

DIETRICH H. HOPPENSTEDT

Langfristige Veränderungen der Finanzkultur

Die Welt steht zu Beginn des Jahres 2009 in der wohl schwersten Finanz- und Wirtschaftskrise ihrer Geschichte. Einige Finanzmarktakteure behaupten, 2008 hätten sie in den Abgrund gesehen. Das mag sein. Ich befürchte allerdings, dass wir die tatsächlichen Auswirkungen der Finanzkrise noch gar nicht ermessen, die Tiefe des Abgrunds also noch gar nicht erkennen können. Denn die Finanzmärkte sind heute fast undurchschaubar verflochten. Dies unterscheidet diese Krise von der zu Beginn der dreißiger Jahre des letzten Jahrhunderts.

Fast kein Akteur an den internationalen Finanzmärkten hat die existenziellen Störungen in ausreichendem Maße kommen sehen. Fast alle, die in den vergangenen 18 Monaten Prognosen über den Verlauf oder gar das Ende der Krise abgegeben haben, lagen falsch. Wahrscheinlich ist heute niemand in der Lage, einigermaßen verlässliche Aussagen für 2009 zu machen. Und die meisten volkswirtschaftlichen Modelle haben sich als ungeeignet erwiesen, um klare Indikationen oder gar Handlungsempfehlungen geben zu können. Zu Recht haben deshalb die Bundeskanzlerin und der Bundesfinanzminister die Widersprüchlichkeit vieler Empfehlungen aus der Wissenschaft kritisiert.

Ich denke, zur Ehrlichkeit gehört es zuzugeben: Mit einer derartigen Krise haben wir keine Erfahrungen. Wir wissen nicht genau, wo wir stehen und welche Zuspitzungen im Finanzsystem und in anderen Wirtschaftsbranchen noch möglich sind. Gleichzeitig wird aber zu Recht gefragt, was die Ursachen sind und – noch wichtiger – wie derartige Entwicklungen künftig vermieden werden können. In dieser Situation werden auch aus der Finanzbranche zahlreiche Reformvorschläge gemacht. Bei manchen dieser Vorschläge habe ich allerdings eher den Eindruck, es geht darum, im Wege geringerer Selbstregulierungen wirksame staatliche Regulierungen zu vermeiden.

Ich halte es deshalb für richtig und angemessen, sich noch stärker darum zu bemühen, die Ursachen der Krise zu verstehen. Es handelt sich nicht um einen kleinen Betriebsunfall eines ansonsten intakten Systems. Das Schiff ist nicht bloß vom rechten Wege abgekommen und deshalb in eine Havarie verwickelt worden. Es ist schlimmer: Der ursprünglich festgelegte Kurs der internationalen Finanzwirtschaft stimmt nicht mehr. Ich halte deshalb nichts von Sprachbildern – etwa Finanz-Tsunami oder Immunschwäche –, die nahelegen, die Krise sei ohne menschliches Zutun einfach über uns gekommen. Sie ist die Folge einer grundlegenden Fehlentwicklung an den internationalen Finanzmärkten, die von Menschen bewirkt und von Menschen zu verantwor-

ten ist. Es bedarf deshalb einer selbstkritischen Analyse. Die Voraussetzung dafür ist, die Ursächlichkeit des eigenen Handelns zu verstehen und zu akzeptieren.

Nun wäre es vermessen zu sagen, man verfüge über ein Patentrezept. Das habe ich nicht – und vermutlich gibt es auch niemanden, der ein solches hätte. Es fällt aber unter Umständen etwas leichter, mögliche Fehlentwicklungen zu identifizieren und vor allem dann auch zu benennen, wenn man einen gewissen Abstand zu den heute Handelnden und Verantwortlichen hat. Und einige Jahre des Überblicks über die Entwicklung der Finanzindustrie sind sicher auch nicht schädlich. Deshalb habe ich mich über die Einladung gefreut und spreche gerne zu Ihnen.

I. Die Rolle von Banken

Lassen Sie mich meine Überlegungen mit etwas beginnen, was Ihnen völlig selbstverständlich und unspektakulär vorkommen mag. Nämlich mit der Frage, wozu es überhaupt Banken gibt. Eigentlich ist die Rolle einer Bank sehr simpel: Sie soll Kapital einsammeln und es sinnvollen Investitionen zuführen. Hierzu muss sie ihren Anlegern die Sicherheit bieten, dass das Kapital in seinem Bestand erhalten bleibt – und darüber hinaus noch eine gewisse Rendite gewährleisten. Und sie muss auf der anderen Seite Investitionen auf ihre Wirtschaftlichkeit und Risikohaftigkeit hin überprüfen und bewerten. Hierzu bedarf es eines besonderen wirtschaftlichen Know-hows.

