



Es ist die größte Wirtschaftskrise nach der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren, und sie hat viele Gründe und zahllose Aspekte. Allein in den USA dürfte der Schaden nach Einschätzung von Präsident Barack Obama über zehn Billionen Dollar betragen, weltweit noch wesentlich mehr. In der Dritten Welt sollen durch die Krise bis zu 90 Millionen Menschen in die Armut abgerutscht sein.

Politiker, Ökonomen, Banker, Aufsichtsbehörden, Investoren, Hauskäufer und viele andere haben mit ihrer falschen Politik, Nachlässigkeit, Gier und Dummheit zu ihr beigetragen. Und die Krise ist noch nicht zu Ende. Wenn sie nicht zu einschneidenden Reformen der Finanzmärkte führt, könnte ihr eines Tages eine noch größere folgen.

Hans-Werner Sinn, Professor an der Universität München und Präsident des Ifo-Instituts, hat die Ursachen und den Verlauf der Krise nachgezeichnet und analysiert. In dem hier abgedruckten Teil seines Buches macht er Vorschläge für ein besseres Bankensystem.

Hans-Werner Sinn: Kasino-Kapitalismus
Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist

Econ, 3. Auflage 2009
362 Seiten, 29,90 Euro

© 2009 Econ, Berlin

Das US-Bankensystem ist pleite und könnte ohne staatliche Hilfen nicht mehr funktionieren. Westeuropas Banken sind angeschlagen, viele von ihnen würden ohne die Gelder des Staates unter die regulatorischen Mindestquoten für das Eigenkapital rutschen und müssten den Entzug der Geschäftserlaubnis befürchten. Manche europäische Banken laufen sogar Gefahr, ihr Eigenkapital völlig zu verlieren. Selbst das Schweizer Bankensystem, für viele Jahrzehnte der Inbegriff von Stabilität und Solidität, wäre ohne Staatshilfen dem Untergang geweiht. Mehr und mehr osteuropäische Staaten kommen in Bedrängnis und müssen durch internationale Hilfsprogramme gerettet werden. Will man nicht Staatsbankrotte und damit verbundene gesellschaftliche Unruhen riskieren, führt an ihrer Rettung kein Weg vorbei. Die G-20-Länder haben bei ihrem Gipfel in London die dafür nötigen Mittel bereitgestellt.

Das Unglück brach über die Welt herein, weil sich der Bazillus der Haftungsbeschränkung von Amerika aus über die Welt verbreitet und die Finanzmärkte infiziert hat, ohne dass die Regulierungsbehörden Einhalt geboten haben. Banken, Hedgefonds, Zweckgesellschaften, Investmentfonds und Immobilienfinanzierer durften ihr Geschäft fast ohne Eigenkapital betreiben. Wer kein Eigenkapital hat, haftet nicht, und wer nicht haftet, zockt. Er sucht das Risiko, wo er es nur findet, weil er die Gewinne privatisieren und die Verluste sozialisieren kann. Durch das Wegschneiden eines Teils der Verlustverteilung ist es ihm möglich, aus dem bloßen Risiko private Erträge zu zaubern. Auch wenn er Projekte finanziert, die gar keine echten Risikoprämien abwerfen, erwirtschaftet er satte Gewinne. Die Traumrenditen, die Banker in Schönwetterperioden erzeugen, sind größtenteils nichts als das Spiegelbild der Verluste der Gläubiger und der Steuerzahler, die im Katastrophenfall für die Zeche aufkommen müssen.

Auch die regressfreien Kredite, von den MBS-Papieren (den Mortgage-backed Securities) bis hin zu den vielfach verschachtelten CDO-Papieren (den Collateralized Debt Obligations), allesamt Derivate der Ansprüche der Immobilienfinanzierer gegen die amerikanischen Hauseigentümer, waren Teil des Roulettes, das Wall Street mit der Welt gespielt hat. Die amerikanischen Banken verkauften Kreditforderungen in die weite Welt, ohne dafür einstehen zu müssen, dass diese Forderungen tatsächlich erfüllt werden.

Sogar die amerikanischen Hausbesitzer wurden durch die regressfreien Immobilienkredite, die ihnen gewährt wurden, zu Hasardeuren. Sie haben sich an Projekte herangewagt, von denen sie beim europäischen Haftungsrecht die Finger gelassen hätten. Weil sie wussten, dass sie sich bei fallenden Hauspreisen durch die Übergabe des Hauses an die Bank aus der Verantwortung stehlen konnten, schreckten sie nicht vor hohen Hauspreisen zurück und haben so den Immobilienboom in den USA überhaupt erst ermöglicht. Die staatlich erzwungene Kreditvergabe zur Bekämpfung des Red Lining (keine Kredite für Immobilien in bestimmten Gegenden) half, den undurchschaubaren Wertpapier-Dschungel zu schaffen, der jetzt brennt.

Wenn Hausbesitzer zu Hasardeuren werden

Die Position der neoliberalen Ökonomen der deutschen Schule, von Alexander Rüstow über Wilhelm Röpke bis zu Walter Eucken, wird durch die Geschehnisse des Jahres 2008 bestätigt. Es war ihre zentrale These, dass Märkte ihre segensreichen Wirkungen nur in einem starken Ordnungsrahmen entfalten können. Das Haftungsprinzip gehört zu Euckens konstituierenden Prinzipien der marktwirtschaftlichen Ordnung.

Dass das Gebäude des Finanzkapitalismus zusammenbricht, wenn dieses konstituierende Prinzip untergraben wird, bestätigt Eucken auf eindrucksvolle Weise.

Neue Stabilität kann das Bankensystem nur gewinnen, wenn dem Haftungsprinzip wieder mehr Geltung verschafft wird. Eine wesentlich straffere Eigenkapitalregulierung und die Einschränkung der regressfreien Kreditformen gehören zu den unerlässlichen Barrieren gegen das Glückstertum, die die Politik errichten muss. Sie schaffen auf den Märkten wieder neues Vertrauen in langfristige Kreditkontrakte und ermöglichen es dem Kapitalismus so auch weiterhin, den Wohlstand der Massen zu mehren. Eucken muss nach Amerika!

Aber bevor Eucken in Amerika ankommt, muss Keynes die Banken und die Wirtschaft retten. Obwohl die neoliberalen Rezepte zum Brandschutz im Dschungel taugen, versagen sie bei der Aufgabe, einen bereits entfachenden Brand zu löschen. Möglicherweise besteht sogar ein gewisser Gegensatz zwischen Maßnahmen, die langfristige Stabilität schaffen, und Maßnahmen, die die akuten Gefahren bekämpfen, weil die Erwartung staatlicher Hilfen im Krisenfall Sorglosigkeit beim Umgang mit den Risiken erzeugt. Möglicherweise ist es aber genau andersherum, und es besteht eine Harmoniebeziehung zwischen den kurz- und langfristigen Zielen der Wirtschaftspolitik. Das zu klären ist die Aufgabe dieses abschließenden Kapitels.

Bad Banks und Bad Ideas

Viele sehen die derzeit größte Gefahr für das Weltfinanzsystem in der Illiquidität der Banken und im Zusammenbruch der Fristentransformation. Die Liquiditätsnöte der Banken, die durch den Zusammenbruch des Interbankenmarktes zustande kamen, sind in der Tat die dringlichsten und zunächst am deutlichsten sichtbaren Zeichen der Krise. Aber die Liquiditätskrise ist nur das Symptom einer viel tiefer sitzenden Solvenzkrise, die ihre Ursache in der chronischen Unterkapitalisierung des Bankensystems und den Eigenkapitalverlusten hat. Bis zum Februar 2009 hatten die amerikanischen Banken schon mehr als die Hälfte ihres Eigenkapitals verloren, und fast vier Mal so viel werden sie insgesamt verlieren, wenn man den Schätzungen des IWF vom April 2009 glauben darf. Viele Banken sind ohne Staatshilfen pleite, und weil sie das wissen, misstrauen sie einander und leihen sich kein Geld mehr. Auch die deutschen Banken sind ernsthaft bedroht.

Man kann dem Problem nicht mit bloßen Bürgschaften und anderen die Liquidität stützenden Maßnahmen beikommen, sondern nur durch eine Erhöhung des Eigenkapitalbestandes der Banken. Das aber wird nach Lage der Dinge in vielen Fällen nur mit staatlicher Hilfe gelingen. Private Hilfen wären zwar grundsätzlich besser, da die privaten Anleger jedoch wissen, dass ihre Gelder zunächst zur Bedienung von Altfor-

Der Eigenkapitalbestand der Banken muss erhöht werden

derungen benutzt würden, um ein ansonsten erzwungenes Konkursverfahren zu vermeiden, ist auf sie kein Verlass.

Auch der Plan des amerikanischen Finanzministers Timothy Geithner kann nicht auf dem Wege über eine bloße Marktmobilisierung und die Wiederherstellung des Interbankenhandels wirken, sondern nur insofern, als der Staat tatsächlich Geld verschenkt und den Eigenkapitalbestand des Bankensystems auffüllt. Der Plan wird zwar öffentlich als Liquiditätsprogramm propagiert, ist aber in Wahrheit ein Programm zur Aufstockung des Eigenkapitals des amerikanischen Bankensystems. Eine solche Aufstockung sollte indes auf anderem Weg vollzogen werden. Weder kann der amerikanische Steuerzahler akzeptieren, dass nach dem Geithner-Plan ein Teil der staatlichen Mittel an die Hedgefonds statt an die Banken fließt, noch dass der Staat sein Geld verschenkt.

