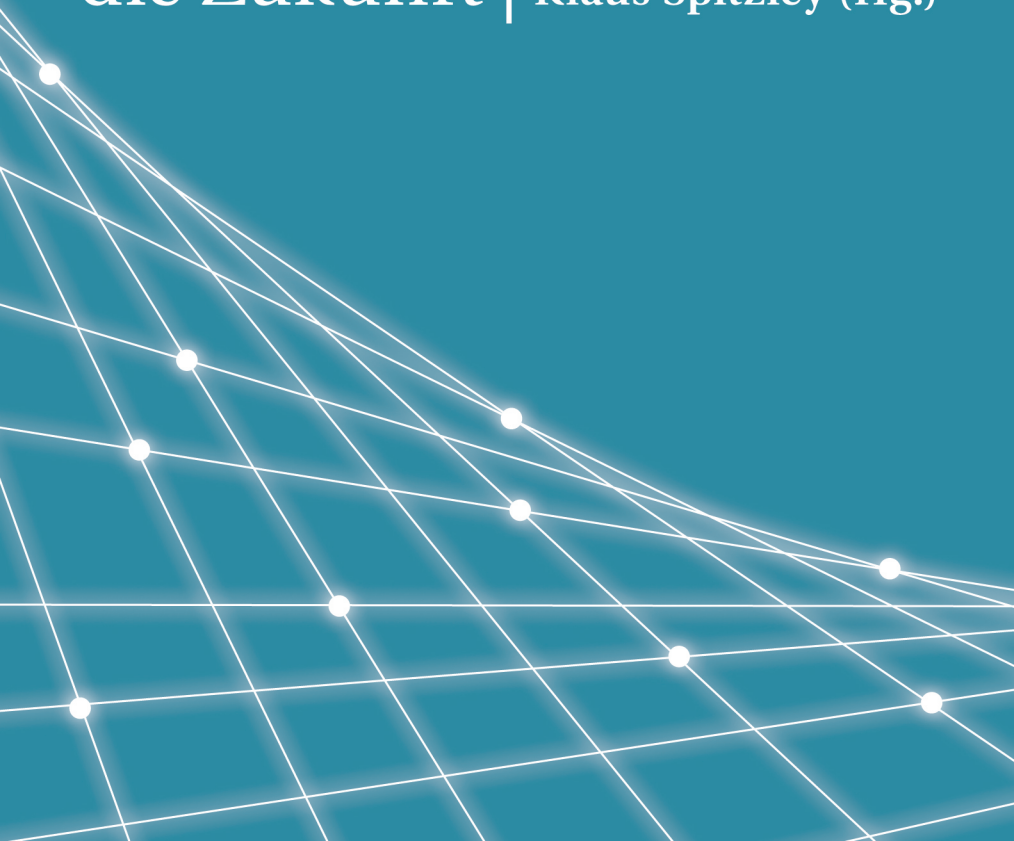


**Hochleistungsnetzwerk
Deutschland**
Wertschöpfung
und Wohlstand für
die Zukunft | Klaus Spitzley (Hg.)



Finanzmärkte der Zukunft –
Lehren aus der Finanzmarktkrise

von Hans-Werner Sinn

erschienen in:

Klaus Spitzley, Hrsg.,
*Hochleistungsnetzwerk Deutschland –
Wertschöpfung und Wohlstand für die Zukunft,*
Festschrift zum 70. Geburtstag von Manfred Wittenstein,
Murmann: Hamburg 2012, S. 229–250.

Inhalt

Vorwort für die Festschrift zum 70. Geburtstag von Manfred Wittenstein

Angela Merkel 8

Editorial:

Manfred Wittenstein zum 70. Geburtstag

Klaus Spitzley 10

I. Ist und Soll von Allianzen im Hochleistungsnetzwerk Deutschland. Die Makroperspektive

Innovationen brauchen Strukturen –
verlässliche Partnerschaften von Wirtschaft,
Wissenschaft und Politik

Annette Schavan 18

Fähigkeiten und Chancen der Industrie im
Hochleistungsnetzwerk Deutschland

Siegfried Russwurm 33

Der BDI – Hochleistungsnetzwerker zwischen
Wirtschaft und Politik

Hans-Peter Keitel 53

Der Maschinen- und Anlagenbau und der VDMA – Hochleistung für das Industrieland Deutschland Thomas Lindner	74
Das zweite deutsche Wirtschaftswunder? Innovation – Kontinuität – Verantwortung Berthold Leibinger	92
Vorsprung durch Vernetzung: Innovationscluster verbinden Wissenschaft mit Wirtschaft Hans-Jörg Bullinger	109
Die Deutsche Akademie der Technikwissenschaften trägt zu nachhaltigem Wachstum durch Innovation bei Reinhard F. Hüttl / Henning Kagermann	127
Neue Industriepolitik mit Clustern: Hokuspokus oder wohldurchdachtes Konzept? Norbert Berthold	155
Elektromobilität braucht branchenübergreifende Lösungen Jürgen Lehold	172

II. Manfred Wittenstein.

Eine Dialogbiografie in Texten und Zeichnungen

Wie war's wirklich, Herr Wittenstein? Eine Dialogbiografie von Peter Felixberger und Hans-Jürgen Frank	193
--	-----

III. Perspektiven und Aktionsräume von Unternehmen im Hochleistungsnetzwerk Deutschland.

Die Mikroperspektive

Beschäftigung und Wohlstand im
Hochleistungsnetzwerk Deutschland

Wolfgang Franz 210

Finanzmärkte der Zukunft –
Lehren aus der Finanzmarktkrise

Hans-Werner Sinn 229

Innovation in Netzwerken –
Begriffsbestimmung, Erfolgsfaktoren und
Einbettung in den Innovationsprozess eines
Unternehmens

Ronald Gleich 251

Corporate Development von Hochleistungsnetzwerken.
Das Management des »Netzwerklebenszyklus«

Christian Abegglen 273

Zukunftsorientiertes Nachdenken

Eckard Minx 296

Die Autoren 320

Finanzmärkte der Zukunft – Lehren aus der Finanzmarktkrise

Hans-Werner Sinn

Einführung

Das Finanzsystem ist in die Knie gegangen, weil es zum Kasino verkommen war. Von Amerika aus hat die Finanzkrise, die im Jahr 2007 ihren Ausgang nahm, die ganze Welt infiziert. Riesige Abschreibungsverluste auf toxische Papiere belasteten die europäischen Banken und zwangen sie, ihre Engagements in riskantere Investitionen zurückzunehmen. Dadurch kam es zu einer Kreditklemme in Europa, von der insbesondere die peripheren Länder betroffen waren. Plötzlich war das private Kapital nicht mehr bereit, in diese Länder zu fließen und die anhaltenden Außenhandelsdefizite zu finanzieren.