Die Bank produziert selbst nichts. Ihre Leistung besteht darin, in beide Richtungen – wohl abgewogen – Vertrauen zu geben und Risiken zu übernehmen. Beides hängt eng miteinander zusammen. Nur weil die Bank Risiken besonders gut bewerten, einschätzen und damit unerwartete Entwicklungen vermeiden bzw. im Notfall abfedern kann, vertrauen ihr die Anleger. Und nur weil die Bank verlässlich auf den verabredeten Zeitraum Kapital zu festen Konditionen zur Verfügung stellen kann und auch hier das Risiko abfedert, vertrauen ihr die Kreditnehmer.

Die Bank hat anderen Wirtschaftsteilnehmern bei der Durchführung ihrer eigenen wirtschaftlichen Transaktionen – dem Austausch von Waren oder Dienstleistungen – zu helfen. Banken sind damit kein Selbstzweck, sondern eine „dienende Branche“. Sie erfüllen ihre Rolle dann gut, wenn die zugrunde liegenden Wirtschaftstransaktionen ihrer Kunden störungsfrei verlaufen. Damit haben Banken allerdings eine Scharnierfunktion für die übrige Wirtschaft. Gerade weil sie selbst nichts herstellen, auf das man verzichten könnte, sondern notwendige Helfer für andere Wirtschaftstransaktionen sind, haben sie eine so grundlegende volkswirtschaftliche Bedeutung.

Ich lege auf diese Aufgabenbeschreibung an dieser Stelle so viel Wert, weil ich – so viel sei vorweggenommen – den entscheidenden Grund für die aktuelle Finanzkrise darin sehe, dass sich führende Banken dieser dienenden Rolle entzogen und ihr eigenes Geschäft – Geld gegen Geld – zum Selbstzweck gemacht haben.

Dabei ist eigentlich die Frage nach der Rolle von Banken in einer Gesellschaft und die im Umgang mit Geld innewohnende ethische Problematik gar nicht neu. Der

Grundgedanke, dass allein mit Geld auf sittliche Weise kein neues Geld erworben werden kann, zieht sich seit mindestens 2000 Jahren durch alle Kulturkreise und Epochen. Bereits *Aristoteles* vertrat die Auffassung, man solle seinen Erwerb nicht aus dem Gelde selbst ziehen, sondern aus Dingen, zu deren Vertrieb das Geld eingeführt wurde. *Thomas von Aquin* war der Meinung, dass es widernatürlich und ungerecht sei, wenn Geld durch Zinsen auf Darlehen neues Geld erzeuge. Dabei werde etwas verkauft, das sich als Tauschmittel beim Tausch verbrauche. Und *Kant* forderte, die Hervorbringung der Sache Geld müsse ebenso viel Fleiß kosten wie die Waren, deren Wert es repräsentiere. Nach diesen Maßstäben wird heute der überwiegende Anteil des Geldes „unverdient“ erworben, nämlich ohne Anbindung an realwirtschaftliche Grundlagen.

II. Grundlegende Veränderungen im Hinblick auf Geld

In einer modernen Volkswirtschaft haben ethische Fragestellungen beim Umgang mit Geld eine nochmals größere Relevanz. Der *erste* Grund: Die Globalisierung führt dazu, dass Geschäftsbeziehungen entpersonalisiert sind. Zugleich ist der einzelne durch die fortschreitende Arbeitsteilung und Spezialisierung von der Gesellschaft und dem Wirtschaftsprozess viel abhängiger als früher. Ohne einen personalen Verbund – etwa eine Familie oder eine Dorfgemeinschaft, die Leistungen tauschen – wird Geld zum einzigen Medium, das Zugang zu anderen Gütern eröffnet. Da die durch Geld vermittelten Leistungen anonym ausgetauscht werden können, kommt dem Element des Vertrauens in der Globalisierung eine immer wichtigere Rolle zu. Steigende Nutzung des Mediums Geld muss deshalb mit zunehmendem Vertrauen einhergehen. Wo dieser Zusammenhang zerstört wird, kommt es zu krisenhaften Entwicklungen.

Der *zweite* Grund für die höheren ethischen Anforderungen an den Umgang mit Geld ist, dass inzwischen immer mehr Substanzen und Kräfte aus der Natur in die Geldwirtschaft bzw. die wirtschaftliche Entwicklung einbezogen werden. Es wird versucht, alles geldlich zu bemessen, bis hin zur Bewertung von Naturverbrauch über Emissionsrechte oder von Menschenleben in der Versicherungswirtschaft. Diese fortschreitende geldliche Bewertung gibt Orientierung. Sie führt aber zugleich dazu, dass dem Begehren der Menschen kaum mehr Grenzen gesetzt werden. Was ich geldlich bewerten kann, dessen kann ich mich durch Geld auch bemächtigen – das ist die entesselnde und auch enthemmende Kraft des Geldes.

Der *dritte* Grund ist die zunehmende Entfernung der Finanz- von der Realwirtschaft. Mit den täglichen Devisenumsätzen lassen sich die weltweiten jährlichen Warenexporte und Dienstleistungsaustausche in weniger als fünf Tagen finanzieren. Vereinfacht gesagt dienen die Umsätze der übrigen 360 Tage nur sich selbst – es sind reine Finanzgeschäfte ohne Bezug zur Realwirtschaft. Eine besondere ethische Dimension erhält diese Frage dadurch, dass diese Finanzströme jederzeit in der Lage sind, Realwirtschaften und ganze Volkswirtschaften in Schieflage zu bringen – dies erleben wir im Moment.

