
POLICY PLATFORM | Policy Letter

Kluge Finanzarchitektur zur
Begrenzung des systemischen Risikos

Jan Pieter Krahen
Center for Financial Studies

Dezember 2011

Kluge Finanzarchitektur zur Begrenzung des systemischen Risikos¹

Prof. Dr. Jan Pieter Krahen

„Der Euro, die Märkte, die Banken – wie weit reicht die Solid(ar)ität?“. Natürlich ist auch die Wissenschaft, deren Part ich hier vertreten darf, stark von diesem Thema betroffen. Man schaut Wissenschaftler oft fragend an, wie es komme, dass man doch seit Jahren über die Banken und ihre Probleme arbeite, aber dennoch keine Vorwarnung der Krise oder großen Schuldenprobleme der Staaten in der Eurozone hat geben können? Und wo denn die Analyse, und wo die Antworten auf die gegenwärtige Problemlage seien? So lautet eine oft gehörte oder zumindest mitschwingende, leicht spöttische Frage. Lassen Sie mich versuchen, hierauf eine Antwort zumindest zu skizzieren. Ausgangspunkt soll die Frage sein, inwieweit der Begriff der Solidarität, wie er im Veranstaltungstitel anklingt, hier den richtigen Zugang zum Problem bietet.

Lassen Sie mich mit einer Zusammenfassung beginnen. Erstens, am Anfang steht die Feststellung, dass wir gegenwärtig weniger Beispiele solidarischen Handels in der Eurozone erleben als vielmehr ein Handeln, das man als Ausfluss einer spezifischen Art von Geiselhaft interpretieren kann, Geiselhaft angesichts der Bedrohung durch ein existenzgefährdetes Bankensystems.

Zweitens, was wir finden müssen, ist ein Weg zur Befreiung aus dieser Geiselhaft. Es ist letztendlich der Steuerzahler, der hier in Geiselhaft genommen ist. Wie könnte seine Befreiung aussehen? Dazu gibt es klare Ideen und Pläne, aber es fehlt an einer entschiedenen Umsetzung. Ich will aufzeigen, an welcher Stelle es derzeit dringenden Handlungsbedarf gibt, d.h. wo derzeit die Schwierigkeiten liegen, sich aus dieser Geiselhaft zu befreien. Das lässt sich sogar relativ präzise angeben.

Drittens, wenn man diesen Gedanken umsetzen möchte, wird uns dies einen „weißen Ritter“, eine Art Retter von außen bescheren. Es lässt sich sogar präzise ein solcher Akteur benennen, der das fehlende Bindeglied in diesem auf den ersten Blick reichlich verworrenen Krisengeschehen auf den Finanzmärkten darstellt und der uns in diesem Sinne „erretten“ kann. Diesen „weißen Ritter“ werde ich am Ende vorstellen und vielleicht werden Sie überrascht sein zu hören, dass weiße Ritter in eindrucksvoller Zahl hier im Raum sitzen.

Der Vorschlag, den ich im folgenden skizzieren werde, entwirft ganz nebenbei ein Szenario, das sich mit wirklicher Berechtigung als eine Form von Solidarität bezeichnen lässt, im Gegensatz zur aktuellen Situation. Die Umsetzung dieses Vorschlags rehabilitiert damit den Solidaritätsbegriff wie wir ihn heute in der Schuldenkrise erleben.

Allenfalls zähneknirschende Unterstützung

Zunächst eine Einschätzung der jetzigen Situation: Inwieweit handelt es sich um Solidarität? Wir haben in Europa diesen großen Rettungsfonds aufgelegt. Es sollen demnächst unter Ausnutzung sogenannter Hebelkräfte etwa eine Billion Euro zur Verfügung stehen, um Rettungsaktionen von Staaten und damit auch indirekt von Banken durchzuführen. Das sieht

¹ Der Text wurde bei der 57. Kreditpolitischen Tagung der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen vorgetragen.

auf den ersten Blick aus wie eine überwältigende Hilfsbereitschaft innerhalb der Eurozone, wie eine große Bereitschaft zur Unterstützung. Wenn man sich allerdings anschaut, wie das zu Stande gekommen ist, wird sehr schnell klar, dass das mit der Idee eines Samariters, oder mehrerer, im Rahmen einer solidarischen Aktion kaum etwas zu tun hat. Tatsächlich sind die Staaten im Interesse ihres eigenen Finanzsektors quasi gezwungen, eine massive Unterstützung während der Staatsschuldenkrise anzubieten. Diese Unterstützung erfolgt allenfalls zähneknirschend und keineswegs selbstlos.