Für Deutschland kommt der Geithner-Plan ohnehin nicht infrage, weil es hierzulande keine Hedgefonds gibt, die zum

Aufkauf der toxischen Vermögenswerte bereit wären. Der Finanzminister wird es kaum wagen, den angelsächsischen Hedgefonds Zuschüsse dafür zu zahlen, dass sie den deutschen Banken ihre ABS- und CDO-Papiere abkaufen, die nach einer Umfrage der Bundesbank einen Umfang in Höhe des gesamten Eigenkapitalbestandes des deutschen Bankensystems aufweisen.

Auch die im Juli 2009 vom Bundestag auf Druck der Bankenvertreter beschlossene Bad-Bank-Regelung ist eine Bad Idea, eine schlechte Idee. Das Gesetz ist zwar so konstruiert, dass es den Steuerzahler nichts kostet, aber weil das so ist, kann es die Solvenzkrise der Banken nicht lösen, sondern nur verschleiern.

Die Grundidee des Gesetzes ist, jeder Bank eine Zweckgesellschaft zuzuordnen, die die Rolle der Bad Bank übernimmt, und dieser Gesellschaft dann die toxischen Papiere gegen vom SoFFin besicherte, verzinsliche Wertpapiere zu verkaufen, um so die andernfalls notwendigen Abschreibungen in den Bankbilanzen zu vermeiden. Die Details sind allerdings recht kompliziert und auch nach mehrfacher Lektüre des außerordentlich verworren formulierten Gesetzes kaum zu verstehen.

Die Idee ist die: Die Banken geben ihre strukturierten Wertpapiere an die Zweckgesellschaft und erhalten dafür festverzinsliche Wertpapiere, die von dieser Gesellschaft ausgegeben und gegen eine Bürgschaftsgebühr vom SoFFin versichert werden. Der Tausch wird nicht zum Buchwert vorgenommen, sondern zu einem Wert, der um zehn Prozent darunter liegt. Diese Regelung war bei den vorangegangenen Konsultationen von der EU-Kommission verlangt worden, um die Gefahr versteckter Beihilfen zu verringern. Auch der um zehn Prozent reduzierte Buchwert wird freilich in aller Regel noch über dem tatsächlichen Wert der strukturierten Papiere liegen, der angesichts der Unsicherheit über die zu erwartenden Rückflüsse aber unbekannt ist. Zur Abschätzung des tatsächlichen Wertes soll eine Sachverständigenkommission einen so genannten Fundamentalwert berechnen. Die Differenz zwischen dem reduzierten Buchwert und dem Fundamentalwert muss die Bank der Zweckgesellschaft im Laufe der Jahre aus ihren Dividenden abstopfern.

Die Solvenzkrise wird verschleiert

Die so beschriebene Konstruktion bringt der Bank keinen erkennbaren Vermögensvorteil, zumal die Bürgschaftsprämie um den Zinsvorteil aus der verzögerten Rückzahlung der Differenz zwischen reduziertem Buchgewinn und Fundamentalwert erhöht werden soll. Die Konstruktion bietet der Bank aber einen optischen, bilanztechnischen Vorteil im Verhältnis zu ihren Aufsichtsbehörden, denn sie kann die erhaltenen Wertpapiere bilanzieren, ohne zugleich ihre Schulden gegenüber der Bad Bank als Drohrückstellungen in die Bilanz aufnehmen zu müssen. Letzteres erübrigt sich nach den üblichen Bilanzregeln, denn erstens muss die Bank die Differenz zwischen reduziertem Buchwert und Fundamentalwert nur dann begleichen, wenn sie ausschüttbare Gewinne erzielt, und zweitens besteht ja zumindest die Möglichkeit, dass der Wert der Papiere zu seinem ursprünglichen Buchwert zurückkehrt.

Ob der bilanztechnische Vorteil ausreicht, die Banken zum Mitmachen zu bewegen, wird man sehen. Für manche Banken könnten schon Abschreibungen von zehn Prozent des Buchwertes zu einem Problem werden, selbst wenn eine Klausel im Gesetz sicherstellt, dass diese Abschreibungen verringert werden, falls dadurch die Kernkapitalquote unter sieben Prozent sänke. Der Enthusiasmus der Banken hält sich jedenfalls in Grenzen.

Das tut er auch deshalb, weil ein in der ursprünglichen Formulierung des Gesetzesvorschlags enthaltener Vorteil in der verabschiedeten Fassung nicht mehr vorkommt. Er bezog sich auf den nicht unwahrscheinlichen Fall, dass sich im Laufe der Zeit herausstellen würde, dass der tatsächliche

Wert der Papiere noch unter dem Fundamentalwert liegt. Für diesen Fall war zwar vorgesehen, dass die Bank gegenüber ihrer Zweckgesellschaft die sich dann noch ergebende Differenz zum Fundamentalwert über längere Zeitspannen aus ihren Dividenden abzahlt, doch fehlte der Hinweis, dass dabei auch Zinsen in Rechnung zu stellen sind. Die Bank hätte damit faktisch einen zinsfreien Kredit erhalten, der ihre Zweckgesellschaft zwangsläufig in die Pleite getrieben und für den SoFFin den Bürgschaftsfall ausgelöst hätte. Diese Regelung ist jedoch im Zuge des Gesetzgebungsverfahrens gestrichen worden, weil der Trick dann doch von zu vielen bemerkt wurde. Auch die Kritik in den ersten beiden Auflagen dieses Buches mag mitgeholfen haben, die Aufmerksamkeit in diesem Punkt zu wecken.

Als echter geldwerter Vorteil für die Bank bleibt nun nur noch der Umstand, dass sie die Verluste nur dann ausgleichen muss, wenn sie Dividenden erzielt, sowie die Möglichkeit, zu Lasten der Ansprüche der Zweckgesellschaft Vorzugsaktien auszugeben. Die Eigentümer von Vorzugsaktien haben einen Dividendenanspruch, der bedient werden muss, bevor die Ansprüche der Zweckgesellschaft geltend gemacht werden können. Dieser Vorteil ermöglicht es der Bank, sich auch in problematischen Zeiten Eigenkapital zu besorgen, er erhöht aber die Wahrscheinlichkeit, dass die Bad Bank mangels Dividenden austrocknet und Pleite geht, so dass der SoFFin belastet wird.

Wie groß dieser Vorteil für die Ursprungsbank ist, kann man debattieren. Von ihm abgesehen ist die Bad Bank nur ein Buchhaltungstrick, der die wahren Belastungen der Banken verschleiert und mehr Eigenkapital vorgaukelt, als tatsächlich vorhanden ist. Genauso gut hätte der Gesetzgeber angesichts der gefallen Eigenkapitalbestände die regulatorischen Mindestwerte für das Eigenkapital herabsetzen können. Eine solche Politik erhält die Funktionsfähigkeit der Banken, stärkt die Banken aber nicht wirklich und legt die Saat für die nächste Bankenkrise.

Die Erfahrungen der Briten und Schweden

Angesichts solcher Vorschläge ist es nützlich zu wissen, dass die Briten und Schweden das Eigenkapitalproblem bereits gelöst haben, ohne dabei Geschenke zu verteilen. Schweden hat Anfang der neunziger Jahre eine schwere Bankenkrise durchlebt, die es durch massive Staatseingriffe gemeistert hat. Und Großbritannien, das in der aktuellen Krise als eines der ersten europäischen Länder getroffen wurde, hat Maßnahmen ergriffen, die man diesem liberal denkenden Land niemals zugetraut hätte.

Während Deutschland mit seiner Bad Bank faktisch den Weg einer Verringerung der Eigenkapitalanforderungen geht, sind die Briten den umgekehrten Weg gegangen. Mitten in der Krise haben sie acht ihrer größten Banken zur Teilnahme an einem Rettungsplan bewegt, der eine Erhöhung der Kernkapitalquote von den nach Basel II mindestens nötigen vier Prozent auf neun Prozent vorsieht.

Eine solche Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen erscheint auf den ersten Blick als eine Maßnahme, die die Wirtschaftskrise noch verstärkt. Bei genauerem Hinsehen stellen sich die Dinge jedoch etwas anders dar. Zum einen wurden Vorkehrungen getroffen, dass die Banken den neuen Auflagen nicht einfach dadurch entsprechen können, dass sie die Vergabe von Krediten an Hauskäufer und Unternehmen zurückschrauben. Zum anderen half der Staat bei der Erfüllung der Mindestquote für das Eigenkapital. Die Banken konnten versuchen, sich privates Kapital zu besorgen, doch wenn sie keines bekamen und zugleich an den umfangreichen Rettungsmaßnahmen teilhaben wollten, mussten sie den Staat als Teilhaber akzeptieren, ihm also Aktien verkaufen.