III. Veränderungen der Finanzkultur der letzten 20 Jahre

Vor diesem Hintergrund hat der Finanzmarkt in den letzten 20 Jahren grundlegende Veränderungen erlebt. Die traditionelle Rolle von Banken wurde in Frage gestellt, teilweise sogar zerstört. Und die neu entstandene Finanzkultur wird den gestiegenen ethischen Anforderungen an den Umgang mit Geld in einer entwickelten Volkswirtschaft nicht gerecht, weil sie die zentrale Bedeutung des Vertrauens nicht gesehen oder geringgeschätzt hat. Ich will acht Fehlentwicklungen beschreiben, die miteinander in einem engen Wechselverhältnis stehen:

1. Verengung des Zielrasters auf eine effiziente Kapitalallokation

In den letzten Jahren war zu beobachten, dass zunehmend Kreditinstitute ausschließlich an ihrer Eigenkapitalrendite gemessen worden sind – oder dies für sich selbst als Maßstab akzeptiert oder sogar propagiert haben.

Grundsätzlich ist es richtig und notwendig, eine effiziente Kapitalallokation zum Unternehmensziel zu erheben. Das Problem ist allerdings die Verengung des Blickwinkels auf allein diesen Wert, gar noch auf eine bestimmte Zahl. Man muss nicht zwingend so weit gehen wie der Ratsvorsitzende der Evangelischen Kirche, Bischof *Huber*. Er hat in seiner Weihnachtsansprache ein Renditeziel von 25 Prozent als eine Form des Götzendienstes bezeichnet und kritisiert, „dass Geld zum Gott geworden ist“. Aber es muss einer moralischen Instanz erlaubt sein, durch zuspitzende Formulierungen und Benennungen den Finger in eine offene moralische Wunde zu legen.

Tatsächlich hat das Ziel einer Höchstrete große Probleme für den Organismus einer Bank. Es bedeutet, alle Grundfunktionen einer Bank ausschließlich daran auszurichten. Geschäftszweige, die eine solche Rendite nicht erwirtschaften können, müssen damit zwangsläufig eingestellt oder restrukturiert werden. Dabei muss man allerdings wissen, dass in Deutschland weder im Mittelstandskreditgeschäft noch im breiten Privatkundengeschäft derartige Renditen erzielbar sind. Sie festzulegen heißt, sich aus diesen Geschäftsfeldern zurückzuziehen. Aus dieser Festlegung heraus resultierten dann ja auch häufige Strategiewechsel bei zahlreichen Finanzinstituten in den letzten Jahren.

Berücksichtigt werden sollte zudem, dass weite Teile der Unternehmenskunden selbst weit entfernt von solchen Renditeerwartungen sind. Aus Geschäften mit ihnen derartige Renditen zu erwarten, ist eine schwierige und moralisch wahrscheinlich kaum zu rechtfertigende Position. Das gilt vor allem für Unternehmen, deren Grundfunktion gerade darin besteht, den Akteuren aus der Realwirtschaft bei der Durchführung ihrer Wirtschaftsvorgänge behilflich zu sein. Kann oder darf der Hilfsakteur dauerhaft mehr verdienen als der Hauptakteur der Wirtschaft?

Konsequent ist es vor diesem Hintergrund, doch gleich Geschäftsfelder zu suchen, in denen derartige Renditen möglich scheinen. Diesen Weg sind zahlreiche international tätige und an den Börsen bewertete Banken in den letzten Jahren gegangen. Er setzte voraus, einen neuen Markt für reine Finanzprodukte zu kreieren. Das ist einer

Reihe von Investmentbanken und auch einem Institut aus Deutschland im internationalen Maßstab gelungen, allerdings um den Preis einer bisher nicht gekannten Instabilität des internationalen Finanzsystems insgesamt.

2. Orientierung am kurzfristigen Unternehmenserfolg

Parallel zur schädlichen Fixierung allein auf die Eigenkapitalrendite wurde der Unternehmenserfolg immer kurzfristiger definiert. Dies war nicht zuletzt eine Folge von Börsennotierungen zahlreicher Unternehmen, vor allem aus dem Finanzbereich. Die Kapitalmärkte haben in den letzten Jahren – auch vermittelt und befeuert durch Medien – immer kurzfristiger neue Strategien und Erfolge erwartet. Im Namen der Transparenz wurden entsprechend immer kurzfristiger Informationen eingefordert – hierfür steht exemplarisch der Quartalsbericht. Als ob es tatsächlich möglich wäre, im Drei-Monats-Rhythmus stets wesentliche neue Entwicklungen zu beschreiben. Nur wenige Unternehmen haben sich diesem entziehen können – Porsche ist dafür ein Beispiel. Wesentliche Teile der Finanzwirtschaft haben diesen Trend hingegen sogar noch befördert, nicht zuletzt durch ihre eigenen Analystenstäbe.

