

Ursachen der Finanzmarktkrise und ihre Wirkung auf die Finanzmarktarchitektur

Vortrag von Klaus Schiersmann bei OT 33 Celle

Risiken wurden lange Zeit systematisch unterschätzt und mit viel zu geringen Risikoprämien gehandelt. In den Kreditmärkten hat sich in den letzten 20 Jahren die größte Blase der Finanzgeschichte aufgebaut. Im Juli 2007 platzte die Blase.

Nur durch das beherzte und weltweit koordinierte Eingreifen von Notenbanken und Regierungen konnte eine Kernschmelze des Finanzsystems mit unabsehbaren Folgen für die Realwirtschaft verhindert werden. Ziel der Stabilisierungsmaßnahmen ist die Wiederherstellung des öffentlichen Gutes „Finanzmarktstabilität“ und damit einhergehend „Bewahrung der Geldwertstabilität“.

Zur Bewahrung eines öffentlichen Gutes ist der Staat zum Eingreifen legitimiert.

Bei der Suche nach den Ursachen gibt es keine einfachen Erklärungen. Die drei entscheidenden Stichworte sind „Verbriefung“, „Derivate“ und „expansive Geldpolitik“.

I. Genese der Finanzmarktkrise

Die aktuelle Krise ist kein Betriebsunfall eines ansonsten intakten Systems. Vielmehr befinden wir uns in einer Systemkrise, deren Ursachen sich über viele Jahre entwickelt haben.

Eigentlicher Ausgangspunkt der aktuellen Finanzmarktkrise war eine neue Form von Wertpapieren, die etwa Ende der 80er Jahre entstand. Anstatt durch Staaten oder durch Unternehmen wurden nun von Banken spezielle Wertpapiere begeben, deren Wert ausschließlich auf dem Eigentumsrecht an spezifischen und eng begrenzten Vermögensgegenständen basierte. Unter diesen neuen verbrieften Vermögensgegenständen waren auch Kredite und sonstige Forderungen aller Art. Der Sachverständigenrat spricht von einer Allchemie der Verbriefung.

Hintergrund dieser sog. Kreditverbriefung war die Neuverteilung der Risiken. Die Banken schnürten die Kredite zu Paketen, lagerten sie aus, wofür sie eigens zu diesem Zweck Gesellschaften gründeten, und verkauften die aus den Krediten resultierenden Zahlungsansprüche als vergleichsweise gut verzinsten Anleihen. Das Prinzip heißt: "originate-to-distribute". So konnten auch andere Geschäftspartner an Krediten beteiligt werden. Vor allem institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds oder andere Banken kauften diese sogenannten forderungsbesicherten Wertpapiere (auf Englisch: „Asset Backed Securities“ oder kurz „ABS“). Es war jetzt möglich, mit Immobiliendarlehen zu handeln wie mit Computern oder Kühlschränken. Daraus entwickelte sich schnell ein florierender Markt.

Eine Art Zwei-Klassen-Gesellschaft entstand unter den Finanzmarktakteuren: Auf der einen Seite standen die Originatoren, die die Bestandteile der neu geschaffenen Wertpapiere genau kannten, und auf der anderen die Investoren, die sich mangels eigener Kunden- oder Produktkenntnis auf Angaben Dritter verlassen mussten. Die Prüfung der Bonität der Zweckgesellschaften und der zugrundeliegenden Kredite wurde deshalb an die Ratingagenturen delegiert. Diese wiederum verwendeten dieselbe Nomenklatur (AAA bis D) wie bei Unternehmen und Ländern und erweckten damit den fatalen Eindruck, es handle sich bei verbrieften Kreditforderungen um vergleichbare Risiken wie bei Staats- oder Unternehmensemissionen.

Mit den verbrieften Kreditforderungen entstand ein nur durch die Wertpapieraufsicht kontrollierter neuer Finanzmarkt außerhalb der kommerziellen Banken. Die Wertpapieraufsicht war auf die neuen Risikostrukturen nicht ausgerichtet, und die Bankenaufsicht war (mit wenigen Ausnahmen wie Italien und Spanien) nicht zuständig.