Während die akute Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 alle Länder traf, zeigten sich anschließend fundamentale Unterschiede beim Versuch, ihr zu entkommen. Jene Länder, deren Boom bislang auf Kapitalimporten aufgebaut war, blieben in einer mehr oder weniger starken Krise, die bis heute andauert. Demgegenüber florierte Deutschland nach der Krise, weil das deutsche Sparkapital wieder zu Hause investiert wurde und dort einen Investitionsboom auslöste. Auch wenn sich das deutsche Wachstum im Winter 2011/2012 abschwächte, ist damit zu rech-

nen, dass Deutschland auf absehbare Zeit eine bessere Entwicklung als seine west- und südeuropäischen Nachbarn haben wird. Der Boom resultiert aus dem Anlagentotstand der deutschen Banken und Versicherungen, die sich nicht mehr nach Südeuropa trauen und nun ihr Geld notgedrungen dem deutschen Mittelstand und den Häuslebauern andienen.

Insofern ist es verfrüht, aus der deutschen Sonderentwicklung auf ein Ende der weltweiten Finanzkrise zu schließen. Fakt ist, dass das amerikanische Bankensystem angeschlagen ist und ohne die Hilfen des Staates und vor allem der amerikanischen Zentralbank nicht mehr funktionieren könnte. Viele namhafte amerikanische Banken hatten Verluste, die das haftende Eigenkapital überschritten, und konnten nur durch staatliches Eigenkapital gerettet werden. Für Westeuropa zeichnet sich mittlerweile ein ähnliches Bild. Denn auch hier sind viele Banken, vor allem in den peripheren Ländern, massiv in Bedrängnis gekommen und werden durch staatliche Maßnahmen am Leben gehalten. Hinzu kommt, dass die Verschuldung der Staatshaushalte in den Peripherieländern der Euro-Zone exorbitante Ausmaße angenommen hat.

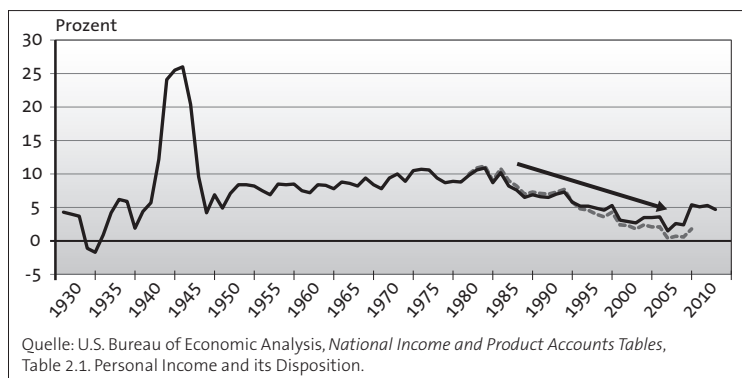
Die Finanzkrise war über die Welt hereingebrochen, weil sich der Bazillus der Haftungsbeschränkung und Verantwortungslosigkeit von Amerika aus über die Welt verbreitet und die Finanzmärkte infiziert hatte und von den Regulierungsbehörden nicht in Schach gehalten wurde. Wenn man diesen Bazillus bekämpfen will, ist es nötig, die Regulierungssysteme grundlegend zu verbessern. Dieser Beitrag versucht, die Ursachen der Krise zu analysieren und aus der Analyse Reformvorschläge zu entwickeln.¹

Warum die amerikanische Immobilienkrise zur Weltfinanzkrise wurde

Die Analyse führt zunächst nach Amerika. Die Amerikaner haben jahrelang über ihre Verhältnisse gelebt. Das zeigt die Entwicklung der Sparquote² der amerikanischen Haushalte. Wie man in Abbildung 1 sieht, lag die Sparquote bis zum Beginn der 1980er Jahre zwischen 7 Prozent und 11 Prozent. Danach ist sie aber trendmäßig etwa ein Vierteljahrhundert lang gefallen. In den Jahren 2005 bis 2007 lag die Sparquote in den USA praktisch bei null. Zum Vergleich: Die deutschen Haushalte sparten durchschnittlich 11 Prozent ihres Einkommens.³ Die Amerikaner haben sich offenbar ein schönes Leben gemacht und die Zukunftsvorsorge vernachlässigt.

Wenn die Privathaushalte nicht sparen, der Staat aber laufend neue Schulden macht und auch die Firmen Fremdkapital brauchen, gibt es nur eine Möglichkeit: Kapitalimporte aus dem Ausland. Die Amerikaner haben diese Möglichkeit in großem Umfang genutzt. Dies macht Abbildung 2 anschaulich, die den Kapital-

Abb. 1: Die Sparquote der amerikanischen Privathaushalte (1929–2011)

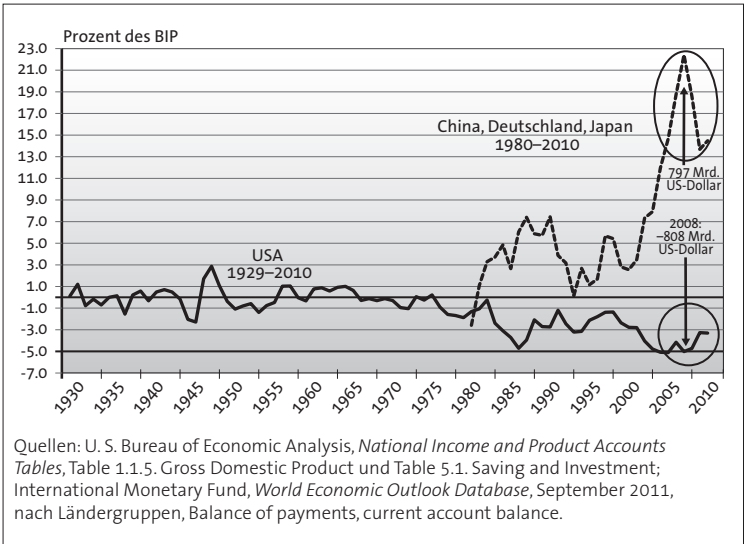


Hinweis: Die gepunktete Linie zeigt die US-Sparquote vor der Datenrevision im Juli 2009.

export der USA als Prozentsatz des Bruttoinlandsprodukts (BIP) darstellt. Man sieht, dass der Kapitalexport etwa seit 1970 negativ wurde, also in einen Import umschlug, und dass der Import dann trendmäßig immer stärker wuchs. Allein im Jahr 2007 lag der amerikanische Nettokapitalimport bei gut 700 Milliarden US-Dollar. Erst in der Finanzkrise wird, wie man am rechten Bildrand erkennt, diese Entwicklung wieder umgedreht.

Das Kapital kam aus den Ländern mit großen Exportüberschüssen: China, Deutschland, Japan und die OPEC-Länder. Diese Länder erhielten im Gegenzug für die Finanzmittel, die sie zur Verfügung stellten, US-Wertpapiere. Besonders erfolgreich verkauften die Amerikaner die sogenannten Asset-Backed Securities⁴ und dar-

Abb. 2: Amerikanischer Kapitalexport (+) und Import (-) in Relation zum US-BIP (1929–2010)



Hinweis: Für die USA wird die Differenz zwischen gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und gesamtwirtschaftlicher Nettoinvestition als Prozentsatz des BIP gezeigt. Für China, Deutschland und Japan ist die Summe der Leistungsbilanzsalden gemäß IMF-Definition in Relation zum aggregierten BIP dargestellt.

auf aufbauende Collateralized Debt Obligations⁵, kurz ABS und CDO genannt. Es handelt sich bei diesen Papieren um verbriefte Ansprüche gegen amerikanische Immobilieneigentümer, die von den Banken geschaffen worden waren, um ihre eigenen Ansprüche aus den Büchern zu entfernen.

