

Der Subprime-Kollaps: Ursachen, Auswirkungen und Implikationen für staatliches Handeln

Siddiqui, Sikandar; Seckelmann, Margrit

Veröffentlichungsversion / Published Version
Zeitschriftenartikel / journal article

Zur Verfügung gestellt in Kooperation mit / provided in cooperation with:
Verlag Barbara Budrich

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Siddiqui, S., & Seckelmann, M. (2009). Der Subprime-Kollaps: Ursachen, Auswirkungen und Implikationen für staatliches Handeln. *der moderne staat - dms: Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management*, 2(1), 133-157.
<https://doi.org/10.3224/dms.v2i1.08>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY-NC-ND Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell-Keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/deed.de>

Terms of use:

This document is made available under a CC BY-NC-ND Licence (Attribution-Non Commercial-NoDerivatives). For more information see:
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0>

Sikandar Siddiqui/Margrit Seckelmann

Der Subprime-Kollaps: Ursachen, Auswirkungen und Implikationen für staatliches Handeln

Zusammenfassung

Dieser Text beschreibt den Zusammenbruch des Marktes für US-amerikanische Subprime-Hypothesen und erklärt, wie sich dieses Geschehen zu einer internationalen Finanzmarktkrise ausweiten konnte. Darauf aufbauend wird eine Bestandsaufnahme der für international tätige Kreditinstitute derzeit maßgeblichen öffentlichen Regulierungen vorgenommen und daraus eine Reihe von Handlungsempfehlungen für eine Überarbeitung dieser Vorgaben abgeleitet. Die sich anschließende ökonomische Analyse der wahrscheinlichen Auswirkungen aktueller staatlicher „Rettungsmaßnahmen“ für den Bankensektor mündet in einem alternativen Vorschlag zur Stabilisierung der Bewältigung der aktuellen Krisensituation.

Schlagworte: Subprime-Krise, Verbriefungsmarkt, Regulierung des Bankensektors

Abstract

The Subprime Collapse: Causes, Effects, and Policy Implications

This text describes the collapse of the U.S. market for subprime mortgages and explains how this event could lead to an international financial crisis. Subsequently, an evaluation of the prevailing regulatory environment for internationally active banks is carried out, from which a number of recommendations for related policy reforms are derived. The following analysis of the likely consequences of current public rescue measures for the banking sector leads to an alternative policy suggestion for coping with the crisis.

Key words: Subprime crisis, securitisation, banking regulation

1. Einleitung

Der US-amerikanische Hypothekenmarkt durchläuft seit 2007 eine gravierende Krise, die durch einen massiven Preisverfall bei Wohnimmobilien und rapide ansteigende Ausfallraten einschlägiger Darlehen gekennzeichnet ist. Wesentliche Ursache hierfür ist der Zusammenbruch des „Subprime“-Segments, also des Marktes für Hypothekendarlehen an bonitätsschwache Individualschuldner. Dieser hat große Teile des Bankensektors in Nordamerika und Europa in Bedrängnis gebracht und einige Institute sogar in die Zahlungsunfähigkeit getrieben. Die Gesamthöhe der daraus resultierenden Verluste wird in einer Schätzung des Internationalen Währungsfonds (*Lipsky*, 2008) mit rund 1.300 Mrd. US-Dollar beziffert.

Die Folgen dieser Entwicklung betreffen nicht nur Kreditgeber, die direkt am US-Immobilienmarkt tätig sind, sondern sind auch auf dem Markt für Unternehmensfinanzierungen spürbar. Die entsprechenden Vermögenseinbußen bei den privaten Haushalten und die zunehmend restriktive Kreditvergabe seitens der Banken haben zudem die USA seit An-

fang 2008 in eine schwerwiegende Rezession abgleiten lassen. Da die konjunkturellen Entwicklungen einzelner Länder aufgrund der vielfältigen Interdependenzen in Handel und Kapitalverkehr stark miteinander verknüpft sind, ist ein Übergreifen dieser Rezession auf die Weltwirtschaft insgesamt spätestens seit dem Herbst 2008 unabwendbar.

Die Gefahr, dass zwischen Nachfrage- und Produktionsausfällen, Arbeitsplatzverlusten, Vermögenseinbußen und fortschreitender Kreditverknappung ein wechselseitiger Verstärkungsprozess einsetzt, der für die betroffenen Länder in eine lange wirtschaftliche Depression mündet, kann angesichts der Größenordnung der bisherigen Verluste nicht ausgeschlossen werden. Um ihr zu begegnen, haben die Zentralbanken und Regierungen mehrerer Industrienationen umfangreiche Maßnahmenbündel zur Stabilisierung des Geschäftsbankensektors eingeleitet. Zunehmend gefordert wird auch eine stärkere, international koordinierte Regulierung des Bankenverhaltens (vgl. hierzu etwa *Steinbrück*, 2008).

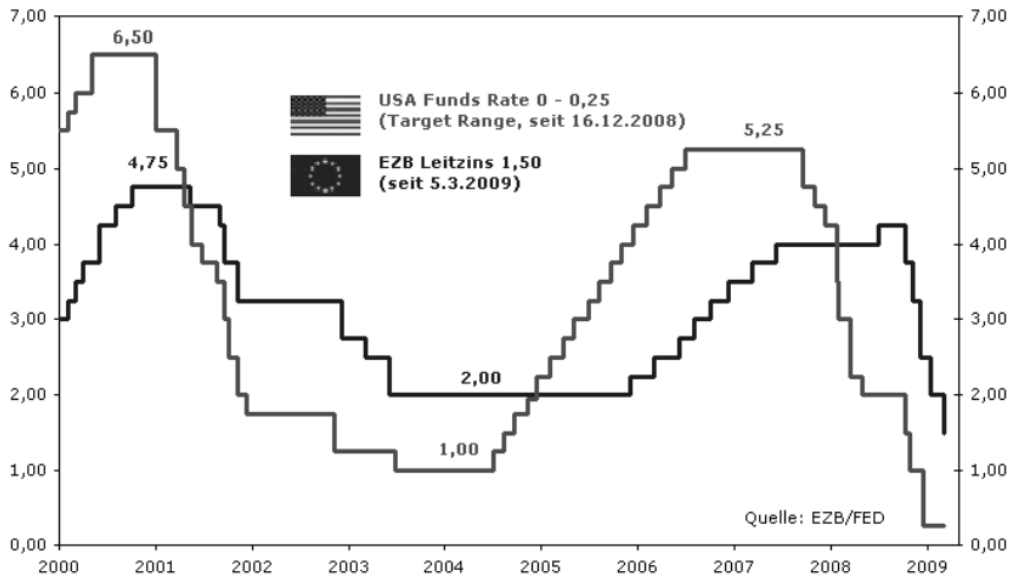
Diese Arbeit soll erklären, wie der Subprime-Kollaps in den USA entstanden ist (Kapitel 2) und sich von einem lokalen Phänomen zu einer internationalen Finanzmarktkrise ausweiten konnte (Kapitel 3). Kapitel 4 widmet sich der Rolle, welche die auf die Bonitätsbeurteilung von Kreditprodukten spezialisierten Rating-Agenturen dabei gespielt haben. In Kapitel 5 wird eine Bestandsaufnahme der aufsichtsrechtlichen Leitlinien vorgenommen, die für die untersuchte Problematik von Bedeutung sind. Kapitel 6 enthält Handlungsempfehlungen für eine Überarbeitung dieser Vorgaben sowie eine Analyse der wahrscheinlichen Auswirkungen der aktuellen staatlichen Stabilisierungsmaßnahmen.

2. Ursachen und Verlauf der Subprime-Krise

Die Ursachen für die Subprime-Krise lassen sich, so *Marrison* (2007), bis in das Jahr 2000 zurückverfolgen. In diesem Jahr wurde der spekulative Überschwang im Technologiesektor, der die Aktienmärkte seit 1999 geprägt hatte, von heftigen Kurskorrekturen abgelöst. Insbesondere aber kam es nach den Terroranschlägen am 11. September 2001 zu jähem Marktverwerfungen, welche die seinerzeit ohnehin schon virulenten Ängste vor einer Vertiefung der seit Jahresanfang herrschenden Rezession verstärkten. Dies veranlasste die US-amerikanische *Federal Reserve Bank* dazu, die Leitzinsen, zu denen Geschäftsbanken ihre Darlehensvergabe refinanzieren konnten, schrittweise von 5,5% (Mitte 2001) auf zwischenzeitlich nur noch 1,0% (Anfang 2004) abzusenken (siehe Abb. 1).

Dem privaten Sektor wurde so in reichlichem Umfang Liquidität zu äußerst günstigen Konditionen angeboten. Gleichzeitig war die Entwicklung am Aktienmarkt zunächst weiterhin von erheblichen Unsicherheiten geprägt. Dies veranlasste institutionelle Anleger, verfügbare Mittel zunehmend im US-Wohnimmobilienmarkt zu investieren, der seinerzeit – gemessen an der Relation zwischen erwarteten Miet- oder Verkaufserlösen einerseits und der Summe aus Baukosten und Schuldendienst andererseits – hohe Renditen bei überschaubaren Risiken zu generieren versprach. Gestärkt wurde diese Zuversicht durch das 2002 initiierte „Homeowner Challenge“-Programm, welches insbesondere für einkommensschwächere Privathaushalte die Anreize zum Erwerb von Wohneigentum mittels zusätzlicher Subventionen verstärkte (Quelle: *Executive Office of the President of the United States*, 2002).

Abb. 1: Leitzinsentwicklung Eurozone/USA



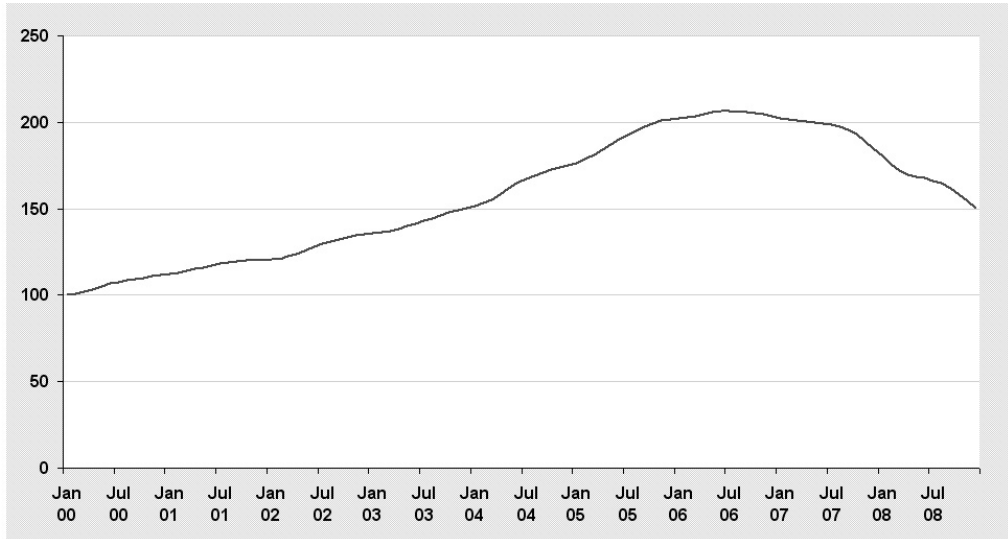
In der Folgezeit setzten in den etablierten Segmenten des US-Wohnimmobilienmarktes allmählich Sättigungstendenzen ein. Gleichzeitig waren Banken und Investoren erheblichem Druck ausgesetzt, rentable Anlagemöglichkeiten für die weiterhin reichlich vorhandene Liquidität zu finden. Dies veranlasste die Kreditgeber, sich mit innovativen Produkten neue Kundengruppen jenseits des überkommenen „Prime“-Segments (also der bonitätsstarken Schuldner ohne Negativmerkmale) zu erschließen. Zu den Mitteln, die dabei eingesetzt wurden, gehörten neben der Lockerung der Vergabekriterien für Hypotheken auch befristete „Lockzinsen“ („teaser rates“) in den ersten beiden Laufzeitjahren sowie ein verzögerter Tilgungsbeginn, durch welche die Darlehensbedingungen optisch attraktiver, für den Kreditnehmer jedoch keineswegs ökonomisch vorteilhafter wurden („predatory lending“). Eine starke Vereinfachung der Verfahren zur Bonitätsanalyse und Sicherheitenbewertung sowie der Prüfungs- und Dokumentationsstandards eröffnete potenziellen Kreditnehmern zudem die Möglichkeit, durch falsche Angaben im Kreditantrag die Darlehensbedingungen zu ihrem Vorteil zu beeinflussen oder überhaupt Darlehen zu erhalten („predatory borrowing“; siehe *Ashcraft/Schuermann*, 2008, S. 10f.).