Was ist nun die Ursache dieser Notlage, dieses Rettungszwangs (wenn es denn eine Rettung ist)? Die Ursache für diese gefühlte Zwangsläufigkeit staatlicher Hilfen lässt sich benennen: „Systemisches Risiko“; das Risiko einer Ansteckung zwischen Finanzinstituten – Banken und ggfs. auch Versicherungen – mit der Folge eines Zusammenbruchs des ganzen Finanzsystems. Systemisches Risiko ist die vielleicht prägendste Erfahrung dieser Krise. Systemisches Risiko ist zwar der Art nach bekannt, an den Universitäten haben wir schon immer von der Gefahr eines Banken-Runs mit Ansteckung zwischen Instituten gesprochen – aber es wurde im Grunde als durch die Existenz von Einlagensicherungsfonds gelöstes Problem angesehen. Kein Anlass zu weiterer Sorge, obwohl die Einlagensicherungsfonds manchmal krisitsch gesehen worden sind.

Das heutige systemische Risiko, das wir im Bankensektor beobachten und das letztlich die Ursache für die ganze Misere ist, derentwegen wir uns heute hier versammeln, liegt in der Art und Weise, wie sich Finanzsysteme, Finanzmärkte in den vergangenen 15 bis 20 Jahren gewandelt und dabei neu aufgestellt haben. Dass wir heute ein systemisches Risiko haben und in absehbarer Zeit haben werden, ist zurückzuführen auf eine stark gestiegene Vernetzung zwischen Finanzinstituten, sowie auf die Verwendung neuer Vertragsformen wie etwa Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) und Darlehensverbriefungen (Collateralized Debt Obligations, CDO), die eine direkte Abhängigkeit zwischen Instituten geschaffen haben. Hinzu kommt eine größere Abhängigkeit von Marktpreisen, als dies in früheren Zeiten galt. Im Ergebnis ist der Finanzsektor als Ganzer stark miteinander verflochten und wird von Marktpreisschwankungen stärker und einheitlicher erfasst als je zuvor.

Politik als Getriebener

Politik und Aufsicht haben diese Entwicklung in gewissem Sinne verschlafen. Sie sind erst durch die Krise von 2007/2008 aus der trügerischen Ruhe einer „Great Moderation“, einer Phase ruhiger Finanzmarktentwicklung geweckt worden. Nun muss nachgebessert werden und die Politik ist ein Getriebener, so dass der Eindruck einer unfreiwilligen Inhaftungnahme, eben einer Geiselnahme entsteht. Der Staat muss mit seinen Mitteln dort aushelfen, wo eigentlich Investoren in Haftung treten sollten. Weil das Risiko systemisch ist und nicht auf das Einzelinstitut beschränkt bleibt, führt diese Art der Rettung zu etwas, das wir schon seit Jahren beobachten und das auch viel dokumentiert worden ist. Ich nenne das einmal „Preisverzerrung“, Jürgen Stark hat das in seinem Vortrag „Underpricing of Risk“ genannt.

Die Preisverzerrung ist dramatisch. Sie trägt wesentlich dazu bei, dass sich diese enormen Risikogebäude und -strukturen überhaupt an den Märkten haben aufbauen können, und wir beobachten diese Preisverzerrung wenig verändert durch die gesamte Krisenphase, bis auf den heutigen Tag. Es gibt sie genauso lange, wie wir Rettungsfonds in unbeschränkter Höhe haben, die bereitstehen, die Gläubiger in allen möglichen Transaktionen nachträglich von ihrer eigentlich übernommenen und teilweise entgoltenen Risikoübernahme zu befreien. Es ist also keine Kleinigkeit, die man einfach durchgehen lassen könnte, sondern sie ist bei näherer

Betrachtung ein wesentlicher Grund, wenn nicht der zentrale Grund für die Überschuldung des Bankensktors.

