

Brandbeschleuniger im Finanzsystem

Für viele hat die Finanzkrise einen einfachen Grund: Blind vor Gier haben sich Banker in US-amerikanischen Schrotthypotheken verzockt. Doch wer sich die Zahlen ansieht, stößt auf ein Rätsel, denn im Oktober schätzte der Internationale Währungsfonds die Verluste aus diesen Hypotheken auf 500 Milliarden Dollar – eine Zahl, gleichzeitig zu klein wie zu groß.

TEXT **MARTIN HELLWIG**

Die Zahl von 500 Milliarden Dollar ist zu klein, als dass sie erklären könnte, warum das globale Finanzsystem mit Bankaktiva von 80 bis 90 Billionen Dollar in den Abgrund gerissen wurde. Um 1990 war die Rede davon, die Verluste der US-amerikanischen Sparkassen würden sich auf 600 bis 800 Milliarden Dollar belaufen. Und in der japanischen Bankenkrise der 1990er-Jahre wurden Verluste von mehr als 500 Milliarden Dollar sogar realisiert. In beiden Fällen gab es keine Weiterungen der Krise.

Die Zahl ist gleichzeitig zu groß, als dass sie sich mit den tatsächlichen Verlusten aus den Schrotthypotheken erklären ließe. Das Volumen dieser Hypotheken schätzt der IWF auf 1100 Milliarden Dollar.

Es geht nicht nur um zockende Banker und Schrotthypotheken

Ein Verlust von 500 Milliarden entspräche einer Verlustquote von 45 Prozent. Unterstellt man eine Eigenkapitalbeteiligung des Schuldners von fünf Prozent, müsste der Wertverlust der zugrunde liegenden Immobilien 50 Prozent betragen. Der tatsächliche Preisverfall belief sich von Mitte 2006 bis Mitte 2008 auf durchschnittlich 19 Prozent, in der am schlimmsten betroffenen Region auf 33 Prozent.

Zwar lässt diese Pi-mal-Daumen-Rechnung vieles aus; doch betreffen die Verlustschätzungen nicht die zu erwartenden tatsächlichen Verluste der Hypothekargläubiger, sondern die Kursverluste der hypothekengesicherten Papiere in den Wertpapiermärkten. Dazu schreibt der IWF, dass die Marktwerte deutlich unter den Werten der zu erwartenden Leistungen der Schuldner oder der Erlöse aus den Immobilien liegen.

Dass die Marktwerte zu niedrig sind, beruht auf Systemzusammenhängen. Es geht daher nicht nur um zockende Banker und Schrotthypotheken. Die Architektur des internationalen Finanzsystems weist erhebliche Konstruktionsfehler auf: An vielen Stellen sind Brandbeschleuniger statt Feuerlöscher installiert – und dafür ist die staatliche Regulierung mitverantwortlich.

Grundsätzlich ist es positiv, wenn Risiken der Immobilienfinanzierung an Dritte weitergegeben werden. Immobilienkrisen haben schon immer Finanzkrisen mitverursacht, so etwa die Bankenkrise der späten 1980er- und frühen 1990er-Jahre. Immobilien sind heikel, weil die Volumina im Aggregat der Volkswirtschaft sehr groß sind. Hinzu kommt, dass die Lebensdauer von Immobilien weit jenseits dessen liegt, was ein Sparer sich als Anlagehorizont vorstellt.

Die Diskrepanz von Lebensdauer der Immobilie und Anlagehorizont des Sparers birgt Risiken. Wird die Immobilie durch kurzfristige Titel finanziert, kann zwischenzeitlich die Refinanzierung ausbleiben. Wird die Immobilie durch langfristige Titel finanziert, besteht die Gefahr, dass der Sparer nur wenig bekommt, wenn er zwischenzeitlich die Titel verkaufen will. >



Abwärtsspirale: Weil er seinen Kredit nicht zurückzahlen kann, endet der Traum vom Eigenheim für so manchen amerikanischen Häuslebauer in einer Zeltstadt. Die Probleme der privaten Immobilienfinanzierung waren der Auslöser der Weltfinanzkrise, deren eigentliche Ursache in der internationalen Finanzarchitektur lag.

