

Ordnung schaffen in der Welt der Finanzarithmetik

Über Jahrzehnte haben die Banken ihre Gewinne mit immer neuen Finanzinnovationen gesteigert. Fast drei Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise müssen wir nun auswählen, welche Produkte wir künftig wollen. Es ist höchste Zeit für eine Entscheidung.

Nicole Bastian
Düsseldorf

Die größte Rettungsaktion eines Privatunternehmens in der US-Geschichte liegt anderthalb Jahre zurück. Rund 150 Mrd. Dollar pumpte die US-Regierung in den Versicherungskonzern American International Group, kurz AIG. Der Grund: Die Zahlenkünstler von AIG hatten für ihre Kunden jeweils ganz persönlich kalkulierten Versicherungsschutz zusammengestellt. Diese abstrakten Kunstwerke hießen CDS oder Credit Default Swap. In der Krise stellte sich aber heraus: Es war keine höhere Mathematik dabei, es handelte sich um simple Wetten, die reinweise anders ausgingen, als AIG erhofft hatte. Die Mathematiker hatten mit falschen Ausfallwahrscheinlichkeiten kalkuliert. Und plötzlich konnte nur noch der Staat helfen.

Heute empören sich europäische Politiker über ebensolche CDS. Ihr Vorwurf: Diese Versicherungen auf einen Ausfall griechischer Staatsanleihen werden als Spekulationsinstrument genutzt. Sie bringen die Märkte zum Absturz, heißt es. Einige Politiker fordern ihr Verbot.

Doch Verbote bringen wenig. Sie werden meist umgangen, was alles nur noch undurchschaubarer macht, warnt Reinhard Schmidt, Finanzprofessor an der Goethe-Universität in Frankfurt. Politiker und Finanzaufseher sollen das Finanzsystem weltweit vielmehr so lenken, dass Engagements, die dem volkswirtschaftlichen Nutzen eher dienen, attraktiver werden. Und die „volkswirtschaftlich nutzlosen“ Aktivitäten in einigen Handelsabteilungen der Banken sollten unattraktiver werden, wie es Adair Turner, der Chef der britischen Finanzaufsicht FSA fordert. Das geht am besten mit international koordinierten Kapital- und Liquiditätsanforderungen.

Doch vorerst ist viel mehr öffentliche Empörung als Koordination angesagt. Jüngsten Anlages gab die Hexerei der führenden US-Investmentbank Goldman Sachs: Aus 90 CDS-Wetten auf verbrieft Immobilienkredite bastelte sie ein sogenanntes synthetisches CDO (Collateralized Debt Obligation) und ließ sich bei der Produktauswahl, wenn die Anklage der Wertpapieraufsicht sich als richtig erweist, von der Gegenpartei der Wetten beeinflussen. Der genaue Blick auf diese Finanzprodukte zeigt vor allem eines: Viel getan hat sich in ihrer Regulierung trotz öffentlicher Aufschreie bisher nicht. Die Mathematiker aus den Investmentabteilungen der Banken könnten theoretisch immer noch zu ähnlichen Bedingungen die gleichen undurchsichtigen Formeln zum Einsatz bringen, die zu den Exzessen an den Finanzmärkten beigetragen haben.

Knapp drei Jahre sind vergangen, seitdem die weltweite Finanzkrise im Juli 2007 mit der milliardenschweren Rettung der IKB ausbrach. Seitdem haben die Länder zwar reinweise Institute gerettet und Konjunkturprogramme verabschiedet, aber noch immer nicht entschieden, welche Finanzprodukte



Esteban Pachter / PH. Potsdam

sie in welchem Ausmaß noch auf dem Markt wollen. Und was sie gegen unerwünschte Finanzprodukte tun. Hätte uns das jemand 2007 bei der ersten Rettungsaktion prognostiziert, wir hätten es wohl nicht geglaubt.

Doch die 20 wichtigsten Länder der Welt können sich auf keine überzeugende Antwort auf die Exzesse an den Finanzmärkten einigen. Im Heimatland der innovativen Finanzmarktprodukte, den USA, hängt das wichtigste Paket zur Finanzreform gerade im parlamentarischen Kompromissprozess fest. Selbst wenn es ohne viele Abschlüsse durchkommt, sind darin zentrale Antworten auf die Krise - etwa verschärfte Kapitalregeln für Wertpapiere in den Bankhandelsbüchern - nicht behandelt. Und weil die USA sich nicht bewegen, scheint jetzt auch die EU die Einführung dieser wichtigen Reform verschieben zu wollen - vielleicht um Jahre.

So blockieren sich die Staaten gegenseitig, scheinen überfordert von der Komplexität der Reformaufgaben. Von Koordination keine Spur - nicht zwischen Ländern, nicht zwischen Aufsehern, nicht zwischen Ministerien. Zur Reform des CDS-Marktes gibt es bisher allein in den USA drei verschiedene Reformvorschläge. Selbst die Abstimmung in einem Land scheint schwierig.