In der Tat kam es zu einer Beteiligung des Staates an den wichtigsten Banken des Landes. So gewann er einen Aktienanteil von mehr als 70 Prozent an der Royal Bank of Scot-

land, einst die größte Bank Europas, und von 65 Prozent an der Lloyds TSB, die die HBOS (Halifax Bank of Scotland) übernahm und inzwischen unter dem Namen Lloyds Banking Group firmiert. Aus öffentlichen Mitteln wurden dafür im Oktober 2008 insgesamt 50 Mrd. Pfund, also etwa 56 Mrd. Euro, zur Verfügung gestellt. Zuvor hatte der britische Staat bereits 100 Prozent an Northern Rock übernommen, bei der es im Herbst 2007 zum ersten Bank Run der Krise gekommen war. Insgesamt beliefen sich die Ausgaben des britischen Staates für den Erwerb von Beteiligungsrechten bis zum März 2009 auf 94 Mrd. Pfund (106 Mrd. Euro). Diese Maßnahmen haben die betroffenen Großbanken nachhaltig stabilisiert, denn diese Banken haben heute wesentlich mehr Kernkapital als die vier Prozent, die anderswo, so auch in Deutschland, für einen ordnungsgemäßen Geschäftsverkehr erforderlich sind.

Zusätzlich bietet freilich auch der britische Staat seinen Geschäftsbanken mit dem so genannten Asset Protection Scheme (APS), also dem „Anlage-

Strikte Maßnahmen im liberalen Großbritannien

schutzschema“, eine Versicherungslösung an. Das Ziel des APS ist es, die Banken gegen Verluste bei ausgeliehenen Krediten, ABS- und CDO-Papieren und darauf aufbauenden Derivatgeschäften abzusichern. Für die Teilnahme müssen die Banken solvent, gut kapitalisiert und hinreichend groß sein, um als systemrelevant zu gelten (mehr als 25 Mrd. Pfund Bilanzsumme). Sind sie das nicht, müssen sie zugleich am staatlichen Beteiligungsprogramm teilnehmen. Die toxischen Forderungen werden bewertet und gegen eine Gebühr vom Staat versichert. Dabei müssen die Banken einen Selbstbehalt akzeptieren. Das bedeutet, dass sie die Verluste bis zu einer bestimmten Summe zur Gänze allein tragen müssen und der Staat erst danach einspringt. Und auch von den Verlusten, die den Selbstbehalt überschreiten, müssen die Banken weiterhin mindestens zehn Prozent als Mitversicherungsquote tragen. Diese Vorkehrungen sollen dazu dienen, dass die Banken sich weiterhin darum bemühen, ihr Geld von den Schuldner zurückzubekommen, statt die Verantwortung für das Eintreiben der Schulden dem Staat zu überlassen.

Einen noch radikaleren Weg als Großbritannien war Schweden gegangen, um die Bankenkrise der Jahre 1991 und 1992 zu überwinden. Die Krise stellte sich ein, nachdem die Immobilienblase der achtziger Jahre geplatzt, die Inflationsrate stark gestiegen und der Kurs der schwedischen Krone unter Abwertungsdruck geraten war. Sie war für Schweden wesentlich schwerer als die jetzige Krise für die Banken der westlichen Welt, denn die Abschreibungsverluste beliefen sich damals auf 12 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Dieser Wert wird derzeit nur von Bermuda und der Schweiz übertroffen.

Der schwedische Staat bot den in Bedrängnis geratenen Banken eine Mitbeteiligung und im Falle der Verstaatlichung auch eine Übernahme der toxischen Wertpapiere in staatlich finanzierte Bad Banks an.

Der Staat bestimmte die Geschäftspolitik

Zwei der größten Banken des Landes, die Nordbanken und die Gota Bank, machten in den Jahren 1991 bzw. 1993 von diesem Angebot Gebrauch und wurden verstaatlicht. Dabei gab der Staat insgesamt 65 Mrd. Kronen für die Rekapitalisierung der Banken aus, was vier Prozent des Bruttoinlandsprodukts entsprach. Übertragen auf die heutigen deutschen Verhältnisse sind das etwa 100 Mrd. Euro.

Die Übernahme der Banken durch den Staat bedeutete nicht, dass die Banken ihre private Rechtsform verloren, wohl aber, dass der Staat der alleinige Eigentümer wurde und dann die Geschäftspolitik bestimmte. Die übrigen Banken besorgten sich neues Eigenkapital am Markt und mussten ihre problematischen Wertpapiere abschreiben, ohne sie an eine staatliche Bad Bank verkaufen zu können. Die beiden verstaatlichten Banken wurden 1993 verschmolzen

und gingen später zusammen mit weiteren nordeuropäischen Banken in der Nordea-Bank auf. Der Staat hat den größten Teil seiner Anteile inzwischen verkauft und ist nur noch mit 19,9 Prozent an der Bank beteiligt. Heute verfügt Schweden wieder über ein funktionsfähiges privates Bankensystem, und die Krise ist längst vergessen.

Teilhaberschaft des Staates

Die schwedischen und britischen Erfahrungen könnten eine Richtschnur für andere Länder sein, da man weder zulassen kann, dass der Staat Geschenke verteilt, noch dass sich die Banken gesundschrumpfen, indem sie der Wirtschaft über eine Kreditklemme die Luft abdrehen. Deshalb mein Vorschlag für die Soforthilfe, die die Bankensysteme der westlichen Länder und insbesondere auch das deutsche System benötigt: Wer am Markt nicht genug Eigenkapital findet, um das Bilanzvolumen im Schnitt der letzten drei Jahre mit mindestens vier Prozent Eigenkapital und die Risikopositionen dieser Jahre mit mindestens acht Prozent Kernkapital zu unterlegen, muss akzeptieren, dass der Staat das Eigenkapital auffüllt und Teilhaber wird.

Dessen ungeachtet kann der Staat weiterhin Bürgschaften ausreichen oder die Banken auch anderweitig zu fairen Bedingungen gegen Verluste absichern. Solche Maßnahmen sind komplementär zu dem hier unterbreiteten Vorschlag, stellen jedoch aus den genannten Gründen keinen Beitrag zur Überwindung der bedrohlichen Unterkapitalisierung des Bankensystems dar.

Langfristige und kurzfristige Ziele fallen bei der Teilhaberschaft des Staates zusammen, denn nur mit neuem Eigenkapital werden die Banken einander wieder vertrauen, und nur dann, wenn der Staat in der Krise auf das Verteilen von Geschenken verzichtet, setzt er im Vorfeld der Krise Anreize zu einem künftig vorsichtigeren Geschäftsgebaren. Da das Eigenkapital nach Lage der Dinge wohl nur vom Staat kommen kann, gibt es in vielen Fällen keine Alternative zur Mitbeteiligung des Staates.

Manche mögen bei der Mitbeteiligung des Staates grundsätzliche Bedenken haben. Aber sie sollten bedenken, wie schlimm die Krise ist, in die das Bankensystem und mit ihr die Weltwirtschaft geschlittert ist. Bevor man sozialistisches Vokabular verwendet und sich gedanklich zum Opfer einer bloßen Semantik macht, sollte man sich vergegenwärtigen, dass es für den Staat vielfach nur noch zwei Alternativen geben wird: für das Geld, mit dem er die Banken rettet, als Gegenleistung Aktien zu bekommen oder nichts zu bekommen. Mit bloßem Wunschenken kann man die existenzbedrohende Krise der kapitalistischen Wirtschaftsordnung nicht überwinden. Und an den harten Fakten des IWF kommt man damit auch nicht vorbei. Nur ein Viertel der nötigen Abschreibungen war bis zum Frühjahr 2009 realisiert worden, und doch waren in Amerika schon die Hälfte und in Deutschland ein Fünftel des Eigenkapitals der

Mitbeteiligung des Staates ist keine Enteignung

Banken weg.

Die Mitbeteiligung des Staates ist keine Enteignung, sondern eine erzwungene Kapitalerhöhung. Wenig spricht dagegen, doch viel dafür, dass die Altaktionäre an Bord bleiben. Doch die Bank muss dem Staat zu herrschenden Kursen so viele neue Aktien verkaufen, bis die genannten Prozentsätze erreicht sind. Die Altaktionäre dürfen nicht das Recht haben, dies abzublocken, wenn ihnen die Bedingungen nicht passen. Was ihre Beteiligung noch wert ist, zeigt die Börse, nicht die Bilanz. Allerdings müsste der Staat darüber hinaus noch eine Kontrollprämie zahlen, wenn er auf diese Weise die Aktienmehrheit erhielte.

Betrachten wir als konkretes Beispiel eine Bank, die ein Eigenkapital von 30 Mrd. in ihren Büchern stehen hat, doch

an der Börse nur noch mit 15 Mrd. Euro bewertet wird. Das ist kein unrealistischer Fall, weil der Aktienmarkt die künftig noch zu erwartenden Abschreibungen vorwegnimmt, deren Verbuchung die Bilanzregeln heute noch nicht vorsehen. Angenommen, die Bank benötigt zur Erfüllung der Mindestquoten für das Eigenkapital insgesamt 60 Mrd. Euro Eigenkapital. Dann muss der Staat weitere 30 Mrd. Euro für eine Kapitalerhöhung zur Verfügung stellen. Wenn er die Aktien, die er für das eingebrachte Kapital erhält, zum Marktkurs bezahlen muss, gehören ihm anschließend zwei Drittel des Unternehmens.

Allerdings fällt dem Staat nun das Kontrollrecht zu, das ebenfalls einen Marktwert hat. Zur Ermittlung des nötigen Aufschlags auf die Börsenkurse gibt es übliche Verfahren, die von externen Beratungsunternehmen angewendet werden. Auf der Basis entsprechender Gutachten kann der Staat sein Angebot unterbreiten.

Um sicherzugehen, dass die privaten Anteilseigner bei diesem Geschäft nicht übervorteilt werden, sollte die Bank die Möglichkeit erhalten, die neuen Aktien zunächst am Kapitalmarkt anzubieten. Wenn sie dort einen höheren Preis erzielt, als der Staat ihr bietet, kann sie die neuen Aktien dorthin verkaufen. Wenn nicht, kommt der Staat zum Zuge.