Diese Preisverzerrung gibt es schon lange auf den Märkten. Es lässt sich anhand wissenschaftlicher Studien zeigen, dass diese Preisverzerrung im Wesentlichen nur bei Anleihen auftritt, die von Banken emittiert werden, nicht aber für Anleihen von ‚normalen‘ Unternehmen, also Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen. Firmen entrichten als Anleihezins den Preis, der ihrem Ausfall- und Verlustrisiko angemessen ist. Banken jedoch zahlen diesen Preis entweder gar nicht oder in deutlich verringerter Höhe, sofern sie nur im Krisenfall als systemisch relevant gelten und grundsätzlich nicht, solange sie groß sind. Große Banken und internationale Banken können Teile ihres Fremdkapitals seit Jahren zu billig einkaufen, möglicherweise gelten die zu niedrigen Anleiherenditen schon seit längerer Zeit. Diese Preisverzerrung schürt bei vielen Akteuren in der Finanzindustrie Illusionen: Sie glauben erstens in sicherem Fahrwasser unterwegs zu sein, weil ihnen die Märkte auch dann kein erhöhtes Risiko signalisieren, wenn sie tatsächlich derartige Risiken eingegangen sind. Zweitens werden sie zu dem Fehlschluss verleitet, Gewinne erwirtschaftet zu haben, wenn doch tatsächlich gar keine Gewinne im ökonomischen Sinne entstanden sein müssen, sondern Risikoprämien und die Vorsorge für erwartete Verluste.

Diese Verzerrung der Märkte haben wir bisher trotz aller Regulierungsmaßnahmen noch nicht in den Griff bekommen. Mit keiner der bisherigen Maßnahmen von Basel III bis zum Restrukturierungsgesetz ist das Thema ernsthaft adressiert. Der Rettungsfonds, um bei diesem Beispiel zu bleiben, ist eine Antimaßnahme, die dieses Problem verschärft und nicht verkleinert. Deswegen hat Jürgen Stark in seinem zuvor gehaltenen Beitrag auch gesagt, das ganze Ziel des Rettungsfonds kann es nur sein, Zeit zu gewinnen. Aber man kann nur da Zeit gewinnen, wo eine Strategie vorhanden ist, wo also die zusätzliche Zeit einen Zugewinn an Rettungsmöglichkeit bietet. Aber leider ist es sehr fraglich, ob in dem genannten Sinne auf politischer Ebene eine tatsächliche Strategie verfolgt wird. Von daher habe ich den Eindruck, dass die gewonnene Zeit uns nur in Toppelschritten näher an den Abgrund heranführt – gewonnene Zeit ohne zielgerichtete Nutzung ist zerronnene Zeit. Wir schaffen es durch den Rettungsfonds, das Krisentempo auf Schrittgeschwindigkeit herunterzufahren. Aber wir halten unverändert an der Marschrichtung fest, ohne dass der plötzliche Abgrund niedriger wäre.

Rolle der Ratingagenturen

In diesem Zusammenhang sei noch eine kleine Anmerkung zu den Ratingagenturen eingefügt. Die Tatsache, dass durch eine implizite Staatsgarantie die Preise für Kreditrisiko letztlich in der westlichen Welt vermutlich wesentlich zu niedrig sind, führt dazu, dass eine vernünftige und verantwortungsvoll urteilende Ratingagentur ihren Kunden, das sind nicht zuletzt die Besitzer der Anleihen, ebenfalls ein niedriges Risiko signalisieren muss. Es ist also nicht korrekt, den Ratingagenturen vorzuwerfen, sie hätten nicht rechtzeitig reagiert oder würden generell auf Anleihemärkten an den Tatsachen vorbei ihr Urteil abgeben. Ich spreche hier ausdrücklich nicht von den Verbriefungsmärkten, wo die Rolle der Ratingagenturen sehr viel kritischer einzuschätzen ist. Das ist nicht ihre Aufgabe. Die Ratingagenturen haben vernünftig erkannt, dass zwar dieses oder jenes Institut Probleme hat, aber die Gläubiger werden kein Problem haben. Genau das hat die Ratingagentur den Gläubigern mitgeteilt, verpackt in ein einziges, zusammenfassendes Ratingurteil. An dieser Stelle zu fordern, hier hätte man aber „Risiko, Risiko“ rufen müssen, wäre gleichbedeutend mit der Aufforderung an die Ratingagentur die Unwahrheit zu sagen. Denn die Wahrheit ist nun einmal, die Gläubiger, jedenfalls solange sie Besitzer von Bankanleihen sind, werden gerettet. Und genau das kann man aus den ‚ineffizienten‘ Bankratings herauslesen.