Wegen der Kapitalzuflüsse hatte sich auf dem US-Immobilienmarkt seit Mitte der 1990er Jahre eine gewaltige Blase aufgebaut (Abb. 3). Man sieht, dass die Preise der Immobilien von der zweiten Hälfte der 1990er Jahre bis zur ersten Jahreshälfte 2006 rapide anstiegen. Die Preissteigerungsrate in der Zehnjahresspanne von 1996 bis 2006 lag bei 190 Prozent, was einem jährlichen Durchschnitt von 11,2 Prozent entspricht. Da diese Zunahme weit über der nominellen Wachstumsrate der Ökonomie lag, ist die Vokabel »Immobilienblase«, die gemeinhin für diesen Verlauf verwendet wird, völlig angemessen.

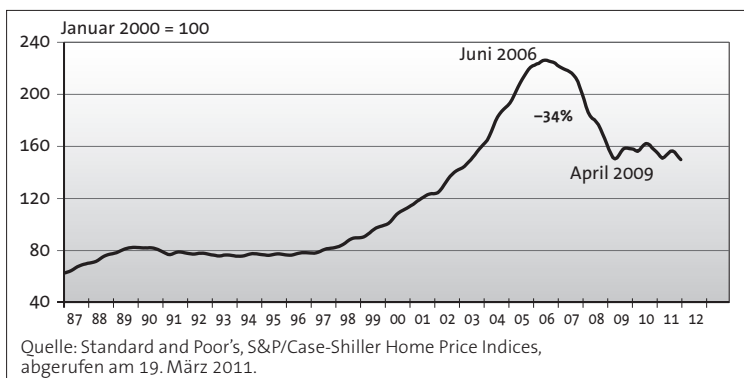
Die Aufblähung der Blase war eine wesentliche Triebkraft des amerikanischen Konsums, der über viele Jahre hinweg schneller anstieg als das verfügbare Einkommen. Der langfristige Abwärtstrend der in Abbildung 1 dargestellten Sparquote der privaten Haushalte macht das übermäßige Konsumwachstum deutlich. Fällt die Sparquote, dann wächst der Konsum entsprechend schneller als das verfügbare Einkommen. Die Amerikaner vernachlässigten die Ersparnis, weil sie sich wegen des stetigen Anstiegs ihrer Häuserpreise für das Alter abgesichert wähnten und vielfach auch die Gelegenheit wahrnahmen, immer mehr Kredite auf ihr Haus aufzunehmen. Die steigenden Hauspreise sind damit auch der tiefere Grund für das bis 2008 immer weiter gestiegene Leistungsbilanzdefizit der Amerikaner, also den Überschuss der aus dem Ausland empfangenen über die dorthin gelieferten Güter, die mit Schuldtiteln und Vermögenswerten verschiedenster Art bezahlt wurden (Abb. 2).

Blasen platzen gemeinhin irgendwann. Die Blase auf dem amerikanischen Markt für Wohnimmobilien tat dies Mitte des Jahres

2006. Zu dem Zeitpunkt hatte die Preiskurve ihr Maximum erreicht. Danach fielen die Preise bis zum April des Jahres 2009, als ein zumindest temporärer Tiefpunkt erreicht war. Die Preissenkung betrug insgesamt 34 Prozent. Das entspricht einem Wertverlust der amerikanischen Wohnimmobilien in Höhe von etwa 8 Billionen US-Dollar.⁶ Zahlreiche Hausbesitzer gerieten in die Überschuldung und konnten ihre Hypotheken nicht mehr bedienen. Ab Mitte 2007 erlebten auch die auf den Immobilienkrediten basierenden ABS- und CDO-Papiere einen dramatischen Preisverfall. Das hatte drastische Folgen: Da die gefährlichen Papiere an Banken in der ganzen Welt verkauft wurden, stürzte das Weltfinanzsystem in eine existenzielle Krise. Mehr als hundert Banken sind im Jahr 2008 weltweit durch Konkurs und Übernahme vom Erdboden verschwunden oder in letzter Minute verstaatlicht worden, darunter die großen amerikanischen Investmentbanken Bear Stearns, Lehman Brothers und Merrill Lynch.

Wenn das weltweite Bankensystem in eine so existenzielle Krise gerät, muss etwas grundlegend falsch gelaufen sein. Was hat die Finanzwelt an den Rand des Abgrunds gebracht?

Abb. 3: Preisentwicklung der US-Immobilien (Case-Shiller-Index)



Anmerkung: Der Case-Shiller-Index erfasst die Verkaufspreise von Einfamilienhäusern in zehn Metropolregionen.

Risiko ohne Haftung

Banken sind typischerweise Kapitalgesellschaften, bei denen die Haftung der Aktionäre auf das Eigenkapital beschränkt ist. Das übrige Vermögen der Aktionäre ist vor dem Zugriff geschützt. Grundsätzlich ist die Kapitalgesellschaft mit beschränkter Haftung das zentrale Erfolgsmodell des Kapitalismus, das den Wohlstand der westlichen Welt erst möglich gemacht hat. Wer die Dynamik des kapitalistischen Systems will, dem der Lebensstandard der westlichen Welt zu verdanken ist, muss also die Kapitalgesellschaft wollen und die Haftungsbeschränkung in Kauf nehmen. So gesehen ist die Haftungsbeschränkung ein notwendiges und segensreiches Rechtsinstitut.

Das Privileg der Haftungsbeschränkung wurde jedoch von den Banken so gedehnt, dass sie am Ende fast gar nicht mehr haften, weil viele nur noch mit minimalen Eigenkapitalbeständen arbeiteten. Tabelle 1 zeigt die auf die Bilanzsumme bezogenen Eigenkapitalquoten der fünf großen amerikanischen Investmentbanken im Jahr 2006 vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Man sieht, dass diese Quoten im Bereich von nur 3 Prozent bis etwa 4,5 Prozent lagen. Das ist angesichts der zumeist recht riskanten Geschäfte der Investmentbanken sehr wenig, denn es bedeutet, dass man sein Geschäftsvolumen durch Aufnahme von Fremdkapital auf das 22- bis 33-Fache dessen ausdehnen kann, was einem möglich wäre, würde man nur sein Eigenkapital verleihen. Diese enorme Hebelwirkung sichert zwar hohe Eigenkapitalrenditen, sie erzeugt aber auch enorm hohe Risiken, zunächst für die Bank selbst, dann für ihre Gläubiger und am Ende für die Steuerzahler, die letztlich für die Rettungspakete aufkommen müssen.