Natürlich dürfen Banken keine Behörden werden. Der Staat hat zwar Geld, ist aber ein schlechter Banker. Die private Rechtsform muss deshalb unbedingt erhalten bleiben. Sie schützt die privaten Minderheitseigentümer und die Volkswirtschaft davor, dass der Staat seine Machtposition missbraucht. Sollte er seine Macht benutzen, die Bank zu Geschäften zu veranlassen, die zwar angeblich dem Gemeininteresse dienen, doch den Wert des Unternehmens schmälern, haben die Minderheitsaktionäre das Recht auf Schadenersatz, das sie notfalls gerichtlich geltend machen können. Die private Rechtsform ist zudem schon deshalb erforderlich, weil der Staat seinen Aktienbesitz nach der Krise alsbald wieder verkaufen soll, gerne auch mit Gewinn. Der Ausstieg des Staates nach der Krise ist unerlässlich.

Wichtig ist, dass die genannten Eigenkapitalquoten (acht Prozent Kernkapitalquote, vier Prozent bilanzielle Eigenkapitalquote) nicht auf das laufende Geschäftsvolumen, sondern auf das Geschäftsvolumen der vergangenen drei Jahre berechnet werden. Diese Regelung verhindert, dass die Banken die Quote durch eine Herabskalierung des Geschäftsvolumens erreichen können, was zu Lasten ihrer Privatkunden und damit zu Lasten der realen Investitionen der Volkswirtschaft ginge. Da die Geschäfte der letzten drei Jahre bereits gemacht wurden, lassen sich die höheren Quoten nur erreichen, wenn mehr Eigenkapital in die Banken eingebracht wird.

Harmonisierung der Aufsichtsstrukturen

Die Rettung der Banken aus ihrer akuten Krise bedarf keiner besonderen internationalen Harmonisierung. Jedes Land hat ein hinreichendes Interesse daran, sein Bankensystem zu erhalten und die dafür nötigen Stützungsmaßnahmen zu ergreifen. Es reicht, Vorkehrungen zu schaffen, die es einem Staat verbieten, die Rettungsmaßnahmen so zu gestalten, dass sie nicht ausländischen Partnern der nationalen Banken oder ausländischen Banken, die im Inland ansässig sind, zugute kommen.

Umso wichtiger ist es, die langfristigen Ordnungs- oder Regulierungsregeln des Bankensystems international zu harmonisieren, um dem schleichenden Laschheitswettbewerb, der in den letzten Jahrzehnten zu beobachten war, einen Riegel vorzuschieben. Zu dem Zweck müssen sich die Staaten der Welt zu einem Basel-III-Abkommen zusammenfinden, das die Details der Bankenregulierung im Sinne von Mindeststandards für die Qualität der Bankprodukte festlegt. Mit dem G-20-Gipfel in London im April 2009 ist ein Anfang für eine solche Harmonisierung der Bankenregulierung gemacht worden.

Dabei müssen auch internationale Institutionen mit entsprechenden Kompetenzen geschaffen werden. So bietet es sich an, den Internationalen Währungsfonds (IWF) oder die Vereinten Nationen mit der Rolle einer übergeordneten Aufsichtsbehörde für die Bankensysteme der Welt zu betrauen. Das kann natürlich nicht heißen, dass diese Behörde die Banken im Einzelnen beaufsichtigt, wohl aber, dass sie an der Spitze einer Hierarchie von Aufsichtsbehörden steht und gegebenenfalls Anordnungen erteilen kann, die von den untergeordneten Institutionen der Hierarchie zu erfüllen sind.

Auf der nächsten Stufe könnten die Notenbanken oder auch eigenständige Aufsichtsbehörden stehen, die nach einem einheitlichen Organisationschema konstruiert sind. Für Europa ist es auf jeden Fall erforderlich, über der Ebene der nationalen Regulierungsbehörden eine gemeinsame europäische Behörde zu schaffen, die in wichtigen Punkten gegenüber den nationalen Behörden weisungsbefugt ist oder, besser noch, die nationalen Behörden von vornherein zu Unterabteilungen der europäischen Behörde macht. Für einzelstaatliche Lösungen spricht zwar in vielen Bereichen das im Maastrichter Vertrag verankerte Subsidiaritätsprinzip. Aber bei der Bankenregulierung kommt wegen der destruktiven Kräfte des Laschheitswettbewerbs eine kleinstaatliche Lösung nicht in Frage. Die Europäische Zentralbank bietet mit den ihr unterstehenden nationalen Zentralbanken und ihrer politischen Unabhängigkeit den idealen Rahmen für die Organisation der Aufsichtstruktur, doch ist es nicht zwingend, dass sie diese Rolle übernimmt. Man kann, wenn man will, auch eine neue EU-Aufsichtsbehörde gründen.

Dass sich eine nationale Aufsicht in den einzelnen Ländern Europas überlebt hat, ist offenkundig, wenn man bedenkt, dass keine der großen europäischen Banken ihre Aktivität auf das Heimatland beschränkt. Praktisch alle großen Banken sind heute international tätige Konzerne, in denen die nationalen Grenzen an Gewicht verloren haben. Es ist völlig unmöglich, solche Konzerne von nationalen Aufsichtsbehörden sinnvoll regulieren zu lassen.

Höhere Eigenkapitalquoten und höhere Risikogewichte

Die Inhalte der Regulierung durch die Aufsichtsbehörden wurden in diesem Buch bereits ausgiebig diskutiert: Die bei weitem wichtigste Ordnungsregel besteht darin, auch langfristig wesentlich höhere Eigenkapitalquoten zu verlangen als heute. Das ist die Schlüsselstrategie für die Gesundung des Bankwesens. Ein hoher Eigenkapitalbestand puffert Stöße besser ab, und vor allem schafft er mehr Sorgfalt im Umgang mit Risiken, weil er die Haftung der Aktionäre verstärkt.

Die Forderung nach mehr Eigenkapital findet heute auch in Europa viel Rückhalt. So hat sich die von der EU eingesetzte Larosiere-Kommission im Februar 2009 nachdrücklich für eine Erhöhung der Mindesteigenkapitalquoten gegenüber dem Basel-II-System eingesetzt. Jenseits des Atlantiks scheint die Erhöhung des Eigenkapitals indes nicht auf ungeteilte Zustimmung zu stoßen. So wurde im Schlussprotokoll des G-20-Gipfels in London im April 2009 dieser Punkt nur insofern kurz erwähnt, als man eine Begrenzung des „Leverage“ ins Auge fassen wolle.

Die Nennung konkreter Forderungen auf der Basis von generellen Erkenntnissen ist natürlich nicht frei von persönlichen Einschätzungen. Die erwähnten Ziffern, nämlich vier Prozent für die bilanzielle Eigenkapitalquote und acht Prozent für die Kernkapitalquote, könnten aber als Diskussionsbasis für ein neu zu schaffendes Basel-III-Abkommen dienen. Diese Quoten sollten nicht nur während der Krise, sondern auch langfristig im Sinne von Mindestregeln gelten, die die Finanzinstitute aller Länder einhalten müssen. Der Unterschied zur kurzfristigen Krisenbewältigung ist nur, dass die Quoten langfristig mit privatem Eigenkapital erreicht werden sollen, weil der Staat seine Aktien ja verkaufen soll, wenn die Krise vorbei ist.

Zur Stärkung der Eigenkapitalbasis gehört auch eine neue Bewertung der Risikopositionen. Wie erläutert wird die Kernkapitalquote heute errechnet, indem das Eigenkapital, also die Summe aus Stammkapital, Rücklagen und stillen Einlagen, durch die Summe der Risikopositionen dividiert wird. Da die Summe der Risikopositionen nur einen Bruchteil der Bilanzsumme ausmacht, gaukelt die Kernkapitalquote eine Eigenkapitalquote vor, die bisweilen fünf Mal so groß ist wie die tatsächliche bilanzielle Eigenkapitalquote. Diese institutionelle Schummelei muss aufhören. Basel III braucht eine faire Bewertung der risikogewichteten Aktiva, auf deren Grundlage die Summe der Risikopositionen im Durchschnitt der Banken etwa so groß wie die Bilanzsumme ist. Erst dann können sich die Marktteilnehmer vorstellen, was wohl mit der Kernkapitalquote gemeint sein könnte.

Selbstredend hätte eine solche Änderung der Gewichte bei gleichen regulatorischen Eigenkapitalquoten eine wesentliche Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken zur Folge. Da heute die aggregierte Eigenkapitalquote des deutschen Bankensystems bei vier Prozent des Bilanzvolumens liegt, würde die Anforderung einer mindestens achtprozentigen Kernkapitalquote nach einer solchen Umbewertung grob gesprochen eine Verdoppelung der Eigenkapitalanforderungen an die Banken bedeuten.