Der große Vorteil dieser neuen Konstruktion war, dass Kredite und Forderungen mit deutlich weniger Eigenkapital unterlegt werden mussten als in Banken. Da die verbrieften Kredite nicht mehr in der Bankbilanz auftauchten, wurde Eigenkapital frei für zusätzliche Geschäfte.

Außerdem war ein AAA-Rating für eine Zweckgesellschaft viel einfacher zu erhalten, weil sich die Risikoanalyse auf einen ganz bestimmten Pool von Krediten beschränken konnte.

Ein weiterer bis vor kurzem weniger beachteter Effekt bzgl. der Refinanzierung trat durch die Verbriefung ebenfalls ein. Kredite mit mittel- und langfristiger Laufzeit (z.B. Immobilienfinanzierungen) wurden durch die Verbriefung handelbar und damit plötzlich (scheinbar) liquide. Dieser Eindruck scheinbarer Liquidität suggerierte, dass die Refinanzierung langfristiger Kredite deshalb kurzfristig erfolgen könne. Dieser Irrtum hatte unter anderem für die IKB fatale Folgen. Plötzlich war es unmöglich geworden, kfr. Anschlussrefinanzierungen zu erhalten. Die IKB und auch die HypoReal Estate wurden illiquide.

Wenn aufgrund von Fristeninkongruenzen Banken kollabieren, ist das ein klarer Verstoß gegen bankwirtschaftliche Grundsätze. Das muß bei den Verantwortlichen zu Sanktionen führen.

Ein weiterer Vorteil der Finanzinnovationen war, dass sich durch die Provisionen bei der Strukturierung und dem Verkauf solcher Produkte mehr Erlösen ließ als durch das klassische Kreditgeschäft. Banken, die das entsprechende Know-how hatten, verlagerten ihr Geschäft deshalb von der Kreditvergabe zur Arrangierung von Wertpapieren und damit von Zinseinkommen zu Provisionseinkommen – ein für die Ratings dieser Banken sehr willkommener Effekt. Gleichzeitig

wurden für Berater, Rechtsanwälte und Ratingagenturen neue Ertragsquellen erschlossen, sodass es also scheinbar nur Gewinner aus dieser Finanzinnovation gab.

Mit der erstmals in der Geschichte der Kreditwirtschaft im großen Maßstab erfolgten Trennung von Kredit und Risiko wurde aber der Grundstein für eine laxen Kreditvergabepolitik gelegt. Die Bildung der Kreditblase nahm so ihren Lauf.

Ein neues zusätzliches Marktsegment, „Subprime“ genannt, entstand.

Immer waghalsigere und größere Unternehmensübernahmen, Immobilien- oder Kreditportfolien konnten finanziert werden und die Fehleinschätzung des Risikos wurde immer gravierender.

Stark befeuert wurde diese Fehlentwicklung durch eine wachstumsorientierte Geldpolitik, die die Konjunkturentwicklung für wichtiger hielt als die Inflationsbekämpfung.

Das Volumen von sogenannten Kreditderivaten wuchs ebenfalls exponentiell an. Kreditrisiken waren mit der Erfindung von Kreditderivaten auf einmal frei handelbar. Es wurde möglich, unter Einsatz von Kreditabsicherungsinstrumenten, sog. Credit Default Swaps (CDS), auf bonitätsschwache Unternehmen Papiere zu schaffen, die das begehrte AAA-Ranking der Agenturen erhielten. Ein Beispiel sind sogenannte CDOs (Collateralized Debt Obligations) – auf Deutsch: mit Sicherheiten unterlegte Schuldverschreibung.