Natürlich hat niemand Interesse an Verlusten. Wenn es aber die Möglichkeit gibt, in guten Zeiten höhere Gewinne einzufahren um den Preis, in schlechten Zeiten Verluste zu haben, die man mangels Haftungskapital nur zu einem geringen Teil tragen muss,

Tabelle 1: Eigenkapitalquoten und Eigenkapitalrenditen der fünf großen amerikanischen Investmentbanken im Jahr 2006

	Eigenkapitalquote (Prozent)	Eigenkapitalrendite brutto (Prozent)	Eigenkapitalrendite netto (Prozent)
Bear Stearns	3,5	25,9	16,9
Goldman Sachs	4,3	40,7	26,7
Lehman Brothers	3,8	30,8	20,9
Merrill Lynch	4,6	25,1	18,2
Morgan Stanley	3,2	25,7	21,1

– Eigenkapitalquote: Eigenkapital geteilt durch Bilanzsumme
 – Eigenkapitalrendite: Gewinn geteilt durch Eigenkapital (einschließlich der einbehaltenen Gewinne)
 – brutto: vor Steuern
 – netto: nach Steuern
 Quellen: Jeweilige Geschäftsberichte.

Hinweis: Die Eigenkapitalquoten wären nach den etwas strengeren europäischen Vorschriften allesamt noch deutlich kleiner als in der Tabelle ausgewiesen. Zum Beispiel erlaubt das amerikanische Bilanzrecht die Verkürzung der Bilanz im Falle der gegenseitigen Forderungsverflechtung zwischen Finanzinstitutionen.

dann gewinnt das Risiko an Attraktivität. Wird ein Teil der Verluste von den Gläubigern oder vom Staat getragen, lohnt es sich, ins Risiko zu gehen.

Dabei geht es nicht primär um Fehlanreize für die Bankenvorstände, sondern um Fehlanreize für die Aktionäre, denn sie profitieren von der Haftungsbeschränkung. Die Aktionäre verlangen von ihren Banken risiko- und ertragreiche Geschäftsmodelle, die nur deshalb funktionieren, weil im Katastrophenfall die Verluste, die das Eigenkapital übersteigen, sozialisiert werden. Deshalb verpflichten sie den Vorstand auf hochgesteckte Renditeziele und gestalten die Entlohnungssysteme für die Manager so, dass diese sich entsprechend risikofreudig verhalten. Ähnlich gefährlich waren auch die Anreizstrukturen für die Häuslebauer in den USA. Der Durchschnittsamerikaner kam nämlich ebenfalls in den Genuss einer Haftungsbeschränkung, die ihn zum Zocken veranlasste.

In den USA werden Hauskredite gewöhnlich als sogenannte »non-recourse loans« vergeben – also »regressfreie Kredite«. Die Hauseigentümer haften nur mit ihrer Immobilie. Es gibt – anders als in Deutschland – keine Durchgriffshaftung des restlichen Vermögens oder des Arbeitseinkommens der Schuldner.⁷ Dieser Schutz vor Haftung veranlasste viele amerikanische Haushalte, beim Hauskauf das Risiko zu suchen und sich zu übernehmen, weil sie wussten, dass sie nichts falsch machen konnten.

Im Fall, dass der Hauspreis weiter steigt, ist der Käufer fein raus. Er kann das Haus verkaufen, den Kredit zurückzahlen und einen Gewinn in Höhe des Wertzuwachses erzielen. Oder er kann noch mehr Kredit aufnehmen. Im Fall eines sinkenden Preises hat der Käufer zwar Pech, aber kein wirkliches Problem. Er muss nur den Schlüssel des Hauses bei der Bank abgeben und den Verzicht auf sein Eigentum und die Nichtbedienung des Kredits erklären. Ansonsten hat er mit der Sache nichts weiter zu tun. Diese abenteuerlichen Anreizstrukturen führten zu hemmungslosen Kaufentscheidungen der amerikanischen Privathaushalte. Sie sind der mikroökonomische Kern der amerikanischen Immobilienblase.

Der Markt der heißen Kartoffeln

Warum aber haben die Banken dieses für sie so ungünstige Spiel mitgemacht? Dafür gibt es zwei Gründe: erstens das bereits erwähnte geringe Eigenkapital, das die Banken verleitet hat, ein immer höheres Risiko zu suchen. Zweitens die Tatsache, dass die Banken die Kredite vergeben mussten. Dazu zwang sie der Community Reinvestment Act, ein Programm, das 1977 unter Präsident Carter eingeführt wurde, um der Verwahrlosung von Wohnbezirken entgegenzuwirken. 1994 wurde das Gesetz unter Präsident Clinton nochmals novelliert. Er setzte die Banken unter Druck, auch Kunden mit geringer Bonität Kredite zu geben.

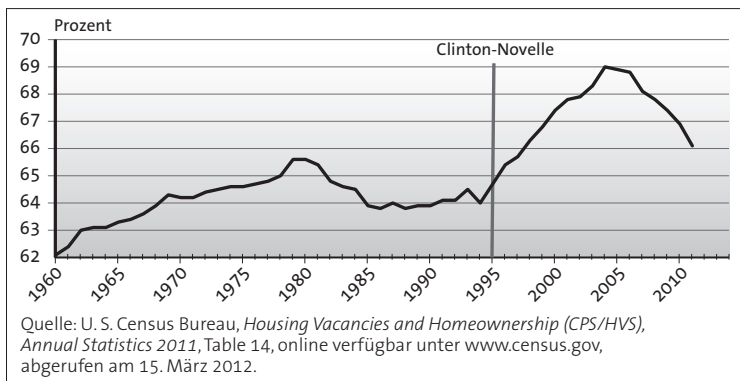
So kam es, dass sich selbst Geringverdiener und Arbeitslose Häuser per Kredit kaufen konnten.⁸

Die Novelle des Community Reinvestment Act durch Clinton war ein voller Erfolg. Wie Abbildung 4 zeigt, stieg der Anteil der Haushalte mit Immobilienbesitz in den nachfolgenden zehn Jahren von 64 Prozent auf 69 Prozent. Dabei wurde das Ziel, den benachteiligten ethnischen Gruppen zu helfen, erreicht. Während die Zahl der Hausbesitzer in dieser Zeitspanne insgesamt um 6 Prozent anstieg, nahm die Zahl der Afroamerikaner mit Immobilienbesitz um 13 Prozent und die von Angehörigen hispanischer Bevölkerungsgruppen um 18 Prozent zu.⁹ Dass das Ganze nicht gut gehen konnte, liegt auf der Hand. Da die Preise der Häuser und damit auch die Volumina der Hypothekenkredite viel stärker stiegen als die Haushaltseinkommen, fiel es gerade den ärmeren Schichten immer schwerer, ihre Kredite mit Zins und Tilgung zu bedienen. Vielfach waren die Kreditnehmer nicht einmal in der Lage, ihre erste Rate zu bezahlen.