Damit wuchs auch das Subprime-Segment – also derjenige Teil des Marktes für Hypothekendarlehen, der aus Forderungen an bonitätsschwache oder mit Negativmerkmalen behaftete Schuldner besteht – stark an. Noch 1995 belief sich das Kreditvolumen in diesem Segment auf unter 50 Mrd. US\$; bis 2006 war es auf 600 Mrd. US\$ gestiegen (*Dell’Ariccia, Igan und Laeven*, 2008).

Vor allem nach 2001 ließen die niedrigen kurzfristigen Zinsen die Aufnahme eines Hypothekendarlehens auch für Haushalte tragbar erscheinen, die sonst für einen Kredit nicht in Betracht gekommen wären. Ein weiterer Grund für das starke Wachstum des Subprime-Segments war der stetige Anstieg der US-Immobilienpreise während dieses Zeitraums: Er verleitet viele Marktteilnehmer zu der Erwartung, dass der bei einem Forderungsausfall erzielbare Sicherheiten-Verwertungserlös stets ausreichen würde, um die

verbleibenden Zahlungsansprüche des Gläubigers zu befriedigen. So entwickelte sich ein wechselseitiger Verstärkungsprozess zwischen einer zunehmend nachlässigen Kreditvergabepraxis und dem nachfragebedingt steigenden Preisniveau für private Wohnimmobilien. Dieser hatte Mitte 2006 seinen Zenit erreicht (siehe Abb. 2).

Abb. 2: Case/Shiller Composite 20 Home Price Index

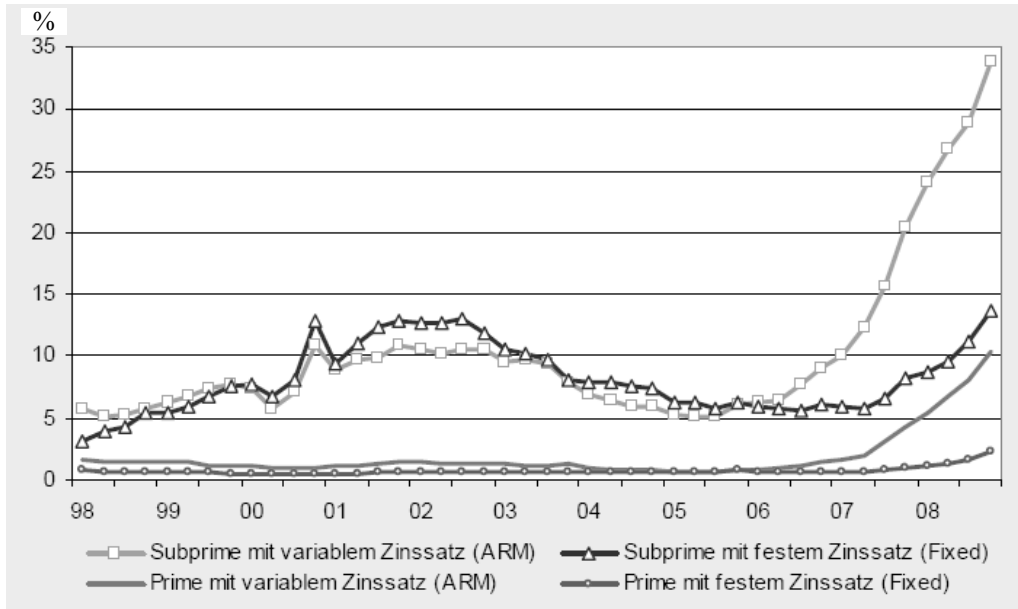


Quelle: Standard & Poor's

Seitdem hat sich der Trend zu steigenden US-Wohnimmobilienpreisen umgekehrt. Bei den kurzfristigen Zinsen war zugleich bis Mitte 2008 ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Niveau von 2004 zu verzeichnen. Beides zusammen hat dem Boom im Subprime-Segment ein jähes Ende bereitet: Insbesondere bei den variabel verzinslichen Subprime-Hypotheken, welche den weitaus überwiegenden Teil der Darlehen dieser Kategorie ausmachen, ist der Anteil der Forderungen mit schwerwiegenden Zahlungsverzügen (ab 90 Tage) auf den historischen Höchstwert von 34% hochgeschneit (siehe Abb. 3). Der Umstand, dass die Verzugsquote bei festverzinslichen Subprime-Krediten ihr bisheriges Maximum vom Herbst 2003 bislang nur knapp überschritten hat, ist angesichts des geringen Marktanteils dieser Produktkategorie unwesentlich. Seit Mitte 2007 ist zudem ein Übergreifen der Krise auf Teile des bonitätsstarken „Prime“-Segments zu verzeichnen. Hier droht eine Fortsetzung der Abwärtsspirale aus neuen Ausfällen und einem durch die nachfolgenden Zwangsversteigerungen ausgelösten weiteren Preisverfall.

Diese Entwicklung zog bereits 2007 die Insolvenz von über zwanzig US-Hypothekenbanken nach sich, die sich als Kreditgeber im Subprime-Segment betätigt hatten. Diese Zahl allein kann indes nicht erklären, warum der Subprime-Kollaps auch Institute in Mitleidenschaft ziehen konnte, deren Geschäftstätigkeit anscheinend keine nennenswerten Bezüge zum US-Immobilienmarkt aufwies. Mit dieser Frage beschäftigt sich das folgende Kapitel.

Abb. 3: USA: Schwerwiegende Zahlungsrückstände im Hypothekenbereich



Quellen: Mortgage Bankers Association, DekaBank

3. Wege des Risikotransfers

3.1 Kreditverbriefung

Um die für ihre Kreditvergabe erforderliche Liquidität aufzubringen, bedienen sich Banken – darunter auch Subprime-Kreditgeber – häufig der Emission von Wertpapieren, die durch die Zahlungsansprüche aus bestehenden Forderungen besichert sind. Dies wird als Kreditverbriefung bezeichnet. Für mit Hypotheken besicherte Anleihen hat sich dabei der Terminus „Mortgage Backed Securities“ (MBS) eingebürgert; die übergeordnete Wertpapiergattung der forderungsbesicherten Anleihen insgesamt wird „Asset Backed Securities“ (ABS) genannt.

Der zu verbriefende Forderungspool wird bei solchen Transaktionen zunächst von einer Zweckgesellschaft („Special Purpose Vehicle“ = SPV) angekauft. Die nötige Anschubfinanzierung wird von einem Partnerinstitut („warehouse lender“) bereitgestellt. Die Übertragung des Forderungspools auf die Zweckgesellschaft stellt sicher, dass die Bonität in der Folgezeit zu emittierender Wertpapiere nicht mehr von jener des ursprünglichen Kreditgebers, sondern allein von der Zahlungsfähigkeit der Darlehensnehmer im Pool abhängt. Die Barmittel, welche das SPV für die Ablösung der Anschubfinanzierung benötigt, bringt es auf, indem es Anleihen emittiert, für welche die zu erwartenden Zahlungen aus dem Forderungspool als Sicherheiten dienen.

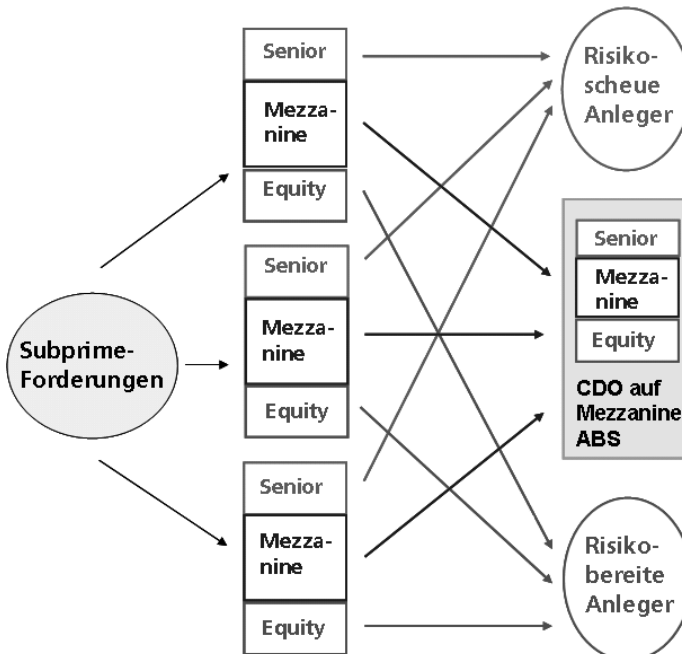
Die Gesamtheit dieser Anleihen ist typischerweise in unterschiedliche, hierarchisch angeordnete Klassen („Tranchen“) eingeteilt. Dabei kommt eine Tranche bei der Verteilung der Mittelzuflüsse aus dem Forderungspool immer erst dann zum Zug, wenn alle ihr

gegenüber vorrangigen Tranchen im vorgesehenen Umfang bedient werden können. Kommt es zu Forderungsausfällen, so werden die Folgeverluste zunächst von der letzt-rangigen „Equity“-Tranche absorbiert. Jede der höheren Klassen partizipiert erst an den Verlusten im Pool, wenn diese die Kapazität aller untergeordneten Tranchen vollständig aufgezehrt haben. Als Ausgleich für das höhere Ausfallrisiko, welches die Inhaber der nachrangigen Tranchen übernehmen, zahlt die Zweckgesellschaft diesen einen höheren Risikozuschlag auf den Basiszinssatz der emittierten Wertpapiere, als er den Inhabern der höherrangigen Tranchen gewährt wird.

Die so strukturierten Anleihen bietet der Emittent institutionellen Investoren weltweit zum Kauf an. Die Tranchierung der Zahlungsströme ermöglicht es dabei, Investoren mit unterschiedlich ausgeprägten Risikoneigungen und Renditezielen geeignet erscheinende Anlagemöglichkeiten anzubieten. Die erst-rangigen „Senior“-Tranchen werden aufgrund ihres als extrem gering eingeschätzten Verlustpotenzials typischerweise bei risikoscheuen Anlegern platziert. Die letzt-rangigen „Equity“-Tranchen verbleiben oft bei dem Emittenten, können aber auch an risikosuchende Investoren – etwa Hedgefonds – veräußert werden.

Am schwierigsten sind oft „Mezzanine“-Tranchen unterzubringen, die hinsichtlich ihres Risikogehalts eine Mittelstellung zwischen Equity- und Senior-Tranchen einnehmen. Um einem Angebotsüberhang vorzubeugen, werden Mezzanine-Tranchen oft ihrer-seits in heterogene Sicherheitenpools eingebracht, die anschließend erneut in Tranchen eingeteilt (siehe Abb. 4) und mit Hilfe entsprechender Anleihen („Collateralised Debt Obligations“ = CDOs) am Markt platziert werden (Hull, 2008).

Abb. 4: Platzierung von Subprime-MBS aus unterschiedlichen Tranchen (Beispiel; schematische Darstellung)



Bei Verbriefungstransaktionen tritt regelmäßig die Schwierigkeit auf, dass der anfängliche Darlehensgeber gegenüber den potenziellen Anleihegläubigern einen erheblichen Informationsvorsprung hinsichtlich der Qualität der Forderungen besitzt. Um diese Informationsasymmetrie auszugleichen, beauftragen die Emittenten unabhängige Rating-Agenturen damit, das Verlustrisiko der einzelnen Tranchen zu beurteilen. Diese Agenturen schätzen für jede auszugebende Tranche einerseits die Auftretenswahrscheinlichkeit von Verlusten und andererseits deren statistischen Erwartungswert. Unter Hinzuziehung weiterer qualitativer Indikatoren vergeben sie dann für jede Tranche eine eigene Bonitätsnote auf der Skala zwischen AAA (= exzellent) bis C (= hochgradig ausfallgefährdet) und setzen so Standards, an denen sich Investoren bei ihren individuellen Risiko-Rendite-Abwägungen orientieren können.