Keine institutionelle Schummelei mehr

Und man braucht keine Angst zu haben, dass es an Kapital fehlen wird, wenn mehr Eigenkapital vorgehalten werden muss. Theoretisch könnte es zwar kurzfristig zu Engpässen kommen, wenn plötzlich mehr Eigenkapital verlangt würde, weil sich die Banken erst darauf einstellen müssten. Dieses Problem wird jedoch bereits durch die Staatsbeteiligung gelöst. Langfristig lässt sich eine Wirtschaft mit weitgehend beliebigen Eigenkapitalquoten der Banken organisieren, weil die Ersparnisse der Volkswirtschaft immer ausreicht, die Investitionen zu finanzieren. Prinzipiell spielt es keine Rolle, ob die Ersparnisse auf dem Wege von Eigen- oder Fremdkapital zu den Firmen transportiert werden. Wenn höhere Eigenkapitalquoten verlangt werden, wird eben ein höherer Anteil der Ersparnisse über den Kauf neuer Bankaktien und als einbehaltene Gewinne in Eigenkapital verwandelt, und der Anteil der Ersparnisse, der den Banken über Sparbücher und den Verkauf von Bankschuldverschreibungen zufließt, geht zurück.

Die Vertreter der Banken werden diese Vorschläge nicht mögen, denn sie laufen darauf hinaus, die Eigenkapitalrendite zu kappen, weil die Lasten der Gläubiger und Steuerzahler im Katastrophenfall verringert würden. Dem Geschäftsmodell der Banken dieser Welt, das darin besteht, aus bloßem Risiko Erträge zu generieren, weil die negativen Teile der Gewinnverteilung größtenteils anderen aufgebürdet werden, wird der Boden entzogen. Aber gerade deshalb: Wenn eine Lehre aus dieser Krise, die die Welt erschüttert, gezogen werden kann, dann die, dass diesem Geschäftsmodell in der Tat ein Riegel vorgeschoben werden muss.

Glaubhafte Regulierung

Mit der bloßen Eigenkapitalregulierung im Sinne einer Vorschrift, die die Banken in Schönwetterperioden einzuhalten haben, ist das Geschäftsmodell freilich noch nicht zu kippen. Entscheidend für den Erfolg der Regulierung ist es, festzulegen, was der Staat tut, wenn die Regulierungsschranken verletzt werden. Ohne die Definition der Strafen beim Regelverstoß taugt das beste Ordnungsrecht nichts.

Insofern kommt es darauf an, bei den Banken die richtigen Erwartungen bezüglich dessen zu wecken, was der Staat im Krisenfall tun wird. In der heutigen Krise haben es die Staaten dieser Welt in der Hand, welche Erwartungen hinsichtlich künftiger staatlicher Verhaltensweisen sie durch ihr heutiges Verhalten wecken.

Zwei Extremfälle für schädliche Erwartungen der Banken bezüglich des Staatsverhaltens sind denkbar.

Der erste besteht darin, dass der Staat bei den Banken die Erwartung weckt, dass er bei einer Verletzung der regulatorischen Mindestquoten für das Eigenkapital sofort mit Geldgeschenken bereitsteht. Dieser Fall bedeutet offenbar, dass gar keine Strafen verhängt werden, sondern ganz im Gegenteil eine Belohnung ausgezahlt wird. Es wäre so, als ob man dem auf frischer Tat erappten Dieb eine Kompensation dafür zahlt, dass er sein Diebesgut hergeben muss. Wenn sich dann die Diebstähle häufen, darf man sich nicht wundern.

Konkret heißt das im vorliegenden Fall, dass das Glückrittertum noch gefördert wird, weil sich die Haftung der Eigentümer nicht einmal auf das gesamte Eigenkapital, sondern sogar nur auf den Überschuss des Eigenkapitals über die regulatorischen Mindestwerte des Eigenkapitals

Es werden noch mehr Verluste sozialisiert

beschränkt. Eine darüber hinausgehende Haftung ist ausgeschlossen, weil der Staat so viel Geld bereitstellt, wie nötig ist, um das Eigenkapital über den festgesetzten Mindestschranken zu halten. Die Beteiligung der Aktionäre an den Gewinnen und Verlusten ihrer Bank wäre so noch asymmetrischer als ohne die Staatshilfe, weil ein noch größerer Teil der Verluste sozialisiert würde. In der Folge würden die Banken in wirtschaftlich normalen Zeiten noch bedenkenloser ins Risiko gehen und die nächste Krise damit wahrscheinlicher machen. Dies ist der Hauptgrund dafür, dass Geschenke an die Banken, wie sie mit dem Geithner-Plan oder Bad-Bank-Vorschlägen verbunden sind, abzulehnen sind.

Der zweite Fall schädlicher Erwartungen besteht darin, dass die Banken davon ausgehen, dass das herrschende Aufsichtsrecht gnadenlos angewendet wird. Sie glauben, dass der Staat sie in der Krise nicht nur im Regen stehen lässt, sondern ihnen zudem, lange vor der handelsrechtlichen Insolvenz, die Geschäftserlaubnis entzieht, wenn das Eigenkapital die regulatorischen Grenzen unterschreitet.

Dieser Fall ist realistischere nicht gut möglich, weil Banken, die sich für systemrelevant halten, nicht wirklich an die Wirksamkeit dieser Regelung glauben. Nehmen wir aber trotzdem einen Moment lang an, sie täten es. Dann würden die Banken zwar immer noch mit den Großrisiken spielen, deren mögliche Verluste das Eigenkapital überschreiten, doch im Normalbetrieb würden sie versuchen, gehörigen Abstand von den vorgeschriebenen Mindestquoten beim Eigenkapital zu halten. Ihre Ausleihungen und Kapitalmarktanlagen würden sie schon bei den leisesten Anzeichen für eine mögliche Krise zurückführen, um die Gefahr der Unterdeckung zu vermeiden. Das aber würde die Marktwerte der Anlagen drücken, andere Banken und Firmen der Realwirtschaft in Bedrängnis bringen und damit die Krise erzeugen und verschärfen. In Kapitel 7 wurde ein verwandter Sachverhalt im Zusammenhang mit der prozyklischen Wirkung der Mark-to-Market-Methode und dem, was Martin Hellwig das „Regulierungsparadoxon“ nennt, diskutiert.

Die richtige Verhaltensstrategie

Eine starre Eigenkapitalregulierung, die dem Schutz vor der Krise dienen soll, kann deren Verlauf selbst dann noch beschleunigen, wenn der Staat sich strikt an seine Regulierungsvorschriften hält und ansonsten nicht eingreift.

Beide Erwartungen sind offensichtlich schädlich. Die eine führt zu Sorglosigkeit und macht die Krise wahrscheinlicher. Die andere erzeugt und verstärkt die Krise, wenn sich erste Zweifel verbreiten. Es ist deshalb besser, wenn der Staat glaubhaft eine Verhaltensstrategie ankündigt, bei der die Aktionäre einerseits nicht befürchten müssen, dass die Unterschreitung der Eigenkapitalgrenzen den Entzug der Banklizenz bedeutet, andererseits aber davon auszugehen haben, dass sie die Verluste der Bank bis zur Höhe des

Eigenkapitals zu tragen haben. Eine solche Strategie liegt vor, wenn sich der Staat im Falle der Unterschreitung der Eigenkapitalgrenzen zu fairen Bedingungen an der Bank beteiligt, wie es oben beschrieben wurde. Dann bleiben die Verluste bei den privaten Aktionären, und dennoch wird der Fortbestand der Bank gesichert. Die Staatsbeteiligung bietet somit zumindest eine partielle Lösung des Regulierungsparadoxons, denn auch wenn die Bank diese Beteiligung nicht gerne sieht, hat sie davor sicherlich weniger Angst als vor dem Entzug der Geschäftserlaubnis. Die Gefahr von Selbstverstärkungseffekten über den Bilanzmultiplikator verringert sich.

Eine andere Möglichkeit, die Selbstverstärkungseffekte und die Anreize zum Glückrittertum durch Staatsgeschenke zu verringern, liegt in der temporären Abschwächung der regulatorischen Anforderungen an die Banken in der Krise. Dafür hat sich der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft kürzlich in einem Brief an den Bundeswirtschaftsminister ausgesprochen. Es ist ein Kernelement des oben dargestellten Bad-Bank-Modells der Bundesregierung. Auch die EU ist diesem Weg mit ihrer Entscheidung vom Herbst 2008 gefolgt, den Banken die Erlaubnis zu erteilen, toxische Anlagen rückwirkend vom Handelsbuch in das Anlagebuch zu übernehmen.

In der Tat bietet auch die Abschwächung der regulatorischen Anforderungen eine Möglichkeit, einen größeren Teil des Eigenkapitalbestands für die Haftung heranzuziehen und den Geschäftsbetrieb trotz der Unterschreitung der ursprünglichen regulatorischen Eigenkapitalgrenzen fortzuführen. Sie vermeidet deshalb die Krisenverstärkung durch das Regulierungsparadoxon und setzt doch keine zusätzlichen Anreize zum Glückrittertum über das hinaus, was die generelle Haftungsbeschränkung auf das Eigenkapital bereits impliziert.

Ein Nachteil dieser Strategie ist freilich, dass sie nicht in der Lage ist, die Eigenkapitalbasis der Banken in der Krise zu erhöhen. Sie ist insofern auch kein Beitrag zur Wiederherstellung des fehlenden gegenseitigen Vertrauens im Interbankengeschäft. Wenn der Brandmelder beim Brand ausgeschaltet wird, mag das akute Panik verhindern. Doch wird nicht der Brand ausgelöscht, sondern das Vertrauen in die Verlässlichkeit des Brandmelders.