Das neue Marktsegment der problematischen Kredite nannte man Subprime-Markt, also Markt für zweitklassige Kredite, um ihn vom Prime-Markt abzugrenzen, auf dem Kredite an gute Risiken vergeben werden. Bei den Subprime-Krediten handelte es sich konkret um Kredite, die einen Beleihungsgrad von mehr als 90 Prozent aufwiesen oder an Personen vergeben worden waren, bei denen der Schuldendienst bei über 45 Prozent des Bruttoeinkommens lag und/oder keine saubere Kredithistorie aus früheren Geschäften bestand.¹⁰

Die Hypothekenbanken wussten natürlich, wie problematisch die Kreditforderungen waren, die sie auf diese Weise erwarben. Der Ausweg war die Verbriefung der Ansprüche. Statt die Forderungen selbst zu halten und geduldig auf die Rückzahlung zu warten, verkauften sie die Ansprüche an andere Banken oder Finanzinvestoren. Sie schufen dafür sogenannte MBS-Papiere¹¹ und lockten die Käufer mit Preisabschlägen beziehungsweise ho-

Abb. 4: Anteil der US-Haushalte mit Immobilienbesitz (1965–2011)



hen Effektivrenditen. Doch auch die Käufer hatten keine Illusionen über die Bonität der Papiere. Deshalb beeilten auch sie sich, diese schnell weiterzureichen. Die Ansprüche gegen die Häuslebauer hatten den Charakter von heißen Kartoffeln, die niemand lange in der Hand halten wollte, um sich nicht zu verbrennen. Um die Ansprüche weiterreichen zu können, verbrieften die Banken die Papiere erneut und schufen die CDO-Papiere. Diese Logik setzte sich fort. Am Ende hatten einige Papiere vierzig Verwertungsstufen hinter sich. Es entstand eine Kaskade von ineinander verschachtelten Ansprüchen, die niemand mehr durchschaute.

Der Markt für CDO- und MBS-Papiere erreichte 2006 mit etwa 1,9 Billionen US-Dollar Neuemissionen sein größtes Volumen. Dann nahmen die Ratingagenturen ihre Bewertungen radikal zurück, und der Markt brach zusammen – auf gerade mal geschätzte 53 Milliarden US-Dollar im Jahr 2009. Das Marktvolumen kollabierte um 97 Prozent.

Trotz der Warnungen im Jahr 2007 kann man von einem Versagen der großen Ratingagenturen sprechen. Die Tabelle 2 bestätigt das katastrophale Bild, das die amerikanischen Ratingagenturen boten. Dort werden die Bewertungen, die die Agenturen den großen amerikanischen Investmentbanken noch im Jahr 2007

ausstellten, dargestellt. Man sieht, dass auch jene Banken, die im Jahr 2008 untergingen, in der Tabelle durch ein Kreuz gekennzeichnet, von Standard & Poor's und Moody's noch recht gut bewertet wurden. So erhielt Lehman Brothers zum Beispiel ein A+ und ein A1, was nicht die besten, aber immer noch extrem gute Noten sind. Der Bank Lehman Brothers wurde das A+ noch bis zur letzten Woche vor ihrem Untergang zuerkannt.

Tabelle 2: Die Bewertungen der US-Investmentbanken durch Standard & Poor's und Moody's im Jahr 2007

	Standard & Poor's long	Moody's long
Bear Stearns †	A	A2
Goldman Sachs	AA-	Aa3
Lehman Brothers †	A+	A1
Merrill Lynch †	AA+	A1
Quellen: Jährliche Geschäftsberichte der Investmentbanken 2007.		

Die Ratingagenturen haben die verbrieften Wertpapiere untersucht und hätten Licht in das Dunkel der wirtschaftlichen Verflechtungen bringen können. Stattdessen haben sie mit viel zu guten Bewertungen dazu beigetragen, dass die zweifelhaften Papiere in der ganzen Welt ihre Käufer fanden. Und im Jahr 2007 war es für die Warnungen zu spät. Zu dem Zeitpunkt waren die Hauspreise bereits ein Jahr am Fallen.

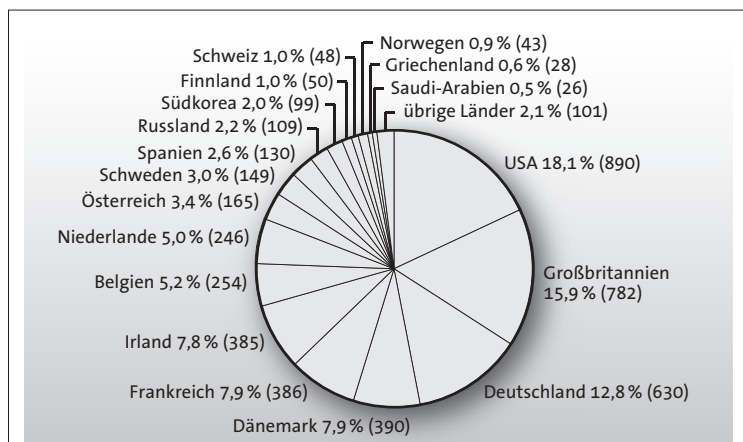
Staaten als Retter

Warum haben die Aufsichtsbehörden die toxischen Wertpapiere nicht verboten? Erhellend ist die Aussage eines hochrangigen Vertreters der Banque de France vom Oktober 2008. Gefragt, wie sein Haus über die Zulassung von Finanzprodukten entscheidet, sagte der Zentralbanker: »Wir hatten uns eigentlich vorgenom-

men, ein Finanzprodukt nur dann zu genehmigen, wenn es wenigstens einer von uns wirklich verstand. Diesen Grundsatz konnten wir aber nicht durchhalten, denn wir mussten stets befürchten, dass es dann von den Briten oder den Deutschen genehmigt werden würde. Also haben wir die Augen zugeedrückt und die Genehmigung erteilt.«¹²

Dieses Zitat drückt die Tragik der Bankenaufsicht auf dramatische Weise aus. Man wollte nicht strikter sein als andere Länder, weil man befürchtete, dass das Bankengeschäft dann dort gemacht würde. So ist der Wettbewerb der Staaten und Regulierungsbehörden zu einem Lachheitwettbewerb degeneriert.¹³

**Abb. 5: Die staatsfinanzierten Banken-Rettungspakete*
(Summe: 4909 Milliarden Euro)**



* Ohne Rettungspakete der Zentralbanken

In Klammern: Absolutbeträge in Milliarden Euro, umgerechnet zum Kurs vom Dezember 2009

Quellen: Für die EU-Länder: Europäische Kommission: »Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses«, in: *European Economy* 7, 2009. Die Angaben der EU zu Dänemark wurden nach Rücksprache mit dem dänischen Sachverständigenrat (Peter Birch Sørensen) nach unten korrigiert. Für die USA: Congressional Budget Office: »The Troubled Asset Relief Program: Report on Transactions Through December 31«, 2008, S. 1; U. S. Department of the Treasury: »Public-Private Investment Program«, S. 4; U. S. Department of the Treasury: »Treasury Department Releases Details on Public Private Investment Program – Fact Sheet«, 23. März 2009, online verfügbar unter www.treasury.gov, abgerufen am 3. April 2012. Restliche Länder: *Der Spiegel*, 10. November 2008, S. 61. Berechnungen des ifo Instituts.

Doch haben sich die Staaten wenigstens in der Krise bewährt? Der G-7-Gipfel und die EU-Konferenz im Oktober 2008 stellten die Weichen für eine beispiellose Rettungsaktion zugunsten der Banken.