Die Erfahrung zeigt, dass die Risiken weder bei den Banken noch bei den Häuslebauern gut aufgehoben sind. So waren 1980 in den USA viele Sparkassen de facto insolvent, als die Refinanzierungszinssätze auf 15 Prozent stiegen – weit über die sechs Prozent, zu denen 40-jährige Festzinshypotheken in den 1960er-Jahren vergeben wurden. In dieser Insolvenz lag die eigentliche Ursache der Sparkassenkrise. In der Folge wurden Hypotheken mit variablen Zinssätzen versehen, um das Zinsänderungsrisiko an die Schuldner weiterzugeben. In der nächsten Hochzinsphase um 1990 zeigte sich, dass viele Schuldner die Zinsanpassungen nicht verkrafteten und ihre Zahlungen einstellten; unter hohen Marktzinsen waren auch die Immobilien relativ wenig wert.

Die Verbriefung von Hypotheken bietet die Möglichkeit, Risiken an Dritte weiterzugeben. Das ist sinnvoll, wenn diese die Risiken besser tragen können. Die mit einer langfristigen Festzinshypothek verbundenen Risiken sind bei Lebensversicherungen oder Pensionsfonds besser aufgehoben, da deren Verbindlichkeiten sehr lange Laufzeiten aufweisen.

Auch die für eine Verbriefung typischen Verfahren der Paketbildung oder Tranchierung sind grundsätzlich sinnvoll. Die Kombination vieler Einzelhypotheken zu einem Paket bewirkt eine gewisse Standardisierung und macht die Wertpapiere handelbar. Die Ausgabe von Schuldtiteln verschiedener Pri-

Als die Häuserpreise stagnierten, wurden die Zahlungen eingestellt.

orität auf dieses Paket und von einem Eigenkapitaltitel trennt Titel mit geringem Ausfallrisiko und geringer Haftungsrelevanz von solchen mit hohem Ausfallrisiko und hoher Haftungsrelevanz. Bleibt die Eigenkapitaltranche bei der Hypothekenbank, so hat diese einen Anreiz, bei der Kreditwürdigkeitsprüfung sorgfältig vorzugehen. Haftet stattdessen die verbriefende Bank, so hat diese wenigstens den Anreiz, bestimmte Qualitätsanforderungen an die Kredite durchzusetzen. Beim deutschen Pfandbrief bleibt daher die emittierende Bank voll in der Haftung.

Bei der Verbriefung von Hypotheken in den USA wurde versäumt, die Hypothekenbanken für Kredit-

risiken haftbar zu machen. Das hatte zunächst keine Folgen, da die staatsnahen Banken Fannie Mae und Freddie Mac, die Erfinder der Hypothekenverbriefung, die Haftung für den Schuldendienst übernahmen und gleichzeitig gewisse Mindestanforderungen an die Qualität der Hypotheken stellten. Der Ausdruck *Prime Mortgages* bezeichnet Hypotheken, die diesen Forderungen genügen.

Doch vom Jahr 2000 an drangen New Yorker Investmentbanken in das Verbriefungsgeschäft ein. Sie übernahmen keine Haftung für den Schuldendienst und konzentrierten sich auf Hypotheken, die den Qualitätsanforderungen von Fannie Mae und Freddie Mac nicht genügten – auf sogenannte *Subprime Mortgages*. Dass nunmehr weder die Hypothekenbank noch die verbriefende Institution in irgendeiner Weise für die Qualität der Papiere haftete, wurde übersehen: Die Investmentbanker verstanden sich auf Marktrisiken, aber offenbar nicht auf Kreditrisiken.

Subprime Mortgages gewannen rasch an Bedeutung. 2006 machten sie bereits mehr als 40 Prozent der neu vergebenen Hypotheken (2000: neun Prozent) und 14 Prozent des Gesamtbestands (2000: sieben Prozent) aus. Ihre Qualität sank kontinuierlich. Allerdings wurde die Qualitätsminderung vor 2006 durch den Anstieg der Immobilienpreise verdeckt – die von 1999 bis 2003 jährlich um etwa neun Prozent und von 2003 bis 2005 um rund 15 Prozent pro Jahr stiegen. Der Sprung von neun auf 15 Prozent fiel mit dem Eindringen der privaten Investmentbanken in das Verbriefungsgeschäft zusammen.