Hierzulande ist gerade einmal klar, dass das Finanzministerium künftig ungedeckte Aktienverkäufe verbieten und Optionen mit Barausgleich meldepflichtig machen will, damit sich Unternehmen über diese Finanzinstrumente nicht unbemerkt anschleichen können, wie Schaeffler an Continental. In

Nicht Verboten sondern Steuern ist das Gebot der Stunde. Denn die Derivatmärkte können nicht nur Chaos anrichten, sondern auch wichtige Signale geben. Und das sollten wir uns erhalten.

der EU zeren die Lobbyisten an der für Sommer erwarteten Derivate-Richtlinie. Der Kampf ist in vollem Gang, ob in den USA, in Europa oder in Deutschland. Es geht um potenzielle Milliardengewinne der Banken. Jamie Dimon, der Chef der US-Investmentbank JP Morgan, etwa bezifferte die Einnahmeverluste durch strengere Derivateregulierungen auf bis zu mehrere Milliarden Dollar. Die Hoffnung auf eine internationale Kohärenz und in den Einzelschritten aufeinander abgestimmte Antwort auf die Krise stirbt mit jedem Tag ein wenig mehr.

Damit vertun wir eine große Chance. Gerade bei der Frage, welche Finanzprodukte wir in Zukunft in welcher Form noch wollen, bräuchten wir ein Zusammenspiel von Politik und Aufsehern - über die Grenzen und Kontinente hinweg. Nicht Verbot, sondern Steuerung heißt das Gebot der Stunde. Unsere Institutsaufsicht in Deutschland muss stärker auch auf Finanzprodukte und deren Risiken

schauen. Wir dürfen uns von den Märkten und deren Produkten nicht überrollen lassen, sondern müssen die Signale rechtzeitig wahrnehmen und deuten.

Seien wir ehrlich: Müssen wir heute, wo wir in Sachen Griechenland schlauer sind, nicht sagen, dass die hohen Aufschläge der verhassten CDS eigentlich ein frühes Warnsignal waren, auf dass die europäischen Politiker lieber mit einem besseren Krisenmanagement in Sachen Griechenland als mit wütenden Verbotsvorschlägen hätten reagieren sollen? Diese Kreditderivate sind ein Spekulationsinstrument, aber damit auch ein frühzeitiger Signalgeber. Weit vor den Ratingagenturen haben sie für Griechenland Alarm geläutet.

Also einfach alles beim Alten belassen? Mitnichten. Statt CDS zu verbieten, müssen wir ihre Informationsfunktion stärken, indem wir die Kontrakte über zentrale Abwicklungsstellen, am besten über Börsen, laufen lassen. Das ist dringend nötig, um einen zweiten AIG-Fall zu verhindern, aber auch, um die Informationen der CDS öffentlich verfügbar zu machen. Bisher werden sie im stillen Hinterzimmer gehandelt - die Banken lieben das, weil sie so mehr Gewinn machen können. Es ist schockierend, wie wenig sich das bisher gebessert hat. Zudem müssen die Anforderungen an Kapitalunterlegung und an die Sicherheiten für Kreditderivate steigen: Wer hoch wettet, braucht genug Geld für den Fall, dass er verliert.

Eine Verlagerung des 36 Billionen Dollar schweren Kreditderivatemarktes auf zentrale

Plattformen schafft nicht nur Transparenz im Markt, sondern nimmt den großen CDS-Händlern unter den Banken wie JP Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank und Barclays Interessenskonflikte, Verhandlungsmacht und übermäßige Margen. Damit sollten dann hoffentlich auch mögliche Missbrauchsfälle, die so mancher Unternehmensverband bei Kreditderivaten auf Unternehmen befürchtet, besser kontrollierbar sein.

Wichtig ist aber, dass solche Reformen nicht durch nationale Unterschiede und Ausnahmeregelungen verwässert und verzerrt werden. Die Finanzbranche ist global und wird jeden Ländervorteil sofort ausnutzen. Einen Wettbewerb um die schwächste Regulierung, verstanden als Standortpolitik, hatten wir lange genug - er hat in den Ruin geführt.

