



Lothar Binding
Mitglied des Deutschen Bundestages

Lothar Binding und Marco Winteroll

Kontrolle nationaler und internationaler Finanzmärkte? – Lehren aus der Subprime- Krise –

Im Sommer 2007 gerieten die Düsseldorfer Mittelstandsbank IKB, die aus einer Verschmelzung der Industriekreditbank mit der Deutschen Industriebank hervorgegangen war, und die SachsenLB in ernsthafte finanzielle Schwierigkeiten. Private, öffentliche und genossenschaftliche Kreditinstitute schlossen sich unter Federführung der Kreditanstalt für Wiederaufbau, des größten Anteilseigners der IKB, in einem Bankenpool zusammen, um in einer konzertierten Rettungsaktion zusammen mit dem Bundesministerium der Finanzen, der Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die Insolvenz der betroffenen Banken abzuwenden. Zur Risikoabschirmung wurde daher ein Gesamtpaket in Milliardenhöhe geschnürt.

Ihren Ausgangspunkt nahmen diese krisenhaften Entwicklungen auf dem amerikanischen Immobilienmarkt im Bereich der sog. Subprime Mortgages, d.h. zweitklassiger Hypothekendarlehen an Kreditnehmer mit geringer Bonität. Der amerikanische Immobilienmarkt hatte in den vergangenen Monaten deutlich Rückschläge zu verkraften. Der Wohnungsneubau ist innerhalb der letzten beiden Jahre um etwa die Hälfte zurückgegangen, die Hauspreise fielen innerhalb nur eines Jahres um etwa 5%. Alleine in diesem Jahr wurden bislang 1,35 Millionen Häuser zwangsvollstreckt, im kommenden Jahr droht dies weiteren 1,44 Millionen Objekten. Gegenüber den Vorjahren ist dies eine Steigerung um die Hälfte.¹

Aufgrund der speziellen Finanzierungsmodalitäten auf dem lange Jahre boomenden Immobilienmarkt war zunächst der einheimische Banken- und Versicherungssektor besonders stark von diesen Entwicklungen betroffen. Die größte US- Bank Citigroup wird bis zu 15 Mrd. USD abschreiben müssen, bei ihren Konkurrenten Merrill Lynch und Morgan Stanley belaufen sich die Verluste auf etwa 13 bzw. 8 Mrd. USD. Die Investment- Bank Goldman Sachs schätzte, dass Banken weltweit noch 48 Mrd. USD bis Ende 2008 abschreiben müssen. Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung bezifferte in ihrem

¹ SPIEGEL ONLINE vom 25. November 2007; URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,519517,00.html>

Finanzmarktreport die möglichen Verluste aus der sog. Subprime- Krise auf insgesamt 300 bis 400 Mrd. USD. Im November berichtete der weltgrößte Versicherungskonzern Swiss Re, dass sich seine Verluste aus der Krise auf etwa 750 Millionen Euro belaufen werden. Viele Zentralbanken mussten mittlerweile mit hohen Milliardenbeträgen und Leitzinssenkungen die nationalen und internationalen Kapitalmärkte stützen, um ein Übergreifen der Krise auf die Realwirtschaft zu verhindern.

Der Internationale Währungsfonds IWF schätzt, dass die Auswirkungen der Finanzkrise erst 2008 ihre volle Wirkung entfalten werden. Denn steigende Kapitalbeschaffungskosten schlagen sich erst mit einer Verzögerung von einigen Monaten in der Investitions- und Konsumneigung nieder. Die amerikanische Konjunktur ist zu einem Großteil vom Binnenkonsum getragen, weshalb sich die Verknappung der Haushaltseinkommen negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken kann. Und wo die Konjunktur an Schwung verliert, geraten schnell auch Arbeitseinkommen in eine Abwärtsbewegung, gehen Arbeitsplätze verloren. Das genaue Ausmaß der Kreditausfälle hängt daher auch von der weiteren Konjunktur- und Immobilienpreisentwicklung in den USA ab.

Das Problem bleibt dabei allerdings in Zeiten eng verflochtener Kapital-, Güter- und Dienstleistungsmärkte nicht auf die USA beschränkt. Denn der amerikanische Binnenmarkt ist für etwa 20% des weltweiten Verbrauchs verantwortlich. Es besteht die Gefahr, dass die Krise, die international als Funktionsstörung auf den Geld- und Geldterminmärkten begann, auf die Realwirtschaft übergreift. Diese Verflechtungen zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft werden deutlich, wenn man die Ursachen und Auslöser der Immobilienkrise untersucht. Verschiedene Faktoren waren für den Immobilien- Boom verantwortlich – und für die Risiken, die sich dahinter verbargen.

Struktur des amerikanischen Immobilienmarktes

Der Immobilienmarkt in den USA boomte über Jahre hinweg und war einer der Motoren des robusten Wirtschaftswachstums. Ein entscheidender Faktor war dabei die Zinspolitik der US-Notenbank. Die Federal Reserve hatte die Leitzinsen zwischen 2001 und 2003 schrittweise auf 1% gesenkt, um ein günstiges Konsumklima auf dem heimischen Immobilienmarkt zu schaffen. Diese Strategie zeigte Erfolg, denn die Investitionsfreude der amerikanischen Konsumenten erzeugte eine beständige Kapital- und Güternachfrage bei geringen Refinanzierungskosten. 16 Jahre lang waren die Immobilienpreise beständig gestiegen. Bis Ende 2006 war der Markt auf 1,5 Bill. USD angewachsen. Davon profitierten gerade auch exportorientierte Länder und internationale Kapitalgeber. Damit war die Nachfrage nach Immobilienkrediten also nicht nur seitens der Bauherren und ihrer Lieferanten enorm, auch der internationale Kapitalmarkt hatte ein hohes Interesse an der Vergabe von Darlehen und Hypothekarkrediten.