Fast zwangsläufig haben sich daraufhin nicht nur die Unternehmensplanungen, sondern auch die Vergütungssysteme immer stärker am kurzfristigen Erfolg ausgerichtet. Wichtig war, was heute Gewinn bringt – weniger wichtig, was dies morgen oder gar erst in einigen Jahren für die Substanz des Unternehmens bedeutet. Daraufhin wurden Finanzierungen mit einem bis dato nicht gekannten Fremdkapitalanteil durchgeführt. Schließlich war Fremdkapital kurzfristig günstiger als Eigenkapital. Allerdings ist es langfristig zurückzuzahlen – dies blieb etwas zu sehr außer Betracht. Verniedlichend nannte man dies einen hohen „Leverage-Faktor“. Oder man tauschte überbewertete Aktien eines Unternehmens gegen solche ebenfalls überbewertete eines anderen – Stichwort Mannesmann-Vodafone – und freute sich dann über „Werte“, die angeblich geschaffen und Grundlage für Boni wurden.

Im Ergebnis führte diese Unternehmenskultur dazu, kurzfristig virtuelle Unternehmenswerte zu schaffen, die langfristig real nicht mit Substanz unterlegt waren. Sie wurden aber Grundlage für sofortige reale Vergütungen. Die Finanzwirtschaft war der entscheidende Treiber dieser Entwicklung, denn die dafür benötigten Finanzinstrumente waren der neue, innovative Markt, den man für die eigenen ambitionierten Renditeziele benötigte.

3. Trennung von Kredit und Risiko

Anfang der Neunziger war die Realwirtschaft in ihren Wachstumschancen begrenzt. Das galt vor allem für die Industriestaaten. Damit unterlagen auch die Wachstums- und Gewinnchancen einer als dienenden Branche angelegten Finanzindustrie natürlichen Grenzen. Als Dienstleister für Wirtschaftstransaktionen Dritter lassen sich durch besondere Geschicklichkeit sicherlich überdurchschnittliche Renditen erzielen. Es ist aber nicht möglich, sich vollständig von der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung abzukoppeln.

Einen zweiten begrenzenden Faktor stellten die auch schon nach Basel I geltenden Eigenkapitalvorschriften dar. Kredite und andere Anlagen mussten zu mindestens acht Prozent durch Eigenkapital der Bank unterlegt werden. Das setzte einem extensiven Kreditwachstum natürliche Grenzen.

Beide begrenzenden Faktoren standen in einem Spannungsverhältnis zu den zunehmend benötigten positiven Wachstumsstories für die internationalen Kapitalmärkte. Deshalb wurde an der Wall Street seinerzeit eine sog. Finanzinnovation entwickelt. Sie bestand darin, Kredite möglichst schnell aus den eigenen Büchern heraus auf den internationalen Kapitalmärkten zu platzieren. Hierzu wurden aus mehreren Krediten Wertpapiere, die an den Märkten handelbar wurden – die „Kreditverbriefung“.

Auf diese Weise wurde zweierlei erreicht. Erstens waren die Eigenkapitalvorschriften keine Hürde mehr, weil die Kredite nicht in den eigenen Büchern gehalten wurden. Durch den Verkauf wurde fortlaufend Platz für neue Kredite. Und zweitens ließ sich durch Provisionen bei der Strukturierung und dem Verkauf solcher Produkte teilweise mehr Erlösen als durch klassisches Kreditgeschäft – ein Weg hin zu hohen Eigenkapitalrenditen!

Zunehmend sahen damit internationale Banken ihre Rolle darin, Kreditgeschäfte anzuleiern, die daraus entstehenden Kreditrisiken aber möglichst schnell an den Kapitalmärkten zu verkaufen. Das Prinzip wurde „originate-to-distribute“ genannt. Möglich war dies vor allem Banken mit direktem Zugang zum Kapitalmarkt und der Fähigkeit zur Strukturierung solcher Produkte. Letzteres wurde vor allem mit der zunehmenden Komplexität derartiger Produkte immer wichtiger. Plötzlich waren Finanzmathematiker und Physiker bei der Modellierung derartiger Produkte in Banken gefragt.

Hauptakteure dieser Entwicklung waren die großen amerikanischen und internationalen Investmentbanken – zum Beispiel JP Morgan, Goldman Sachs, Merrill Lynch, UBS und aus Deutschland auch die Deutsche Bank. Auch in Deutschland wurde das Modell der Kreditverbriefung seit Ende der neunziger Jahre zunehmend propagiert. Die KfW hat sich hier durch Modelle und Plattformen hervorgetan. Skeptische Branchenvertreter – vor allem die der Sparkassen und Genossenschaftsbanken – mussten sich schon einmal von Regierungsvertretern, die heute maßgeblich an Rettungspaketen beteiligt sind, vorhalten lassen, sie gefährdeten mit ihrer zögerlichen Haltung die Zukunftsfähigkeit des deutschen Finanzmarkts.