Die Investoren, die sich in der Krise gehörig verrechnet haben, sind zum Glück von selbst schon vorsichtiger geworden. Der Markt für verbrieft Kredite etwa (Wertpapiere, die mit Kreditforderungen unterlegt sind) hat am Boden gelegen. Er zieht in den USA langsam wieder an. Dabei wollen die Investoren aber nur simple Produkte: großes Einmaleins statt Oberstufenmathematik. Verbriefungsexperten wie Markus Ernst von Unicredit sind sich sicher, dass vom Verbriefungsmarkt in seiner jetzigen Form kein systemisches Risiko mehr ausgeht. „Mittlerweile wissen die Investoren ziemlich genau, was sie in ihren Büchern haben.“

Dennoch sollte der Markt nicht sich selbst überlassen bleiben. Vor allem, weil wir nicht sicher sein können, ob die Spielsucht in einigen Jahren nicht doch wieder Investoren packt und dafür sorgt, dass sie auf neue Zahlentricksereien hereinfallen. Ende März hat die Citigroup in den USA verbrieft Übernahme-kredite über mehr als eine halbe Milliarde Dollar erstmals seit einem Jahr wieder am Markt platzieren können. Noch greift niemand nach doppelt und dreifach verpackten Verbriefungspaketen, deren Inhalt keiner durchschaut und die das ganze Finanzsystem aufgeblasen und risikofähiger gemacht haben. Aber irgendwann doch? Schon einmal hat der Markt massiv daneben gelegen. Für die Banken sind die Produkte einfach hohe Gewinnbringer.

Höhere Kapital- und Liquiditätsanforderungen zwingen die Zahlenkünstler des Verbriefungsmarktes, genauer zu rechnen. Je komplexer die Produkte, desto höher sollten die Kapital- und Liquiditätsanforderungen sein, so dass Banken und Investoren einen Anreiz haben, es mit der Komplexität nicht zu übertreiben. Dennoch können wir die positiven Effekte der Verbriefung nutzen.

Bei allen Problemen, die es zum Beispiel auch bei der Verbriefung etwa deutscher Unternehmensfinanzierung gab: Es gibt auch heute noch gelungene Beispiele für Verbriefungen etwa von Firmen- oder Autokrediten. Unternehmen und Finanzaufsicht, Ökonomen und viele Politiker sehen in der Methode, Risiken aus den Bankbilanzen zu nehmen und bei neuen Investoren zu platzieren, weiter ein geeignetes Mittel, die Kreditvergabe auszuweiten.

Das gern verwendete Argument des Kreditwachstums und dadurch des volkswirtschaftlichen Nutzens von Verbriefung ist in Teilen richtig. Die Banken können durch die Auslagerung Kapital frei machen für neue Kredite. Doch die mit Abstand meisten Verbriefungen in Europa wie in den USA sind mit Immobilienkrediten unterlegt. Die gerne zitierte Kreditvergabe an Unternehmen ist nur ein kleiner Teil des Marktes. Dennoch: Nutzen wir diesen volkswirtschaftlich attraktiven Markt! Wir sollten zu komplexe Produkte aber durch höhere Kosten unattraktiv machen und Verzerrungen durch ungleiche Kapitalunterlegungs-vorschriften beenden!

Die Risiken in den Handelsbüchern sollten die Banken künftig mit viel mehr Eigenkapital unterlegen. Die geringe Unterlegung bisher hat dazu geführt, dass die Banken viele ihrer Risiken ins Handelsbuch verlagert haben. Steigen die Kapitalanforderungen für das Handelsbuch, werden im Vergleich dazu dann die in der Bilanz gehaltenen „normalen“ Kreditrisiken wieder attraktiver. So ist es absolut verständlich, warum die USA sich nicht in diese Richtung bewegen wollen - und die EU die für 2011 vorgesehenen neuen Kapitalregeln nun voraussichtlich verschiebt.

Auch die Liquiditätsanforderungen für Verbriefungen sollten steigen. Denn häufig sind die Verbriefungen mit kürzerlaufenden Papieren als die Kredite refinanziert und erhöhen so das Liquiditätsrisiko.

Weitgehende Einigkeit der Regulierer in Europa und den USA gibt es darüber, dass Banken fünf Prozent der verbrieften Kredite selbst in den Büchern halten sollen. Ob fünf Prozent Selbstbehalt ausreichen, damit sich die Anreize für die Vergabe und anschlie-

Mehr Regulierung kostet Geld, und einen Teil dieser Kosten werden die Banken an ihre Kunden weitergeben. Aber das sollte niemanden stören - zu billiges Geld war eine der Ursachen der großen Krise.

ßende Ausplatzierung von Krediten ins Vernünftige kehren, müssen die Aufseher abwarten - und die Quote gegebenenfalls anpassen.

Geklärt werden müssen jedoch dringend die Interessenkonflikte der Ratingagenturen. Die Regulierer haben es hier bisher bei kosmetischen Korrekturen belassen. Die Agenturen werden weiter von ihren Kunden bezahlt. Und E-Mails von Angestellten der großen Ratingagenturen in den USA zeigen, dass der Druck dieser Kunden durchaus die Ratings beeinflussen kann. Auch für die Berechnung von Kapitalunterlegungen setzen die Baseler Aufseher weiter auf die interessensabhängigen Ratingagenturen. Ihre Finanzierung muss umgestellt werden. Entweder die Investoren zahlen für die Ratings, oder eine Umlage muss sie finanzieren.