Das Verlustrisiko einer Tranche ist (unter ansonsten gleich bleibenden Bedingungen) umso geringer, je größer die Schutzschicht aus den ihr untergeordneten Tranchen in Relation zum Gesamtvolumen des Forderungspools ist. Das Volumen dieser Schutzschicht im Vergleich zum Forderungspool insgesamt wird als die Subordination der betreffenden Tranche bezeichnet. Ist die Subordination einer Tranche vorgegeben, so ist das auf letztere entfallende Verlustrisiko umso größer, je höher die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Einzelforderungen im Pool sind, und je geringer die im Falle einer Zahlungsunfähigkeit zu erwartenden Erlöse aus der Sicherheitenverwertung ausfallen.

Die Risikoeinschätzung von ABS-Tranchen wird dadurch kompliziert, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Einzelforderungen nicht mit Sicherheit bestimmbar sind, sondern lediglich anhand historischer Erfahrungswerte geschätzt werden können. Außerdem kann keineswegs davon ausgegangen werden, dass diese Ausfallwahrscheinlichkeiten im Zeitverlauf konstant sind. So kann die Wahrscheinlichkeit, dass ein Hypothekenschuldner dem Darlehensgeber Zins- und Tilgungszahlungen schuldig bleibt, sich durch unvorhergesehene positive Ereignisse (z. B. eine Erbschaft) vermindern, aber auch infolge negativer Vorfälle (wie etwa den Verlust des Arbeitsplatzes) deutlich ansteigen. Insbesondere können unerwartete Änderungen der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen dazu führen, dass sich die Bonitäten der einzelnen Kreditnehmer und die Werte der verfügbaren Kreditsicherheiten während der Laufzeit verändern. Verbesserungen bei den verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte etwa dürften tendenziell einen Rückgang der mittleren Ausfallwahrscheinlichkeit von Hypothekendarlehen für Wohnimmobilien zur Folge haben; erhebliche Preissteigerungen bei Grundbedarfsgütern würden einen gegenteiligen Effekt erwarten lassen. Zinserhöhungen am Geldmarkt lassen vor allem bei variabel verzinslichen Forderungen die finanzielle Belastung der Schuldner und damit in der Regel auch deren Ausfallrisiko anwachsen; sie können aber auch bei festverzinslichen Darlehen die Zahlungsfähigkeit der Schuldner beeinträchtigen, da sie Anschlussfinanzierungen für auslaufende Verbindlichkeiten verteuern.

Je sensibler die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Schuldner auf Änderungen des gesamtwirtschaftlichen Umfeldes reagieren, und je ähnlicher die individuellen Reaktionsmuster untereinander sind, desto größer ist die Gefahr, dass die Kapazität der nachrangigen Tranchen einer ABS-Transaktion nicht ausreicht, um die hochrangigen „Senior“-Tranchen bei einer Verschlechterung der makroökonomischen Eckdaten gegen Verluste abzusichern. Doch just die Frage, wie stark und wie gleichförmig die Bonitäten der Individualschuldner sich bei solchen Ereignissen verändern, kann mitunter nicht mit zufriedenstellender Genauigkeit beantwortet werden. Dies gilt insbesondere, wenn es sich bei den betreffenden Darlehen um relativ neuartige Produktvarianten handelt, für die bislang kaum historische Erfahrungswerte verfügbar sind.

Die Subprime-Krise ist ein Musterbeispiel dafür, wie eine Unterschätzung derartiger Unsicherheitsfaktoren bewirken kann, dass auch für nahezu sicher gehaltene Aktiva – nämlich erstrangige Subprime-MBS-Tranchen mit der Bestnote AAA – bei einer ungünstigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung erhebliche Verluste hinnehmen müssen. Die auslösenden makroökonomischen Schocks waren in diesem Fall die Verteuerung des Schuldendienstes infolge der Zinserhöhungen am Geldmarkt und die Entwertung der Sicherheiten durch den Preisverfall bei den Wohnimmobilien.

Die Verluste, welche viele Investoren dadurch hinnehmen mussten, hatten weitreichende Auswirkungen: So veranlasste die Subprime-Krise viele Marktteilnehmer, auch gegenüber bisher für verlässlich gehaltenen Produktvarianten innerhalb des ABS-Spektrums eine skeptische Haltung einzunehmen. Viele Investoren versuchten daher, soweit dies der Markt noch zuließ, eigene ABS-Bestände zu veräußern und durch sicherere Anlagen zu ersetzen. Dadurch gerieten die Marktpreise dieser Anleihen auch in denjenigen Marktsegmenten unter Druck, wo bislang keine Anzeichen für ansteigende Forderungsausfälle zu verzeichnen waren. Zudem bestand und besteht über die Höhe der zu erwartenden Folgeverluste und – vor allem – über die Art und Weise, wie sich diese auf die unterschiedlichen Marktteilnehmer verteilen würden, ein hohes Maß an Unsicherheit. Daher hat die Bereitschaft der meisten Banken, ihren Partnerinstituten und Kunden noch Kredite zu gewähren, stark nachgelassen. Dort, wo nichtstaatlichen Schuldner zu Zeit noch Kredit gewährt wird, liegen die Risikoprämien, die den Gläubigern für die Inkaufnahme des Forderungsausfallrisikos gezahlt werden müssen, zumeist weit über den vor der Krise beobachteten Werten.

3.2 Außerbilanzielle Risiken

Insbesondere die Höhe der von Banken akkumulierten Verlustpotenziale aus ABS-Transaktionen konnte und kann oft nicht vollständig aus der jeweiligen Bilanz abgeleitet werden. Ein Hauptgrund hierfür ist der Einsatz so genannter Asset Backed Commercial Papers (ABCP). ABCP sind mit Forderungen besicherte Schuldverschreibungen, die im Gegensatz zu „konventionellen“ ABS-Anleihen lediglich eine kurze Laufzeit (30 bis 90 Tage) aufweisen. Sie werden revolving von spezialisierten Zweckgesellschaften emittiert; d.h. immer dann, wenn während der Existenz der Zweckgesellschaft eine bestimmte Klasse von ABCP vor der Tilgung steht, wird zur Aufbringung der erforderlichen Mittel eine neue emittiert. Die Zweckgesellschaften können sich dieses Instrumentariums bedienen, um für ihre Gründerbanken liquide Mittel für den Ankauf von Forderungen mit längerer Laufzeit aufzubringen. Damit soll die Zinsdifferenz zwischen den langfristigen Aktiva dieser SPVs und ihren kurzfristigen Verbindlichkeiten ausgenutzt werden; die erzielten Erträge fließen dann den Gründern zu.

Eine oft willkommene Implikation dieser Konstruktion war in der Vergangenheit, dass in der externen Rechnungslegung dieser Banken unter bestimmten Voraussetzungen nicht die von den Zweckgesellschaften erworbenen Aktiva, sondern lediglich die deutlich weniger voluminösen und eigenkapitalintensiven Anteile an den SPVs in Erscheinung treten mussten.

Hinsichtlich der getätigten Anlagen unterscheiden sich diese Zweckgesellschaften in vielfältiger Weise untereinander. Fast allen unter ihnen ist jedoch gemeinsam, dass die erworbenen Aktiva im Kaufzeitpunkt ein sehr gutes bis exzellentes Rating besitzen. So

wurden in der Vergangenheit auch erstrangige Subprime-MBS mit AAA-Rating vielfach in die Sicherheiten-Pools der ABCP-Emittenten aufgenommen. In Verbindung mit den von ihren Initiatoren veranlassten Sicherungsmaßnahmen („credit enhancements“) wird durch diese Investmentstrategie erreicht, dass die von ihnen emittierten ABCP im Emissionszeitpunkt in aller Regel ebenfalls die Bestnote AAA erhalten. Um zu gewährleisten, dass die für die getätigten Anlagen erforderlichen Barmittel auch dann verfügbar sind, wenn einmal keine ausreichende Nachfrage nach den zu emittierenden ABCP vorhanden sein sollte, stellen die Gründerbanken den Zweckgesellschaften außerdem umfangreiche Finanzierungszusagen (Liquiditätslinien) bereit.

Der anscheinend fast risikolose Charakter von ABCP-Investments bewirkte zwischenzeitlich eine sehr hohe Akzeptanz bei Anlegern. Dadurch entstand bei einigen Initiatoren derartiger Programme der Eindruck, ein reibungsloses Funktionieren des zugrunde liegenden Refinanzierungsmechanismus könne unabhängig vom herrschenden Marktumfeld ohne nennenswerte Kosten und Risiken gewährleistet werden.

Während der Subprime-Krise erwies sich dies als ein schwerwiegender Irrtum: Binnen weniger Monate bewirkte das Anwachsen der Zahlungsausfälle in den Subprime-Forderungspools auch bei den für sicher gehaltenen AAA-Tranchen erhebliche Marktwertverluste, auf welche drastische Herabstufungen bei den Rating-Noten folgten. Folglich zogen sich viele Investoren aus dem ABCP-Markt zurück, weil die Werthaltigkeit der von den Zweckgesellschaften hierfür gestellten Sicherheiten ihren Ansprüchen nicht mehr genügten. Der von der Krise ausgelöste weitgehende „Käuferstreik“ am ABS-Markt vereitelte zudem den Versuch, die Liquiditätsengpässe der betroffenen SPVs durch eine teilweise Auflösung ihrer Anlageportfolien zu bewältigen.

Dies bewirkte, dass diese Zweckgesellschaften kurzfristig und unerwartet stark auf die von den Gründerbanken bereitgestellten Finanzierungszusagen zurückgreifen mussten. Bei einigen dieser Banken hatten diese Liquiditätslinien jedoch ein so großes Volumen angenommen, dass der Versuch, die entsprechenden Verpflichtungen zu erfüllen, fehlschlagen drohte und so die Zahlungsfähigkeit des Instituts bedrohte. Die Verwerfungen, denen unter anderem die IKB Deutsche Industriebank (mit ihren Zweckgesellschaften „Rhineland Funding“ und „Rhinebridge“) und die SachsenLB (mit dem SPV „Sachsen Funding“) ausgesetzt waren und sind, resultieren im Wesentlichen aus dieser Kausalkette.

3.3 Credit Default Swaps

Ein Credit Default Swap (CDS) ist ein bilateraler Kontrakt, bei dem das Ausfallrisiko eines gegebenen Referenzschuldners vom Sicherungsnehmer an einen Sicherungsgeber übertragen wird. Als Entgelt erhält der Sicherungsgeber eine (meist vierteljährlich zu entrichtende) Prämie. Wird der Referenzschuldner während der Kontraktlaufzeit zahlungsunfähig, muss der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer Ausgleichszahlung in Höhe des Nominalbetrages gewähren und erhält im Austausch hierfür eine nennwertgleiche Anleihe des Referenzschuldners, deren tatsächlicher Marktwert wegen des eingetretenen Ausfallereignisses jedoch deutlich niedriger liegt. Der wesentliche Vorteil des Einsatzes derartiger Instrumente liegt darin, dass durch ihren sachgerechten Einsatz der Diversifikationsgrad der Einzelrisiken im Forderungsportfolio eines Instituts entscheidend verbessert werden kann. Voraussetzung für die dauerhafte Erreichung dieses Ziels ist jedoch,

dass alle als Sicherungsgeber auftretenden Marktteilnehmer im Ernstfall auch wirklich sämtlichen diesbezüglichen Zahlungsverpflichtungen nachkommen können. Dies ist – wie die Zusammenbrüche der Investmentbank *Lehman Brothers* und des Versicherungsgiganten *American International Group* 2008 gezeigt haben – nicht notwendigerweise der Fall (vgl. *Davidson*, 2008). Im Kontext des Subprime-Debakels hat die im Vorfeld durch CDS-Kontrakte intensiviertere Verflechtung der Marktteilnehmer untereinander erheblich zur Verschärfung der eingetretenen Krise beigetragen.