Spätestens ab diesem Zeitpunkt wusste endgültig niemand mehr, welche Risiken der Anleihekäufer am Schluss der Produktionskette wirklich einging. Das Wachstum des CDS-Marktes war gigantisch. Betrug das Volumen der Nominalen der ausstehenden CDS im Jahr 2000 ca. 600 Mrd. USD, so belief es sich Ende 2007 auf über 62 Billionen USD. Das addierte Bruttoinlandsprodukt der Welt belief sich 2007 auf 54,3 Billionen USD. Mit anderen Worten: Das Finanzsystem hatte sich von der Realwirtschaft abgekoppelt.

Aufgrund der boomenden Wirtschaft wurden zunächst keine nennenswerten Ausfälle verzeichnet. Bis zum Frühjahr 2007.

Die Eintrübung der Konjunktur führte zu ersten Ausfällen bei schlechten Kreditnehmern in überhitzten Regionen bei zweitklassigen Immobilien. Die Subprimekrise begann. Wie bei einem Flächenbrand begann sich das über zwei Jahrzehnte aufgebaute System quasi rückabzuwickeln. Seit

dem Frühherbst 2007 war Bankmanagern, Aufsicht, Ratingagenturen, Wirtschaftsprüfern und auch den Politikern klar, dass diese Rückabwicklung nur längerfristig und unter Einschuss von vielen Milliarden von Eigenkapital möglich sein würde.

Die Panik unter allen Marktteilnehmern, führte im Frühjahr und dann im Herbst 2008 nach der Insolvenz des großen globalen Marktteilnehmers Lehman schließlich zur völligen Illiquidität aller Märkte, und zwar sowohl der kurzfristigen Geldmärkte zur Liquiditätsversorgung der Banken untereinander als auch der (mittel- und langfristigen) Kapitalmärkte, in denen private wie institutionelle Investoren engagiert waren.

Dies wiederum bedeutete die Zerstörung der Bilanzierungsgrundlagen für die Banken, deren Bilanzen ja eine Verfügbarkeit von Marktpreisen für Wertpapiere erforderten. Die Illiquidität an den Kapitalmärkten machte eine Bewertung zu Marktpreisen praktisch unmöglich.

Nun waren die Finanzmärkte in der perfekten Abwärtsspirale.

Die rückläufigen Konjunkturerwartungen und eine sich abzeichnende Kreditklemme taten ein Übriges, um nach den Kreditmärkten auch die Aktienmärkte einbrechen zu lassen.

Eine Kernfrage ist: Durfte oder musste der Staat so massiv zur Stützung der Bankbranche eingreifen? Die Frage ist mit ja zu beantworten, denn: Geldwertstabilität ist ein öffentliches Gut, das es zu schützen gilt. Funktionierende Kreditmärkte sind Voraussetzung für eine florierende Wirtschaft. Bei anderen Branchen kann man durchaus anderer Ansicht sein.

II. Auswirkungen auf die Finanzmarktarchitektur

Die wichtigsten Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Finanzmarktarchitektur lassen sich in vier Stichpunkten beschreiben:

1. Überprüfung der Geschäftsmodelle der Banken

Die Banken müssen selbstkritisch eine ganz einfache Frage prüfen: Welches Problem meines Kunden kann ich so lösen, dass er zufrieden ist und die Bank ausreichend Ertrag erwirtschaftet?

Die Geschäftsmodelle der Banken werden sich grundlegend verändern:

Die Krise bedeutet auch das Ende der Wall Street, wie wir sie kannten.

Für die kommerziellen Banken gibt es aber ebenfalls weitreichende Konsequenzen:

- Hinwendung zum klassischen Kreditgeschäft, das in der Bankbilanz ausgewiesen wird
- Verstärkung der Liquiditätssteuerung und des Risikomanagements,
- Abbau sämtlichen Nicht-Kundengeschäftes
- Aber auch Verteuerung der Kreditfinanzierung, denn die erhöhten Refinanzierungskosten und Risikoaufschläge müssen in die Kalkulation Eingang finden.

2. Rekapitalisierung der Banken und Abbau kritischer Aktivpositionen

Während der Verlust von Eigenkapital für Nichtbanken zwar bedauerlich, aber in der Regel verschmerzbar ist, setzt er die Banken unter Handlungsdruck. Banken müssen ihre Kreditforderungen mit einer Mindestquote an Eigenkapital unterlegen.