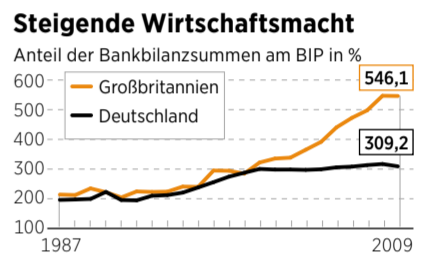
Hoffen wir, dass sich Politik und Regulierer noch einmal einen Ruck geben. Durch Selbstbehalt und höhere Kapital- und Liquiditätsanforderungen sinken bei Verbriefungen ebenso wie durch eine zentrale Kreditderivate-Abwicklung die Gewinne der Banken. Einen Teil werden die Banken in gestiegenen Kredit- und Absicherungskosten weitergeben. Aber das müssen wir akzeptieren. Schließlich war das zu billige Geld eine der wichtigsten Ursachen für die Finanzkrise.

Wichtig für die Steuerung von Finanzinstrumenten ist aber, dass diese international einheitlich und zu gleichen Fristen geschieht. Sonst bereiten wir die nächste Schiefelage vor. Mit den neuen Vorschriften dürfen nicht wieder Anreize für neue Verzerrungen gesetzt werden. Deshalb hatten die Regulierer genügend Zeit, die neuen Regeln zu erarbeiten. Verbunden werden müssen solche Maßnahmen mit einem speziellen Insolvenzrecht für Banken und einer antizyklischen Kapitalanforderung für die Banken, so dass sie in guten Zeiten Kapitalpuffer aufbauen für die Krise.

So bringen wir nach und nach wieder Ordnung in die Welt der Finanzzahlen. Und damit kann sie auch wieder das werden, was sie uns immer versprochen hat: ein Beitrag zu unserem Wohlstand.

Die aufgeblasene Branche: Wie der Finanzsektor mit neuen Produkten immer weiter gewachsen ist.

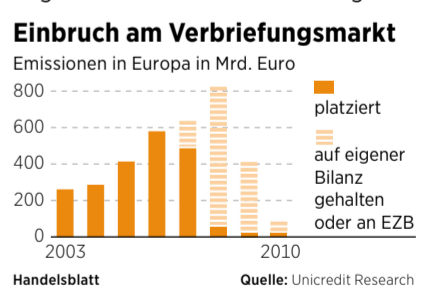
Steigende Bedeutung: Über die vergangenen Jahrzehnte wuchs der Anteil der Banken am Bruttoinlandsprodukt, an den Gewinnen und an der Marktkapitalisierung in vielen Ländern. Experten führen dies zum Teil auf die in den 70er-Jahren begonnenen Finanz- und Kapitalmarktliberalisierungen und ein Wachstum des Welthandels zurück. Neue Finanzprodukte und mehr Geschäfte außerhalb der Bankbilanz befügelten das Wachstum.



Seit dieser Zeit hat den Wissenschaftlern Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff zufolge aber auch die Zahl der Bankenkrisen weltweit zugenommen.

Die Bilanzsummen der Banken waren vor Ausbruch der Finanzkrise häufig über eine hohe Verschuldung aufgeblasen. Weil die Regulierer nun strikere Obergrenzen für die Verschuldung planen, bauen die Institute ihre Bilanzsummen derzeit ab. Die Gewinne liegen jedoch bei vielen Investmentbanken wieder auf Vorkrisenniveau.

Neue Märkte: 1971 startete in den USA die Verbriefung von Hauskrediten durch staatlich beaufsichtigte Kreditgeber. 1983 wurden diese Immobilienkredite dann erstmals in Wertpapiere verschiedener Risikokategorien unterteilt. Ab Mitte der 80er-Jahre nutzten auch private Kreditgeber erstmals diese Verbriefungsmärkte.



thode. Ende des Jahrzehnts wurde die Technik auch auf andere Anlageklassen ausgedehnt wie Gewerbeimmobilien und Konsumentenkredite. Für die Banken entstand mit der Zeit ein Billionenmarkt. Allein in Europa wurden 2006, ein Jahr vor Ausbruch der Finanzkrise, 580 Mrd. Euro an verbrieften Wertpapieren emittiert. Im vergangenen Jahr wurden nur noch 23 Mrd. Euro platziert.

Kreditderivate gibt es seit den frühen neunziger Jahren. Die Investmentbank JP Morgan gilt als ihr Schöpfer. Zunächst nutzten Banken sie, um Kreditrisiken abzusichern und Eigenkapital freizusetzen. Im 605 Billionen Dollar großen Derivatemarkt abseits der Börsen machen sie heute 36 Billionen Dollar aus.