

**EUROPA-INSTITUT
DER
UNIVERSITÄT DES SAARLANDES**

DIE FINANZKRISE UND IHRE URSACHEN

Stefan Weber

23. Februar 2009

This paper can be downloaded without charge from:
eVeröffentlichungen des Europa-Instituts ; 1
The Europa-Institut at Saarland University ePaper Series ; 1

DIE FINANZKRISE UND IHRE URSACHEN

*Stefan Weber**

Für den Gipfel der G-20 Staaten Anfang April 2009 in London haben die Regierungen Vorschläge vorgelegt, die Regulierung des globalen Finanzsystems zu stärken. Einigkeit besteht, dass die Aufsicht über Finanzmärkte global enger zu koordinieren ist. US-Präsident Barack Obama verlangt eine größere Transparenz in den Finanzmärkten; starke Finanzmärkte bräuchten klare Regeln, „nicht um sie zu ersticken, sondern um Konkurrenz, Wachstum und Gedeihen zu fördern“. Die EU hat jüngst den deLarosière Bericht veröffentlicht, der aufbauend auf einer Ursachenanalyse Empfehlungen für regulatorische Maßnahmen und eine Verbesserung der Aufsicht enthält. Um den Diskussionen im Gefolge des G-20 Gipfels besser folgen zu können, werden hier die Hintergründe der Finanzkrise dargestellt und Regulierungsthemen diskutiert.

Die Krise der Finanzmärkte war nicht unvermeidbar. Aus Sicht ihrer Ursachen ist sie keine Liquiditätskrise, sondern eine Krise in der Behandlung von Kreditrisiken, insbesondere des Ausfallsrisikos (*Counterparty Risk*). Die Krise der Finanzmärkte hat ihren Ausgangspunkt in der US-Immobilienkrise (Subprimekrise) Mitte 2007. Die Subprimekrise wurde wesentlich durch fallende Immobilienpreise in den USA beeinflusst, die sich nach einer stetigen und langen Preissteigerungsphase zu einer Immobilienblase entwickelt hatten.

Erste und zweite Ursache: billiges Geld durch Wohnbaufinanzierungsförderung und Niedrigzins. Die Immobilienblase wurde durch zwei Faktoren verursacht oder zumindest begünstigt: durch von der US-Notenbank niedrig gehaltene Nominalzinssätze und durch politische Maßnahmen, die den kreditfinanzierten Erwerb von Eigenheimen förderten. Wegen des staatlich niedrig gehaltenen Zinsniveaus konnten sich auch untere Einkommensschichten Eigenheime leisten. Gefördert durch politische Maßnahmen und im Glauben an stetig steigende Immobilienpreise vergaben US-Banken Kredite an Eigenheimkäufer mit mäßiger Bonität, oftmals ohne dass die Kreditnehmer eigene Mittel einsetzen mussten. Dies führte zu einem

* Rechtsanwalt in Wien, Professor für internationales Wirtschafts- und Finanzierungsrecht an der Universität des Saarlandes, Saarbrücken.

Überangebot an Geld und in der Folge zum Steigen der Immobilienpreise. Die entstehende Immobilienblase war bekannt oder erkennbar.

Die Lehre für die Finanzmarktregulierung daraus ist, dass die Zentralbanken und die Bankenaufsicht die Beziehung zwischen makroökonomischen Parametern und der Lage von Banken zu berücksichtigen haben. So hat die Zinspolitik auf die Bildung von Spekulationsblasen zu reagieren. Die Wohnbaufinanzierungsförderung sollte nicht zu leichtfertig vergebenen Krediten führen. Auf Bankenebene könnte die Einführung einer *Leverage Ratio* derart erfolgen, dass Kredite nur unter Einsatz eines bestimmten Eigenleistungsbetrags des Kreditnehmers ausgegeben werden dürfen. Dies könnte zu billiges Geld und (damit) Überbewertungen (Spekulationsblasen) verhindern.

Dritte Ursache: Rating von ABS. Die ausgegebenen Kredite wurden in der Folge von den Banken an Zweckgesellschaften („Special Purpose Vehicle“, SPV) veräußert. Die SPVs gaben *Asset-Backed Securities* (forderungsbesicherte Wertpapiere, ABS) aus, um den Kreditankauf zu finanzieren, und fassten die Kredite in einem Pool zusammen; die Zahlungsansprüche der ABS-Investoren wurden durch diese Kredite (*assets*) gedeckt (*backed*); die Bargeldflüsse durch die Zins- und Tilgungszahlungen des Kreditpools getragen. Die kreditverkaufenden Banken machten so ihre Kreditforderungen handelbar, um sich wieder Liquidität zu verschaffen. Diese Grundstruktur ist grundsätzlich unbedenklich. Bedenklich war allerdings der Umgang mit den Kreditrisiken. In den Pool wurden typischerweise Kredite mit unterschiedlichen Bonitätsrisiken eingebracht und durch Diversifizierung und eine hypothekarische Besicherung oder Übersicherung auf ein sehr gutes Bonitätsrisiko hochgestuft. Diese – letztlich intransparente – Einstufung übernahmen Ratingagenturen (etwa Standard & Poor's oder Moody's).