Das Wachstum war allerdings mit systemischen Risiken verbunden, wie der Blick auf die Struktur der Baufinanzierung zeigt. In den USA dient das Eigenheim nicht nur – wie hierzulande – der Vermögensbildung und der Altersvorsorge, sondern auch der Finanzierung des Konsums, die durch die Wertentwicklung der Immobilie realisiert werden kann. Allerdings fehlte es an risikoreduzierenden Anreizen zur vorgeschalteten Eigenkapitalbildung des privaten Bauherrn. Oftmals verzichteten Baufinanzierer komplett auf Bonitäts- und Beleihungsprüfungen und lockten mit Hypothekarkrediten zu anfangs sehr günstigen Konditionen. Die Zinssätze waren variabel ausgestaltet, Schuldzinsen sind steuerlich

abzugsfähig, Zinsabsicherungen werden teilweise staatlich subventioniert und tilgungsfreie Raten vereinbart – insgesamt sehr niedrige Hürden für solide Baufinanzierungen. Die laxen Kreditvergabepraxis hatte dazu beigetragen, dass Darlehen auch und gerade an bonitätsschwache Schuldner vergeben worden waren. Diese Schuldner haben kein oder nur geringes Eigenkapital, wenig Sicherheiten und befinden sich bisweilen in prekären Beschäftigungsverhältnissen. Dadurch wurden neue Kundensegmente mit weit unterdurchschnittlichen Einkommen erschlossen. Eine derartige Kreditnehmerstruktur ohne nennenswerten Eigenkapitalanteil war gegenüber veränderten Wertentwicklungen, Zinssteigerungen oder Erhöhungen der Tilgungsraten allerdings sehr ausfallgefährdet. Etwa 5% der Kreditnehmer war schon vor Fälligkeit der ersten Tilgungs- oder Zinsrate zahlungsunfähig. Der Anteil zweitklassiger Hypotheken stieg von unter 5% auf mehr als 13% des Gesamtmarktes im Jahr 2006. Dieses Wachstum war kombiniert mit einer Kreditausfallquote von 10 bis 15%, die damit deutlich höher lag als bei Schuldnern guter Bonität.

Das gesamte System funktionierte nur solange reibungslos, wie die Wertsteigerung der Immobilien anhielt und die Leitzinsen niedrig blieben. Denn die Wertentwicklung der Immobilie glied in dieser Konstellation den inflationsbedingten Vermögensverlust aus.

Funktionsweise der Refinanzierung über den Kapitalmarkt

Mit den Refinanzierungsmöglichkeiten auf den internationalen Kapitalmärkten bestand für die amerikanischen Immobilienfinanzierer neben dem privaten Konsuminteresse ein weiterer starker Anreiz, immer mehr Kredite mit dem Versprechen hoher Renditen und geringer Risiken „unters Volk zu bringen“. Sie transformierten dazu ihre Hauskredite – Tilgungs- und Zinszahlungsansprüche gegenüber den Kreditnehmern – in Anleihen. Das sind Wertpapiere, die mit den Forderungen der Banken an den Kreditnehmer als Sicherheiten unterlegt sind und auf den Finanzmärkten gehandelt werden können. Die Kredite der Hausbesitzer und Bauherren wurden von den Immobilienfinanzierern in dieser Form an die internationalen Finanzmärkte weitergereicht.

Für die Banken war dieses Finanzierungsverfahren fast immer ein Gewinngeschäft. Als Kreditgeber waren sie Gläubiger, der Kreditnehmer war Schuldner. Die Banken profitierten davon, wenn die Kreditnehmer, also die privaten Schuldner, ihren Zinsen und Tilgungsraten ordnungsgemäß bezahlten. Sie profitierten aber auch davon, wenn ein Kredit ausfiel und die Immobilie zwangsversteigert werden musste, weil die Wertsteigerung der Immobilie gut ausreichte. Solange die Banken die Gläubiger waren, mussten sie Rücklagen bilden, also Eigenkapital binden. Wenn das komplette Eigenkapital als Besicherung für Kredite "aufgebraucht" war, die Nachfrage nach Krediten wegen der niedrigen Zinsen und der "wertsteigernden" Inflation anhielt, war die Lust der Banken an weiterem Geschäft natürlich groß. Deshalb verkauften sie Hypothekendarlehen auf dem Finanzmarkt, sie verkauften also ihr Recht von bestimmten Gläubigern an andere Banken oder mehr oder weniger seriöse Geld- und Kredithändler (ich weiß, dass wir das so nicht sagen dürfen...). Kaum waren die Kredite verkauft, wurde wieder Eigenkapital frei und neue Kredite konnten ausgereicht werden. Das Dumme: die Schuldner haben nichts davon bemerkt, dass sie plötzlich keine Schulden mehr bei ihrer Bank hatten, sondern bei Leuten, die sie nicht kannten... Solche Praktiken haben das Vertrauen in Bankers Seriosität gravierend erschüttert, zumal es manchmal eben nicht nur um die schuldrechtlichen Vereinbarungen für einen Kredit ging, sondern oft auch um die grundschuldrechtliche Besicherung für den Kredit bzw. den Kreditrahmen. Oft sind die vereinbarten Zinsen für den Fall der Inanspruchnahme der

Grundschild aber deutlich höher, "weil man dies ja sowieso nicht wirklich braucht", so ein Banker im Verkaufsgespräch mit einem Familienvater, der eine Kredit für sein Zweifamilienhaus nachfragt.

