektors kann nur über eine Umgestaltung der Regeln und damit der Finanzmarktarchitektur kommen. Aufgabe einer neuen Architektur ist es, die zutage getretenen Probleme zu lösen, ohne dabei neue, ähnlich schwerwiegende, hervorzurufen. Im Folgenden werden Anforderungen an die Umgestaltung der Finanzmarktarchitektur in Form einer Agenda formuliert. Dabei wird zum einen auf die Erkenntnisse der modernen verhaltensorientierten Finanzmarktforschung zurückgegriffen, zum anderen auf Diskussionen mit Praktikern.

TOP 1: Koordinationsversagen minimieren

Koordinationsversagen, also die Unfähigkeit der Akteure ihre Handlungen zum Nutzen aller abzustimmen, bewirkt ein suboptimales Gleichgewicht.¹¹ So kann ein unkoordinierter Rückzug von Gläubigern ein eigentlich gesundes Unternehmen in den Bankrott treiben.¹² In der gegenwärtigen Krise ist Koordinationsversagen ein zentrales Problem, und zwar sowohl auf einzelwirtschaftlicher als auch auf staatlicher Ebene (Kasten).

Die Minimierung von Koordinationsversagen auf einzelwirtschaftlicher Ebene erfordert eine Reduktion der Komplexität der Verbriefungstechnologie und die Bestrafung von Fristeninkongruenz. Ersteres kann über einen vertikalen Selbstbehalt auf jeder Stufe sichergestellt werden, letzteres durch eine Eigenkapitalunterlegung in Abhängigkeit vom Ausmaß des Auseinanderklaffens von Anlage- und Finanzierungshorizont. Der vertikale Selbstbehalt erleichtert die Identifikation der Ausgangsschuldner und begrenzt – ähnlich wie ein Mindestreservesatz – Stufenanzahl und jeweils

¹⁰ 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.

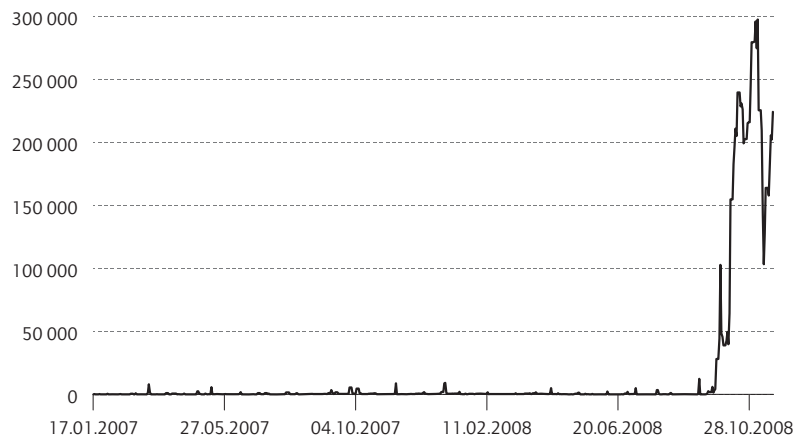
¹¹ Morris und Shin haben den unkoordinierten Abzug ausländischer Investoren als Ursache für die Asien-Finanzkrise 1997 identifiziert. Morris, S., Shin, H.: Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks. *American Economic Review*, 88(3), 1998, 587–597.

¹² Hubert, F., Schäfer, D.: Coordination Failure with Multiple Lending. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 158(2), 2002, 256 ff.

Abbildung 6

Einlagenentwicklung bei der EZB

In Millionen Euro



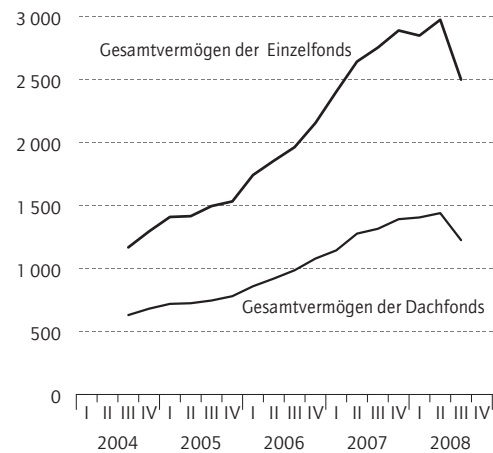
Quelle: Europäische Zentralbank.