Regulierungsansätze bestehen auf Ebene der Ratingagenturen. Ratingagenturen haben ihr Ratingverfahren transparenter zu gestalten, die Ratingcodes (AAA, AA etc.) zu verfeinern und Interessenkonflikten vorzubeugen. Die Europäische Kommission hat dazu bereits einen Verordnungsentwurf vorgelegt. Vorgesehen sind ein europäisches Registrierungsverfahren, ein erhöhtes Informationsqualitätsmanagement, die Veröffentlichung der Rating-Methoden, jährliche Transparenzberichte sowie interne Qualitätskontrollsysteme.

Vierte und fünfte Ursache: *Principal-Agent-Problem*, Basel I & II. Weltweit erwarben Banken, Fonds und andere Investoren nun ABS, was ebenfalls grundsätzlich keine bedenkli-

che Entwicklung war und ist. Gefördert wurde der Erwerb jedoch durch einen sonderbaren Interessengleichklang zwischen den kreditgebenden Banken (SPV), den Ratingagenturen und den ABS-Investoren sowie durch begünstigende Basel-Regelungen für Hypothekarkredite. Alle Beteiligten waren an einem hohen Rating interessiert: die kreditgebenden Banken (SPV), da Kredite und ABS günstiger veräußert werden konnten; die Ratingagenturen, weil sie von den Banken (SPV) bezahlt wurden und diese unterstützten; aber auch die ABS-Investoren, weil sie mit einem hohen Rating bessere Einsatzmöglichkeiten hatten und bessere Renditen darstellen konnten. Das Verhalten der ABS-Investoren war geprägt durch ein Streben nach darstellbaren Renditen, verbunden mit einer Falscheinschätzung der mit Krediten verbundenen Risiken: eine (aufwendige) Kreditprüfung wurde durch ein (zu simplifizierendes) Rating ersetzt; die Beschränktheit des Ratings wurde verkannt. Ergebnis war ein zu risikoreiches Verhalten der Asset-Manager und der Treasury-Abteilungen der Banken (der *Agents*): ABS erwirtschafteten kurzfristig hohe Renditen, hielten aber langfristige Risiken zu Lasten des Unternehmens und letztlich der Allgemeinheit (die *Principals*) verborgen.

Verstärkt wurde dieser Effekt durch das Bankrecht (Basel I & II). Banken und Bankengruppen müssen zur Sicherung der kontinuierlichen Tätigkeit und zum Schutz der Einleger über angemessene Eigenmittel verfügen (Solvabilität). Ausfallrisiken sind zu quantifizieren und mit Eigenmitteln zu unterlegen. Die Risiken aus Forderungen, die mit Hypothekarkrediten gedeckt sind, sind nach den gesetzlichen Vorgaben – unabhängig vom Zustand oder der Lage der Immobilie – jedoch nur mit 50 Prozent oder 35 Prozent (anstelle von 100 Prozent) zu gewichten.

Im Kern war also das Risikomanagement in Bezug auf ABS – aus mehreren Gründen – ungenügend. Banken sind derzeit – und waren in Bezug auf ABS bisher – nicht in der Lage, ihr Adressenausfallrisiko adäquat zu berechnen.

Keine Ursache?: *Credit Default Swaps*. Banken (und andere ABS-Investoren) haben zur Absicherung ihrer Risiken häufig *Credit Default Swaps* (CDS) abgeschlossen. CDS sind Instrumente, mit denen unabhängig von bestehenden Kreditbeziehungen Kreditrisiken (Ausfallrisiken) gehandelt werden können. Die Bank bezahlt als Sicherungsnehmer eine Gebühr. Dafür erhält sie von der anderen Partei, dem Sicherungsgeber (oftmals ebenfalls einer Bank) eine Ausgleichszahlung, wenn der Referenzschuldner ausfällt. CDS ähneln einer Kreditversicherung. Eine Analyse zeigt, dass CDS das Ausfallrisiko – generell gesehen - nicht erhöht haben. Sie führten bloß dazu, dass die bestehenden Risiken sich im Markt weiter verteilten. Individu-

ell gesehen, konnte sich bei Stillhaltern jedoch das oben dargestellte *Principal-Agent*-Problem in gleicher Weise einstellen, wenn CDS ohne ausreichendes Risikomanagement abgeschlossen wurden.