Dem privaten Schuldner stand oder steht infolgedessen nicht mehr „seine“ Bank als einziger Gläubiger gegenüber, sondern möglicherweise eine Vielzahl von Banken, Fonds oder anderen Finanzmarktakteuren, die Immobilienanleihen – z.B. seine – gekauft hatten. Solche Vorgänge sind ein massiver Vertrauensmissbrauch und verletzen das von den Kunden unterstellte seriöse Geschäftsgebaren – unabhängig davon, ob so etwas gesetzlich geregelt ist oder nicht. Hier sollte nicht erlaubt sein, was nicht geregelt ist, hier sollte verboten sein, was nicht geregelt ist. "Geschäfte" sind dann erlaubt, wenn sie in einem seriösen Rechtsrahmen definiert sind.

Ratingagenturen bewerteten diese Anleihen mittels einer Note in Form von Sternen, Ziffern oder Buchstaben je nach Güte und Ausfallrisiko des zugrundeliegenden Kreditpools. Sie ermittelten die Ausfallwahrscheinlichkeiten, bildeten diese in einer Skala ab und stellten damit eine wichtige Informationsquelle für Investitionsentscheidungen dar. Eine schlechte Bewertung bedeutete, dass voraussichtlich zwar viele dieser Kredite ausfallen und Tilgungsleistungen damit ausbleiben werden; andererseits sind damit aber auch hohe Renditechancen verbunden, wenn die besicherten Häuser oder Wohnungen zwangsversteigert werden müssen. Umgekehrt bedeutet ein hohes Rating, dass die Renditechancen geringer sind, dafür aber auch die Kredite mit einer deutlich geringeren Wahrscheinlichkeit ausfallen werden. Abhängig von den Bewertungen wurden die Anleihen mit unterschiedlichen Risikoprämien belegt und an Investoren – andere Banken, Versicherungen, Fonds oder sog. Zweckgesellschaften – weiterverkauft. Oftmals bündelten diese Investoren die Anleihen wiederum zu sog. Collateralized Debt Obligations, kurz CDOs, die nicht nur durch Subprime-Kredite, sondern auch durch Kredite mit günstigerer Risikostruktur unterlegt waren.

Dieses Verfahren einer „Finanzierungskette“ dient der breiten Risikostreuung und der Minimierung der Ausfallrisiken für ein einzelnes Finanzinstitut, da sie keine Rücklagen bilden mussten. Dies unterstützt die Stabilität der Finanzmärkte – eine Konstruktion, die sowohl Kreditnehmern, Kreditfinanzierern wie auch Anlegern nützt.

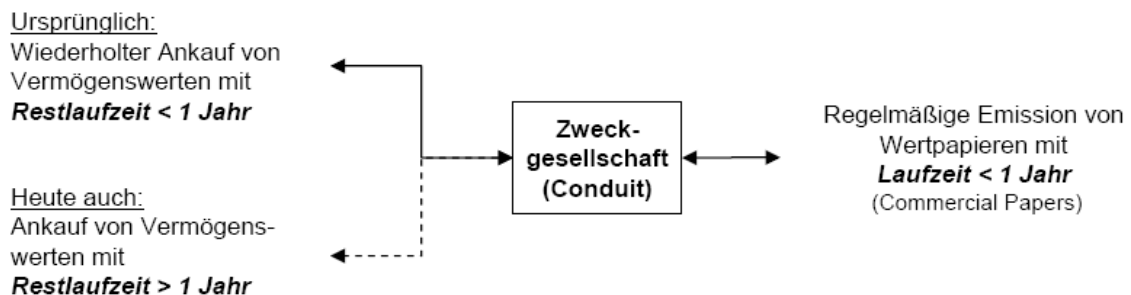
Je breiter die Risiken allerdings gestreut wurden, desto komplexer und intransparenter wurden die Konstruktionen. Die Praxis der Weitergabe von Krediten an den Kapitalmarkt verstärkte diesen Effekt, da Banken dabei oft ihr Risikomanagement vernachlässigten und auf Bonitätsprüfungen verzichteten. Folglich war durch die Bündelung von Kreditverbriefungen mit deutlich unterschiedlichen Risikostrukturen die Ausfallgefahr für viele Beteiligte – Ratingagenturen, Investoren, Banken – kaum noch zu durchschauen. Diese Risikobündelung sorgte letztlich dafür, dass die Wertentwicklung der sog. Underlyings, d.h. der Sicherheiten, die den Krediten zugrunde liegen, nicht mehr leicht ersichtlich war. Wenn dann „schlechte“ Kredite plötzlich ausfielen, wurden auch Kredite mit geringerem Ausfallrisiko, die für diese Schuldscheine in einem gemeinsamen Kreditpool gebündelt worden waren, in Mitleidenschaft gezogen.

Nicht nur Finanzierungsprodukte, auch einige der Akteure auf dem internationalen Finanzmarkt waren durch Intransparenz und Kontrolldefizite gekennzeichnet. Dies lässt sich für die sog. Conduits zeigen. Aus meiner Arbeit als Starkstromelektriker kenne ich den englischen Begriff conduit in der Bedeutung Kabelkanal oder Leitungsröhre, also in einem ganz anderen Zusammenhang. Diese technische Bezeichnung beschreibt allerdings die Wirkweise dieser Institute recht genau, denn sie leiteten Liquidität von einem Sektor des

internationalen Finanzmarktes in den anderen. Dieses Verfahren finanzierte über einen längeren Zeitraum ohne große Beachtung und einigermaßen reibungslos – solange das Rohr nicht an einem Ende verstopft wurde, um in der Alltagssprache zu bleiben.