Diese Expansion wurde durch eine extrem expansive Geldpolitik verstärkt. In den Jahren 2002 bis 2004 lagen die Geldmarkt-Zinssätze in den USA zwischen einem und zwei Prozent, gegenüber sechs Prozent im Jahr 2000 und vier Prozent im Jahr 2001. Auch sanken die langfristigen Zinsen für Staatspapiere von sechs auf vier Prozent, bei Prime-Festzinshypotheken von acht im Jahr 2000 auf knapp unter sechs Prozent in den Jahren 2003 bis 2005. Die Differenz zwischen dem Hypothekenzins und dem Geldmarktzins wuchs also von zwei Prozentpunkten im Jahr 2000 auf vier Prozentpunkte 2003 und 2004.

Eine „Marktdisziplin“ der Anleger, die die fehlende Haftung ersetzt hätte, gab es nicht. Obwohl die Qualität der Hypothekenschuldner ständig sank, fiel die Risikoprämie für Hypotheken minderer Bonität von drei Prozent 2001 auf ein Prozent im Jahr 2004 – ganz anders als bei Industrie-Obligationen, deren Ri-



sikoprämien unverändert blieben. Offensichtlich achteten die Anleger nur auf Ertragsraten, nicht aber auf Risiken. Drei Gruppen sind besonders hervorzuheben:

Hedgefonds und Investmentbanken kauften die Eigenkapitaltranchen; dass diese Tranchen eine Haftungsfunktion haben sollten, wurde missachtet. Andere Investmentbanken kauften die nachrangigen Verbindlichkeiten, die sogenannten Mezzanine-Tranchen, um diese Papiere ihrerseits zu verbriefen durch Bildung von Schuldverschreibungen, die durch Pakete von hypothekengesicherten Papieren gesichert waren. Europäische und amerikanische Banken schließlich kauften Papiere aller Art durch Zweckgesellschaften, die praktisch kein Eigenkapital hatten und sich sehr kurzfristig auf dem Geldmarkt finanzierten.

Alle Anleger schienen auf Ertragsraten fixiert und vernachlässigten Risiken und Haftungsfragen. Sie setzten auf die Bewertungen der Rating-Agenturen – ohne zu hinterfragen, ob „AAA“ bei einem Papier wirklich dasselbe bedeuten konnte wie bei anderen, wenn der Zinssatz im einen Fall deutlich höher lag.

Die Rating-Agenturen ihrerseits vernachlässigten die auf die Abhängigkeit von gemeinsamen Faktoren wie Marktzinssätzen und Immobilien-Preisentwicklungen begründeten Korrelationen und unterstellten zu viel stochastische Unabhängigkeit. Sie beruhigten sich wohl auch damit, dass der Anstieg der Immobilienpreise die Kreditrisiken minderte. Dabei entging ihnen, dass dieser Anstieg teilweise auf Einmaleffekten (Zinssenkungen, Mittelzustrom durch die Entwicklung des Verbriefungsgeschäfts) beruhte.

Von 2005 an wurde die Geldpolitik restriktiver; in den Jahren 2006 und 2007 lagen die Geldmarkt-Zinssätze wieder bei fünf Prozent, Mitte 2006 begannen die Immobilienpreise zu fallen – und die Probleme der *Subprime Mortgages* wurden offenkundig. Die Krise dieser Papiere beschrieb der IWF bereits im April 2007 im GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT. Allerdings hieß es dort am Ende, ein Überschwappen auf andere Teile des Finanzsystems sei wenig wahrscheinlich.

Genau dieses Überschwappen kam im August 2007: Die Rating-Agenturen stuften die hypothekengesicherten Papiere zurück, einige davon gleich um drei Stufen. Daraufhin fielen die Marktpreise dieser Papiere. Die Zweckgesellschaften der europäischen und amerikanischen Banken wurden de facto insolvent, da sie kein Eigenkapital besaßen, um die Wertverluste aufzufangen. Die Finanzierung dieser Gesellschaften über den Geldmarkt brach zusammen. Die

Liquiditätszusagen der jeweils engagierten Banken reichten als Ersatz nicht aus. Einige dieser Geldinstitute wurden selbst insolvent.