Durch diese Entwicklung wurden erhebliche Verwerfungen in der Kreditwirtschaft ausgelöst – im Verhältnis zu den Kunden, aber auch zwischen den Kreditinstituten. Im Verhältnis zum Kunden ging die wesentliche Rolle des Instituts, auf festgelegte Zeit Risiken zu übernehmen, verloren. Zunächst geschah dies für die Kunden unbemerkt, insbesondere wenn es sich um sog. synthetische Verbriefungen handelte, wo die Kundenbeziehung äußerlich unangetastet blieb. Wenn der Kreditverkauf aber vom Kunden bemerkt wurde – in der Regel bei Leistungsstörungen – ging damit zugleich eine erhebliche Störung des Vertrauens einher. Zwei Sparkassen, die dieses Instrument im Gegensatz zur Überzeugung anderer Institute der Gruppe eingesetzt hatten, waren davon noch Anfang 2008 massiv öffentlich betroffen.

Unter den Instituten entstand eine Zwei-Klassen-Gesellschaft: Diejenigen, die als Originator die Bestandteile der neu geschaffenen Wertpapiere genau kannten, und diejenigen, die sich als Investoren mangels eigener Kunden- oder Produktkenntnis auf Angaben Dritter verlassen mussten. Dass bei zunehmender Komplexität der Produkte diese Angaben nicht mehr angemessen waren, wird gleich noch auszuführen sein.

Entscheidend ist, dass durch die Verbriefungen erstmals in der Geschichte der Kreditwirtschaft Kredit und Risiko getrennt wurden. Damit stellten die Beteiligten nicht nur ihre grundlegende Rolle als Bank zur Disposition, sondern legten auch den Grundstein für eine verantwortungslose, weil für das eigene Ergebnis konsequenzlose Kreditvergabepolitik. Aus meiner Sicht ist dies eine der entscheidenden qualitativen Ursachen für die heutige Finanzkrise.

4. Atomisierung von Risiken durch Kreditderivate

In den Folgejahren entstand auf der Basis der Kreditverbriefung eine Vielzahl von weiteren Finanzinnovationen. Zu Grunde lag eine richtige Überlegung: Wenn Kredite an Investoren weitergegeben werden, müssen die Risiken breit gestreut und besser abgesichert werden. Auf diese Weise entstand mit den „Credit Default Swaps“ (CDS) eine Art Kreditversicherung auf Wertpapierbasis, die wiederum breit gehandelt wurden. Dies war der Beginn einer ungehemmten Ausweitung eines realwirtschaftlich nicht mehr gebundenen Finanzsystems. Auch der Ausfall eines CDS konnte wiederum durch ein neues CDS abgesichert werden. Dies erfolgte teilweise bis zur dritten Ableitung.

Ende 2007 wurden Credit Default Swaps in einem Gesamtwert von rund 58 Billionen Dollar weltweit gehandelt. Dies entspricht etwa der Höhe der jährlichen weltweiten Wirtschaftsleistung. Der künstliche Finanzmarkt „Geld gegen Geld“ hatte allein im CDS-Bereich die Größe der gesamten weltweiten Realwirtschaft erreicht. Dabei muss man wissen, dass bei einem CDS auf ein CDS kein Investor wirklich die Solidität der zugrundeliegenden verbrieften Kreditforderung beurteilen kann. Diese „Kreditversicherungen“ haben eher den Charakter von Wetten. Der bekannte Großinvestor Warren Buffet hat deshalb mit Bezug auf diese Kreditderivate zu Recht von „globalen Massenvernichtungswaffen“ gesprochen.

Inzwischen hat sich die ursprünglich richtige Idee einer breiten Risikostreuung in ihr Gegenteil verkehrt. Wer die Risiken nicht mehr selbst einschätzen, aber über Kreditderivate potenziell betroffen sein kann, wird sich im Krisenfall möglichst schnell aus dem Markt zurückziehen. Es ist ein Mechanismus etabliert, womit sich eine Krise selbst ernähren kann. Ich befürchte, dass hier noch erhebliche und rational kaum zu erfassende Risiken für die Stabilität des internationalen Finanzsystems schlummern.

5. Ausgliederung aus den Bilanzen

Ich hatte bereits von der begrenzenden Funktion der Eigenkapitalvorschriften von Basel I und dem Ehrgeiz von Banken gesprochen, diese Fesseln möglichst weitgehend abzustreifen. Eine Möglichkeit dafür war die Ausgliederung von Investments in struk-

turierte Produkte aus der Bilanz der Bank in eine Zweckgesellschaft. Mit dieser Ausgliederung musste das Engagement unter bestimmten Bedingungen nicht durch Eigenkapital der Bank unterlegt werden. Auf diese Weise konnten etwa die IKB oder die SachsenLB mit Investment-Größenordnungen hantieren, die ihr Eigenkapital um ein Vielfaches überstiegen. Seit Anfang 2008 ist diese Möglichkeit durch Basel II deutlich eingeschränkt.