Bei den Conduits handelt es sich um äußerst komplizierte rechtliche Konstruktionen. Oftmals haben diese Gesellschaften ihren Sitz im angloamerikanischen Rechtsraum. Sie unterliegen damit einem Rechtssystem, das sich in vielen Aspekten vom deutschen Recht unterscheidet. Ihrer Satzung zufolge sind sie einem „Stiftungszweck“ verpflichtet und verfügen über ein Stiftungskapital von einigen hundert Euro. Ihrem „Betreiber“ können sie bankaufsichtlich nicht zugerechnet werden, weil es kein formales Beteiligungsverhältnis und keine Kontrollaufsicht gibt. Banken sind also nicht als Eigentümer, sondern eher als „Sponsoren“ zu betrachten. Sie gründen die Zweckgesellschaft und richten ein Commercial Paper- Programm ein. Sie verwalten diese Geldmarktpapiere, leiten und finanzieren die Auswahl und den Ankauf der Forderungen.

Schaubild 1: Geschäftsmodell von Zweckgesellschaften



Quelle: Alexandra Krieger 2007, ohne Seitenangabe

Das Geschäftsmodell dieser Emissionsgesellschaften sieht vor, langfristig angelegte Anleihen zu kaufen – etwa die von amerikanischen Banken ausgegebenen Immobilienanleihen. Zur Refinanzierung dieser langfristigen Verpflichtungen werden in kurzen Zeitabständen immer wieder neue Commercial Papers emittiert, für die jeweils Käufer gefunden werden müssen. Ziel dieser Strategie waren Zinserträge aus der Transformation hochverzinslicher, langfristiger Wertpapiere in geringer verzinsten, kurzfristigen Wertpapieren. Aus den langfristigen Anlagen waren hohe Zinserträge für die Gesellschaften zu erwarten, während die Zinsaufwendungen für die kurzfristigen Commercial Papers gering waren. Zur Absicherung des damit verbundenen Liquiditäts- und Absatzrisikos richteten die Banken, die hinter diesen Zweckgesellschaften standen, sog. Liquiditätslinien ein und „bürge“ damit für das gesamte Emissionsvolumen. Die Erträge des Conduits gehen als Beratungshonorare an die Bank.

Ausbruch und Verlauf der Krise

Fallende Hauspreise und schrittweise Zinserhöhungen der Notenbank auf 5,25% im Jahr 2006 förderten die Risiken, die in den Strukturen auf dem US- Immobilienmarkt und in den Finanzierungsmechanismen des Kapitalmarktes verborgen waren, zutage. Bei vielen Hypothekenkrediten stehen automatische Zinserhöhungen an. Davon sind im kommenden Jahr nach Angaben der Bank of America niedrig besicherte Kredite im Wert von rund 362 Milliarden USD betroffen. Diese Entwicklungen führten auf dem Subprime- Segment dazu, dass die oft bonitätsschwachen Kreditnehmer in Zahlungsrückstand gerieten und es vermehrt zu Kreditausfällen und Zwangsvollstreckungen kam. Viele Bauherren, Hausbesitzer und Wohnungskäufer konnten die Tilgungsraten ihrer Darlehen nicht mehr bezahlen und mussten ihre Immobilien verkaufen – mit deutlichen Wertverlusten. Etliche Immobilienfinanzierer gerieten dadurch in Schwierigkeiten.

Die stagnierenden und dann sinkenden Immobilienpreise verstärkten die Zweifel, dass die den Krediten als Sicherheit unterlegten Immobilien ausreichen. Ratingagenturen nahmen Bewertungskorrekturen der auf den Krediten aufgebauten Finanzprodukte vor, was zu Risikoaufschlägen an den Kreditmärkten und einer Neubewertung von Kreditrisiken führte. Investoren begannen, sich aus dem Handel mit hypothekenbesicherten Wertpapieren zurückzuziehen. Die letzten Investoren in der globalen Kette, wie Banken oder Private-Equity-Häuser, konnten sich mit steigenden Geldmarktzinsen nicht mehr wie bisher durch die Ausgabe eigener, kurzfristig terminierter Wertpapiere, sog. Asset Backed Commercial Papers (ABCP) refinanzieren. Denn auch ABS- und ABCP- Produkte wurden nicht mehr gehandelt – der Inter- Banken- Handel kam fast vollständig zum Erliegen. Im Endeffekt entstand eine Vertrauenskrise zwischen Banken, die sich gegenseitig kein Geld mehr leihen wollten, da nicht ersichtlich war, welche Bank welche Risiken in ihrem Portfolio angesammelt hatte.

Auch Zusagen für Akquisitionskredite wurden in großem Ausmaß eingefroren oder zurückgezogen. Dies stellte in erster Linie Beteiligungsunternehmen und ihr Finanzierungsinstrument der sog. Leveraged Buyouts, kurz LBOs, vor Schwierigkeiten. Darunter versteht man eine Firmenübernahme, die vorrangig mit geliehenem Fremdkapital finanziert wurde. Diese Beteiligungsunternehmen hatten ihre Firmenkäufe also verstärkt über Bankkredite finanziert und ihre Eigenkapitalquote dabei immer weiter abgesenkt. Sie haben dabei sog. Kredithebel verwendet, mit denen sie ein Vielfaches ihres Einlagenkapitals aufnehmen konnten. Mit diesem Fremdkapital erwarben sie die mit Immobilienkrediten unterlegten, risikoreichen Finanzprodukte. Die Kredite für diesen Finanzierungsmechanismus stammen von großen Kreditinstituten, die diese Kredite wiederum in Form von Anleihen am Kapitalmarkt veräußert. Als diese Produkte seit der Immobilienkrise allerdings keine Abnehmer mehr fanden, stellten die Banken auch die Kreditvergabe ein.