Die Märkte hatten daher zwei Schocks zu verkraften: zum einen die drastische Rückstufung der Hypothekenverbriefungen durch die Rating-Agenturen, zum andern das Wegbrechen der Refinanzierung der Papiere bei den Zweckgesellschaften, und zwar in der Größenordnung von 1000 Milliarden Dollar. Und so befindet sich seit August 2007 das Finanzsystem in einer Abwärtsspirale, geprägt durch mehrere Elemente. Vor allem funktionieren viele Märkte nicht mehr

Wertpapiermärkte funktionieren nur mehr schlecht

richtig: Die Preise der Wertpapiere sind drastisch gesunken. Es fehlt an Käufern. Viele Anleger fühlen sich nicht stark genug, neue Engagements einzugehen, viele erwarten noch weiter fallende Preise; schließlich befürchten viele, von den Verkäufern übervorteilt zu werden. Zum andern gehen über *Fair Value Accounting* (Bilanzierung nach dem Zeitwert) die Verluste in den Märkten unmittelbar in die Bücher der Banken ein und mindern deren Eigenkapital.

Die meisten Banken hatten praktisch kein „freies“ Eigenkapital, das über das von der Aufsicht geforderte hinausging. Daher mussten sie unmittelbar auf die Wertverluste reagieren. Um nicht die Eigenkapital-Anforderungen zu unterschreiten, mussten sie entweder neue Eigenkapitalgeber finden oder Wertpapiere verkaufen. Ersteres ist in der Krise kaum möglich. Und Letzteres – das *Deleveraging* – verstärkt den Verkaufsdruck in den Märkten.

Viele Banken hatten nicht nur zu wenig freies, sondern überhaupt sehr wenig Eigenkapital. Daher stellten unvorhergesehene Verluste bald die Solvenz infrage. Im Rahmen des sogenannten modellbasierten Ansatzes der Bankenregulierung wird die Höhe des Eigenkapitals, das eine Bank aufweisen muss, anhand ihres eigenen Risikomodells bestimmt. Die Banken hatten dies genutzt, um Eigenkapital „einzusparen“. Bei UBS etwa machte das Eigenkapital 2,5 Prozent der Bilanzsumme aus, 40 Milliarden auf 1600 Milliarden Schweizer Franken. Die Verluste aus Hy-



pothekenverbriefungen liegen inzwischen deutlich höher. UBS wäre längst insolvent, hätte sie nicht neues Eigenkapital vom Staatsfonds Singapur und von der Schweizer Eidgenossenschaft erhalten.

Zweifel an der Solvenz minderten die Bereitschaft, sich gegenseitig Geld zu leihen. Die Interbankenmärkte funktionierten nicht mehr richtig. Das schuf zusätzliche Gefahren für die amerikanischen Investmentbanken, die sich über den Geldmarkt mit kurzfristigen Instrumenten zu finanzieren pflegten, die laufend refinanziert werden mussten. Bei Bear Stearns brach diese Finanzierung im März, bei Lehman Brothers im September 2008 zusammen.

Um Zweifel an der Solvenz zu beheben, versuchten viele Banken ihre Eigenkapital-Positionen zu verbessern – durch *Deleveraging*. Die Angst um die Refinan-

Zweifel an der Solvenz minderten die Bereitschaft, sich gegenseitig Geld zu leihen

zierung wirkte ähnlich wie die Mechanik der Eigenkapitalregulierung und zwang zum Verkauf von Wertpapieren, um das Verhältnis des Eigenkapitals zur Bilanz nicht noch weiter schrumpfen zu lassen.

Das *Deleveraging* trug zum Verkaufsdruck in den Märkten bei und drückte die Wertpapierpreise weiter – mit entsprechenden Rückwirkungen auf weitere Banken und weiteres *Deleveraging*.