Die fehlende Kongruenz zwischen haftendem Eigenkapital und Wertpapierengagements war aber nicht die einzige kreditwirtschaftliche Todsünde dieser Konstruktionen. Hohe Margen ließen sich in einem solchen System nur verdienen, indem langlaufende Wertpapiere durch kurzlaufende, in der Regel über 90 Tage, gegenfinanziert wurden. Die Zweckgesellschaft war damit darauf angewiesen, immer wieder innerhalb von 90 Tagen den gesamten Bestand durch Neuausgabe von sog. Commercial Papers zu refinanzieren.

Da für die kurzlaufenden Papiere erhebliche geringere Preise zu bieten waren als für die im Bestand befindlichen Langläufer, war dies lange Zeit ein gutes Geschäft. Es wurde vor allem von Kreditinstituten betrieben, die keine anderen Geschäftschancen sahen oder sich den Mühen und geringeren Margen des Kundengeschäfts nicht aussetzen wollten. Dies war auch die Ausgangslage der Depfa-Bank als Tochter der Hypo Real Estate. Da in deren Geschäft mit der Staatsfinanzierung nur ganz geringe Margen zu erzielen waren, bestand die Ertragschance darin, „aus kurzem Geld langes“ zu machen und daran zu verdienen. An sich ist die Fristentransformation normales Bankgeschäft. Außergewöhnlich ist hingegen die Ausgliederung aus der Bank in eine Zweckgesellschaft mit dem Ziel, ohne aufsichtliche Grenzen besonders hohe Volumina betreiben zu können.

In diesem Zusammenhang muss auch ein Wort zu den Landesbanken gesagt werden. Auch für sie galt und gilt, dass ihr eigener Markt als Staatsfinanzierer und Sparkassenzentralbanken sehr eng ist. Und ebenso gilt, dass sie jedenfalls zum Teil im breiten Kundengeschäft mit ihrer Struktur und ihrem Know-how nicht wirklich erfolgreich sein können. In dieser Situation wurde 2001 nach entsprechenden Forderungen durch die EU-Kommission vereinbart, Anstaltslast und Gewährträgerhaftung abzuschaffen. Damit wurde auch ein Geschäftsmodell, mit dem man sich zuvor mit besten, durch die Staatsbonität gestützten Konditionen an den Märkten finanzieren und das Kapital teurer ausleihen konnte, obsolet.

Um den Landesbanken die Anpassung zu erleichtern, wurde eine Übergangsphase bis 2005 vereinbart. Diese Übergangszeit haben viele Landesbanken dazu genutzt, sich in erheblichem Maße an den internationalen Märkten Kapital zu beschaffen. Da solche Volumina kurzfristig gar nicht in solides Unternehmenskreditgeschäft in Deutschland investiert werden konnten, wurden sie in den beschriebenen Finanzinnovationen angelegt. Landesbanken gerierten sich damit zu einem Teil wie Investmentbanken – ohne wirklich welche zu sein. Sie hatten mehrheitlich weder das entsprechende Know-how, noch waren sie in der Rolle derjenigen, die die Produkte strukturierten. Ihre Rolle war die der Investoren. Als solche sind einige Landesbanken heute massiv von Abschreibungsnotwendigkeiten auf diese Produkte betroffen.

Wenn man allerdings heute mit dem Finger auf diejenigen zeigt, die als investierende Banken bzw. Zweckgesellschaften in Schieflage geraten sind, sollte man nicht vergessen, dass die Grundkonstruktion des Systems von nach wie vor gut beleumundeten Adressen stammt. Teilweise wurden den betroffenen Instituten die Papiere ja sogar in unverhältnismäßigen Größenordnungen von diesen guten und mit besonderem Wissen ausgestatteten Adressen verkauft. Es verwundert schon, wenn diese heute hervorheben, es auf der Gegenseite schließlich mit Profis zu tun gehabt zu haben, oder gar betonen, wie gut sie selbst kraft frühzeitiger Kenntnis durch die Krise kommen.

6. Veränderungen in der Kreditvergabepolitik

Wer selbst nicht haftet, verhält sich im Geschäftsverkehr sorgloser. Das Prinzip kennen nicht nur Juristen, sondern auch Banken. Deshalb war es wohl fast zwangsläufig, dass im Mutterland der Verbriefungen, in den USA, schrittweise die Kreditvergabestandards erodierten. Besonders markant war dies im Bereich der Hypothekenfinanzierungen. Hier kamen gleich mehrere Fehlentwicklungen zusammen:

Erstens besteht in den USA bei Hypothekenfinanzierungen keine Deutschland vergleichbare Langfristkultur. Das bedeutet: Amerikaner können sich aus Finanzierungen kurzfristig lösen, wenn bessere Hypothekenzinsen möglich sind. Zweitens stiegen in den USA seit Ende der neunziger Jahre die Immobilienpreise in bis dato nicht gekannte Höhen. Und drittens führte der Terroranschlag vom 11. September 2001 zu einer Politik des billigen Geldes in den USA. Man wollte durch diesen Anreiz negative Konjunkturfolgen des Anschlags eindämmen.