Für die beiden deutschen Banken IKB und SachsenLB und ihre Zweckgesellschaften RhinelandFunding und OrmondQuay hatte das Austrocknen dieser Refinanzierungsquellen schwerwiegende Konsequenzen. Denn als infolge des Anstiegs der Geldmarktzinsen der Inter- Banken- Handel zusammenbrach, konnten die Gesellschaften keine Abnehmer mehr für ihre Wertpapiere finden, mussten aber gleichzeitig ihre Verpflichtungen aus dem Kauf langfristiger Wertpapiere erfüllen. Es fanden sich keine Investoren mehr, die die kurzfristigen Anleihen kauften, da die den Investmentvehikeln zugrundeliegenden Vermögenstatbestände intransparent und die damit verbundenen Risiken nicht kalkulierbar waren. Die in Not geratenen Zweckgesellschaften waren daher darauf angewiesen, die Liquiditätslinien der sie tragenden Banken in Anspruch zu nehmen. Die Verbindlichkeiten der Zweckgesellschaften und die Liquidität ihres Portfolios mussten durch IKB und SachsenLB in voller Höhe

abgedeckt werden. Als Liquiditätsgeber hatten die Banken damit zwangsläufig auch die volle Höhe der Kreditverluste zu tragen.

Schlussfolgerungen – Lehren aus der Krise

Die politische Aufarbeitung muss auf einer sorgfältigen Analyse der Ursachen, Auslöser und Folgen der Subprimekrise beruhen. Sie erfolgt derzeit in verschiedenen Arenen und durch unterschiedliche Akteure – nicht nur auf nationalstaatlicher Ebene, sondern auch in internationalen Gremien. Auf Vorschlag der deutschen G7- Präsidentschaft haben die in dieser Gruppe zusammengeschlossenen Industrieländer das Forum für Finanzstabilität, kurz FSF, gebeten, diese Finanzmarkturbulenzen zu analysieren und in einem Abschlussbericht im Frühjahr 2008 konkrete Handlungsempfehlungen zu formulieren. Auch auf europäischer Ebene wird derzeit in verschiedenen Expertengremien über die Finanzmarktkrise debattiert.

Gerade in der internationalen Kooperation und Koordination liegt eine der zentralen Ressourcen der Bewältigung der aktuellen Krise und der Prävention künftiger Verwerfungen an den Finanzmärkten. Meine folgenden Überlegungen beleuchten einige Aufgabenfelder, in denen wir verbindliche Regelungen finden müssen, um das Vertrauen von Kunden und Investoren in die Funktionsfähigkeit des internationalen Finanzmarktes wieder herzustellen.

Ratingagenturen

Ratingagenturen unterliegen bislang keinerlei Kontrolle, eine Registrierungspflicht besteht bislang nur in den USA. Dies soll sich künftig ändern, denn der für den Binnenmarkt zuständige EU- Kommissar Charlie McCreevy hat den Ausschuss der Europäischen Wertpapieraufseher, das Committee of European Securities Regulators, kurz CESR, beauftragt, die Rolle von Ratingagenturen bei der Krise im US-Hypothekenmarkt zu untersuchen. In diesem Gremium sind nationale Wertpapieraufseher zusammengeschlossen, die die Europäische Kommission bei der Wertpapieraufsicht beraten. Bis zum Frühjahr 2008 soll ein Bericht mit konkreten Vorschlägen für mehr Transparenz vorliegen. Auch das Forum für Finanzmarktstabilität, kurz FSF, nimmt sich dieser Fragestellung an und hat dazu eine Arbeitsgruppe eingerichtet, die sich mit den Ursachen der gegenwärtigen Krise beschäftigt, die inhärenten Schwächen der Finanzmärkte herausarbeitet und Handlungsempfehlungen ausarbeiten soll.

Folgende Aspekte müssen dabei untersucht werden:

- Ratingagenturen prüfen anhand eines standardisierten Berechnungsmodells das Kreditausfallrisiko einer Anleihe und stellen dem Investmentfonds eine Bewertung aus. Sie greifen dabei auf unterschiedliche Bewertungsmodelle zurück. Einige Agenturen ermitteln über quantitative Analysen nur das bisherige Leistungsprofil eines Fonds, bspw. die Risikoverteilung oder die Wertentwicklung. Die Ergebnisse dieser Bewertung werden in sog. Rankings oder Ranglisten abgebildet. Andere Agenturen konzentrieren den Schwerpunkt ihrer Fondsbewertung auf die künftigen Entwicklungschancen einer Anleihe. Zu diesem Zweck untersuchen sie die Struktur der Fonds und die Qualität des Managements und leiten daraus eine Prognose in Form eines sog. Ratings, d.h. einer Beurteilung, ab.

Ich bin allerdings skeptisch, ob diese Ratings und Rankings die offensichtlichen und versteckten Markt- und Liquiditätsrisiken ausreichend berücksichtigt haben. Denn die krisenhafte Entwicklung der letzten Wochen und Monate hat gezeigt, dass diese Berechnungsmodell die komplexe Risikostruktur der bewerteten Produkte nicht präzise genug abbilden. Risiken werden systematisch unterbewertet, nur selektiv aufgedeckt oder gar nicht erkannt. Dies gilt insbesondere für die Wirkung spezifischer Parameter, die bei der Bewertung anderer Finanzmarktprodukte eine untergeordnete Rolle spielen. Dazu gehören sog. Hebeleffekte, die große Streuung der Verlustverteilung und die Addition von Verlusten im Fall von strukturierten Produkten, denen ein Forderungspool zugrunde liegt, der sich aus anderen strukturierten Instrumenten zusammensetzt. Die Defizite haben dazu beigetragen, dass viele Ratingagenturen den Risikogehalt strukturierter Verbriefungsinstrumente stark unterschätzt haben, insbesondere Höhe und Korrelation der Ausfallwahrscheinlichkeit zweitklassiger Hypothekenkrediten und darauf basierender Verbriefungstransaktionen.