Die hier skizzierte Abwärtsspirale prägte die Entwicklung von August 2007 bis September 2008. Zwischenzeitlich behoben die Liquiditätshilfen der Zentralbanken mehrfach akute Krisen, konnten aber die Abwärtsspirale nicht stoppen. Als es dann im September 2008 zur Insolvenz von Lehman Brothers kam, brach das System vollends zusammen und konnte nur durch staatliche Hilfen und Garantien erhalten werden. Die Abwärtsspirale scheint vorerst gestoppt.

Noch ist aber nicht abzusehen, wie es weitergeht. Die Krise der Realwirtschaft, die erst Ende 2008 wirklich eingesetzt hat, wird den Schuldendienst der Unternehmen an die Banken beeinträchtigen und damit weitere Spuren in den Büchern der Banken hinterlassen. Geht das *Deleveraging* dann in eine weitere

Runde, droht eine neue Abwärtsspirale – nunmehr im Wechselspiel von Banken und Realwirtschaft.

Die eingangs gestellten Fragen zu den geschätzten 500 Milliarden Dollar Verlusten bei *Subprime*-Hypothekenverbriefungen sind nunmehr beantwortet: Die Wertverluste in den Märkten waren relativ groß, weil die Märkte schlecht funktionierten. Die Wirkungen auf das Finanzsystem waren größer als in anderen Krisen, weil das Zusammenspiel von *Fair Value Accounting*, Eigenkapitalknappheit und *Deleveraging* als Brandbeschleuniger wirkte.

Bei der Suche nach Ursachen und Verantwortung ist zwischen Fehlverhalten und Systemfehlern zu unterscheiden. Als Fehlverhalten sei ein Verhalten verstanden, das sich letztlich gegen den Urheber selbst richtet, als Systemfehler hingegen eine institutionelle Regelung, die bei Wahrnehmung der Eigeninteressen durch die jeweils Beteiligten zu Fehlentwicklungen für die betreffenden Institutionen führt – wenn nicht gar für das Finanzsystem insgesamt. Bei Systemfehlern stellt sich die Frage nach der Verantwortung auf einer anderen Ebene als bei Fehlverhalten.

Fokussiert auf Umsatzwachstum und Marktanteile im Verbriefungsgeschäft, haben die Investmentbanker das mit diesem Geschäft verbundene Risiko vergessen. Anleger aller Art waren derart auf Renditen fixiert, dass sie die damit verbundenen Risiken vernachlässigten. Die großen Banken, die im Verbriefungsgeschäft tätig waren und hypothekengesicherte Papiere auf eigene Rechnung kauften, haben es versäumt, umfassende Analysen der damit verbundenen Risiken durchzuführen. Die Rating-Agenturen haben ebenfalls versäumt, ein angemessenes Modell der relevanten Risiken zu erstellen.

Im Übrigen wurde das Prinzip „Aus kurz mach lang“ auf die Spitze getrieben, bei deutschen Landesbanken wie bei amerikanischen Investmentbanken. Und die extrem niedrigen Geldmarktzinssätze der Jahre 2002 bis 2004 machten das Prinzip „Aus kurz mach lang“ noch verführerischer, als es ohnehin schon ist.

So viel zum Fehlverhalten. Worin bestehen nun die Systemfehler? Die mangelnde Haftung der Hypothekenbanken und der Investmentbanken war ein maßgeblicher Grund für die Verschlechterung der Kreditrisiken. Der Effekt wurde verstärkt durch das Fehlen einer Qualitätskontrolle durch die Käufer. Die in den höheren Stufen der Verbriefung tätigen Investmentbanken schufen eine willige Nachfrage für die

Mezzanine-Tranchen, ohne dass ein volkswirtschaftlicher Sinn dieser höheren Stufen der Verbriefung zu erkennen wäre.

Das Fehlen jeglicher Aufsicht über Conduits und SIVs bewirkte, dass niemand eine Vorstellung von der Größe des Engagements dieser Institutionen hatte. Zudem versagten bei den privaten Banken interne und externe Steuerungs- und Kontrollsysteme: Intern gelang es nicht, das Investmentbanking einer effektiven Risikokontrolle zu unterwerfen; extern konzentrierten sich Aktionäre, Analysten und Medien vorrangig auf die Renditen und vernachlässigten die Risiken – wobei unterging, dass eine Eigenkapitalrendite von 25 Prozent auch ein Indiz für eine systematische Unterkapitalisierung der Bank sein kann. Deutsche öffentliche Banken hatten kein tragfähiges Geschäftsmodell und betrieben „gambling for survival“, Zocken zum Überleben.