DIW Berlin 2008

Abbildung 7

Verwaltetes Vermögen der Hedgefonds

In Milliarden Euro



Quelle: Hedgefund.net.

DIW Berlin 2008

verfügbare Verbriefungssumme. Beispielsweise ermöglicht ein Selbstbehalt beim Erstkreditgeber von 20 Prozent und jeweils 40 Prozent bei nachgelagerten Käufern höchstens zwei Stufen. Das in der letzten Stufe verfügbare Verbriefungsvolumen schrumpft auf 40 Prozent der Ausgangskreditsumme.¹³

¹³ Um Verbriefungen und deren Wirkung in Zukunft besser erforschen zu können ist eine Verbesserung der Datenbasis über Verbriefungen dringend notwendig. Vgl. Erber, G.: Verbriefungen: Eine Finanzinnovation und ihre fatalen Folgen. *Wochenbericht des DIW Berlin* Nr. 43/2008.

Koordinationsversagen auf dem Finanzmarkt

Die herrschende Praxis bei der Verbriefung ist eine schier unerschöpfliche Quelle für Koordinationsversagen.¹ Mehrstufigkeit und mangelnde Dokumentation schließt die Identifikation von Ausgangschuldner, Schuldenhöhe und Besicherung aus. Bemühungen, die Sanierung der Schuldner mittels Bildung von Gläubigerpools herbeizuführen, sind daher von vornherein zum Scheitern verurteilt.² Hinzu kommt das Finanzgebahren der Käufer von verbrieften Wertpapieren. Die Fristeninkongruenz zwischen Investition und Finanzierung vervielfacht die

1 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.

2 Gläubigerpools sind traditionell das Instrument, um Koordinationsversagen und einen Ansturm von Gläubigern zu vermeiden, vgl. Brunner, A., Krahen, J. P.: Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring. *Review of Economic Studies*, vol. 75(2), 2008, 415-442.

Wahrscheinlichkeit eines unkoordinierten Rückzugs der Geldgeber.

Im Vorfeld der Krise war über Jahre hinweg ein De-regulierungswettbewerb zu beobachten. Insbesondere die angelsächsischen Länder verweigerten sich der Koordination und setzten darauf, mittels niedriger Regulierungsstandards Wettbewerbsvorteile zu erlangen. Bei den ersten Rettungsaktionen nach der Insolvenz von Lehman Brothers zeigten sich ebenfalls Anzeichen für einen Wettbewerb 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 zu erhöhen.³

3 Vgl. dazu auch Zimmermann, K. F.: Coordinating International Responses to the Crisis. *Wochenbericht des DIW Berlin* Nr. 42/2008, Dokumentation.

Die Konsequenz aus dem Koordinationsversagen auf Staatenebene muss 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 fundamentalen Bestandteilen einer neuen Architektur. Während die Festlegung von Mindeststandards eine quasi-natürliche Aufgabe des Financial Stability Forums ist,¹⁴ könnte letzteres dem IWF zu neuer Bedeutung und Autorität verhelfen.

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. In Europa sind die Aufsichtsorgane indes zersplittert und machtlos.¹⁵ Das Koordinationsversagen auf der Aufsichtsebene erfordert

14 Vgl. Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience. www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf.

15 Sachverständigenrat 2008, Jahresgutachten 2008/09: Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken. Auf europäischer Ebene arbeiten CESR, Ausschuss europäischer Wertpapierregulierungsbehörden, CEBS, Ausschuss europäischer Bankaufsichtsbehörden und CEIOPS, Ausschuss europäischer Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen unverbunden nebeneinander.

ebenfalls ein länderübergreifendes Mandat. Dies kann nur über die Einrichtung einer europäischen Finanzmarktaufsicht hergestellt werden.