- Im Zusammenspiel von Ratingagenturen, Wertpapier- Emittenten und potentiellen Kunden sind ernsthafte Interessenkonflikte angelegt. Denn die Agenturen erhalten ihren Prüfauftrag – und ihre Bezahlung – nicht von Kaufinteressenten, die die Positionierung eines Papiers auf einer Ratingskala zur Grundlage ihrer Kaufentscheidung machen und damit ein Interesse an einer möglichst präzisen, differenzierten und unparteiischen Bewertung haben. Bislang werden Ratingagenturen von den Wertpapier- Emittenten beauftragt, deren Produkte sie bewerten sollen. Ich bezweifle daher ernsthaft, ob die Bewertung stets auf einer objektiven Grundlage erfolgte, wenn man den Ratingagenturen ein Interesse an möglichst guten Marktchancen der von Ihnen bewerteten Produkte unterstellt.

Ein Beispiel aus dem Alltag verdeutlicht diesen Interessenkonflikt. Stellen Sie sich vor, Sie gehen am Wochenende auf einen Gebrauchtwagenmarkt, um sich ein Auto zu kaufen. Zwei Wagen kommen in den engeren Auswahlkreis. Preis, Verbrauch, Farbe, Ausstattung – alles nach Ihren Vorstellungen. Aber als Berufspendler und Familienvater sind Ihnen natürlich auch die Sicherheit und Verkehrstauglichkeit der Wagen sehr wichtig. Verkäufer A legt Ihnen einen Prüfbericht eines unabhängigen TÜV- Gutachters vor, der Ihnen die Sicherheit des angebotenen Wagens bescheinigt. Verkäufer B hingegen teilt Ihnen mit, dass er einen befreundeten Mechaniker gebeten hat, sich den Wagen einmal anzuschauen, und diesem ein Abendessen für den Fall des Verkaufs des Wagens versprochen hat. Fast alle von uns würden sich wohl für den Wagen von Verkäufer A entscheiden, denn nur hier können wir davon ausgehen, dass der Beurteiler eine sachlich korrekte Prüfung vorgenommen hat – und sich nicht von eigenen wirtschaftlichen Interessen leiten ließ.

Internationaler Regulierungsrahmen

Ausbruch und Verlauf der Krise auf dem Kapitalmarkt wurden auch durch die geltenden Vorschriften des Regulierungsregimes Basel I begünstigt. Denn dieses Regelwerk schreibt für die Kapitalunterlegungspflicht von Liquiditätszusagen für Banken vor, dass Banken kurzfristige Liquiditätslinien mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr – anders als Kredite – nicht mit Eigenkapital in Höhe von 8% unterlegen müssen. In Ermangelung von entsprechendem Eigenkapital wären die IKB und SachsenLB dazu jedoch kaum in der Lage gewesen und hätte RhinelandFunding dementsprechend keine Liquiditätslinien in diesem Umfang zur Verfügung stellen können.

Diese Kreditzusagen in Milliardenhöhe müssen zudem nicht bilanziert werden, wenn sie eine Laufzeit von weniger als einem Jahr haben. Banken und Zweckgesellschaften haben diese

Gestaltungsmöglichkeit ausgenutzt und die Liquiditätslinien alle auf 364 Tage begrenzt. Diese Vorschriften für Liquiditätslinien an außerbilanzielle Zweckgesellschaften werden erst Anfang 2008 mit Basel II verschärft. Banken müssen künftig zusätzlich Risiken und Aufgaben – etwa als Forderungsverkäufer, Finanzier oder als Investor – offenlegen, die sie mit verbrieften Krediten eingehen.

Kritisch sehe ich hierbei, dass die Eigenkapitalunterlegung an das Urteil – oder Fehlurteil – der Ratingagenturen rückgebunden ist. Skeptisch bin ich auch hinsichtlich der Verbindlichkeit und Durchsetzbarkeit der Basel II- Vorschriften. Denn sie werden zwar in der EU vollständig, in den USA allerdings nur von den Großbanken implementiert. Die neuen Regelungen sehen zudem vor, dass Banken ihre Verbindlichkeiten künftig nach den sog. IFRS- Vorschriften bilanzieren müssen. Diese Vorschriften werden von einer privaten Agentur, dem Standard Setting Board, erarbeitet und anschließend von der Kommission in europäisches Recht transformiert. Dies bedeutet, dass europarechtliche Verschärfungen nicht automatisch auch für außereuropäische Institute bindend sind. Wir stehen hier vielmehr vor der Herausforderung eines Grenzen und Kontinente überschreitenden Wildwuchses.

Die Ursachen für die Schwierigkeiten von IKB und SachsenLB sind allerdings nicht nur in verfehlten Managementstrategien, systemischen Risiken auf Immobilien- und Kapitalmärkten und in ineffizienten Regulierungsvorschriften zu suchen. Auch das stark zersplitterte Bankenwesen in Deutschland trug dazu bei.