Die soeben beschriebene Solidarität der Steuerzahler mit den Bankanleihebesitzern ist natürlich unfreiwillig, sie ist erzwungen. Wenn ich von unfreiwilliger Solidarität spreche, dann haben wir es mit einem Oxymoron zu tun. Ein Oxymoron ist ein Begriff, der in sich widersprüchlich ist. Solidarität ist freiwillig, so muss es sein. Wie kann die Solidarität wieder in ihren Ursprungszustand der Freiwilligkeit zurückversetzt werden? Mit anderen Worten: Wie kann man dem Rettungszwang entgehen?

Das „too-big-to-fail“-Problem als Schlüssel

Dieses Thema war schon einmal aktuell, nämlich auf dem Höhepunkt der Bankenkrise 2008/2009. Und leider ist festzustellen, dass man an dieser Stelle, an der zentralen Ursache auch der jetzigen Staatskrise, die letztendlich eine aufs Neue aufgeblasene große Bankenkrise ist, nicht einen Schritt weiter gekommen ist. Wie lässt sich also Rettungszwang beenden? Wie kann der Steuerzahler aus der Verpflichtung entlassen werden, die Gläubiger von Banken immer wieder aus ihrer Verantwortung zu befreien? Die Antwort kennen wir, und es ist schon hundertfach darüber gesprochen und geschrieben worden. Eigentlich ist es ganz einfach: Es gilt, endlich das „Too big to fail“-Problem zu lösen. Es soll kein Institut geben, dessen Gläubiger sich sicher wähnen dürfen, dass es ihnen nicht an den Kragen geht, wenn der Emittent ihrer Anleihen in wirtschaftliche Schwierigkeiten gerät.

In Deutschland hat man sich an einer Antwort ernsthaft versucht. Seit Anfang dieses Jahres ist ein Restrukturierungsgesetz in Kraft, das genau diese Aufgabe erfüllen soll hat. Wenn man die Kommentare dazu liest, ist es mit der expliziten Aufforderung oder mit der expliziten Ankündigung geschaffen worden, dass es von jetzt ab keine Bail-outs mehr für Banken, sondern Bail-ins, die In-Haftungnahme der Gläubiger gibt. Und Bail-in heißt: Wir haben im Restrukturierungsgesetz eine Strategie entwickelt, die bis in die Details - auf die in diesem kurzen Beitrag nicht eingegangen werden kann - die Zerlegung von Instituten regelt.

Die Grundidee ist, jedes Institut in zwei Teile zu zerlegen. Ein Teil wird alle systemisch relevanten Verbindlichkeiten enthalten, das heißt die „Exposures“, die, sollten sie ausfallen, ein anderes Finanzinstitut in die Tiefe ziehen würden und damit systemisches Risiko auslösen würden. All diese Verbindlichkeiten von Instituten, die diese Eigenschaft haben, kommen in einen Topf, den wir „Good Bank“ nennen. Diese heißt also nicht deshalb „Good Bank“, weil sie unbedingt so gute Vermögenspositionen hat, sondern weil sie gerettet wird. Sie wird staatlicherseits garantiert, und alle Gläubiger dieser Good Bank wissen und können darauf vertrauen, dass sie nichts verlieren werden, so dass es verlässlich keine Ansteckungseffekte zu anderen Instituten des Finanzsystems gibt. Alles was dann an Verbindlichkeiten und den Assets noch übrig bleibt, die man nicht der Good Bank zugeschlagen hat, nennen wir die „Bad Bank“. Diese kann entweder weiter existieren und fortgeführt werden, wenn sie dazu in der Lage ist, oder sie wird abgewickelt, sie wird aber nicht gerettet.