TOP 2: Subsidiarität forcieren

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 funktionsfähig ist. Die Überwachung der Regionalbanken kann an nationale Organe delegiert werden, während die übergeordnete europäische Aufsicht für supranationale tätige Finanzmarktakteure sowie die 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 von dem gegenwärtig laufenden Lamfalussy-Prozess.¹⁶

16 www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_cebs_lamfalussy.php.

TOP 3: Die richtigen Anreize setzen

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 starken Anreiz erzeugt, die Kreditvergabestandards stark abzusenken, auf Kosten der Investoren am Ende der Verbriefungskette. Die Beteiligung der Erzeuger an den Ausfallrisiken mittels Selbstbehalt am Einzelkredit würde dazu beitragen, diese Art von Anreiz zu unterbinden.

Vermeintlich billiges Fremdkapital hat Banken zur Anwendung extremer Hebel verleitet. Risiko- und Hebelverhältnisse beim Investitionsverhalten und eine starke Gefährdung des Eigenkapitals 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 Aufsicht Kenntnis über die Bonussysteme für Bankmanager erhielte und die Aktionärsversammlung die Gesamtvergütung genehmigen müsste.

Das Urteil der Rating-Agenturen ist essentiell für das Funktionieren der Verbriefungstechnologie. Die Agenturen haben die Werthaltigkeit strukturierter Portfolios systematisch überschätzt. Dafür ist neben unzureichenden Bewertungsmodellen auch das Vergütungssystem verantwortlich. Die Bezahlung von Beratung und Ratings durch den Erzeuger der Portfolios generiert Kollusionsanreize.¹⁷ Bekannt ist, dass manche Agenturen ihre Bewertung so lange angepasst haben, bis die Tranchen nach Note und Volumen den Wünschen des Auftraggebers entsprachen.¹⁸

Mittels Teilanbindung der Vergütung an die Genauigkeit der Prognose, Registrierpflicht und Pflicht zur Offenlegung von Prognosen kann der Kollusionsanreiz zwar abgemildert

werden. Der starke Verlust an Glaubwürdigkeit lässt jedoch Zweifel daran aufkommen, ob das alleinige Ansetzen an den bestehenden, privatwirtschaftlichen Strukturen ausreicht, das verlorene Vertrauen in die Ratingprognosen rasch wiederzugewinnen.

TOP 4: Glaubwürdigkeit des Staates bei Kreditbewertung nutzen

Den zur schnellen Systemstabilisierung notwendigen Glaubwürdigkeitsvorrat besitzen zurzeit nur staatliche Organe. Mit der Etablierung einer nicht profitorientierten öffentlichen Rating-Agentur auf europäischer Ebene könnte dieser Vorrat für eine mehrjährige Übergangszeit genutzt werden. Die Erzeuger strukturierter, in Europa vertriebener Produkte sollten gezwungen werden, für eines von zwei notwendigen Ratings die öffentliche Agentur zu kontrahieren.¹⁹ Mehr Wettbewerb um das beste Ratingurteil wäre die Folge. Die Grundlagen für den Aufbau einer staatlichen Agentur sind innerhalb der Euro-Zone vorhanden. Unter dem Dach der EZB unterhalten die nationalen Zentralbanken bereits jetzt entsprechende Bewertungsabteilungen.

TOP 5: Staat nicht überfordern

Die Erkenntnis, dass bei gravierender systemischer Unsicherheit nur die Volkswirtschaften als Ganzes die notwendige breite Absicherung garantieren können, birgt die Gefahr des „Überschießens“ bei der Neudefinition der Rolle des Staates im Finanzsektor. Deutschland ist ein gutes Beispiel dafür, dass der Staat als Eigentümer von Finanzorganisationen mit massiven Governance-Problemen konfrontiert sein kann. 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.²⁰ Die Rolle des Staates als Regulierungsinstanz und Kontrolleur zu stärken, ist angemessen. Nicht angemessen ist dagegen, dem Staat im Zuge der Umgestaltung zusätzliche operative Verantwortung im unmittelbaren Bankgeschäft aufzubürden.