Im Ergebnis konnten sich die Amerikaner mit günstigen Hypothekenzinsen verschulden. Mit steigenden Immobilienpreisen wurden Nachfinanzierungen für Konsumzwecke ermöglicht. Es gab aber keine Sicherungen für den Fall steigender Zinsen. Und vor allem gingen wegen eintretender Sättigung die interessanten Zielgruppen der Mittelschicht aus, so dass zunehmend Angehörige einkommensschwacher Gruppen Hypothekenkredite erhielten. Das ist das sog. Subprime-Segment.

Die Abläufe waren teilweise haarsträubend: Auf Bonitätsprüfungen wurde häufig im Gegenzug zur Vereinbarung höherer Zinsen verzichtet. Möglich war dies nur in einem System, wo der Kreditgeber langfristig das Risiko ausfallender Kredite nicht zu tragen hat. Der Wert dieser Ramsch-Hypotheken liegt um die 1,8 Billionen Dollar. Etwa die Hälfte davon ist nach Schätzungen weltweit an Investoren über Kreditverbriefungen verkauft worden.

7. Rollenkonflikte einiger Finanzakteure

Zu den großen, bisher für mich ungeklärten Fragen gehört, weshalb so viele der verbrieften Ramschhypotheken oder auch undurchschaubare CDS beste Bonitätsbewertungen erhielten. Durch die Originatoren wurden die strukturierten Produkte in Güteklassen aufgeteilt. Ein Triple-A steht dabei etwa bei der Ratingagentur Fitch für

eine Ausfallwahrscheinlichkeit von unter 0,01 Prozent, also nach menschlichem Ermessen für „absolut sicher“.

Eigentlich dürfte keines der bisher angesprochenen Papiere eine solche Bewertung erhalten, die der Bewertung deutscher Bundesanleihen entspricht. Wenn dies doch geschehen ist, dann liegt die Vermutung nahe, dass zunehmend die Vertreter der Ratingagenturen in Rollenkonflikte geraten sind. Offensichtlich haben sie nicht immer nur fertige Produkte bewertet, sondern auch beraten, wie diese für gute Bewertungen konstruiert werden mussten.

Faktum ist, dass mit zunehmenden Ableitungen – Stichwort CDS auf CDS – immer weniger Verantwortliche das dahinter stehende Risiko wirklich verstanden. Das trifft wohl nicht zuletzt auf Vorstände zu. Irgendwann waren dies Themen, die nur noch spezialisierte Finanzmathematiker annähernd durchschauen konnten – und auch diese werden den entstandenen Domino-Effekt nicht wirklich vorausgesehen haben. In einem solch tief spezialisierten Umfeld dürften Ratingagenturen schrittweise von Gutachtern zu Handelnden geworden sein. Sie haben damit doppelt verdient. Jede Durchbrechung des Systems hätte gleich zwei lukrative Einnahmequellen trocken gelegt.

8. Aufsichtspolitik als Wettbewerbsfaktor

Letztlich darf nicht unerwähnt bleiben, dass international, aber auch innerhalb der EU Aufsichtspolitik auch als Wettbewerbsfaktor eingesetzt worden ist. Die SachsenLB und die Hypo Real Estate haben ihre Zweck- oder Tochtergesellschaften wohl kaum aus touristischen Gründen in Dublin angesiedelt. Auch Steuerpräferenzen haben nur eine untergeordnete Rolle gespielt. Tatsächlich haben einzelne Staaten unausgesprochen über das Versprechen einer laschen Aufsicht Finanzinstitutionen anzulocken versucht. Offensichtlich in einigen Fällen mit Erfolg – und um den Preis einer nachlassenden Aufsichtskultur.

Im Ergebnis haben wir es mit einem Bündel von zusammen wirkenden Ereignissen zu tun: Strukturelle Entwicklungen, die die Rolle von Banken ganz grundsätzlich in Frage gestellt haben. Versagen einzelner Akteure und besondere volkswirtschaftliche Bedingungen wie die Immobilienpreisentwicklung in den USA.

IV. Konsequenzen für die Zukunft

Aus der Finanzkrise sind für die Finanzwirtschaft sehr grundlegende Schlussfolgerungen zu ziehen. Dazu gehören natürlich viele Einzelfragen. Ich möchte mich hier nur auf den aus meiner Sicht entscheidenden Punkt beschränken: Die Bedeutung von Vertrauen.

Es muss wieder verstanden werden, dass die Finanzwirtschaft nichts anderes zu verkaufen hat als Vertrauen. Wo Vertrauen verloren geht, kann die Finanzwirtschaft

nicht mehr erfolgreich tätig werden. Deshalb ist – zugespitzt ausgedrückt – der durch moderne Finanzinstrumente möglich gewordene Verzicht auf Vertrauen der Anfang von allem, nämlich der Beginn der Finanzkrise.