Abbildung 5 gibt einen Überblick über die Garantien und Hilfsmittel, zu deren Bereitstellung sich die Länder in der Lehman-Krise verpflichtet hatten. Sie summieren sich auf bald 5 Billionen Euro und umschließen Bürgschaften, Kredite, Subventionen und Eigenkapitalhilfen.

Deutschland hat insgesamt 630 Milliarden Euro zur Rettung seines Bankensystems zur Verfügung gestellt. Nach den Rettungspaketen der USA und Großbritanniens ist das deutsche Paket das drittgrößte der Welt. Zur Verwaltung der am 17. Oktober 2008 beschlossenen Hilfsmittel wurde eine eigene Behörde gegründet, der Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin). Der Fonds hatte die Aufgabe, die Liquidität und die Stabilität des deutschen Bankensystems zu sichern.

Das deutsche Programm war im Wesentlichen ein Bürgschaftsprogramm. Von den Garantien und Bürgschaften in Höhe von 400 Milliarden Euro, die der Staat bereitstellte, haben bis Ende Dezember 2010 neun Banken Garantien in Höhe von 64 Milliarden Euro in Anspruch genommen. Auf dem Höchststand Anfang Oktober 2010 beliefen sich die an diese Institute gewährten Garantien noch auf 174 Milliarden Euro.¹⁴

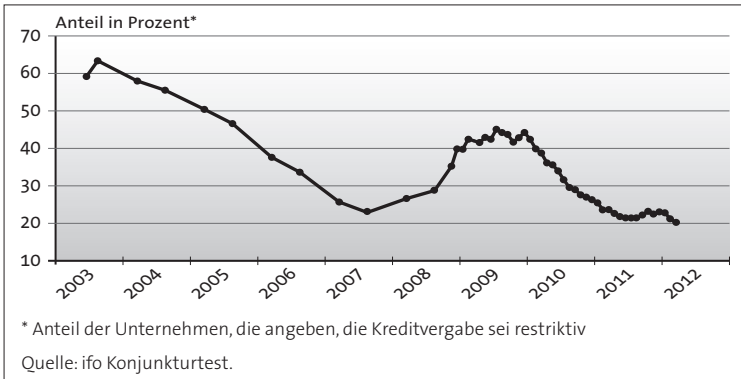
Zum deutschen Rettungspaket gehörten ferner Eigenkapitalmittel in Höhe von 100 Milliarden Euro, die im Austausch gegen Aktien ausgegeben werden konnten. Bis Februar 2012 betrug das Volumen unterzeichneter Stabilisierungshilfen des SoFFin 19,8 Milliarden Euro. Davon erhielt die Hypo Real Estate (HRE) 9,8 Milliarden Euro. An die Commerzbank gingen 6,7 Milliarden Euro. Die WestLB empfing Hilfen in Höhe von 3 Milliarden Euro, und 0,3 Milliarden Euro gingen an die Areal Bank, einen kleinen Immobilienfinanzierer.¹⁵

Am 22. Juli 2009 beschloss Deutschland zusätzlich, den Banken durch ein System von »Bad Banks« zu helfen, mit deren Hilfe die Bilanzen der Banken von toxischen Wertpapieren befreit werden können. 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.¹⁶ 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 10 Prozent darunter liegt. Das Bad-Bank-Modell nutzten allerdings nur zwei Banken: die HRE sowie die WestLB. Die HRE gründete die FMS-Wertmanagement und die WestLB die Erste Abwicklungsanstalt. Durch das Geschäft erhöhte sich der Schuldenstand des Staates im Jahr 2010 um rund 240 Milliarden Euro oder knapp 10 Prozent des BIP.

Angesichts des prekären Zustands der deutschen Banken wäre es gut gewesen, sie hätten das Eigenkapital des SoFFin bereitwilliger abgerufen. Aber sie verweigerten sich, weil damit Implikationen verbunden waren, die ihnen nicht gefielen. So nahmen die Vertreter des SoFFin im Aufsichtsrat Platz, und die Vorstandsgehälter wurden auf 500 000 Euro pro Jahr begrenzt, was angesichts des Umstandes, dass Bankvorstände vor der Krise durchschnittlich 2,2 Millionen Euro verdienten, ein erheblicher Einschnitt war.¹⁷

Die verständliche Devise in den Bankvorständen lautete deshalb: »Runter mit dem Geschäftsvolumen!« Statt das staatliche Eigenkapital zu nehmen, um das Geschäftsvolumen aufrechtzuerhalten, zog man es vor, den Firmen weniger Kredite zu geben, um so die Bilanzen wieder in Ordnung zu bringen. Folglich kam es zu einer Kreditklemme.

**Abb. 6: Kredithürde – gewerbliche Wirtschaft
(Deutschland, Juni 2003 bis März 2012)**



Hinweis: Die Kredithürde basiert auf ca. 4000 Meldungen von Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft. Darin enthalten sind das verarbeitende Gewerbe, das Bauhauptgewerbe, der Großhandel und der Einzelhandel. Die Unternehmen werden gebeten, ihr Urteil auf folgende Frage abzugeben: »Wie beurteilen Sie zurzeit die Bereitschaft der Banken, Kredite an Unternehmen zu vergeben?« Die möglichen Antworten sind: »entgegenkommend«, »normal«, »restriktiv«. Die Kredithürde wird aus den Prozentanteilen der letzten dieser drei Antwortkategorien berechnet. Für die Zusammenfassung zur Kredithürde für die gewerbliche Wirtschaft werden die Prozentanteile im verarbeitenden Gewerbe, im Bauhauptgewerbe und im Handel mit den durchschnittlichen Kreditvolumen der Wirtschaftsbereiche im Jahr 2005 gewichtet.

Abbildung 6 zeigt, dass es im Jahr 2009 tatsächlich zu einer erheblichen Anspannung kam. Die vom ifo Institut befragten Firmen bekundeten unzweifelhaft, dass sie die Kreditvergabe der Banken wieder als restriktiv empfanden. Zwar war die Situation noch lange nicht so schlimm wie im Jahr 2003, doch immerhin gaben über 40 Prozent der Firmen der gewerblichen Wirtschaft an, dass sie die Kreditvergabe der Banken als restriktiv ansahen.

Die Existenz einer Kreditklemme wurde von der offiziellen deutschen Politik, so insbesondere der Bundesbank und der Bundesregierung, während der gesamten Krise bestritten.¹⁸ Die Politik war in diesem Punkt aber nicht besonders glaubwürdig, denn zugleich

hat sie am 4. März 2009 ein von der KfW zu organisierendes Bürgerschaftsprogramm für die deutsche Wirtschaft im Umfang von 115 Milliarden Euro beschlossen.¹⁹ Man muss sich fragen, warum man ein gigantisches Programm zur Vermeidung einer Kreditklemme braucht, wenn es eine solche Klemme gar nicht gibt.