4. Die Rolle der Rating-Agenturen

4.1 Der Rating-Prozess für ABS

Erfahrungsgemäß lassen sich Investoren bei der Risikoeinschätzung von Kreditprodukten meist von den Bonitätsnoten leiten, die diesen Produkten von mindestens einer der drei marktführenden Agenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch verliehen worden sind. Dies hat den genannten „Bonitätswächtern“ scharfe Kritik seitens vieler Marktteilnehmer und Beobachter eingetragen.¹

Mittlerweile haben Vertreter dieser Agenturen Fehler eingeräumt und begonnen, die von ihnen zur Bonitätseinschätzung von ABS-Tranchen verwendeten Modelle und Verfahren anhand der gewonnenen Erfahrungen neu zu justieren.² Zu den ersten Konsequenzen dieses Prozesses gehören viele teils drastische Herabstufungen von Produkten dieser Kategorie. Wiederholt ist aber auch geäußert worden, in der Debatte über die Ursachen der Subprime-Krise seien die Rating-Agenturen einseitig zum Sündenbock für ein Marktversagen abgestempelt worden, an dessen Entstehung – so *Schmidt* 2007 – auch Kreditgeber, Emittenten und Investoren einen erheblichen Anteil hatten. Vor dem Hintergrund dieser Kontroverse liegt es nahe, die Art und Weise, wie Rating-Noten für ABS-Tranchen und artverwandte Produkte zustande kommen, genauer zu untersuchen.

Das Kreditrating, welches einer ABS-Tranche verliehen wird, soll die aktuellen oder potenziellen Inhaber dieser Anleihe darüber informieren, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass diese während der Laufzeit Verluste erleidet, und wie hoch der statistische Erwartungswert etwaiger Verluste ist. Dazu verwenden die Agenturen umfangreiche Tabellenwerke. In diesen wird nach Laufzeitintervallen differenziert ausgewiesen, welchen Richtwert die Verlustwahrscheinlichkeit bzw. die erwartete Verlustrate einer Tranche nicht überschreiten darf, wenn sie eine bestimmte Rating-Note erreichen soll. Die Komplexität des Zusammenhanges zwischen der Verlustrate im Forderungspool und jener der einzelnen Tranchen erfordert es, dass die Agenturen bei der Bonitätseinschätzung für ABS-Tranchen in zwei Schritten vorgehen:

- (1) Zunächst wird geschätzt, welches Verlustniveau im Pool mit welcher Wahrscheinlichkeit auftreten kann. Hierzu wird mit mathematisch-statistischen Verfahren eine Vielzahl (oft mehrere Millionen) unterschiedlicher ökonomischer Szenarien simuliert und für jedes dieser Szenarien eine hypothetische Verlustsumme ermittelt. Die beobachtete Häufigkeitsverteilung dieser simulierten Verlustbeträge wird dann als Schätzung für die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Verluste im Pool verwendet.
- (2) Dann wird für jede Tranche separat ermittelt, wie hoch der statistische Erwartungswert der auf sie entfallenden Verluste ist, und wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist,

dass sie überhaupt Verluste erleidet. Auf dieser Grundlage werden die Rating-Noten der einzelnen Tranchen ermittelt.

Oft hat der Initiator einer ABS-Transaktion bestimmte Vorstellungen darüber, wie Tranchenstruktur und Rating-Verteilung beschaffen sein sollten, um für die auszugebenden Anleihen eine hohe Akzeptanz zu erreichen. Dabei kann es dazu kommen, dass die von den Initiatoren gewünschte Rating-Verteilung mit der beabsichtigten Tranchenstruktur allein nicht erreichbar ist. Um die gemachten Vorgaben zu erreichen, werden in solchen Fällen oft Garantien spezialisierter Kreditversicherer eingeholt.

Der Rating-Prozess ist bei ABS-Transaktionen hinsichtlich seiner Datenanforderungen und seiner Komplexität ungleich schwieriger als die Vergabe von Bonitätsnoten für Einzelunternehmen oder Staatshaushalte:

- Bei der Bonitätsbeurteilung von ABS-Emissionen müssen die Agenturen weitgehend darauf vertrauen, dass der Darlehensgeber bei der Kreditwürdigkeitsprüfung der Einzelschuldner sorgfältig genug vorgegangen ist und deren Ergebnisse unverfälscht weitergeleitet hat. Insbesondere im Falle des US-Hypothekenmarktes nahm in den Jahren vor 2007 der Anreiz für eine solche Sorgfalt jedoch erheblich ab, weil die Kreditgeber einen Großteil der aufgenommenen Risiken mit Hilfe von MBS-Transaktionen kurzfristig und kostengünstig auf andere Investoren überwälzen konnten. Wie plausibel die positionsspezifischen Bonitätsdaten sind, kann eine Rating-Agentur zudem meist nur stichprobenartig überprüfen, und es ist fraglich, ob derartige Tests immer gründlich und umfassend genug ausfallen (*Luchetti/Ng*, 2007).
- Von entscheidender Bedeutung für die Verlässlichkeit eines Ratings ist, dass die Art und das Ausmaß, in dem die Ausfallrate im jeweiligen Forderungspool auf makroökonomische Umfeldveränderungen reagiert, realistisch eingeschätzt werden (so auch *Ashcraft/Schuermann*, 2008, S. 49ff.). Setzt sich der Forderungspool aus etablierten Kreditprodukten wie Staats- oder Unternehmensanleihen zusammen, können derartige Zusammenhänge anhand reichhaltiger, oft jahrzehntelang erhobener Zeitreihendaten hinreichend genau quantifiziert werden. Wenn der als Sicherheit dienende Pool dagegen aus Forderungsarten (wie z.B. Subprime-Hypotheken) besteht, für die keine so belastbare Datenbasis verfügbar ist, ist die Wahrscheinlichkeit erheblicher Schätzfehler weitaus höher. Damit steigt auch die Gefahr, dass die ex post beobachteten Verlustquoten bei entsprechenden Kreditprodukten weitaus höher ausfallen, als es das ex ante vergebene Rating erwarten ließ.
- Der Einsatz von Garantien durch Kreditversicherer wirkt nur dann risikomindernd, wenn die Solvenz dieser Versicherer auch bei einer erheblichen Anhäufung von Schadensfällen gewährleistet ist. Ob diese Voraussetzung erfüllt ist, ist aber just dann schwer festzustellen, wenn der Versicherer selbst in hohem Umfang als Sicherungsgeber für Produkte mit derart hochkomplexen und heterogenen Risikostrukturen tätig wurde. Während der Subprime-Krise gerieten mehrere einschlägig spezialisierter „Monoline“-Kreditversicherer jedoch selbst in schwerwiegende Turbulenzen (vgl. hierzu *Van Duyn/Tett*, 2008). Dies lässt erkennen, dass der beschriebene Zusammenhang bei der Rating-Vergabe oft nicht ausreichend gewürdigt worden ist.

4.2 Probleme der Anreizstruktur von Rating-Agenturen

In der Debatte über die Tätigkeit der Rating-Agenturen stellt sich auch die Frage, ob in deren Geschäftsmodellen genügend Wert auf die Entschärfung potenzieller Zielkonflikte gelegt wird, welche die Verlässlichkeit der Bonitätseinschätzungen beeinträchtigen können. Die beiden zentralen Kritikpunkte lassen sich dabei mit *Aguesse* (2007) folgendermaßen zusammenfassen:

- (1) Die Bezahlung der Rating-Agenturen erfolgt bei ABS-Emissionen durch den Emittenten. (Die Höhe der entsprechenden Gebühren liegt laut *Tomlinson/Evans*, 2007, zwischen 0,07% und 0,12% des Emissionsvolumens). Daher ist möglich, dass ein – aus Emittentensicht – zu strenges Vorgehen bei der Bonitätseinschätzung für die betreffende Agentur Umsatzeinbußen zur Folge hätte. Der Gefahr, dass dies die Verlässlichkeit der Ratings beeinträchtigt, versuchen die Agenturen durch eine organisatorische Trennung von Umsatzverantwortung und Rating-Vergabe vorzubeugen. Allerdings bestehen Zweifel daran, ob eine solche Trennung immer konsequent genug durchgehalten werden kann.
- (2) Die Methodenkompetenz ihrer Analysten macht Rating-Agenturen schon in der Entwicklungsphase neuer ABS-Produkte zu gefragten Beratern bei der Ausgestaltung der einschlägigen Vertragswerke. So kann es vorkommen, dass die Bonitätsbeurteilung eines Wertpapiers von Analysten derselben Agentur vorgenommen wird, deren Mitarbeiter bereits an der Strukturierung der Transaktion mitgewirkt haben. Eine derartige Konstellation kann bei den Beteiligten Befangenheiten auslösen, welche die Qualität der Bonitätseinschätzungen beeinträchtigen. Auch die Gefahr, dass fachliche Unzulänglichkeiten der Rating-Verfahren und -Prozesse unnötig lange unentdeckt oder unbeachtet bleiben, kann so nicht ausgeschlossen werden.

Beide genannten Punkte sind plausibel. Jedoch verdienen auch die von *Zuberbühler* (2008) erhobenen Einwände Beachtung:

- Fast immer werden die Anleihen eines Emittenten sehr vielen unterschiedlichen Investoren zum Kauf angeboten. Der organisatorische Aufwand, der entstünde, wenn die Bezahlung der Rating-Agenturen durch diese Investoren erfolgen müsste, wäre fast immer prohibitiv hoch.
- Ein Verbot von Beratungsdienstleistungen durch Rating-Agenturen ist nicht realistisch, da die Unterscheidung zwischen der Unterstützung von Emittenten in Strukturierungsfragen und der Abgabe von Bonitätseinschätzungen letztlich nicht konsequent durchgehalten werden kann. Jede Rating-Entscheidung, die ihren Adressaten gegenüber ausreichend begründet wird, liefert dem Emittenten nämlich wertvolle Hinweise darauf, wie er künftig zur Bewertung anstehende Transaktionen so strukturieren kann, dass das Rating der betreffenden Wertpapiere wie angestrebt ausfällt.

Diese Feststellungen legen folgendes Urteil nahe:

- Einerseits gibt es klare Indizien dafür, dass die Vielfalt und Tragweite der Unsicherheitsfaktoren, welche die Verlässlichkeit von Bonitätsbeurteilungen beeinträchtigen können, von den Agenturen kaum offengelegt (und möglicherweise nicht einmal hinreichend erkannt) worden sind. Bei den Adressaten dieser Risikoeinschätzungen konnte so der falsche Eindruck entstehen, eine verantwortungsbewusste Entscheidung

für oder gegen die Investition in eine bestimmte Anleihekategorie könne allein anhand der Rating-Note und der angebotenen Risikoprämie getroffen werden.

- Andererseits wäre es verfehlt, die Schuld für die Krise allein bei den Rating-Agenturen zu suchen. Selbst wenn diese bei der Plausibilisierung der von den Kreditgebern bereitgestellten Bonitätsdaten immer mit größtmöglicher Sorgfalt vorgegangen wären, hätte dies die Möglichkeit von Irrtümern oder bewussten Falschaussagen bezüglich der Kreditwürdigkeit der Einzelschuldner im Pool nicht ausschließen können. Auch wäre es unangemessen, die Rating-Agenturen dafür verantwortlich zu machen, dass es viele Investoren versäumt haben, sich über die Verlustrisiken angebotener ABS-Papiere eine unabhängige Meinung zu bilden und die Prämissen der von den Agenturen verwendeten Modellrechnungen kritisch zu hinterfragen.

5. Die Rolle staatlicher Regulierungen

5.1 Motivation und wesentliche Inhalte

Die Befürchtung, die Zahlungsunfähigkeit einiger weniger Kreditinstitute könne eine Kettenreaktion von Folgeinsolvenzen auslösen, die wesentliche Teile des internationalen Finanzsystems insgesamt gefährdet, hat bereits vor mehr als zwei Jahrzehnten die Aufsichtsbehörden und Notenbanken führender Industrienationen veranlasst, internationale Mindeststandards zur Eindämmung finanzwirtschaftlicher Risiken einzuführen. Eine Schlüsselrolle kommt dabei dem bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements = BIS) angesiedelten Baseler Komitee für Bankenaufsicht zu.