Das ist die Philosophie des Restrukturierungsgesetzes. Das Problem an diesem Gesetz ist, dass es nicht funktioniert. Wir hätten ja schon längst mindestens einen Fall gehabt, in dem man es hätte anwenden müssen, gleich nachdem das Gesetz in Kraft trat. Man hat es natürlich nicht angewendet, weil alle wissen, wenn sie es anwenden, passiert etwas ganz Wesentliches, nämlich die Entdeckung, dass ein Großteil derjenigen, die hier eigentlich in die Haftung genommen werden, selbst Finanzinstitute sind.

Regulierungslücke – nicht nur in Deutschland

Die Anleihegläubiger von Finanzinstituten sind im großen Stil andere Finanzinstitute. Und weil das so ist und weil wir nicht genau wissen, wie sich dieser Markt eigentlich aufteilt, mit anderen Worten, weil die Möglichkeit besteht, dass ein Großteil der Gläubiger, die in Haftung genommen werden sollen, selbst Finanzinstitute sind und selbst ausfallen und damit die systemische Krise starten, wird die Anwendung des Restrukturierungsgesetzes gar nicht erst angedacht, sondern Anleihegläubiger werden immer gerettet, sofern es sich um Banken handelt – siehe oben.

Wo eine Regulierungslücke besteht, ist damit ganz klar. Und diese Regulierungslücke, die wir soeben diagnostiziert haben, existiert nicht nur im deutschen Recht, sondern auch im englischen, auch im amerikanischen. Es ist überall das gleiche Problem. Die Regulierungslücke besteht darin, dass vorab nicht eindeutig geklärt wurde, dass ein wesentlicher Teil der Anleihegläubiger von Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors domiziliert sein müssen, also Nicht-Banken sind. Nur dann wird dieser zerstörerische Zirkel, bei dem sich die Finanzindustrie gegenseitig ansteckt, zu durchbrechen sein.

Der Gedanke an eine Außenverankerung der Bankengläubigerhaftung, gedanklich einem Brückenfundament nicht unverwandt, ist zugegebenermaßen erst einmal eine abstrakte Forderung: Was heißt es denn, wenn ein Anteil, ein gewisser, aber nicht unerheblicher Teil der Bank-Anleihegläubiger Nicht-Banken sein müssen. Wir müssen uns dann fragen, wer denn dieser Andere sein sollte. Da es Nicht-Banken sein müssen, können es im Prinzip nur Institutionen sein, die sich dadurch auszeichnen, dass sie selber lang laufende Verbindlichkeiten haben und deshalb kein Refinanzierungsrisiko bekommen, wenn sie plötzlich eine Verlustsituation erleben. Nennen wir diese rettenden Institutionen also „weiße Ritter“, ein Begriff der aus dem Investmentbanking schon hinreichend bekannt ist. Also wer könnte im hiesigen Falle dieser „weiße Ritter“ sein?

Lebensversicherungen, Pensionsfonds und spezielle Hedgefonds

Der weiße Ritter, der uns aus der gegenwärtigen mißlichen Situation befreit, gehört zwei bis drei Institutionstypen an. Das sind die Lebensversicherungen, das sind die Pensionsfonds und eventuell noch zu erfindende Hedgefonds, die diese Aufgabe speziell übernehmen. Aber ich denke, zuerst einmal, es müssten Lebensversicherungen und Pensionsfonds sein. Deshalb habe ich zu Beginn des Vortrags gesagt, dass es eigentlich wir alle sind, die auch weiße Ritter-Aufgabe übernehmen können und müssen. Denn wir sind alle in der einen oder anderen Form auch Besitzer von Pensionsverträgen oder Lebensversicherungen oder beidem. Wir hoffen, dass unsere Gelder gut durch die Zeiten gesteuert werden und wir eines Tages darauf zugreifen können und sie dann noch verfügbar sind. Warum also müssen gerade solche Fonds der „weiße Ritter“ sein? Der Grund liegt in der Tatsache, dass diese Fonds negative Fristentransformationen in erheblichem Umfang betreiben, also langfristige Rentenverbindlichkeiten in kürzerfristige Kapitalanlagen verwandeln, und deshalb größere Vermögensverluste ohne unmittelbare Folgewirkungen auf das Finanzsystem ‚aushalten‘ können. Ein derartiges System verdient viel eher die Bezeichnung „Solidarität“, wie mir scheint.