Zum Glück verschwand die Kreditklemme aber so schnell, wie sie gekommen war, als die Finanzkrise als solche abebbte und zu einer europäischen Schuldenkrise mutierte. Das war seit dem Sommer des Jahres 2009 der Fall. Die Weltwirtschaft zog wieder an, insbesondere in den Schwellenländern. Deutschland exportierte wieder mehr, und vor allem stellte sich heraus, dass Europa, insbesondere die Länder der südwestlichen Peripherie und Frankreich, in einer Schuldenkrise steckte, die die staatlichen und privaten Sektoren gleichermaßen umfasste. Frankreich war zwar nicht direkt betroffen, aber doch indirekt, weil die französischen Banken in besonderer Weise in Südeuropa engagiert waren. Ihr Exposure war relativ zur Wirtschaftskraft doppelt so groß wie das der deutschen Banken. Die deutschen Anleger und Banken, die ihr Geld bislang auch nach Frankreich und in die südwestliche Peripherie Europas verliehen und in den Jahren vor der Krise maßgeblich zum Boom dieser Regionen beigetragen hatten, trauten sich nicht mehr aus Deutschland heraus und suchten stattdessen die Anlage zu Hause. Das erzeugte über fallende Zinsen in den Jahren 2010 und 2011 einen kräftigen Investitionsboom, der das Wachstum nachfrageseitig noch stärker antrieb, als es der Außenhandel tat. Zum Zeitpunkt der Abfassung dieser Zeilen zahlen der deutsche Staat und die deutschen Hauslehaber niedrigere Zinsen als jemals zuvor.

Diese Sonderentwicklung Deutschlands darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Finanzkrise im Bankensektor entstanden war und dass der gesamte Bankensektor unterkapitalisiert und deshalb zu große Investitionsrisiken eingegangen ist, unter deren Implikationen die Welt heute leidet.

Wege zu einem besseren Bankensystem – Was nun zu tun ist

Um in Zukunft vor ähnlichen Banken Krisen geschützt zu sein, müssen Maßnahmen ergriffen werden, die die Ursachen der jetzigen Krise im Kern bekämpfen. Dazu gehört vor allem, dass dem Haftungsprinzip wieder mehr Geltung verschafft wird, indem die Banken gezwungen werden, mit mehr Eigenkapital zu arbeiten. Darüber hinaus bedarf es einer Einschränkung der regressfreien Kreditformen, die sich in den USA herausgebildet haben.

Im Kern wurde die Krise durch das Versagen der US-amerikanischen Bankenaufsicht verursacht und durch die Defekte des europäischen Basel-I-Systems verstärkt. Das neue Basel-II-System, das im Jahr 2008 in Kraft trat, war nicht besser und hätte die Krise auch nicht verhindern können, weil es den Banken die Möglichkeit gab, mit noch weniger Eigenkapital zu arbeiten.

Im Rahmen des neuen Basel-III-Systems, das inzwischen beschlossen ist und 2013 in Kraft tritt, müssen die Banken Eigenkapital nicht nur im Verhältnis zur Summe der risikogewichteten Aktiva, sondern auch in Höhe von mindestens 3 Prozent ihrer Bilanzsumme halten. Das bedeutet, dass einem beliebigen Leverage über Aktiva wie Staatsanleihen, die bei der Berechnung der Summe der risikogewichteten Aktiva gar nicht auftauchen, ein gewisser Riegel vorgeschoben wurde. Kritisch zu sehen ist allerdings, dass man die Risikogewichte selbst nicht verändert hat. Es ist ein Unding, dass die Regulierung noch immer von der Fiktion der sicheren Staatsanleihen ausgeht, für die man ein Risikogewicht von null ansetzen kann, obwohl doch Europa von Staatsschuldenkrisen erschüttert wurde. Basel-III ist zwar strenger als Basel-II, aber noch nicht streng genug. Die Welt braucht demnach ein Basel-IV-System mit völlig neu gestalteten Risikogewichten, die berücksichtigen, dass Ausleihungen an Staaten keineswegs sicherer sind als Ausleihungen an gut geführte mittelständische

Firmen. Höhere Eigenkapitalquoten sowie eine neue Bewertung der Risikopositionen sind die Schlüsselstrategien für die Gesundung des Bankenwesens. Ein hoher Eigenkapitalbestand puffert Stöße besser ab, und vor allem schafft er mehr Sorgfalt im Umgang mit dem Risiko, weil er die Haftung der Aktionäre verstärkt.²⁰

Darüber hinaus sollte das neue Basel-System einheitlich auf der ganzen Welt angewendet werden, wenigstens in den G-20-Ländern. Insbesondere ist es erforderlich, dass die USA mitmachen. Obwohl die USA zu den Initiatoren für das Basel-II-System gehörten, haben sie sich diesem System nie angeschlossen.

Eine Grundvoraussetzung für die weltweite Anwendung eines neuen Basel-Systems ist zudem die Harmonisierung der Vorschriften für die Rechnungslegung der Banken. Gegenwärtig gibt es eine verwirrende Vielfalt von Regeln. In Europa existieren zum Beispiel immer noch nationale Vorschriften zur Rechnungslegung, die nur allmählich durch das gemeinsame IFRS-System²¹ ersetzt werden, das die EU-Kommission empfiehlt.

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.

Das Problem in der Krise ist, dass Eigenkapital verloren geht und man die Banken retten muss, damit der Zahlungsverkehr nicht zusammenbricht. Wie kann man verhindern, dass die Banken dies im Vorfeld der Krise ausnutzen und schon darauf spekulieren, dass der Staat sie im Fall des Falles doch wieder »raushauen« wird? Die einfache Antwort auf diese Frage ist, dass der Staat zwar die Banken rettet, nicht aber die Bankaktionäre, indem er das fehlende Eigenkapital nicht durch Geschenke ersetzt, sondern im Austausch für Aktien. Eine Eigenkapitalregulierung,

die mit dem angeblichen Entzug der Geschäftslizenz eine Strafe androht, die im Krisenfall gar nicht verhängt wird, weil man keine systemrelevante Bank pleitegehen 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 Rettungsfonds im Krisenfall mit Eigenkapital zum Partner zu machen und das Altkapital insofern in die Haftung zu nehmen, ist glaubhaft, wirksam und zumutbar.

Wer einer strengeren Eigenkapitalregulierung den Ruf nach freien Märkten entgegensetzt, ohne die die Marktwirtschaft nicht bestehen könne, verwechselt Marktwirtschaft mit Anarchie. Die Marktwirtschaft kann nur funktionieren, wenn sie Verkehrsregeln unterworfen ist. Das Bürgerliche Gesetzbuch ist voller Regeln, die private Verträge beschränken. Nur eine Teilmenge der Verträge, die eine unkontrollierte Marktwirtschaft entwickeln würde, ist erlaubt, und genau deshalb funktioniert das System. Europa und die Welt brauchen strengere Regeln für den Finanzverkehr. Solche Regeln bedeuten keinen Systembruch. Sie sind für das Funktionieren der Finanzkapitalmärkte unerlässlich.