Die aktuelle Fassung des einschlägigen Regelwerks ist das 2004 verabschiedete Zweite Baseler Eigenkapitalabkommen („Basel II“). Grundlegend für dessen Verständnis ist, dass das Eigenkapital einer Bank dazu dient, deren Zahlungsfähigkeit auch dann sicherzustellen, wenn die durch Forderungsausfälle, Marktpreisänderungen oder anderweitige Schadensfälle hervorgerufenen Verluste ihren statistischen Erwartungswert weit übersteigen. (Diese Auffassung ist keine bloße behördliche Setzung; sie findet sich vielmehr auch in primär betriebswirtschaftlich ausgerichteten Lehrbüchern, vgl. hierzu etwa *Matten*, 2000). Zu den zentralen Komponenten von Basel II gehört folglich ein Mindestwert für die Eigenkapitalausstattung der Institute, dessen Höhe anhand der nach Risikoklassen gewichteten Kreditaktiva sowie einschlägiger Maßzahlen für Marktpreis- und ausgewählte andere Risiken ermittelt wird.

Im Kontext der Subprime-Problematik sind vor allem die mit dem Risiko von Forderungsausfällen befassten Teile des Basel II-Regelwerks relevant. Die notwendige Eigenmittelunterlegung einer Forderung liegt dabei umso höher, je größer deren geschätzte Ausfallwahrscheinlichkeit ist. Bei Forderungen an Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte dürfen die Institute unter bestimmten Voraussetzungen bankinterne Rating-Modelle zur Bemessung der Eigenkapitalanforderungen heranziehen. Dagegen erfolgt die Ermittlung des Eigenkapitalbedarfs von Verbriefungspositionen in aller Regel anhand der von bankexternen Agenturen verliehenen Rating-Noten.

5.2 Ökonomische Implikationen

Vor diesem Hintergrund besteht eine zentrale Schwäche des Basel II-Regelwerks in dem immensen Vertrauensvorschuss, der den Bonitätsurteilen der Rating-Agenturen seitens der Aufsichtsbehörden entgegengebracht wurde. Angesichts der unter 4.1. beschriebenen Unsicherheitsfaktoren erscheint dieses unbedingte Vertrauen im Nachhinein nicht gerechtfertigt.

Eine weitere Schwäche bestehender regulatorischer Vorgaben ist die teilweise Unterschätzung von Kreditrisiken aus außerbilanziellen Engagements (wie etwa den unter 3.2. beschriebenen ABCP-Emissionen). Allerdings ist zu beachten, dass Basel II gegenüber der Vorgängerregelung von 1998 erhebliche Verbesserungen bei der Erfassung derartiger Verlustpotenziale mit sich gebracht hat (vgl. hierzu *Jorion*, 2005, S. 658f.), so dass dieses Problem nicht zu den Hauptursachen der eingetretenen Krisensituation gezählt werden kann.

Fraglich erscheint jedoch die Behauptung des *Wissenschaftlichen Beirates beim Bundesministerium für Wirtschaft* (2009), die Mindestkapitalanforderungen von Basel II hätten zur Verschärfung der aktuellen Bankenkrise beigetragen, indem sie die Institute nach Eintreten der anfänglichen Verluste zu einer restriktiveren Kreditvergabepraxis gezwungen haben. Eine drohende oder bereits erfolgte Unterschreitung der vorgegebenen Mindestkapitalanforderungen indiziert vielmehr eine (mögliche oder bereits akute) Überlastung der Risikotragfähigkeit der betreffenden Bank. Ist in einem solchen Fall die Unternehmensleitung nicht in der Lage, die Eigenkapitalausstattung der Bank mittels einer Kapitalerhöhung wieder zu stärken, so ist der Übergang zu einer zurückhaltenderen Kreditvergabe nicht nur aus regulatorischer, sondern auch aus ökonomischer Sicht geboten, wenn nicht die wirtschaftliche Existenz der Bank aufs Spiel gesetzt werden und dessen Kunden und Kreditgebern ein noch höheres Verlustrisiko aufgebürdet werden soll.

Von der Chronologie abweichend – vgl. hierzu etwa *Lüscher/Meier* (2008) – verlegt der Beirat den Anfang des Kursverfalls am Subprime-MBS-Markt zeitlich hinter das Einsetzen der diesbezüglichen Rating-Herabstufungen. Interessant mutet dabei auch die Argumentation des Beirates bei der Beurteilung der buchhalterischen Behandlung von ABS-Anleihen an. Nach Auffassung der Autoren hat sich die in Artikel 39 der *International Accounting Standards* (IAS 39) festgelegte Pflicht, zu Handelszwecken erworbene oder mit derivativen Komponenten versehene Anleihen zu Marktpreisen („at Fair Value“) auszuweisen, krisenverschärfend ausgewirkt. Der Beirat geht nämlich davon aus, „dass gemessen am Gegenwartswert der zu erwartenden Erträge der Marktpreis [dieser Anleihen] zu niedrig ist“, und eine Fair Value-Bilanzierung die wirtschaftliche Lage des Eigentümers daher schlechter erscheinen ließe als sie tatsächlich ist. Dies lässt jedoch die Frage offen, warum dann nicht kapitalkräftige Investoren wie Hedgefonds, Private Equity-Gesellschaften oder staatliche Sondervermögen die angeblich unterbewerteten Anleihen zu Marktpreisen aufkaufen. Dies könnte nach unserer Auffassung vielmehr damit zu erklären sein, dass die statt dessen zu beobachtende Kaufzurückhaltung der Investoren am ABS-Markt eine ökonomisch durchaus rationale Reaktion auf die Risikobehaftetheit und unzureichende Transparenz vieler dieser Produkte sein könnte. Es kommt hinzu, dass eine Verpflichtung zur Bilanzierung zu Marktpreisen gemäß IAS 39 für alle diejenigen ABS-Investments gar nicht existiert, die keine derivativen Komponenten enthalten und mit der Absicht erworben wurden, sie bis zur Endfälligkeit zu halten. Der Umstand, dass der Beirat die im Oktober 2008 erfolgte Aussetzung der Pflicht zur „Fair Value“-Bewer-

tung von Anleihen im Handelsbuch gutheißt, kann im Ergebnis daher als eine wissenschaftliche Rechtfertigung der kreativen Buchführung missverstanden werden.

6. Implikationen für staatliches Handeln

6.1 Effektivere Regulierung

Vorschlag 1: Erweiterter Selbstbehalt für die Initiatoren

Derzeit ist das Ausmaß, in dem der Initiator einer ABS-Transaktion an deren Verlustrisiken partizipiert, meist auf die letzttrangige „Equity“-Tranche beschränkt. Mitunter kann sich der Initiator durch eine Veräußerung dieser Tranche, etwa an Hedgefonds, selbst dieses Restrisikos entledigen. Diese weitgehende Überwälzbarkeit der Ausfallrisiken auf externe Anleger vermindert für den Initiator den Anreiz, der Kreditvergabe eine sorgfältige Risikoeinschätzung voranzustellen und deren Ergebnisse vollständig und unverfälscht zu kommunizieren.

Um diesem Problem abzuhelpfen, müssen Kreditgeber, welche Forderungen an Zweckgesellschaften übertragen, künftig dazu verpflichtet werden, einen erheblichen Prozentsatz (etwa 20%) des Nennwertes aller emittierten Anleihen selbst zu erwerben und bis zum Fälligkeitszeitpunkt zu halten. Dieser Prozentsatz ist nicht nur auf die Equity-Tranche, sondern auch auf jede der anderen Anleiheklassen separat anzuwenden. So wird sichergestellt, dass der anfängliche Forderungsgläubiger auch dann noch ein Interesse an der fristgerechten Bedienung der emittierten Wertpapiere hat, wenn die Kapazität der Equity-Tranche durch Verluste vollständig aufgezehrt worden sein sollte.

Vorschlag 2: Regulatorische Standards für Rating-Agenturen

Die Tätigkeit der Rating-Agenturen sollte an drei zentralen Stellen präziser geregelt werden:

- (1) Die Modelle, welche die Agenturen für Bonitätseinschätzungen von Verbriefungstransaktionen verwenden, müssen regelmäßig einer aufsichtlichen Prüfung unterzogen werden, deren Bestehen Voraussetzung für ihre Anwendbarkeit bei der Basel II-konformen Kapitalbedarfsermittlung ist. Eine derartige Prüfungspflicht kann die Agenturen dazu veranlassen, verstärkte Anstrengungen zur Qualitätssicherung zu unternehmen. Sie spornt aber auch die Initiatoren von Verbriefungstransaktionen dazu an, stärker auf die Standardisierung und größtmögliche Transparenz ihrer Produkte zu achten. Je stärker sich nämlich das Muster, nach dem die Mittelzuflüsse aus dem Forderungspool auf die Tranchen verteilt werden, an bekannten Vorbildern orientiert, und je einfacher es nachvollzogen werden kann, desto wahrscheinlicher ist es, dass entweder bereits anerkannte Verfahren für die Ermittlung der Rating-Note herangezogen oder anerkennungsfähige Verfahren schnell und kostengünstig entwickelt werden können.
- (2) Ferner muss gewährleistet werden, dass die Informationsgrundlage, auf welcher Bonitätseinschätzungen von ABS-Tranchen vorgenommen werden, bestimmten qualitativen und quantitativen Mindestanforderungen genügt. Lediglich summarische Informationen über historische Ausfallraten in der einschlägigen Forderungsklasse etwa können nicht schon als eine ausreichende Datenbasis für das Rating individueller

Verbriefungstransaktionen angesehen werden. Vielmehr ist sicherzustellen, dass die Initiatoren den Rating-Agenturen Individualdaten über die geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten der Einzelforderungen und die unterstellten Sicherheitenwerte bereitstellen, die ihrerseits mit aufsichtlich anerkannten Verfahren ermittelt worden sein müssen. Diese Angaben müssen regelmäßig – etwa einmal pro Quartal – aktualisiert werden, damit eine mögliche Erosion der Qualität des Forderungspools für die Rating-Agenturen zeitnah erkennbar wird.

- (3) Die bonitätsrelevanten Faktoren, welche für ABS-Ratings verwendet werden, sind nicht mit Sicherheit bekannt, sondern müssen anhand historischer Erfahrungswerte geschätzt werden. Dabei kann es selbst bei größtmöglicher Gewissenhaftigkeit zu Fehlern kommen, deren Wahrscheinlichkeit und Ausmaß tendenziell umso größer sind, je geringer die Menge und Qualität des zugrundeliegenden Datenmaterials ist. Die Rating-Agenturen müssen daher verpflichtet werden, neben den von ihnen standardmäßig durchgeführten Modellrechnungen „Stress-Tests“ durchzuführen. Dies sind alternative Modellrechnungen, in denen ermittelt wird, wie sich das Rating-Ergebnis verändern würde, wenn die Werte bestimmter Risikotreiber weniger vorteilhaft ausfielen als geschätzt. Eine Offenlegung der Resultate würde Investoren dazu befähigen, sich ein besseres Bild von der Fehleranfälligkeit des erzielten Ergebnisses zu machen.

Vor einer Überschätzung der Wirksamkeit staatlicher Regulierungen bei der Krisenprävention soll hier dennoch nachdrücklich gewarnt werden. Die erheblichen Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensinsidern und außenstehenden Akteuren lassen sich durch eine Präzisierung oder Ergänzung einschlägiger Rechtsnormen zwar vermindern, aber nie gänzlich beseitigen. Mitunter sind es gerade Veränderungen des regulatorischen Umfeldes, welche privatwirtschaftliche Akteure zur Entwicklung neuer Produkte oder Verfahren veranlassen, die den geltenden Vorschriften zwar formell genügen, aber den mit der Einführung dieser Normen verfolgten Ziele inhaltlich nicht entsprechen. In der auf diesem Gebiet nicht notwendigerweise untätigen Finanzbranche hat sich hierfür der Begriff der „regulatorischen Arbitrage“ (*Shah 1997*) eingebürgert. In besonders ungünstigen Fällen kann es daher sogar dazu kommen, dass neu eingeführte Rechtsnormen diejenigen Akteure, auf deren Schutz sie abzielen, fälschlich in Sicherheit wiegen, während die angestrebte Schutzwirkung gleichzeitig durch legale Umgehungsstrukturen faktisch unterminiert wird. Der Umstand, dass nicht zuletzt auf dem Gebiet der Bankenaufsicht die relevanten Rechtsnormen meist unter Mitwirkung von Interessenvertretern der zu regulierenden Akteure entworfen werden, dürfte vorhandene Zweifel an dieser Schutzwirkung eher verstärken als zerstreuen.