In deren Verlauf sehen viele in der Finanzwirtschaft heute zu ihrem eigenen Erstaunen und Erschrecken, dass nicht der Markt, sondern der Staat die letzte Instanz auf Erden ist. Denn nur der Staat kann in einer grundlegenden Krise Vertrauen gewährleisten. Aus dieser Erfahrung heraus sollte der Staat, sollte die Politik Zuversicht schöpfen. In der Vergangenheit glaubten die Nationalstaaten offensichtlich, in der Globalisierung entzögen sich die Märkte ihrer Regulierung. Jetzt zeigt sich gerade die Notwendigkeit derartiger Regeln. Und vor allem wird deutlich, dass es bisher keine supranationale Instanz gibt, die in gleicher Weise wie die Nationalstaaten diese Rolle ausfüllen könnte. Aus gutem Grunde wurden die Rettungspakete für die Wiederherstellung von Vertrauen der Marktteilnehmer allesamt nationalstaatlich organisiert.

Für die Zukunft sollte daraus die Erkenntnis gezogen werden, dass die nationalen Gesetzgeber auch im Zeitalter der Globalisierung eine wichtige Rolle für die Finanzmärkte haben. Und dass sie weder die Gesetzgebung noch die Aufsicht über die Märkte aus der Hand geben dürfen. Denn nur sie können in letzter Instanz Vertrauen der Bürger gewährleisten. Ebenso richtig bleibt aber auch, dass kein Nationalstaat mehr allein agieren kann. Deshalb sind enge internationale Kooperationen und Harmonisierungen erforderlich.

Für die Kreditinstitute lautet die wichtigste Erkenntnis, dass der Kern ihres Geschäfts nicht darin bestehen darf, sich der Übernahmen von Risiken zu entziehen und Kredite einfach weiterzugeben. Wo dies dennoch geschieht, muss sichergestellt werden, dass dem verkaufenden Kreditinstitut und der Werthaltigkeit der verkauften Forderung vertraut werden kann. Dies kann zum Beispiel dadurch erfolgen, dass Verkäufer von strukturierten Papieren zu einem Mindestselbstbehalt verpflichtet werden. In jedem Fall müssen sie in einer (Mit)Haftung gehalten werden. Dieses Prinzip ist dem deutschen Rechtskreis nicht unbekannt, wie ein Blick in das Wechsel- oder Scheckgesetz und auf die dort geregelte Haftung des Indossanten schnell zeigt.

Nach den gemachten Erfahrungen steht zudem fest, dass die Ratingagenturen nicht in der gebotenen Weise die Rolle von Vertrauensinstanzen wahrnehmen können. Dazu sind die für sie geltenden Selbstbindungen zu unverbindlich und ihre Eigeninteressen zu deutlich. Die bisher nur freiwilligen Regelungen sollten deshalb überprüft und in ein verbindliches europäisches Regelwerk für Rating-Agenturen überführt werden. Denn die Erfahrungen der letzten Monate haben gezeigt, dass von Ratingagenturen ein größeres systemisches Risiko ausgehen kann als von mancher Bank oder Sparkasse, die selbstverständlich der Aufsicht unterliegen. Wer Marktteilnehmer in einem regulierten Markt ist, muss sich auch den Regeln des Marktes unterwerfen. Es kann nicht sein, dass einige reguliert werden, andere sich unter Berufung auf vorhandenen Wettbewerb einer Regulierung entziehen.

Und letztlich muss es angesichts der internationalen Verflechtungen der Kapitalmärkte gemeinsame Mindeststandards für die Kreditvergabe geben. Nur so ist es möglich, der Werthaltigkeit von Forderungen zu vertrauen, die nicht von einem selbst

vergeben worden sind. Die zu lockeren Kreditvergabestandards waren Mitverursacher der aktuellen Finanzkrise. In Deutschland gibt es sehr konservative Beleihungsgrundsätze, die u. a. einen hohen Eigenkapitalanteil des Kreditnehmers verlangen. Derartige Standards sollten sich auch in internationalen Regelwerken wiederfinden.

V. Schluss

In den letzten Jahren ist von manchen ein solides, langfristig angelegtes und an Kunden orientiertes Bankgeschäft als altmodisch abgetan worden. Es stellt sich jetzt heraus, dass sich modernes „Banking“ mit komplizierten Finanzmarktprodukten, die Vertrauen ausschalten, nicht bewährt, sondern zu unübersehbaren Risiken geführt hat. Eine andere Verteilung von Risiken führt nie zu deren Verschwinden – das ist eine Ihnen vielleicht banal erscheinende Schlussfolgerung. Für die Finanzmärkte ist dies aber wieder eine neue Entdeckung. Es wird wieder festgestellt, dass Bankgeschäft aus dem gewollten und bewussten Eingehen von Risiken besteht. Und dass dies Transparenz und Vertrauen voraussetzt. Es war ein Irrweg zu glauben, die Finanzwirtschaft könne sich von der Realwirtschaft und damit auch von deren Gesetzmäßigkeiten abkoppeln. Angesichts der Dimensionen dieser virtuellen Finanzwelt ist deren Scheitern jetzt mit erheblichen Folgeschäden für die gesamten Volkswirtschaften verbunden. Es ist aber auch eine Chance, Maß und Mitte sowie die dienende Rolle der Kreditwirtschaft für die Zukunft wieder zur Leitidee des Handelns auf den Märkten zu machen.