Der Kasino-Kapitalismus muss gebändigt werden

Hinzu kommt, dass es nach der Krise schwer sein wird, den politischen Übergang von einer, wenn auch nur temporär lascher gewordenen Regulierung zu einer strengeren Regulierung zu bewerkstelligen, wie sie gemeinhin für erforderlich gehalten wird. Wie soll man denn jemals von noch niedrigeren regulatorischen Anforderungen als jenen, die den Sturmwind der Krise ermöglicht haben, zu strengeren Auflagen übergehen können, wenn der Himmel wieder aufgeklart und die Sonne scheint? Da Menschen vergesslich und Politiker nur für kurze Amtszeiten gewählt sind, werden die Lobbyisten der Banken durchsetzen können, dass ihr Geschäftsmodell, das aus Leverage, Haftungsbeschränkung und Risiko Gewinn erzeugt, nicht angetastet wird. Aus politischen Gründen lassen sich die langfristig richtigen Reformen des Bankensystems nur heute, mitten in der Krise, umsetzen. Wer diese Möglichkeit nicht nutzt, verpasst die Chance, den Kasino-Kapitalismus zu bändigen.

Das alles spricht für die Strategie, im Falle der Verletzung der Eigenkapitalregeln im neuen Basel-III-System, das ja nun dringend nötig ist, die Beteiligung des Staates an in Bedrängnis geratenen Banken anzukündigen und eine solche Beteiligung auch heute schon zu praktizieren, um die entsprechenden Erwartungen glaubhaft zu machen. Eine Eigenkapitalregulierung, die mit dem angeblichen Entzug der Geschäftslizenz eine Strafe androht, die im Krisenfall gar nicht verhängt wird, weil man keine systemrelevante Bank Pleite gehen lassen kann, ist nutzlos, weil sie nicht glaubhaft umgesetzt werden kann. Und eine Regulierung, die im Krisenfall Geldgeschenke verspricht, ist keine wirksame

Regulierung. Eine Regulierung jedoch, die ankündigt, den Staat im Krisenfall mit Eigenkapital zum Partner zu machen und die Bank insofern unter Staatsaufsicht zu stellen, ist glaubhaft, wirksam und zumutbar.

Bonus und Malus

In der Öffentlichkeit herrscht der Eindruck vor, dass das Fehlverhalten der Banken primär in den Entlohnungssystemen der Manager liegt. Im Fokus der Kritik steht, dass Manager durch exzessive Boni, die vom kurzfristigen Erfolg der Banken abhängen, dazu verleitet werden, den nachhaltigen Unternehmenserfolg zu vernachlässigen und allzu riskante Unternehmensstrategien zu verfolgen. Die Gier der Managerkaste steht am Pranger. Das alles ist insofern verständlich, als die Manager als Marionetten der Aktionäre im Rampenlicht stehen und sich für die von den Medien gesuchte Personalisierung der Schuld bestens eignen. Und tatsächlich sind ja die Entlohnungssysteme so gestrickt, dass sie ein Verhalten der Manager begünstigen, das im Lichte der Finanzkrise kritikwürdig ist: Wenn er Erfolg hat, erhält der Vorstand einer Bank einen hohen Bonus, beim Misserfolg fehlt jedoch der Malus. Diese Asymmetrie seiner Entlohnung verführt ihn zum Spielen. Kein Wunder also, dass sogar die G-20-Staaten bei ihrem Gipfel in London im April 2009 den Managergehältern hohe Aufmerksamkeit geschenkt haben.

Die Entlohnungssysteme der Manager sind jedoch nicht originär für das Fehlverhalten verantwortlich, weil sie ihrerseits aus den Anreizstrukturen der Aktionäre abgeleitet sind. Es sind die Aktionäre, die von der Haftungsbeschränkung der Kapitalgesellschaft profitieren und bei geringem Eigenkapitaleinsatz riskante Geschäftsmodelle wollen, um aus dem bloßen Risiko privaten Profit schlagen zu können. Auch ihr Entlohnungssystem kennt nur den Bonus, aber nicht den Malus. Der Malus ist allenfalls auf das bisschen Eigenkapital

Auch die Aktionäre kennen nur den Bonus

beschränkt, das sie in das Bankgeschäft einbringen. Genau diese Asymmetrie spiegelt sich in den Entlohnungssystemen der Manager wider. Die Aktionäre sind die Auftraggeber, die Manager nur ihre Erfüllungsgehilfen. Die Aktionäre suchen sich Manager, die in der Lage sind, mit den Risiken der modernen Bankenwelt zu jonglieren, und sie gestalten auf dem Wege über den von ihnen gewählten Aufsichtsrat deren Bonussysteme so, dass sie ihre Fähigkeiten mit Leidenschaft zur Geltung bringen.

Insofern bringt es wenig, wenn der Staat nun versucht, auf die Vertragsgestaltung zwischen Aktionären und Managern einzuwirken, um die Manager zu einer nachhaltigen Geschäftspolitik zu veranlassen. Damit wird er keinen Erfolg haben, solange er die Entlohnungssysteme der Aktionäre nicht ändert. Nur wenn er die Aktionäre zwingt, ihre Banken mit wesentlich mehr Eigenkapital zu betreiben und insofern bei schlechtem Geschäftsverlauf auch selbst echte Mali zu akzeptieren, werden die Aktionäre auch ihren Managern bessere Anreizsysteme geben. Im Übrigen sind die Entlohnungssysteme viel zu komplex und vielschichtig, als dass der Gesetzgeber selbst versuchen könnte, sie zu gestalten. Entsprechende Vorstellungen von einem solchen Maß an Feinststeuerung der Politik sind abwegig. Nein, der Schlüssel zu allem ist eine strenge Eigenkapitalregulierung mit dem Ziel, den Aktionären den Hang zum Glücksspiel auszu-treiben. Ist sie einmal eingeführt, werden die Aktionäre die von ihnen gewählten Mitglieder des Aufsichtsrates veranlassen, auch die Manager auf eine vorsichtigeren Geschäftspolitik zu verpflichten und die Bonussysteme entsprechend umzustricken.

Es ist bei allem nicht in Abrede zu stellen, dass es bei der Formulierung des Auftrags und der Kontrollbefugnis des Aufsichtsrats aus juristischer Sicht einiges zu reformieren gibt, weil Vorstände einen gewissen und vielleicht zu hohen Spielraum haben, sich unkontrolliert von den Aktionärsvertretern Vorteile zu verschaffen. Das ist jedoch ein völlig an-

deres Thema, das mit der Krise und der Stabilisierung des Bankensystems wenig zu tun hat. Man glaube nicht, dass bereits eine Verbesserung der Managerkontrolle durch die Aktionärsvertreter in irgendeiner Weise zur Einschränkung des Glücksspielertums und damit zur Stabilisierung des Bankensystems beitragen würde. Das Gegenteil könnte der Fall sein. Trotz aller öffentlichen Aufregung über die Managerkaste gelingt es heute immer noch so manchem Vorstand, das Kapital der Banken vor der Plünderung durch die Aktionäre zu schützen und mehr für die nachhaltige Entwicklung des Unternehmens zu tun, als Aktionären lieb sein kann, die Risikostrategien mit Eigenkapitalrenditen von 25 Prozent bevorzugen. Die Macht der Bankaktionäre zu stärken ist mit Sicherheit keine Strategie, die die Vorstände zu mehr Nachhaltigkeit anhalten wird.

Der Staat hat viele Aufgaben in der Marktwirtschaft. Der Eingriff in die Entlohnungssysteme der Privatwirtschaft gehört aber bestimmt nicht dazu. Preise und Löhne können ihre fundamentalen Lenkungsfunktionen nur dann erfüllen, wenn sie von den Marktkräften selbst gebildet werden. Sie sind Knappheitssignale, die die Zuordnung von Menschen und Kapital zu den alternativ verfügbaren Verwendungsmöglichkeiten in der arbeitsteiligen Wirtschaft steuern und optimieren. So wichtig es ist, mittels einer umfassenden Regulierung externe Effekte in den Griff zu bekommen, so falsch ist es, Preise und Löhne durch den Eingriff des Staates verändern zu wollen. Das ist nicht einmal aus Gründen der sozialen Gerechtigkeit sinnvoll, denn Verteilungsziele kann man besser über das staatliche Steuer-Transfer-System erreichen. Dies ist die Grunderkenntnis der Volkswirtschaftslehre, die man nicht genug betonen kann, auch wenn hier nicht der Ort ist, die wissenschaftliche Begründung dieser Erkenntnis darzulegen.

Zurück zum Niederstwertprinzip

Wichtiger als die Managerentlohnung sind die Bilanzregeln, die der Gesetzgeber den Banken vorschreibt, denn die Gründe für die Krise sind zum Teil auch in ihnen zu suchen. So sollte die Mark-to-Market-Methode, die im weltweit gültigen IFRS-Buchungssystem spezifiziert ist, aufgegeben und durch das Niederstwertprinzip ersetzt werden. Statt also die Bewertung der Anlagen der Bank laufend an die sich ändernden Marktwerte anzupassen, sollte aus Gründen des Gläubigerschutzes immer die vorsichtigste Bewertungsmethode gewählt werden. Demgemäß ist nach einem Vergleich von Marktwert und Anschaffungswert der niedrigere dieser beiden Werte zu verwenden. Bei langlebigen Anlagen wird das in der Regel der Anschaffungswert sein, mit der Folge, dass in den Bankbilanzen stille Reserven entstehen.