Veränderung der Corporate Governance

Was würden wir nun erleben in einer Welt, in der ein wesentlicher Teil der Bankanleihen von Lebensversicherung und Pensionsfonds gehalten wird? Zunächst einmal würden sich die beiden genannten Gruppen natürlich mit allen Mitteln gegen diese Rolle wehren, wenn man versuchte, sie dazu zu zwingen. Sie würden aber dann aus ihrem Eigeninteresse heraus vermutlich eine ernsthafte Veränderung der Corporate Governance in der ganzen

Finanzindustrie in die Wege leiten. Sie würden verlangen – so stelle ich mir das jedenfalls vor – eine maßgebliche Repräsentation in den Boards der großen Finanzinstitute zu erhalten. Und wahrscheinlich würden Banken ihnen diese neue Aufgabe sogar mit Handkuss anbieten – wiederum in deren striktem Eigeninteresse. In den Aufsichtsräten der Banken würden verstärkt Pensionsfondsinteressen vertreten werden. Das sind Interessenlagen, die letztlich in Richtung einer geringen Risikoübernahme argumentieren werden.

Es ist daher gut vorstellbar, dass eine verpflichtende Haltung von Bankanleihen außerhalb des Finanzsektors letztendlich zu einer nachhaltigen Veränderung der Governance in eben dieser Industrie führen wird. Vorausgesetzt natürlich, dass das Regelungsdefizit des Restrukturierungsgesetzes behoben wird. Vorstellbar ist auch, dass sich spezialisierte Hedgefonds herausbilden, die sich auf diese anspruchsvolle Überwachungsaufgabe spezialisieren.

In einer Situation, in der man von regulatorischer Seite aus den großen Finanzinstitutionen vorschreibt, auf ihrer Refinanzierungsseite außerhalb des Finanzsektors einen klar erkennbaren Teil unterbringen und dort auch dauerhaft halten zu müssen, ist es überhaupt nicht unrealistisch, dass sich von dieser Seite her Institute spezialisieren werden, die die sehr hohen Renditen solcher Anleihen gerne kassieren werden, aber gleichzeitig mit aller technischen Expertise darauf hinarbeiten werden, das Risikoprofil der Institute, an denen sie maßgeblich mit Schuldtiteln beteiligt sind, gering zu halten. Sie würden insbesondere jene Risikokomponenten gering zu halten suchen, mit denen wir uns heute in der Wissenschaft und in den Zentralbanken sehr viel beschäftigen, nämlich den Beitrag einzelner Institute zum systemischen Risiko.

Wie lässt sich dieses Risiko messen und kontrollieren? Viel theoretische oder politische Arbeit geht zur Zeit, vielleicht hinter den Kulissen, aber letztendlich doch sichtbar, in diese Richtung, diesem systemische Risiko überhaupt einmal habhaft zu werden, es messbar zu machen und es am Ende auch durch kluge Finanzarchitektur herunterfahren zu können,.

Schlußfolgerung

Das führt zur Schlussfolgerung der heutigen Ausführungen: Die gestellte Frage, wie eine dringend erforderliche Solidarität zu erreichen ist, kann und soll kein Appell an die Wirtschaftsethik sein, sondern es muss ein Appell an die Gestaltung „guter“ Institutionen sein. Zu erledigen ist daher eine ordnungspolitische, keine ethisch-solidarische Aufgabe. Die große Herausforderung besteht darin, die Finanzindustrie in einer Weise neu zu positionieren, dass die ständige Präsenz, die ständige Gegenwart von systemischem Risiko spürbar heruntergefahren wird. Vollständig gelingen wird dies sicherlich nicht, aber eine signifikante Verminderung gegenüber dem Status-quo sollte erreicht werden können, eine Verminderung, die eine dauerhafte Existenz des Finanzsystems und seiner Institutionen ermöglicht. Erst wenn wir das Banksystem wieder in eine nicht-systemische Dimension hineinbringen, werden alle anderen Wachstumsfaktoren für die Verschuldungsquoten beendet sein. Bis dahin ist es noch ein weiter Weg.