Anmerkungen

- 1 Der Text orientiert sich an Hans-Werner Sinn: *Kasino-Kapitalismus*, Berlin: Econ 2010. Bei der Zusammenfassung und Verdichtung des Buchtextes war mir Anja Rohwer vom ifo Institut behilflich.
- 2 Die Sparquote gibt an, welcher Anteil der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, also der Bruttoeinkommen nach Abzug der Steuern und Sozialabgaben, nicht konsumiert, sondern gespart wird.
- 3 Vgl. Statistisches Bundesamt: »VGR des Bundes – Verfügbares Einkommen, Sparen der privaten Haushalte«, Wiesbaden 2012.
- 4 Asset-Backed Security heißt so viel wie »anspruchsgesichertes Wertpapier«. Bei den ABS-Papieren geht es stets um einen Darlehensanspruch, den der Emittent gegen einen Darlehensnehmer besitzt, ohne dass der Emittent selbst eine schuldrechtliche Verpflichtung zur Bedienung des Papiers hat. ABS-Papiere werden zum Beispiel aus Autoleasingverträgen, Kreditkartengeschäften oder ähnlichen Massenkreditgeschäften gemacht.

- 5 Die CDO-Papiere sind immobilienbesicherte Wertpapiere. Es handelt sich dabei um verbriefte Ansprüche gegenüber einer Kette weiterer Ansprüche, an deren Ende in der Regel amerikanische Hypothekendarlehen, aber teilweise auch Kreditkartendarlehen und Autoleasingverträge stehen. Diese verbrieften Ansprüche werden in unterschiedlichen Bonitätstranchen zwischen den Banken gehandelt und erzielen je nach Risikoklasse unterschiedliche Preise.
- 6 Ende des zweiten Vierteljahrs 2006 lag der Wohnungsvermögensbestand bei 23 712 Milliarden US-Dollar. Wendet man den prozentualen Rückgang aus Abbildung 3 (34 Prozent) hierauf an, ergibt sich ein Verlust von 7955 Milliarden US-Dollar. Vgl. The Federal Reserve Board: »Flow of Funds Accounts«, online verfügbar unter <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/>, abgerufen am 15. März 2012. Man beachte, dass der Vermögensverlust aufgrund des Platzens der Immobilienblase nicht durch die in der Statistik ausgewiesene Änderung des Wohnungsvermögensbestandes berechnet werden kann, weil es inzwischen Neubautätigkeit gab.
- 7 Wenn in Deutschland jemand einen Kredit für einen Hauskauf aufgenommen hat und zahlungsunfähig wird, muss er damit rechnen, dass die Bank sein Haus versteigert, um sich aus dem Verkaufserlös zu bedienen. Und wenn der Erlös nicht reicht, greift die Bank auf etwaiges sonstiges Vermögen oder auch auf das künftige Arbeitseinkommen des Hauseigentümers zurück.
- 8 Vgl. etwa FDIC, FDIC Law, Regulations, Related Acts, Part 345 – Community Reinvestment, Effect of CRA performance on applications, online verfügbar unter www.fdic.gov, abgerufen am 15. März 2012.
- 9 Vgl. U.S. Census Bureau: *Housing Vacancies and Homeownership (CPS/HVS), Annual Statistics 2011*, Table 22, online verfügbar unter www.census.gov, abgerufen am 15. März 2012.
- 10 Diese Abgrenzung von Prime- und Subprime-Krediten orientiert sich an der Definition von sogenannten Conforming-Loans-Krediten, die von Fannie Mae und Freddie Mac akzeptiert werden. Eine einheitliche Definition von Subprime-Krediten existiert hingegen nicht.
- 11 Die Wertpapiere, die durch die Verbriefung der Kreditforderungen gegenüber den Hauseigentümern geschaffen worden waren, nannte man Mortgage-Backed Securities (MBS). Mortgage-Backed Securities heißt auf Deutsch hypothekengesicherte Wertpapiere und löst bei deutschen Anlegern gleich positive Assoziationen mit den bewährten Pfandbriefen aus. Das mag einer der Gründe sein, warum gerade in Deutschland in den Jahren vor der Krise so viele Anleger ihr Geld für den Kauf solcher Papiere oder ihrer Derivate aufgewendet hatten. Der erste Eindruck trügt indes, denn während Hypothekenspfandbriefe schuldrechtliche Ansprüche gegen die emittierende Bank darstellen, die zusätzlich durch Immobilien abgesichert sind, besitzt der Käufer eines MBS-Papiers letztlich nur Ansprüche gegen die Immobilie und nicht gegen die Bank. Mit einem Pfandbrief erwirbt man in Deutschland einen dreifachen Anspruch. Erstens und hauptsächlich erwirbt man einen Anspruch gegen die Bank. Geht die Bank pleite, kann man zweitens einen Anspruch gegen den Hypothekenschuldner durchsetzen. Und meldet der Hypothekenschuldner Privatkonkurs an, hat man drittens immer noch einen Anspruch gegen die Immobilie. Diesen Anspruch kann man auf dem Wege der Zwangsversteigerung realisieren.

- MBS-Papiere werden manchmal als Unterkategorie von ABS-Papieren angesehen.
- 12 Nach dem Gedächtnis nahezu wörtlich zitiert.
 - 13 Das Thema hat der Autor in seinen Yrjö Jahnsson Lectures abgehandelt. Siehe Hans-Werner Sinn: *The New Systems Competition, Yrjö Jahnsson Lectures*, Malden, MA, USA/Oxford, UK: Blackwell, 2003.
 - 14 Vgl. Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung: »Zwischenbilanz der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung – Deutsche Bankenrettung im internationalen Vergleich erforderlich«, Pressemitteilung, 28. Januar 2011, online verfügbar unter http://www.fmsa.de/de/presse/pressemitteilungen/2011/20110128_pressemitteilung_fmsa.html, abgerufen am 3. April 2012.
 - 15 Vgl. Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung: »Stabilisierungsmaßnahmen des SoFFin«, Stand: 7. Februar 2012, online verfügbar unter <http://www.fmsa.de/de/fmsa/soffin/instrumente/massnahmen-aktuell/>, abgerufen am 2. April 2012.
 - 16 Vgl. Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung, Bundesgesetzblatt Jg. 2009 Teil I Nr. 43.
 - 17 Aus den Geschäftsberichten der Deutschen Bank, der Commerzbank, der Dresdner Bank, der HypoVereinsbank und der Deutschen Postbank für das Jahr 2007 ergibt sich ein Durchschnittswert von 2,23 Millionen Euro.
 - 18 Vgl. z.B. Deutsche Bundesbank: »Monatsbericht«, Januar 2009, S. 15 ff.
 - 19 Das KfW-Programm umfasst Kredite für kleine und mittelständische Unternehmen im Umfang von 15 Milliarden Euro, 25 Milliarden Euro Kredite an größere Unternehmen sowie Kreditgarantien im Umfang von 75 Milliarden Euro. Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie: »Der Wirtschaftsfonds Deutschland«, online verfügbar unter <http://www.bmwi.de/BMWi/Navigation/Medienraum/Magazine/schlaglichter,did=308442.html?view=renderPrint>, abgerufen am 15. März 2012.
 - 20 Vgl. Hans-Werner Sinn: »Strenger und fairer«, in: *WirtschaftsWoche*, Nr. 39, 27. September 2010, S. 45.
 - 21 Weiterführende Informationen zum IFRS-System finden Sie bei Hans-Werner Sinn: »Wenn Banken mit ›Zitronen‹ handeln«, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 81, 26. April 2008, S. 7.