Die Struktur der Baufinanzierung und des Bankenwesens in Deutschland

Die Baufinanzierung in Deutschland unterscheidet sich hinsichtlich seiner Risikoanfälligkeit qualitativ vom amerikanischen Modell. Hierzulande spielen Verbraucherschutz, Transparenz und Sicherheitsorientierung eine sehr große Rolle, da der Bau oder Erwerb von Wohnraum in erster Linie der Vermögensbildung, der Altersvorsorge und der Absicherung eines bestimmten Lebensstandards dient. Darlehen werden erst nach Bonitäts- und Beleihungsprüfung und bei Erfüllung von bestimmten Eigenkapitalanforderungen vergeben. Sie werden mit langfristig festen Zinsbindungen versehen, was die Planungssicherheit für die Baufinanzierer erhöht und sie – in Kombination mit der Möglichkeit rascher Darlehenstilgung – zu Sparsamkeit ermuntert.

Die staatliche Finanzaufsicht sichert diese Förderung von Eigenkapitalbildung, Markttransparenz und risikoaversen Darlehensverträgen institutionell ab. Ihre Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft (MaK) sind fester Bestandteil des Risikomanagements von Banken und Bausparkassen. Das Zusammenwirken von Finanzaufsicht und Risikomanagement der Baufinanzierer haben sich bewährt. Trotzdem liegen in der Struktur des Bankenwesens in Deutschland auch systemische Risiken verborgen.

Es gibt in Deutschland etwa 2.300 private, öffentlich- rechtliche und genossenschaftliche Kreditinstitute. Diese dezentrale Struktur hat viele Stärken: Bankdienstleistungen für Privat- und Geschäftskunden sind in einer Vielzahl örtlicher Filialen verfügbar. Alleine das Genossenschaftsbankenwesen betreut insgesamt etwa 16 Millionen Mitglieder in mehr als 1.200 Instituten. Weil viele Kreditinstitute zudem miteinander konkurrieren, verfolgen sie eine starke Wettbewerbsorientierung. Dies wirkt sich für die Kunden vorteilhaft aus, denn dadurch sinken Preise für Bankdienstleistungen, erhöht sich die Serviceorientierung der Banken und verbreitert sich das Angebot an Spar- und Anlageoptionen. Die Kreditinstitute spielen darüber hinaus eine zentrale Rolle bei der Mittelstandsfinanzierung, die in Deutschland in einem deutlich geringeren Ausmaß als in anderen Staaten auf den Kapitalmarkt angewiesen ist.

Schließlich verhindert das Zusammenspiel des „kleinteiligen“ Bankenwesens mit wirksamen Einlagensicherungssystemen systemische Krisen.

Mit der dezentralen Struktur des Bankenwesens sind allerdings auch Nachteile verbunden. Die Börsenkapitalisierung deutscher Banken ist im Vergleich zur ausländischen Konkurrenz gering. Um trotzdem international konkurrenzfähig zu bleiben und höhere Margen zu erzielen, engagieren sich daher viele Banken auf Märkten, die zwar größere Gewinnspannen versprechen, zugleich aber auch höhere Ausfallrisiken und äußerst komplizierte Finanzprodukte aufweisen – eine Entscheidung, die der IKB und der SachsenLB zum Verhängnis wurde.

Im Zuge der krisenhaften Entwicklung geriet auch die BaFin, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, als Aufsichts- und Kontrollorgan für den deutschen Finanzmarkt in die Kritik. Der Vorwurf lautete, die Behörde habe von den Problemen der Banken gewusst, die nötigen Gegenmaßnahmen zur Verhinderung der Liquiditätskrise aber unterlassen. Die Finanzmarktaufsicht ist in meinen Augen allerdings nicht Ursache oder Auslöser der Krise, sondern Teil ihrer Bewältigung.

Finanzmarktaufsicht in Deutschland

In Deutschland liegt die Aufsicht über den Finanzmarkt bei Bundesbank und BaFin. Die Finanzaufsicht umfasst als „Allfinanzaufsicht“ drei Säulen: Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat die alleinige Aufsicht über Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften und Immobilienfonds. Für die Aufsicht über den Bankensektor ist darüber hinaus auch die Bundesbank zuständig, die laufende Geschäftsprüfungen der Banken durchführt. Den Austausch zwischen BaFin und Deutscher Bundesbank gewährleisten gemeinsame Prüfungsteams. Der BaFin obliegt nach dem Kreditwesengesetz die Überwachung von Banken, Versicherungen und Finanzdienstleistungsinstituten in der Gründungsphase und die laufende aufsichtsrechtliche Kontrolle. Dazu gehört auch der Handel mit Wertpapieren in Deutschland.

Die BaFin leistet mit ihrer Arbeit einen wichtigen Beitrag zur Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzmarktes und stärkt das Vertrauen von Kunden, Anlegern und Versicherten in seine Funktionsfähigkeit. Das Kontrollnetz ist dabei recht eng geknüpft und setzt schon in der Gründungsphase eines Kreditinstituts an. Banken, Versicherungen oder Wertpapierhandelsunternehmen müssen gegenüber der Behörde nachweisen, dass sie die gesetzlichen Anforderungen an ihre Mindestkapitalausstattung, die Instituts- und Geschäftsführung oder die Unternehmensausrichtung erfüllen können. Die BaFin prüft danach anhand der Jahresabschlüsse und Geschäftsberichte, von Kurz- und Zwischenbilanzen, von Berichten von Wirtschaftsprüfern oder Kreditinformationen der Banken und Finanzdienstleistungsunternehmen die laufenden Geschäfte. Kommt die Behörde dabei zu der Auffassung, eine Bank oder ein Finanzinstitut verstoße gegen die einschlägigen Verordnungen und Regulierungsvorschriften, kann sie Sanktionen – etwa in Form von Verwarnungen, Bußgeldern oder Institutsschließungen – verhängen.