Die Verantwortung für die Prävention künftiger Finanzmarktkrisen der hier beschriebenen Art ist daher zu einem erheblichen Teil im privaten Sektor selbst anzusiedeln. So lange es in vielen Unternehmen üblich ist, die Höhe der Bonuszahlungen an Führungskräfte primär am kurzfristig erzielten Gewinn zu orientieren, ohne das Ausmaß der eingegangenen Risiken und die Nachhaltigkeit erzielter Erfolge in Betracht zu ziehen (so *Pleven/Craig, 2008*), dürfte der überhöhten Risikobereitschaft mancher Akteure auch durch noch ausgefeiltere Gesetzeswerke nicht gänzlich Einhalt geboten werden können. Die öffentliche Hand jedoch kann zur Eindämmung solcher Fehlentwicklungen beitragen, indem sie verhindert, dass die Folgekosten fahrlässigen Verhaltens von seinen Verursachern in unnötig hohem Maße auf die Allgemeinheit abgewälzt werden.

6.2 Notmaßnahmen zur Stabilisierung des Bankensektors

Um zu vermeiden, dass die Folgeverluste der Subprime-Krise zu einem Teufelskreis aus weiteren Bankenzusammenbrüchen, zunehmender Kreditverknappung und Folgeinsolvenzen im Nichtbankensektor führen, greifen die Regierungen der wichtigsten Industrienationen derzeit zu Stabilisierungsmaßnahmen, deren Folgekosten für die betroffenen Haushalte auf mehrere hundert Milliarden Euro geschätzt werden. Die in den einzelnen Ländern hierfür eingesetzten Instrumente unterscheiden sich in ihren Details erheblich, weisen in ihren Grundzügen aber eine hohe Ähnlichkeit untereinander auf. Zu verdanken ist dies den intensiven Bemühungen um eine internationale Koordination der beabsichtigten Stützungsmaßnahmen, die u.a. in dem außerordentlichen „G20-Weltfinanzgipfel“³ im November 2008 ihren Ausdruck fand. Die folgenden Überlegungen können daher, obgleich sie sich explizit nur auf das deutsche Modell beziehen, im Wesentlichen auch analog auf die in den USA und den übrigen EU-Mitgliedsländern eingesetzten Instrumente übertragen werden.

In Deutschland wurde durch das *Finanzmarktstabilisierungsgesetz* (FMStG)⁴ vom 17. Oktober 2008 die Finanzmarktstabilisierungsanstalt (FMSA) gegründet⁵, deren zentrale Aufgabe es ist, den mit 480 Mrd. Euro ausgestatteten „Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung“ (SoFFin) zu verwalten. Zur Erreichung der verfolgten Ziele sind drei Instrumente vorgesehen:

- (1) Der SoFFin kann sich durch die Gewährung von *Garantien* bereit erklären, für die Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen einzustehen, welche das jeweils begünstigte Institut durch die Emission neuer Schuldverschreibungen oder andere Formen der Kreditaufnahme eingeht. Alle von einer derartigen Garantie erfassten Verbindlichkeiten dürfen höchstens eine Laufzeit von 3 Jahren haben. Die Gewährung derartiger Garantien ist an eine (gemessen an den Mindestanforderungen der §§ 10ff. KWG) ausreichende Eigenkapitalausstattung gebunden. Das Institut muss außerdem eine Provision entrichten, die sich an marktgerechten Risikoprämien orientieren soll. Zu den Instituten, welche derartige Garantien derzeit in Anspruch nehmen, gehören neben vier staatlichen Kreditinstituten (Bayern LB⁶, WestLB⁷, LBBW⁸, HSH Nordbank⁹) auch die börsennotierten Aktiengesellschaften Hypo Real Estate¹⁰ und Commerzbank.¹¹ Zudem hat die zum VW-Konzern gehörende Volkswagen Bank GmbH entsprechende Hilfen beantragt.¹²
- (2) Das Instrument der *Risikoübernahme* besteht darin, dass der SoFFin risikobehaftete Aktiva von Finanzinstituten oder Zweckgesellschaften erwirbt oder absichert. Im Falle des Erwerbs überträgt der Fonds dem jeweiligen Verkäufer Schuldtitel des Bundes. Der Kaufpreis orientiert sich an dem vom Verkäufer zuletzt bilanzierten Wert, kann aber auch darunter liegen. Erfolgt die Risikoübernahme in Form einer anderweitigen Absicherung, so verlangt der SoFFin eine Verzinsung, die sich nach der Höhe des übernommenen Risikos richtet, mindestens aber die Kosten deckt, die dem Fonds für die Aufbringung seiner eigenen Mittel entstehen. Möglich, aber nicht zwingend vorgeschrieben ist dabei auch eine Beteiligung des Begünstigten an den verbleibenden Wertminderungsrisiken, etwa in Form einer Ausgleichszahlung für tatsächlich angefallene Verluste am jeweiligen Laufzeitende. Ferner kann der SoFFin dem Institut ein befristetes Dividendenverbot sowie temporäre Obergrenzen für die Vergütungen und Abfindungen von Geschäftsleitern und Organmitgliedern auferle-

gen. Bis dato ist das Instrument der Risikoübernahme in Deutschland ungenutzt geblieben.¹³

- (3) Im Falle einer *Rekapitalisierung* erwirbt der SoFFin gegen Leistung einer Einlage entweder Eigenkapitalanteile oder beteiligt sich im Wege anderer, dem bilanziellen Eigenkapital aufsichtsrechtlich gleichgestellter Formen (z.B. als stiller Gesellschafter oder Genussrechtsinhaber) an dem begünstigten Unternehmen. Dabei soll der SoFFin sicherstellen, dass die begünstigten Institute hierfür eine marktkonforme Vergütung entrichten, die beispielsweise eine Dividendenbevorrechtigung oder einen Vorrang bei der Verteilung des Gesellschaftsvermögens einschließen kann. Zusätzlich zu den bei einer Risikoübernahme möglichen Auflagen hinsichtlich der Gewinnausschüttungen und Vergütungsregelungen kann der SoFFin verlangen, dass eine Fortsetzung oder Ausweitung der Kreditvergabe an kleinere und mittlere Unternehmen gewährleistet wird. Ein dauerhafter Verbleib der erworbenen Beteiligungen beim SoFFin wird nicht beabsichtigt; die Anteile sollen vielmehr nach erfolgter Krisenbewältigung aufgelöst oder schrittweise veräußert werden.

In Deutschland hat die Commerzbank AG als bislang einziges privates Kreditinstitut eine Rekapitalisierung in Anspruch genommen. Dabei hat der SoFFin dieser Bank am 31. Dezember 2008 eine stille Einlage in Höhe von 8,2 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt, die mit 9% jährlich verzinst und aufsichtsrechtlich dem Eigenkapital zugerechnet wird. Als Gegenleistung müssen die Commerzbank-Aktionäre in den Jahren 2009 und 2010 auf Dividenden verzichten; außerdem hat die Bank für diesen Zeitraum zusätzliche Mittelstandskredite im Volumen von 2,5 Mrd. Euro und die Begrenzung der Vorstandsbezüge auf 500 000 Euro pro Person und Jahr zugesagt.¹⁴

- (4) In Bezug auf die Rekapitalisierung sind allerdings *europarechtliche Vorgaben* zu beachten, die dafür sorgen sollen, dass die Mitgliedstaaten bei der Finanzmarktstabilisierung nicht zu einer Wettbewerbsverzerrung beitragen. Der Erwerb von Eigenkapitalanteilen oder die Beteiligung an Unternehmen kann nämlich unter Umständen als eine *staatliche Beihilfe* im Sinne des Art 87 EG-Vertrag anzusehen sein. Eine solche ist nur dann zulässig, wenn die entsprechende Maßnahme vorab der EU-Kommission zur Genehmigung vorgelegt wird (sogenanntes Notifizierungsverfahren, vgl. die Beihilfeverfahrensordnung der Rates, VO Nr. 659/99, Abl. 1999, Nr. L 83/1). Im Falle des Einstiegs des SoFFin bei der Commerzbank hat die Kommission ihre Genehmigung an bestimmte Auflagen gebunden, die der Eigenkapitalsicherung der Bank dienen und Wettbewerbsverzerrungen vermeiden sollen.¹⁵ In diesem Zusammenhang ist auch darauf hinzuweisen, dass die Kommission bereits seit 2008 im Wege einiger Auslegungsmitteilungen zu Art. 87 GG auf die globale Finanzkrise zu reagieren und zu einer gewissen Flexibilisierung beizutragen versucht hat.¹⁶ Nunmehr hat die Kommission am 29. April 2009 ein sogenanntes „*simplification package*“ vorgestellt, das eine Mitteilung über ein vereinfachtes Genehmigungsverfahren und ein-Memo für einen Verhaltenskodex umfasst.¹⁷ Letzterer zielt auf eine Verkürzung des Notifikationsverfahrens durch regelmäßige Voranmeldegespräche durch die Mitgliedstaaten ab.

Bei der Wirkungsanalyse dieser Handlungsalternativen verdient neben der kurzfristigen Stabilisierungswirkung auch die Frage Beachtung, ob die verwendeten Instrumente dazu geeignet sind, die betroffenen Akteure künftig zu einem sorgfältigeren Verhalten auf den Gebieten der Kreditvergabe und der Kapitalanlage zu veranlassen. Je bereitwilliger näm-

lich der Staat Verluste übernimmt, die infolge der Fahrlässigkeit individueller Akteure entstanden sind, desto größer ist die Gefahr, dass die abschreckende Wirkung dieser Verluste auf die Bereitschaft zur (erneuten) Inkaufnahme überhöhter Risiken entscheidend geschwächt wird. Die wahrscheinliche Folge eines derartigen Verhaltens wäre eine nachhaltige Verzerrung des Wettbewerbs zugunsten der am wenigsten risikobewussten Marktteilnehmer, die – sobald das anfängliche Erschrecken über die aktuelle Krise erst einmal abgeebbt ist – leicht zum Ausgangspunkt für neue Wellen spekulativen Überschwangs werden kann:

- Staatliche *Garantien* für neue Verbindlichkeiten von Instituten, die ausreichend kapitalisiert erscheinen, aber sonst nicht zu einer weiteren Kreditvergabe in der Lage wären, können die mit ihnen beabsichtigte kurzfristige Wirkung vor allem dann erreichen, wenn ihre Inanspruchnahme nicht durch restriktive Auflagen erschwert wird. Ihre Anreizwirkung ist jedoch nur unproblematisch, wenn die fehlende Bereitschaft der Anleger, diesem Institut auch ohne staatliche Garantien Geld zu leihen, einer rationalen Begründung entbehrt – und nicht etwa die Folge einer tatsächlich zweifelhaften Kreditwürdigkeit des Schuldners ist. In allen anderen Fällen ist die Gefahr, dass es zu einer Insolvenz des begünstigten Instituts kommt und die öffentliche Hand als Garantievergeber an den Folgeverlusten partizipieren muss, weitaus größer, als es die Höhe der vom Sicherungsnehmer entrichteten, angeblich „marktgerechten“ Risikoprämie suggeriert. Angesichts der weiter steigenden Forderungsausfälle in Teilen des Kreditmarktes – etwa bei gewerblichen Hypotheken¹⁸ und Spezialfinanzierungen bonitätsschwacher Firmen („Leveraged Loans“, siehe Norris 2008) – spricht jedoch nur wenig dafür, dass die derzeitigen Liquiditätsengpässe in vielen Banken nur die Folge irrationaler Ängste bei ihren potenziellen Kreditgebern ist. Die als Stabilisierungsmaßnahme gedachte staatliche Garantievergabe droht so zumindest teilweise in einer Partizipation der öffentlichen Hand an privatwirtschaftlich verantworteten Verlusten zu resultieren.
- Im Hinblick auf seine kurzfristige Wirksamkeit ist die staatliche *Risikoübernahme* vor allem zur Stabilisierung von Instituten geeignet, denen nicht nur Liquidität, sondern auch eine (gemessen an den eingegangenen Risiken) ausreichende Eigenkapitalausstattung fehlt. Auch hier stellt sich allerdings die Frage, weshalb die fraglichen Problemaktiva nicht bereits von privaten Transaktionspartnern für ein marktgerechtes Entgelt erworben oder besichert worden sind. Bekanntlich gibt es weltweit tätige Investmentgesellschaften wie *Cerberus*¹⁹ oder *Lone Star*,²⁰ die unter anderem auf den Erwerb und profitable Verwertung notleidender Forderungen spezialisiert sind. Die mangelnde Kaufbereitschaft privater Investoren auf diesem Gebiet liegt sehr wahrscheinlich in der (durchaus rationalen) Befürchtung begründet, dass die (angeblich marktkonformen) Wertansätze, mit denen die jeweiligen Positionen in den Bilanzen der Eigentümer erfasst sind, sich beim Versuch ihrer Verwertung als überhöht erweisen könnten. Eine Risikoübernahme durch die öffentliche Hand liefe in diesem Fall, sofern das abgebende Institut nicht zu einer Partizipation an potenziellen Folgeverlusten verpflichtet wird, auf eine implizite Subventionierung des Begünstigten hinaus. Wenn andererseits der SoFFin beabsichtigt, von der Möglichkeit zur Verlustbeteiligung der Begünstigten Gebrauch zu machen, so schwindet für die betroffenen Institute der ökonomische Anreiz für die Inanspruchnahme der entsprechenden Leistung. Die geringe Akzeptanz des Instruments der Risikoübernahme in Deutschland liegt im Wesentlichen in diesem Zusammenhang begründet.