Die stillen Reserven können in Krisenzeiten als zusätzlicher Eigenkapitalpuffer dienen, um Verluste ohne eine Änderung der Bilanzpositionen abfangen zu können. Die prozyklischen Wirkungen der Mark-to-Market-Methode werden auf diese Weise vermieden. Die Welt würde, wenn sie diesem Vorschlag folgt, den Schritt wiederholen, den Deutschland nach den bitteren Erfahrungen der Gründerkrise von 1873 mit der Reform seines Handelsrechts im Jahr 1884 getan hat.

Alternativ oder zusätzlich kann man daran denken, die Mindesteigenkapitalquoten prozyklisch zu verändern. Bei einem wirtschaftlichen Aufschwung, wenn die Kurse der Aktien und der anderen Anlagen steigen, kann man die regulatorischen Mindestquoten mitsteigen lassen, um zu verhindern, dass Buchgewinne aus bloßen Wertsteigerungen ausgeschüttet werden. Im Abschwung kann man die Mindestquoten wieder senken, um zu verhindern, dass die Banken ihr Geschäftsvolumen zu Lasten ihrer Firmenkunden und damit zu Lasten der gesamten Wirtschaft herabskalieren. Spanien hat ein solches System bereits installiert und damit gute Erfahrungen gemacht. Auch die Larosiere-Kommission setzt sich für eine derartige Reform des Basel-II-Systems ein.

Zweckgesellschaften und Hedgefonds bändigen

Auch in einem anderen Punkt kann man von Spanien lernen. Bekanntlich haben die Sachsen LB und die Hypo Real Estate mit ihren Zweckgesellschaften in Irland eine Regulierungslücke des deutschen Aufsichtssystems ausgenutzt. Sie konnten in diesen Gesellschaften das große Rad drehen, ohne dass sie dafür Eigenkapital vorhalten mussten. Die Geschäfte der Zweckgesellschaften wurden nämlich nicht in Deutschland bilanziert.

In diesem Punkt waren die spanischen und italienischen Aufsichtsbehörden schlauer, denn sie verlangten die vollständige Bilanzierung der Offshore-Geschäfte ihrer nationalen Banken, was automatisch die Eigenkapitalunterlegung nach den Basel-II-Regeln bedeutete.

Es ist keine Frage, dass die spanisch-italienische Regelung in das neue Basel-III-System zu übernehmen ist. Dann ist ein Puffer für die Abfederung der möglichen Verluste der Zweckgesellschaften vorhanden, vor allem wird diesem Geschäftsmodell der Boden entzogen. Das wird zwar hart für Irland, weil dann eines der Motive für die Ansiedlung von Zweckgesellschaften in Dublin entfällt, der Stabilität des Bankensystems wird es jedoch dienlich sein.

Ähnlich gelagert ist die Situation der Hedgefonds, die das angelsächsische Gegenstück der in Kontinentaleuropa üblicheren Zweckgesellschaften sind. Sie machen mit riesiger Hebelwirkung bei einem minimalen Eigenkapitaleinsatz extrem riskante Geschäfte, weil sie keiner Aufsicht unterliegen. Ihr Geschäft hat mit nützlichen Absicherungsfunktionen der Kapitalmärkte nicht mehr viel zu tun, sondern ist das aus der Haftungsbeschränkung resultierende Glücksrittertum par excellence. Da Hedgefonds in der heutigen Krise des Weltfinanzsystems wie die Fliegen sterben, ist ihnen eine Stabilisierungsfunktion ohnehin schwerlich zuzusprechen.

Hedgefonds, die Banken gehören, sind vollständig zu bilanzieren und der gleichen Basel-III-Regulierung zu unterwerfen wie das sonstige Bankengeschäft einschließlich der Zweckgesellschaften. Hedgefonds, die keinen Banken gehören, sind ebenfalls als selbständige Einrichtungen zu regulieren und zur Eigenkapitalunterlegung ihres Geschäftes zu zwingen. Es ist verwunderlich, dass der Larosiere-Bericht in diesem Punkt etwas zurückhaltend ist und dass beim G-20-Gipfel nur vereinbart wurde, die „systemrelevanten“ Hedgefonds zu regulieren. Man hat den Eindruck, dass hier der Wunsch nach Schonung eines einträglichen Geschäftsmodells im Vordergrund steht, auf das sich eines der EU-Länder in besonderer Weise spezialisiert hat.

Verbot der Leerverkäufe

Dass Hedgefonds gezügelt werden müssen, ergibt sich bereits aus den problematischen Wirkungen der Leerverkäufe. Leerverkäufe haben nicht nur das britische Pfund gestürzt. Sie spielten auch eine große Rolle beim Fall von Lehman Brothers und stehen deshalb im Zentrum der jetzigen Krise.

Ein Leerverkauf ist eine Spekulation auf einen fallenden Kurs. Nur wenn der Preis der geliehenen Wertpapiere beim Rückkauf unter dem Preis liegt, zu dem diese Wertpapiere zunächst verkauft wurden, fällt Gewinn an. Eine solche Spekulation ist nicht per se problematisch. Auch jemand, der ein Wertpapier per Termin verkauft, spekuliert auf einen fallenden Kurs. Er verpflichtet sich heute, das Wertpapier an einem zuvor festgelegten künftigen Zeitpunkt zu einem zuvor vereinbarten Kurs zu verkaufen, und kauft das Wertpapier, wenn dieser Zeitpunkt gekommen ist, an der Börse. Auch er gewinnt nur dann, wenn der künftige Börsenkurs (der Kassakurs) unter dem vorher vereinbarten Terminkurs liegt.

Der Unterschied ist jedoch, dass die Kurse im einen Fall stabilisiert und im anderen destabilisiert werden. Der Terminverkäufer stabilisiert die künftigen Börsenkurse, denn

das Geschäft, das ihm Gewinne verschafft, treibt den Börsenkurs in die Richtung des Terminkurses. Je mehr Spekulanten in Termingeschäften engagiert sind, desto stabiler ist die Börse. Mit ihrer Aktivität machen die Terminalspekulanten ihr eigenes Geschäft kaputt, aber genau deshalb stabilisieren sie den Markt.

Anders ist es bei Leerverkäufen. Zwar treiben auch sie den künftigen Börsenkurs wieder hoch, doch zunächst einmal wird dieser Kurs durch den Verkauf der geliehenen Papiere heruntergedrückt. Es entsteht also eine Abwärts- und Aufwärtsbewegung bei den Kursen, die es ohne die Leerverkäufe so nicht gegeben hätte. Insofern destabilisieren Leerverkäufe den Markt.

Der Leerverkauf bietet aus der Sicht des einzelnen Spekulanten keinen Vorteil gegenüber einer Terminalspekulation, es sei denn, er kann sich hinreichend viele Wertpapiere leihen, um den Marktkurs ganz allein zu drücken. Dann verfügt er über das, was Ökonomen Marktmacht nennen. Wenn er sie einsetzen kann, um einen Kursrutsch zu verursachen, und sich damit die Bedingungen zu einem günstigen Rückkauf der Wertpapiere selbst verschaffen kann, eröffnet der Leerverkauf mehr Gewinnmöglichkeiten als ein Terminverkauf. Genau diese Bedingung erweckt jedoch aus volkswirtschaftlicher Sicht Zweifel an seinem Tun. Private Gewinne, die bei Konkurrenz entstehen, wenn die durch den einzelnen Marktteilnehmer verursachten Preisbewegungen vernachlässigbar sind, zeigen volkswirtschaftliche Effizienz und allgemeine Wohlfahrtsgewinne an. Private Gewinne, die aus einer monopolähnlichen Marktmacht resultieren, sind stattdessen ein Indikator für volkswirtschaftliche Ineffizienz und allgemeine Wohlfahrtsverluste. Da der private Vorteil aus den Leerverkäufen den privaten Vorteil aus Terminverkäufen nur dann übersteigt, wenn Marktmacht ausgeübt wird, ist bei den Leerverkäufen kein volkswirtschaftlicher Zusatznutzen erkennbar. Sie sollten verboten werden.

Ein neues Geschäftsmodell für die Rating-Agenturen

Die Rating-Agenturen haben bei der jetzigen Krise kläglich versagt. Wenn aus Immobilienkrediten, die durchschnittlich mit B+ bewertet waren, über die verschachtelten Verbriefungen zu 70 Prozent Papiere herauskamen, die mit AAA bewertet wurden, dann muss etwas falsch am Bewertungsprozess gewesen sein. Ebenso, wenn Lehman Brothers noch in der Woche vor dem Untergang mit A+ bewertet wurde. Der Verdacht des opportunistischen Verhaltens der Rating-Agenturen ist dabei nicht von der Hand zu weisen.

Ein naheliegender Grund für die viel zu optimistischen Bewertungen, die die Rating-Agenturen den Investmentbanken und den CDO-Papieren verliehen, liegt in dem Umstand, dass sie von den Banken, deren Produkte sie bewerteten, bezahlt wurden. Ja, sie halfen ihnen sogar dabei, die CDO-Papiere so zu strukturieren, dass möglichst viele das begehrte AAA-Rating erhielten. Das ist so, als wäre der ADAC kein Mitgliederverband, sondern einer, der sich von den Autofirmen dafür bezahlen lässt, dass er beim Design der Autos mithilft und diese anschließend testet und positiv bewertet. Um das Bild zu komplettieren, könnte man dem ADAC auch noch die Bewertung der amerikanischen und japanischen Konkurrenten auf dem Automarkt übertragen.