¹⁷ Tirole, J.: Collusion and the Theory of Organizations. In: Laffont, J.-J. (Hrsg.): *Advances in Economic Theory: Proceedings of the Sixth World Congress of the Econometric Society*. Vol.2, Cambridge 1992, 151–20.

¹⁸ Vgl. dazu auch United States Security and Exchange Commission: *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*. www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf.

¹⁹ Bei der US-Börsenaufsicht SEC sind nur Standard & Poor's, Moody's und Fitch zugelassen. Die drei Agenturen besitzen ein Quasi-Monopol bei CDOs.

²⁰ Schrooten, M.: *Landesbanken im Wanken*. *Wirtschaftsdienst* 11/2008, 746–748.

TOP 6: Missbrauch der staatlichen Verantwortung verhindern

Die amerikanischen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddy Mac waren gewinnorientierte private Finanzdienstleister mit einer impliziten Staatsgarantie. Eine solche Konstruktion vernichtet nicht nur den Anreiz zur Sorgfalt bei der Auswahl von Investitionsprojekten und Vertragspartnern, auch eine private Versicherung der Ausfallrisiken ist vor dem Hintergrund der impliziten (und damit kostenlosen) Staatsgarantie nicht rational. Es besteht vielmehr ein großer Anreiz, hochriskante Geschäftsmodelle zu betreiben. Diese Risikoliebe wird auf den Refinanzierungsmärkten nicht durch angemessene Risikoaufschläge bestraft. Folglich ist davon auszugehen, dass es auch zu einem „Crowding Out“ von risiko-adäquaten privaten Geschäftsmodellen durch hochriskante, aber staatlich abgesicherte, gekommen ist. Will man „Charity Hazard“ im Finanzsektor ausschließen,²¹ darf es künftig keine privaten Finanzdienstleister mit Staatsgarantien mehr geben.

TOP 7: Nachverhandlungsanfälligkeit berücksichtigen

Mit Verträgen, die nicht nachverhandlungsresistent sind, kann das Vertragsziel nicht erreicht werden.²² 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 vermeintlich 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 Erzeuger des Kreditportfolios von den Rating-Agenturen zweifelhaft ist. Treten Schadensfälle in einer Häufigkeit weit über dem zu erwartenden Wert auf, ist eine reibungslose Schadensregelung seitens des Anbieters wenig wahrscheinlich. Wegen der latenten Rückkehr der 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

²¹ Der Begriff „Charity Hazard“ wird üblicherweise im Zusammenhang mit impliziten staatlichen Hilfsgarantien für Flutopfer verwandt. Er beschreibt deren Unwilligkeit ihren gefährdeten Uferstandort privat zu versichern.

²² Schäfer, D.: Hausbankbeziehung und optimale Finanzkontrakte. Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge, Band 190, 2003.

durch die Aufsicht ebenso voraus wie die Kenntnis der Maßnahmen zur Portfolioabsicherung.

TOP 8: „Breitbandregulierung“ nicht sinnvoll

Trotz der Vielfältigkeit der Problemlagen im Finanzsektor muss Tendenzen zu einer zu groben Regulierung widerstanden werden. Internationale Finanzkonglomerate brauchen andere Rahmenbedingungen als regional tätige Mittelstandsbanken. Staatliche Förderbanken müssen anders beaufsichtigt werden als private Geschäftsbanken. Besonders notwendig ist eine hinreichend spezifische Regulierung für Hedgefonds und Private-Equity-Fonds. Die Probleme einer einheitlichen Regulierung der beiden Finanzintermediäre lassen sich am Beispiel der Eigenkapitalnormen illustrieren. Während Hedgefonds die Verschuldung auf der Fondsebene belassen müssen, wählen Private-Equity-Firmen bei ihren Übernahmen in der Regel eine Konstruktion, die es ermöglicht, den Fremdfinanzierungsanteil am Kaufpreis direkt auf das Unternehmen zu übertragen.²³ Eine Eigenkapitalnorm erzielt dann zwar bei Hedgefonds die gewünschte Einschränkung der Hebelfinanzierung, bei Private-Equity-Firmen führt sie jedoch möglicherweise zu einer unerwünschten Fixierung von Eigenkapitalnormen für Unternehmen außerhalb des Finanzsektors.