Die im Rahmen der Finanzmarktkrise notwendigen Wertkorrekturen in den Bankenportfolios haben bei vielen Banken zu einem Abschmelzen des Eigenkapitals geführt. Die Gegensteuerung kann zum einen durch eine Rekapitalisierung der Institute erfolgen; zum anderen durch den Abbau kritischer Aktivpositionen.

Von der Rekapitalisierung hat z.B. die CoBk Gebrauch gemacht. Der Bund ist mit 25 % Aktionär der CoBk. Auch zur Rettung der HypoRealestate ist der Bund gezwungen, EK einzuschießen.

Zum Abbau kritischer Aktivpositionen soll als Aufbewahrungsstätte für toxische Wertpapiere die sog. „Bad-Bank“ fungieren. Die Frage ist erlaubt, ob eine Bad-Bank gut oder schlecht ist. M.E. ist sie gut und sogar dringend erforderlich. Die Banken können erst dann wieder Vertrauen erwerben, wenn aller Schrott aus den Bankbilanzen verschwunden ist und wir nicht ständig durch neue Wertberichtigungen überrascht werden.

3. Reform der Bilanzierungsstandards und Eigenkapitalvorschriften

In Fachkreisen wird zu Recht die Diskussion geführt, wie die Bilanzierungsvorschriften für Banken so angepasst werden können, dass die Volatilität der Ergebnisse abnimmt und die Aufstellung der Bilanz nicht ausschließlich den Interessen von Aktionären Rechnung trägt. Mit der Einführung internationaler Rechnungslegungsvorschriften (International Financial Reporting Standards, IFRS) erfolgte nämlich auch in Deutschland der Übergang zu einer kapitalmarktorientierten Bilanzierung. Hier besteht Korrekturbedarf.

4. Reform von Aufsicht und Ratingagenturen

Die wohl langfristig wichtigste Auswirkung der Krise betrifft die Finanzmarktaufsicht.

Es ist davon auszugehen, dass unter der Führung der Weltbank neue Standards entwickelt werden, dass die Aufsicht international aufgestellt wird und dass vor allen Dingen die bis heute völlig unregulierten Märkte – wie zum Beispiel Hedgefonds – in die Regulierung einbezogen werden.

Die Ratingagenturen sind heute überwiegend US-amerikanisch basiert.

Die EU hat jetzt eine Regelung getroffen, dass Ratingagenturen nicht mehr beraten dürfen und hinterher die Produkte selber testen.

Der Vorschlag von Frau Merkel, auch eine europäische Ratingagentur zu schaffen, ist zu unterstützen.

III. Schlusswort

Eine globale Rezession – die noch bevorstehen kann- wird die Wirtschaftswelt und die Bankenlandschaft verändern. Wer in der Lage und mutig genug ist, die sich daraus ergebenden Chancen zu ergreifen, wird vom nächsten Aufschwung profitieren. Unser Land befindet sich in einer relativ guten Ausgangslage, um über die Krise hinweg zu kommen. Unsere Leistungsbilanz ist positiv, das heißt, in der Summe gibt unser Land dem Ausland Kredit und nicht umgekehrt. Im internationalen Vergleich sind die deutschen Verbraucher moderat verschuldet. Der durchschnittliche Eigenkapitalanteil der deutschen Unternehmen ist seit dem Konjunkturtief 2001 von 15% auf 25% angestiegen. Deutschland ist dank der restriktiven Vergabe von Immobilienkrediten von einer Blase am Immobilienmarkt verschont geblieben.

Wenn man dem Sprichwort Glauben schenkt, dass ein Wirtschaftsaufschwung zu 50% aus Fakten und zu 50% aus Psychologie besteht, dann heißt das, dass wir bei allen Entscheidungen zum heutigen Zeitpunkt auch die Zeit nach der Krise fest im Blick haben müssen.

In schwierigen Zeiten werden oft die besten Richtungsentscheidungen getroffen.