- Die *Rekapitalisierung* ist das wahrscheinlich wirksamste Mittel zur Sanierung einer Bank, da auf diesem Wege gleichzeitig die Liquiditätsausstattung und Eigenkapitalbasis gestärkt werden können. Zugleich hat das Beispiel der Commerzbank AG gezeigt, dass eine derartige Maßnahme die Akzeptanz der Unternehmensleitung finden kann. Die in diesem Präzedenzfall vereinbarte Verzinsung der vom SoFFin geleisteten stillen Einlage liegt mit 9% deutlich über der aktuellen Rendite selbst lange laufender Bundesanleihen, so dass der Eindruck entstehen kann, hier sei einer einseitigen Überwälzung von Verlusten auf die öffentliche Hand wirksam vorgebeugt worden. Da jedoch die vereinbarte Rückzahlung der durch den SoFFin gewährten Einlage zum Nennwert nur geleistet werden kann, wenn die Zahlungsfähigkeit der Bank in dem fraglichen Zeitraum auch tatsächlich erhalten bleibt, hält dieser Eindruck einer kritischen Prüfung nicht stand. Vielmehr hat hier die öffentliche Hand dem begünstigten Institut Eigenkapital zu vorteilhafteren Konditionen zugeführt, als es private Investoren unter Berücksichtigung der damit eingegangenen Risiken getan hätten. Damit ist selbst dann, wenn die geleistete Einlage wie vorgesehen zurückgezahlt wird, eine Wettbewerbsverzerrung zu Lasten derjenigen Unternehmen verbunden, deren risikobewussteres Verhalten sie bislang von staatlichen Hilfeleistungen unabhängig gemacht hat.

Neben den bis hierhin untersuchten Maßnahmen beabsichtigt die deutsche Bundesregierung im Mai 2009 die Voraussetzungen für die Gründung bankeigener Auffanggesellschaften – sogenannter „Bad Banks“ – für problembehaftete Aktiva zu schaffen. Eine derartige Auffanggesellschaft soll auszulagernde Forderungen des jeweils zugehörigen Instituts zum Buchwert erwerben. Im Austausch hierfür überträgt sie dieser Bank Anleihen, die vom SoFFin gegen eine Gebühr mit Bürgschaften abgesichert werden. Bei der Übertragung der Wertpapiere sollen unabhängige Gutachter deren rechnerischen Marktwert ermitteln, der zusätzlich um einen Risikoabschlag vermindert wird. Die Differenz zwischen dem Buchwert und dem so ermittelten Betrag muss die betreffende Bank über mehrere Jahre hinweg in gleich bleibenden Raten an den SoFFin zahlen. Sollte nach Ablauf dieser Zeit die jeweilige Zweckgesellschaft mit einem Verlust abschließen, wird die betroffene Bank verpflichtet, dafür aufzukommen.²¹ Die Initiatoren dieses Modells erwarten für den Fall seiner erfolgreichen Umsetzung – durchaus mit gutem Grund – eine Ausweitung des (infolge der aktuellen Marktverwerfungen stark zurückgegangenen) Kreditschöpfungspotenzials der involvierten Banken, da von der Auslagerung der problembehafteten Forderungen eine deutliche Verbesserung der Risikotragfähigkeit dieser Institute zu erwarten ist. Zugleich würde so sehr wahrscheinlich eine noch weiter gehende Überwälzung zu erwartender Verluste auf die öffentliche Hand wirksam unterbunden. Ob das geplante Modell bei seinen Adressaten auf Akzeptanz treffen wird, kann – just angesichts dieser Tatsache – derzeit nicht abschließend beurteilt werden.

Die derzeit angewendeten Stabilisierungsinstrumente implizieren also höchst problematische Anreizwirkungen, da sie individuelle Akteure dazu anregen könnten, auch in Zukunft wieder überhöhte oder unzureichend kalkulierte Risiken einzugehen. Neben gewaltigen finanziellen Mehrbelastungen für die öffentliche Hand bringen sie zudem mit hoher Wahrscheinlichkeit auch eine implizite Subventionierung der begünstigten Banken und ihrer Aktionäre mit sich. Es ist daher geboten, über eine alternative Lösung für die aktuellen Probleme auf den Finanzmärkten nachzudenken, die sich stark am Vorgehen der schwedischen Regierung während der dortigen – ebenfalls durch spekulative Über-

treibungen im Immobilienbereich ausgelöst – Bankenkrise von 1992 orientiert (vgl. hierzu *Dougherty* 2008). Diese Lösung könnte darin zu suchen sein, die öffentliche Hand gesetzlich gleichermaßen dazu zu berechtigen und zu verpflichten, Institute, deren Eigenkapitalausstattung unter die aufsichtsrechtlichen Mindestwerte gefallen ist (oder die aus anderen Gründen akut von der Zahlungsunfähigkeit bedroht sind), auch ohne Zustimmung der Geschäftsleitung und der jeweiligen Organe vorübergehend mehrheitlich der öffentlichen Hand zu überführen. Diese Vorgabe kann – ohne eine in Hinblick auf Art. 14 Abs. 1 als problematische Übereignung vorzunehmen – umgesetzt werden, indem die öffentliche Hand so viele Anteile am Stammkapital der betroffenen Gesellschaft zum Nennbetrag erwirbt, wie für die Erreichung einer qualifizierten Mehrheit der Stimmrechte notwendig sind.

Durch die so gleichzeitig vollzogene Rekapitalisierung und Liquiditätssicherung würde einerseits verhindert, dass die lebensnotwendige Kreditversorgung des Nichtbankensektors unterbrochen wird; andererseits ergeben sich einige Konsequenzen, die mit dem Einsatz der vorgenannten Maßnahmen allein nicht erreicht werden könnten (so auch *Buiter* 2008):

- Indem die öffentliche Hand die neuen Gesellschaftsanteile zum Nennwert²² (und damit zum geringsten zulässigen Preis) erwirbt, wird weitgehend (wenn auch nicht vollständig) verhindert, dass die infolge überhöhter Risiken akkumulierten Verluste von den bisherigen Eigentümern auf den Staatshaushalt verlagert werden. Das Wissen darum dürfte private Anteilseigner und deren Repräsentanten in den Kontrollgremien veranlassen, die Unternehmensleitung mehr als bisher zu einem verantwortungsbewussten Risikomanagement anzuhalten.
- Die mehrheitliche Übernahme der Anteile an einer unterkapitalisierten oder insolvenzgefährdeten Bank würde die Folgekosten, welche der öffentlichen Hand durch die Übertragung notleidender Aktiva auf eine staatliche Auffanggesellschaft („bad bank“) entstehen können, erheblich mindern, denn im Falle eines zu hoch angesetzten Verkaufspreises für diese Positionen verbliebe der Löwenanteil des erzielten Mehrerlöses beim Staat.

Als Mehrheitseigentümer kann die öffentliche Hand sämtliche Informations- und Kontrollbefugnisse wahrnehmen, die mit dieser Rolle nach geltendem Recht einhergehen. Dies gibt ihr etwa die Möglichkeit, unabhängige Gutachter – etwa Wirtschaftsprüfer und Vertreter der Bankenaufsicht – mit der Ursachenanalyse für die eingetretenen Verluste zu beauftragen. Die erzielten Ergebnisse können dazu verwendet werden, Schwachstellen in den Risikomanagement-Prozessen des Instituts zu beheben und so seine Marktfähigkeit wieder herzustellen. Sollte während der Untersuchung nachgewiesen werden, dass die erlittenen Verluste auf ein rechtswidriges Verhalten individueller Entscheidungsträger zurückzuführen sind, so kann der neue Mehrheitseigner auch die Entlassung der verantwortlichen Personen erwirken, ohne dass die damit verbundenen Abfindungszahlungen das rechtlich gebotene Mindestmaß überschreiten müssen.

Eine dauerhafte Verstaatlichung ehemals privater Finanzinstitute sieht weder der hier unterbreitete Vorschlag noch das als Vorbild dienende schwedische Modell vor. Vielmehr wird angeregt, die höchstzulässige Zeitdauer, für welche ein verstaatlichtes Unternehmen im öffentlichen Eigentum verbleiben darf, a priori auf zwei Jahre zu begrenzen. In dieser Zeitspanne ist es nach menschlichem Ermessen möglich, die Sanierung des betreffenden

Instituts so weit voranzutreiben, dass dieses als Ganzes oder in Teilen reprivatisiert werden kann. Die dann zu erwartenden Verkaufserlöse befähigen die öffentliche Hand ferner dazu, zumindest einen Teil der für die Bankensanierung in Kauf genommenen Kosten wieder auszugleichen (*Ergungor* 2007).

Derartige Überlegungen haben offensichtlich auch bei dem Entwurf für das Gesetz zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes (*Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz* – FMStErgG; siehe *Deutscher Bundestag* 2009) eine Rolle gespielt, der am 20. März 2009 vom Bundestag verabschiedet wurde und für den 3. April 2009 zur Beratung im Bundesrat vorgesehen ist. Mit dem Entwurf wird beabsichtigt, die Rechtsgrundlage für eine befristete staatliche Übernahme der Kontrollmehrheit an Not leidenden Kreditinstituten zu schaffen, deren Insolvenz schwerwiegende gesamtwirtschaftliche Schäden erwarten ließe und bei denen das Instrumentarium des FMStG für eine Stabilisierung nicht ausreicht. Obgleich das betreffende Institut im Gesetzentwurf nicht explizit genannt wird, zielt dieser Entwurf primär auf die Rettung der Münchener Bankenholding Hypo Real Estate ab, die trotz einer Inanspruchnahme von Beihilfen aus dem SoFFin im Nennwert von 102 Mrd. Euro weiterhin akut insolvenzgefährdet ist.

Zur Abwendung dieser Gefahr sieht der Entwurf ein Vorgehen in zwei Etappen vor:²³

- In der ersten Stufe ist ein so genannter Kapitalschnitt vorgesehen; dies ist eine nominelle Herabsetzung des Grundkapitals, der mit der Auflösung der Gewinnrücklagen und einer buchhalterischen Begleichung des aufgelaufenen Jahresfehlbetrages einhergeht. Parallel hierzu soll eine Kapitalerhöhung für das Institut seitens des Staates durchgeführt werden. Zur Erleichterung eines derartigen Vorgehens soll dem Gesetzentwurf zufolge die erforderliche Mehrheit in der Hauptversammlung auf 50 Prozent plus eine Stimme abgesenkt und eine Einberufung der Hauptversammlung innerhalb eines Tages gestattet werden. Ferner enthält der Entwurf zivilrechtliche Schadenersatzansprüche gegen Aktionäre, die eine für den Fortbestand der Gesellschaft erforderliche Kapitalmaßnahme verzögern oder vereiteln.
- Ein Eintritt in die zweite Stufe ist erst zulässig, wenn die vorgenannten Maßnahmen für den Erhalt der Bank gescheitert sind. In diesem Fall soll den übrigen Aktionären seitens der öffentlichen Hand ein auf vierzehn Tage befristetes Kaufangebot unterbreitet werden. Erst wenn es auch so nicht zu einer Übernahme der Bank kommt, weil eine Aktionärsmehrheit ihr die Zustimmung verweigert, ist ein Enteignungsverfahren vorgesehen, welches bis zum 30. Juni 2009 einzuleiten ist. Die zu enteignenden Aktionäre sollen eine angemessene Entschädigung erhalten; bei einer späteren Reprivatisierung des Instituts erhalten die enteigneten Aktionäre für die Anteile ein Vorzugsrecht.