TOP 9: Eigenkapitalfinanzierung stärker gewichten

Die Krise hat in der Absenkung von Kreditvergabestandards und in der Aufhebung jeglicher Finanzierungsbeschränkungen ihren Ausgang genommen. Der allorts praktizierten starken Hebelfinanzierung ist die Dimension dieser Krise geschuldet. Nachhaltige Systemstabilisierung ist ohne die Rückkehr von privaten Wirtschaftssubjekten zu mehr Eigenkapitalfinanzierung, unabhängig davon, ob es sich um hoch verschuldete Haushalte, um Unternehmen oder um Finanzintermediäre handelt, nicht denkbar. Das erfordert auch, dass Finanzierungsbeschränkungen für Private, die auf mangelnde Bonität zurückzuführen sind, von Politik und Öffentlichkeit als systemschonend anerkannt und nicht als schädliche Kreditklemme interpretiert werden.

²³ Schäfer, D., Fisher, A.: Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance. DIW Berlin Politikberatung kompakt 38, 2008.

Fazit

Seit dem Sommer 2007 befinden sich die Akteure auf den Finanzmärkten in einem Zustand unkalkulierbarer Entscheidungsrisiken (Knight'sche Unsicherheit) und damit in einem ordnungspolitischen Dilemma. Der Grundsatz, schlechtes Wirtschaften führt zur Insolvenz, muss zurückstehen vor dem Prinzip, den Ausfall einer Bank unbedingt zu vermeiden. Wird diese Prioritätenverschiebung missachtet und, ordnungspolitisch durchaus korrekt, die Rettung einer systemrelevanten Bank verweigert wie im Fall der US-Investmentbank

Lehman Brothers geschehen, sind die Folgen für die Systemstabilität meist verheerend. Zum Zwecke der nachhaltigen Wiedergewinnung der Systemstabilität muss in den nächsten Monaten eine Umgestaltung der Finanzmarktarchitektur auf den Weg gebracht werden. Dabei sind vielfältige Irrwege denkbar. Manche können vermieden werden, wenn bei der Umgestaltung die vorgestellten Prinzipien, angefangen vom Prinzip der Minimierung der Quellen für Koordinationsversagen, über eine Definition der Rolle des Staates bis hin zur stärkeren Gewichtung von Eigenkapitalfinanzierung beachtet werden.

JEL Classification:
G20, G24, G28

Keywords:
Financial crisis,
Regulation,
Financial architecture

Impressum

DIW Berlin
Mohrenstraße 58
10117 Berlin
Tel. +49-30-897 89-0
Fax +49-30-897 89-200

Herausgeber

Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann
(Präsident)
Prof. Dr. Tilman Brück
Dr. habil. Christian Dreger
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Dr. Viktor Steiner
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Dr. Christian Wey

Chefredation

Kurt Geppert
Carel Mohn

Redaktion

PD Dr. Elke Holst
Susanne Marcus
Dr. Vanessa von Schlippenbach
Manfred Schmidt

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49 – 30 – 89789–249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 7477649
Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01805–19 88 88, 14 Cent/min.
Reklamationen können nur innerhalb
von vier Wochen nach Erscheinen des
Wochenberichts angenommen werden;
danach wird der Heftpreis berechnet.

Bezugspreis

Jahrgang Euro 180,-
Einzelheft Euro 7,-
(jeweils inkl. Mehrwertsteuer
und Versandkosten)
Abbestellungen von Abonnements
spätestens 6 Wochen vor Jahresende
ISSN 0012-1304
Bestellung unter leserservice@diw.de

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit
Quellenangabe und unter Zusendung
eines Belegexemplars an die Stabs-
abteilung Kommunikation des DIW
Berlin (Kundenservice@diw.de)
zulässig.

Gedruckt auf
100 Prozent Recyclingpapier.