Sechste Ursache: *Fair-Value*-Prinzip. Verschärft, aber nicht verursacht wird die Krise ferner durch die bilanz- und bankrechtlichen Bewertungsvorschriften. ABS sind nach dem *Fair-Value*-Prinzip zu bewerten. Die Ermittlung des *Fair Value* erfolgt marktpreisorientiert. Besteht kein Marktpreis („marking to market“), ist subsidiär auf einen simulierten Marktpreis zurückzugreifen („marking to model“). Dies bedeutet, dass die derzeitige Lage der Finanzmärkte unmittelbar in die Bilanz der Banken einfließt. Grundsätzlich unbeachtlich ist der unternehmensspezifische Wert einer Position, der Buchwert oder eine Schätzung künftiger Erfolgsgrößen (Cashflows, Residualgewinne, Wiederbelebung der Wirtschaft). *Fair Value Accounting* bewirkt bei Banken und Versicherungen einen prozyklischen Ergebniseffekt und steigende Ergebnisvolatilität.

Hat der *Fair Value* in guten Zeiten die überzogenen Gewinnerwartungen abgebildet, ist er nun Überbringer der schlechten Botschaft; dies ist auch in Ordnung. Da eine nachhaltige Bewertung nicht ermöglicht wird, sind ergänzende Ansätze zu diskutieren. Abhilfe könnten eine Mehrspaltendarstellung oder flexiblere Regeln bei illiquiden Assets schaffen.

Siebente, achte, ... Ursache: *Too-big-to-fail-Risiko*, Eigenmittelquote etc. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht kommen schließlich systemische Risiken hinzu, insbesondere das *Too-big-to-fail-Risiko* und die Fixierung auf die Eigenmittelquote. Je größer ein Unternehmen ist, desto größer sind die Wirkungen einer Insolvenz auf die Gesamtwirtschaft. Insbesondere die Insolvenz einer Bank kann zu gesamtwirtschaftlichen Problemen führen. In Insolvenzsituationen wird es daher mit erhöhter Wahrscheinlichkeit zu Rettungsaktionen durch den Staat kommen. Wenn Unternehmen oder Geschäftspartner davon ausgehen, eine Bank sei vor jeder Insolvenzgefahr gefeit, schafft dies Anreize, Risiken einzugehen, die ansonsten nicht eingegangen worden wären, also Risiken auf Kosten der Allgemeinheit. Regulierungsansätze sind punitive Maßnahmen gegen das Management oder die Zerschlagung von Bankenriesen; allgemein anerkannte Lösungen bestehen keine.

Weitere systemische Risiken ergeben sich aus den bankrechtlichen Eigenmittelvorschriften (Basel I & II). Diese betonen das Eigenmittelerfordernis und die Eigenmittelquote. Die Krise hat jedoch gezeigt, dass die Eigenmittelquote ihren Job nur unzureichend erfüllt. Sie ist

ein unzureichender Indikator für be- und entstehende Probleme und schützt nur unzureichend vor Ausfällen. Zu entwickeln wäre ein System, das zeitgerecht einen Handlungsbedarf feststellt, und Mechanismen, die in Krisensituationen adäquat gegensteuern können. Diskussionen darüber werden geführt. Kurzfristige Ergebnisse sind nicht zu erwarten.

Zusammengefasst zeigt sich, dass es insbesondere das Kreditrisiko (Ausfallrisiko) war, das an vielen Stellen vernachlässigt wurde. Von den oft gescholtenen Steueroasen, Off-Shore-Jurisdiktionen und Bankgeheimnissen dürfte kein wesentlicher Beitrag zur Krise ausgegangen sein. Die beiden Kreditmärkte, der Bankenmarkt und der ABS-Markt, werden weiter bestehen. Derzeit geht es darum, beide Märkte wiederherzustellen. Der ABS-Markt wird durch die (Wieder-)Einbindung des Kreditrisikos nicht austrocknen, er wird sich jedoch nachhaltig verändern. Dies gilt insbesondere für die Kreditvergabepraktiken der Banken, die Strukturierung der Transaktionen, die Qualität und die Entwicklung der verbrieften Kreditportfolios, das Rating und die Kreditprüfungsmechanismen.

Investoren werden ABS nur mehr bei weit erhöhter Transparenz sowie gegebenenfalls bei Mithaftung der Bank erwerben, ABS könnten sich so in Richtung von Pfandbriefen entwickeln. Die Bankaufsicht ist so zu gestalten, dass neben der Eigenmittelquote angemessene Kennzahlen eingesetzt werden, dass Erfordernisse im Lauf des Schuldverhältnisses regelmäßig an die Lage der Schuldner angepasst werden und dass Vorsorgemaßnahmen zeitgerecht eingeleitet werden. Makroökonomische Faktoren müssen dabei das Verhalten von Banken beeinflussen können. Zentralbanken sind angehalten, neben dem Geld und klassischen geldpolitischen Parametern auch die Entwicklung von Spekulationsblasen zu beachten. Ob neue Institutionen zu schaffen sind, werden die Diskussion und die Entwicklungsfähigkeit bestehender Institutionen weisen.