Abgesehen davon, dass er eine temporäre Übernahme der Aktienmehrheit nur als *ultima ratio* vorsieht – also erst dann, wenn das gesamte Handlungsspektrum des SoFFin mit samt seiner problematischen Anreizwirkungen und wahrscheinlichen Folgeverluste ausgeschöpft ist – weist der Entwurf für das FMStErgG eine sehr ähnliche Zielrichtung auf wie der in dieser Arbeit vorgestellte Lösungsansatz. Ein wichtiger Unterschied im Detail ist jedoch, dass der Gesetzentwurf eine Mehrheitsübernahme im Wege der Enteignung nicht ausschließt. Damit stellt sich das Problem, dass die angemessene Höhe der dann erforderlichen Entschädigung angesichts der oft unzureichenden Transparenz vieler von der Bank getätigter Geschäfte wahrscheinlich kaum zweifelsfrei bestimmt werden kann. Folglich entsteht die Gefahr, dass unzufriedene Anteilseigner die staatliche Übernahme

gerichtlich anfechten und die beabsichtigte Sanierung des Instituts damit verzögern oder komplizieren könnten. Im Falle der in dieser Arbeit vorgeschlagenen staatlichen Mehrheitsübernahme durch (obligatorische) Rekapitalisierung verbleiben die Anteile der Altaktionäre bei diesen. Da die bisherigen Anteilseigner dann im Falle einer erfolgreichen Sanierung sogar erwarten können, einen Teil ihrer vor der Übernahme akkumulierten Verluste wieder aufzuholen, ist bei Umsetzung dieser Lösung möglicherweise auch das Anfechtungsrisiko geringer.

7. Schlussbemerkung

Vor dem Hintergrund der hier angestellten Überlegungen erscheint es unangemessen, in regulatorischen Einschränkungen der privaten Vertragsfreiheit und staatlichen Stützungsmaßnahmen per se geeignete Mittel zur Prävention und Bewältigung ökonomischer Krisensituationen zu sehen, zumal diese enorme Probleme in Hinblick auf die Eigentumsgarantie nach Art 14 Abs. 1 GG aufwürfen. Regulierungen können wichtige Anstöße für Verbesserungen im Umgang mit Risiken geben; aufgrund der beschriebenen Informationsasymmetrien können sie jedoch keinesfalls als Ersatz für ein intrinsisch motiviertes, verantwortungsbewusstes Handeln privater Akteure dienen. „Rettungspakete“ für insolvenzgefährdete Finanzinstitute, die mit einer weitgehenden Verlagerung privater Verluste auf den Staat einhergehen, drohen den Wettbewerb just zugunsten derjenigen Marktteilnehmer zu verzerren, deren Verhalten in der Vergangenheit durch einen fahrlässigen Umgang mit entsprechenden Risiken gekennzeichnet war. Der Schlüssel zu einer wirksameren Prävention künftiger Finanzmarktkrisen liegt eher in der Vermeidung derart problematischer Anreizeffekte als in einer beliebigen Ausdehnung staatlicher Regelungen.

Anmerkungen

- 1 Vgl. hierzu exemplarisch „Scharfe Kritik an den Rating-Agenturen“, *Neue Zürcher Zeitung*, 12. Juli 2007.
- 2 „Die Rating-Agenturen als Gefangene ihrer eigenen Versäumnisse“, *Neue Zürcher Zeitung*, 9. Februar 2008.
- 3 G-20 summit meeting displays new balance of power, *International Herald Tribune*, 16. November 2008.
- 4 *Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes*, BGBl I, 1982.
- 5 Quellen für die folgenden Ausführungen sind im Wesentlichen der genannte Gesetzestext, die einschlägigen Erläuterungen im *Monatsbericht der Deutschen Bundesbank* vom November 2008 sowie das Internetportal der FMSA, <http://www.soffin.de/> Auf Einzelnachweise wird hier aus Gründen der Lesbarkeit verzichtet.
- 6 Noch mehr Staatsgeld für die BayernLB, *Badische Zeitung*, 29. November 2008.
- 7 WestLB wird Finanzmarktstabilisierungsfonds in Anspruch nehmen, Pressemitteilung der WestLB vom 3.11.2008.
- 8 LBBW beschließt Eckpunkte zur Stärkung ihrer Kapitalbasis, Pressemitteilung der LBBW vom 21.11.2008.
- 9 HSH Nordbank erhält Liquiditätsgarantien des SoFFin, Pressemitteilung der HSH Nordbank, 21.11. 2008.
- 10 SoFFin gewährt Hypo Real Estate Group Garantierahmen über 20 Mrd. Euro, Presseinformation, Hypo Real Estate Group, 21.11.2008.
- 11 Rettungsschirm steht weiter in der Kritik, *Der Spiegel*, 3.11.2008.
- 12 Volkswagen-Bank will für mehr als zehn Milliarden Euro Staatsgarantien, *Der Spiegel*, 20. Januar 2008.
- 13 Quelle: Sanio fürchtet Defizite beim SoFFin, *Handelsblatt* vom 07.01.2009.
- 14 Commerzbank und SoFFin vereinbaren Kreditprogramm für den Mittelstand, Pressemitteilung der Commerzbank vom 19. Dezember 2008.

- 15 Für weitere Details vgl. die Pressemitteilung der Europäischen Kommission IP09/711, abrufbar unter <http://209.85.129.132/search?q=cache:BBYVryXhr8cJ:europa.eu/rapid/pressReleaseAction.do%3Freference%3DIP/09/711%26format%3DPDF%26aged%3DO%26language%3DDE%26guiLanguage%3Den+kommission+commerzband&cd=37&hl=de&ct=cln&gl=de>.
- 16 Mitteilungen der Kommission – Die Anwendungen von Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der derzeitigen globalen Finanzkrise, ABl. 2008, Nr. C 270/08; Mitteilung der Kommission – Die Rekapitalisierung von Finanzinstituten in der derzeitigen Finanzkrise: Beschränkung der Hilfen auf das erforderliche Minimum und Vorkehrungen gegen unverhältnismäßige Wettbewerbsverzerrungen, ABl. 2009, Nr. C 10/02; Mitteilungen der Kommission über die Behandlung wertgeminderter Aktien im Bankensektor der Gemeinschaft, ABl. 2009, Nr. C 72/01.
- 17 Zum *simplification package* vgl. das Memo/09/208 und die Pressemitteilung IP09/65. Die Dokumente sind zu finden unter: http://ec.europa.eu/competition/state_aid/reform/reform.html.
- 18 Fitch: CMBS Defaults Soar In 4Q; Surge Expected In 2009, *Dow Jones Newswires*, 7. Januar 2009.
- 19 Cerberus Capital Management, L.P., 299 Park Avenue, New York, NY 10171, USA.
- 20 Lone Star Funds, L.P., 2711 North Haskell Avenue, Suite 1700 Dallas, Texas 75204, USA.
- 21 Quelle: S. Ahföhpe, Bad Bank – Banken sollen für Schrottpapiere voll haften, *Handelsblatt*, 8. Mai 2009.
- 22 Bezüglich der Preisermittlung vgl. im Einzelnen die zuvor genannten Auslegungsmitteilungen der EU-Kommission.
- 23 Quelle: *Presse- und Informationsamt der Bundesregierung*, Verstaatlichung von Banken als allerletztes Mittel, Pressenotiz vom 20.03.2009.

Literatur

- Aguesse, Patrice*, 2007: Is Rating an Efficient Response to the Challenges of the Structured Finance Market? Paris (Autorité des marchés financiers).
- Ashcraft, Adam/Schuermann, Til*, 2008: Understanding the Securitisation of Subprime Mortgage Credit. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 318.
- Bank for International Settlements*, 2005: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework. Basel.
- Buiter, Willem H.*, 2009: Time to take the banks into full public ownership. Online verfügbar unter <http://www.ft.com/maverecon>, 16. Januar 2009.
- Davidson, Adam*, 2008: How AIG fell apart. *Reuters*, 18. September 2008.
- Dell’Ariccia, Giovanni/Igan, Deniz/Laeven, Luc*, 2008: Credit Booms and Lending Standards – Evidence from the Subprime Mortgage. IMF Working Paper, 08/106, Washington D.C.
- Dougherty, Carter*, 2008: Stopping a Financial Crisis – The Swedish Way. *The New York Times*, 23. September 2008.
- Ergungor, O. Emre*, 2007: On the Resolution of Financial Crises – The Swedish Experience. Policy Discussion Paper, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Ernst & Young (Hg.)*, 2007: IFRS 7 and Basel II, Pillar III – Similarities, Differences and Synergies. Rotterdam.
- Executive Office of the President of the United States*, 2002: President Calls for Expanding Opportunities to Home Ownership”; *Pressemitteilung*, online verfügbar unter <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/06/20020617-2.html>.
- Hull, John C.*, 2008: The Credit Crunch of 2007: What went wrong? Why? What Lessons Can Be Learned? Diskussionspapier, University of Toronto.
- Jorion, Philippe*, 2005: *Financial Risk Manager Handbook*. Hoboken/New Jersey: Wiley.
- Lipsky, John*, 2008: The Global Economy and Financial Crisis. Speech at the UCLA Economic Forecasting Conference, September 24, 2008.
- Lucchetti, Aaron/Ng, Serena*, 2007: How Rating Firms’ Calls Fueled Subprime Mess. *The Wall Street Journal*, 16. August 2007.
- Lüscher, Stefan/Maier, Lorenz*, 2008: Die Verpackungskünstler. *Bilanz*, Nr. 1/2008, S. 50-55.
- Marrison, Chris.*, 2007: Investigating the US Subprime Crash. *GARP Risk Review* September/Okttober 2007, S. 36-40.

- Matten, Chris*, 2000: *Managing Bank Capital – Capital Allocation and Performance Measurement*, New York: Wiley.
- Norris, Floyd*, 2008: Defaults Could Net Bigger Fish. *The New York Times*, 4. September 2008.
- Pleven, Liam/ Craig, Susanne*, 2008: Deal Fees Under Fire. *The Wall Street Journal*, 17. Januar 2008.
- Schmidt, Hansjörg*, 2007: Kreditratings – Wünsche und Wirklichkeiten. *Finanz und Wirtschaft* vom 19. September 2007.
- Shah, Atul K.*, 1997: Regulatory arbitrage through financial innovation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10, S. 85 – 104.
- Steinbrück, Peer*, 2008: Regierungserklärung zur Lage der Finanzmärkte, Berlin, 25. September 2008.
- Tomlinson, Richard/Evans, David*, 2007: CDO Boom Masks Subprime Losses, Abetted by S&P, Moody's, Fitch. *Bloomberg News*, 31. Mai 2007.
- Van Duyn, Aline/Tett, Gilian*, 2008: Markets Assess the Costs of a Monoline Meltdown, *Financial Times*, 20. Februar 2008.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie*, 2009: Zur Bankenregulierung in der Finanzmarktkrise. Brief an den Bundesminister für Wirtschaft und Technologie, Berlin, 23. Januar 2009.
- Zuberbühler, Daniel*, 2008: Finanzkrise und Bankenaufsicht. Mimeo, Zürich, Eidgenössische Bankenkommision.

Anschriften der Autoren:

Dr. Sikandar Siddiqui, Ringstr. 21, 69115 Heidelberg
E-Mail: siddiqui@web.de

Dr. Margrit Seckelmann, Deutsches Forschungsinstitut für öffentliche Verwaltung Speyer,
Freiherr-vom-Stein-Straße 2, 67346 Speyer
E-Mail: seckelmann@foev-speyer.de