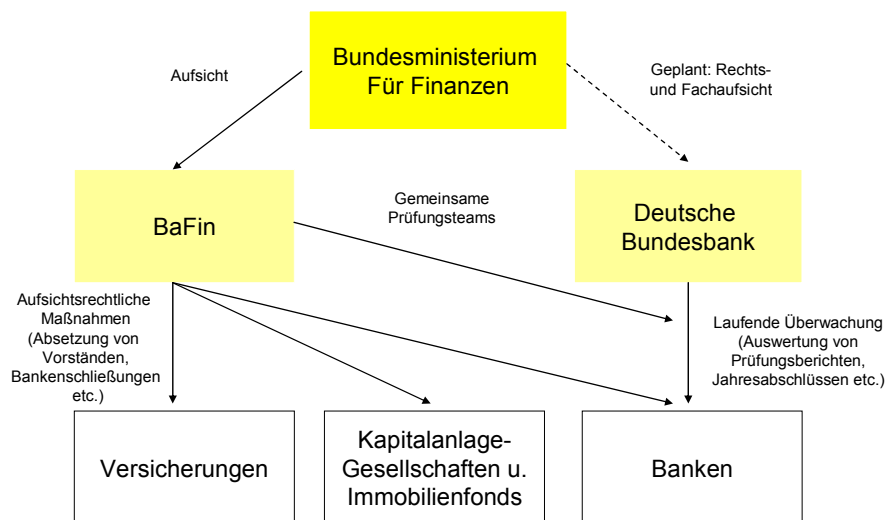
Die Aufsichtsbehörde kann dabei auch Sonderprüfungen anordnen und auf Informationen zurückgreifen, die Mitarbeiter der Bundesbank im Rahmen dieser Prüfungen erhoben haben.

BaFin und Bundesbank arbeiten bei der Informationsgewinnung und –auswertung also eng zusammen.

Diese Zusammenarbeit hat sich bewährt. Um sie auszubauen und die Kompetenzen der BaFin in der Allfinanzaufsicht zu stärken, befürworte ich eine Modernisierung der Aufsichtsstrukturen. Das Bundesfinanzministerium hat dazu einen Vorschlag erarbeitet, der als Kabinettsvorlage am 15. November 2007 in erster Lesung im Plenum des Deutschen Bundestages diskutiert wurde (BTags- Drs. 16/7078). Die Reorganisation der Führungsstruktur der BaFin soll die Finanzstabilität in Deutschland stärken und den Finanzplatz stärken. Künftig werden dem Präsidenten der BaFin eigenverantwortliche Exekutivdirektoren zur Seite gestellt. Dadurch wird die Entscheidungsbasis der BaFin verbreitert. Das fachliche Wissen wird durch den jeweils verantwortlichen Exekutivdirektor in das Direktorium eingebracht. Damit werden die Voraussetzungen für fachlich sicher verankerte Entscheidungen in der gesamten Bandbreite der Tätigkeit der BaFin geschaffen. Die Eigenverantwortung der Exekutivdirektoren kommt auch in der höheren besoldungsrechtlichen Einstufung zum Ausdruck.

Schaubild: Finanzmarktaufsicht in Deutschland

Finanzaufsicht in Deutschland



Quelle: eigene Zusammenstellung

Schlussbemerkung

Nationale und internationale Finanzmärkte sind komplexe Gebilde mit einer Vielzahl heterogener Interessen. Ihre amorphe Gestalt erschwert die politische Kontrolle. Angesichts des oft fahrlässigen und leichtfertigen Missbrauchs von Vertrauen und Verantwortung stelle

ich mir auch die Frage nach der persönlichen Haftung der Schuldigen. Ich denke dabei etwa an die finanzielle Haftung und vor allem auch strafrechtliche Konsequenzen.

Freiwillige Selbstbeschränkungen, Verhaltenskodizes oder private Regularien dieser Akteure können Bestandteil der Lösung und Vorbeugung krisenhafter Entwicklungen auf diesen Märkten sein; ich halte sie allerdings nicht für den Königsweg. Denn der internationale Finanzmarkt und seine Akteure leiden an ihren eingeschränkten Kapazitäten zur Risikowahrnehmung. Die Intransparenz der Portfolien und die unklare Verteilung der Kreditausfallrisiken auf dem Finanzmarkt erzeugen im Endeffekt ein hohes Maß an Unsicherheit. Dieses Defizit konnten weder die Ratingagenturen noch die geltenden internationalen Regulierungsvorschriften beheben.

Zusammen mit meinen Fraktionskolleginnen und –kollegen im Deutschen Bundestag arbeite ich deshalb dafür, unserem Auftrag der politischen Gestaltung marktbezogener Beziehungen nachzukommen und eine pragmatische Lösung zu finden, die die Dynamik der Finanzmärkte fördert und gleichzeitig die Interessen von Kunden, Investoren und Verbrauchern schützt.

Quellen

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin- Journal 11/ 2007, November 2007

Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2007, November 2007

FSF Working Group on Market and Institutional Resilience, Preliminary Report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, 15. Oktober 2007

Informationen des Bundesministeriums der Finanzen und der AG Finanzen der SPD-Bundestagsfraktion, 16. Wahlperiode

Christian Kellermann, Kollabierendes Kreditsystem, Internationale Politikanalyse, FES, September 2007

Alexandra Krieger, Wie kam es zur Krise der IKB Deutsche Industriebank AG? – Ursachen und Schlussfolgerungen für die Praxis, Hans- Böckler- Stiftung 2007

Kurzprotokoll der 67. Sitzung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, Auswirkungen der Hypothekenkrise in den USA auf den internationalen und den deutschen Finanzmarkt, Protokoll Nr. 16/67

Hans- Joachim Voth, Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt. Studie im Auftrag der Hans- Böckler- Stiftung, Juli 2007

Eigene Recherchen