Kurzum: Die institutionellen Verhältnisse auf dem Rating-Markt sind haarsträubend und weder aus Sicht der Bankkunden noch aus der der europäischen Konkurrenten der amerikanischen Banken zu akzeptieren. Um den Rating-Markt wieder funktionsfähig zu machen, sind mindestens vier Forderungen zu erfüllen. Erstens dürfen sich die Agenturen nicht mehr von den Verkäufern der Finanzprodukte bezahlen lassen, sondern müssen sich ihr Geld von den Käufern holen. Zweitens dürfen sie nicht an der Strukturierung der von ihnen bewerteten Papiere mitwirken. Da dies ein wichtiger Teil des bisherigen Geschäfts war, müssen die entsprechenden Unternehmenseinheiten abgespalten und als selbständige Unternehmen geführt werden. Drittens müs-

sen die Rating-Agenturen selbst der Aufsicht unterstellt werden, damit transparent wird, nach welchen Kriterien die Einordnungen stattfinden. Basel III sollte dazu ein Regelsystem entwerfen. Viertens muss ein europäisches oder internationales Gegengewicht zu den amerikanischen Rating-Agenturen entstehen. Die EU kann man nur ermuntern, dabei mitzuhelfen. Sie gibt sehr viel Geld in Bereichen aus, in denen der Markt auch allein funktionieren könnte. Die Bereitstellung von allseits verwendbarer Information ist ein Musterbeispiel für ein öffentliches Interesse, das der öffentlichen Förderung bedarf.

Stoppschilder für regressfreie Ansprüche

Die regressfreien Forderungen, die von den Rating-Agenturen viel zu gut bewertet wurden, sind selbst ein Problem. Kein Mensch, auch nicht der größte Experte, verstand, welche Ansprüche gegen welche Personen er eigentlich erwarb, als er ein CDO-Papier kaufte. Die Kaskade der Verbriefungen über mehrere Stufen verbunden mit dem Ausschluss der schuldrechtlichen Haftung der Emittenten hat den internationalen Wertpapiermarkt in einen riesigen Zitronen-Handel verwandelt, der den Markt für Gebrauchtwagen, sowohl im Hinblick auf sein Volumen als auch hinsichtlich der Undurchsichtigkeit der Produkteigenschaften, weit in den Schatten stellt. Gerade auf diesem Markt sind drastische Eingriffe der Regulierungsbehörden erforderlich, um mehr Transparenz und Verantwortlichkeit zu schaffen.

So sollte die mehrstufige Verbriefung verboten werden. Schon bei der ersten CDO-Stufe fällt es dem Käufer schwer, sich darüber Klarheit zu verschaffen, wie groß die Rückzahlungswahrscheinlichkeiten bei den verschiedenen Tranchen sind und gegen wen er Ansprüche erwirbt. Eine mehrfache Verbriefung von häufig sechs, ja bisweilen bis zu 24 Stufen ist absurd und erfüllt keinerlei ökonomische Funktion. Sie ist nichts als Trickserie, um die überaus laschen und lückenhaften Spielregeln des Systems auszunutzen. Die Vorschrift sollte also darauf abzielen, dass der Käufer mit dem Erwerb eines Wertpapiers entweder direkte Ansprüche gegen den Emittenten, indirekte Ansprüche gegen einen Pool von direkten Kreditforderungen oder maximal einstufige Ansprüche gegen solche Ansprüche gegen einen Pool von Kreditforderungen erhält. Diese Regel würde den CDO- und ABS-Papieren grundsätzlich die Daseinsberechtigung belassen, nicht aber den CDO-Papieren höherer Potenz.

Des Weiteren muss vorgeschrieben werden, dass jede Institution, die Ansprüche verbrieft, einen bestimmten Teil der so geschaffenen Papiere in ihren eigenen Büchern behält, sagen wir mindestens 20 Prozent. Wenn also die amerikanischen Hypothekenbanken ihre Kreditforderungen poolen, um daraus ABS-Papiere zu machen, müssen sie 20 Prozent dieser Papiere selbst behalten. Und wenn eine Investmentbank aus solchen ABS-Papieren eine nach dem Wasserfallprinzip strukturierte Hierarchie von Ansprüchen gegen einen Pool von ABS-Papieren konstruiert, dann muss auch sie 20 Prozent dieser Papiere behalten, und zwar aus jeder Tranche, die sie schafft. Diese Regelung wird die beteiligten Banken veranlassen, wesentlich mehr Sorgfalt bei der Kreditvergabe an die Endkunden an den Tag zu legen und auch die verbrieften Hypothekenforderungen, aus denen sie die CDO-Papiere konstruieren, sorgfältiger auszuwählen.

Zusätzlich sollte den Anlegern auf den Kapitalmärkten die Möglichkeit gegeben werden, regressfreien Krediten vollständig auszuweichen, indem ein internationaler Pfandbriefmarkt entwickelt wird. Pfandbriefe sind nicht nur durch die beliehenen Objekte besichert, sondern sind zusätzlich schuldrechtliche Ansprüche gegen die emittierenden Banken. Zur Entwicklung eines solchen Marktes könnte im Basel-III-System ein Rechtsrahmen geschaffen werden, der für alle Länder einheitliche Mindeststandards für Pfandbriefe setzt. Da die Pfandbriefe dann wegen der doppelten Sicherung durch Objekt und Bank vermutlich die höchste Bonität aller privat emittierten Papiere aufweisen werden, wird es an Nachfrage nach solchen Papieren nicht fehlen.

Am Anfang der Kette der regressfreien Forderungen, die die USA weltweit verkauft haben, stand der Markt für regressfreie Kreditforderungen gegen die amerikanischen Hauseigentümer. Dort fing die Zockerei an, weil man wusste, dass man sich im Fall der Überschuldung durch die Übergabe des Hauses an die Bank aus der Verantwortung stehlen konnte. Es ist den USA dringend zu raten, das Rechtsinstitut der regressfreien Immobilienkredite abzuschaffen. Die Möglichkeiten der Privatinsolvenz reichen vollständig aus, die Hauseigentümer vor Ansprüchen zu schützen, die sie unter das Existenzminimum treiben würden.

Friedhofsversicherungen begraben

Der letzte Punkt bezieht sich auf die Credit Default Swaps (CDS), die bürgschaftsähnlichen Versicherungen auf Kreditereignisse, die sich auf schwer durchschaubare Weise selbstständig haben. Dieser Markt ist der obskurste von allen, weil er keiner Regulierung unterliegt, dubiose Formen angenommen hat und mit zuletzt 53 Billionen Dollar so gigantisch groß ist, dass man das Schlimmste für die Weltwirtschaft befürchten muss, sollte es zu größeren Zusammenbrüchen und Dominoeffekten kommen. Dass die American International Group (AIG), die die CDS-Absicherungen erfunden hat, um eine Regulierungslücke auszunutzen, und 2008 mit einem Verlust von 100 Mrd. Dollar, dem höchsten einer Privatfirma in der Menschheitsgeschichte, verstaatlicht werden musste, spricht Bände.

Leider kann den vielen Problemen, die sich im CDS-Bereich auftun, hier nicht abschließend nachgegangen werden. Dazu ist mehr Forschungszeit nötig, als sie mir zur Verfügung stand. Deshalb bleibt nur der Hinweis auf die Bombe, die hier im Untergrund lauert und noch entschärft werden muss. Eine rationale Strategie zur Beseitigung des CDS-Risikos umschließt beim jetzigen Kenntnisstand sicherlich die Schaffung einer internationalen Aufsichtsbehörde, die die verschiedenen Absicherungsverträge, die heute existieren, registrieren und sichten muss. Einen Teil der Vertragsforderungen wird man dann gegeneinander verrechnen und vereinfachen können, um so das Gesamtvolumen der CDS-Kontrakte deutlich zu reduzieren. Erste Ansätze in dieser Richtung sind in den USA in Form privat initiiertem Clearing-Aktionen bereits im Gang.

Vor allem aber müssen die bloßen Wetten auf den Untergang von Firmen oder andere Ereignisse, von denen keine der Vertragsparteien selbst direkt betroffen ist, schleunigst unterbunden werden. Solche Wetten schaffen Risiken, anstatt sie zu eliminieren, in der Form von Friedhofsversicherungen sind sie sogar hochgefährlich, weil sie Mord und Totschlag in der Finanzwelt hervorrufen können. Sie wurden von Finanzinstitutionen geschaffen, die alle haftungsbeschränkt sind und mit minimalen Eigenkapitalbeständen arbeiten, was bekanntlich Aspekte sind, die zu Lasten anderer Marktpartner und des Staates Glückritertum hervorbringen.

Kein Wilder Westen auf den Finanzmärkten

Manchmal hört man die Behauptung, bei den CDS-Wetten hätte sich die unsichtbare Hand des Marktes auf eine Weise segensreich eingeschaltet, die Ökonomen nur noch nicht verstehen. Deswegen solle man die Märkte gewähren lassen. Das erinnert mich an die gegen Leibniz gerichtete Satire „Candide ou l'optimisme“ von Voltaire, in der Dr. Pangloss argumentiert, alles was existiere, sei gut und habe seinen Zweck, was man ja an der Nase sehe, die offenbar so geformt sei, wie sie ist, damit sie die Brille tragen könne.

Auf dem US-Lebensversicherungsmarkt hat man die Friedhofsversicherungen schon im 19. Jahrhundert verboten, um die problematischen Verhaltenseffekte zu verhindern. Es kann nicht sein, dass auf den Finanzmärkten weiterhin Wilder Westen gespielt wird. □