Das Risikomanagement der Banken basierte auf der Annahme, quantitative Risikomodelle und Stresstests hätten alle wesentlichen Risiken erfasst; doch bestimmte Risiken können gar nicht angemessen erfasst werden: So sind etwa Korrelationen zwischen den verschiedenen Hypothekenverbriefungen oder zwischen den Gegenpartei-Risiken eines Absicherungsgeschäfts und dem abzusichernden Risiko kaum verlässlich zu schätzen – auch das von den Conduits und SIVs ausgehende Systemrisiko nicht.

Der Vorwurf, den Unvollkommenheiten der quantitativen Risikomodelle zu wenig Rechnung getragen zu haben, trifft auch die Bankenaufsicht. Deren Regeln lassen es seit 1996 zu, die Eigenkapitalunterlegung der Banken für Marktrisiken ausschließlich auf der Grundlage der Risikomodelle zu berechnen. Dies ist maßgeblich dafür, dass das Eigenkapital der Banken teilweise nur ein bis drei Prozent der Bilanzsumme ausmachte. „Zehn Prozent Kernkapital“ bedeutet nicht zehn Prozent der Bilanzsumme, sondern zehn Prozent der nach dem Risikomodell der Bank gewichteten Vermögenswerte.

Der modellbasierte Ansatz der Eigenkapitalregulierung geht auf einen Prozess der Vereinnahmung der Regulierung durch den Sachverstand der Regulierten in den 1990er-Jahren zurück. Die Risikomodellierer der Banken und die Bankaufseher sprachen viel darüber, wie man Eigenkapitalanforderungen an die Bankrisiken anpassen sollte – doch sehr wenig darüber, wie eine solche Regulierung wirken würde, und dass es einen Unterschied gibt zwischen dem



DER AUTOR

Prof. Dr. Martin Hellwig ist seit 2004 Direktor am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn. Seine Laufbahn führte ihn unter anderem an die Universitäten Stanford, Princeton, Harvard und Basel. Hellwig beschäftigt sich mit Informationsökonomik, öffentlichen Gütern und Steuern sowie mit Finanzmärkten und -institutionen. Er ist Vorsitzender des Lenkungsrats des Wirtschaftsfonds Deutschland.

öffentlichen Interesse an Finanzstabilität und dem privaten Interesse einer Bank.

Insgesamt höhere Eigenkapitalanforderungen und ein weniger mechanischer Umgang mit der Anpassung in der Krise hätten die negativen systemischen Rückwirkungen der Eigenkapitalregulierung deutlich gemildert. Darüber hinaus ist auf Seiten der Bankenaufsicht ein Mangel an systemischem Denken zu kritisieren. Sie ist auf die Solvenz der einzelnen Institution und den Schutz der Anleger bei dieser Institution fixiert und realisiert nicht, dass vom Überleben der Institution auch das ihrer systemischen Umgebung abhängt.

Das Fehlen von Berichtspflichten für Hedgefonds oder Conduits ist vertretbar, wenn man auf Anlegerschutz abstellt – nicht aber, wenn es auf einen den Geschäftspartnern dieser Institutionen zugutekommenden Systemschutz ankommt. Die Vorgabe, nach einem durch Verluste entstandenen Rückgang des Eigenkapitals Vermögenswerte zu veräußern, ist gefährlich, wenn die systemischen Effekte auf die betroffenen Institutionen zurückwirken.

Heute besteht Einverständnis darüber, dass die Finanzaufsicht ausgeweitet und gestärkt werden muss. Bislang gibt es aber wenig Verständnis dafür, dass das System der Bankenregulierung selbst zur Abwärtsspirale in der Krise beigetragen hat: Daher gilt es, die konzeptionellen Grundlagen der Bankenregulierung neu zu überdenken. ◀