

## Editorial

### **Das verflixte siebente Jahr nach der Lehman-Pleite ist verstrichen: Wurden die richtigen Lehren gezogen?**

Im September 2008 sagte der damalige französische Präsident Nicolas Sarkozy unter dem Eindruck der Pleite von Lehman Brothers, dass man das ganze weltweite Finanz- und Währungssystem von Grund auf neu aufbauen müsse, wie das nach dem Zweiten Weltkrieg in Bretton-Woods gemacht wurde. Dem gegenüber steht die Aussage, die einem Vertreter der US-amerikanischen Investmentbank Goldman Sachs zugeschrieben wird: *„We won't stop until somebody calls the cops and even then we'll start again and just pretend that nothing ever happened.“*

Sowohl auf globaler Ebene als auch europäischer Ebene hat sich in der Rhetorik der Wirtschaftspolitik und der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden vor allem in den ersten Jahren nach dem Platzen jener Blase, die sich über die letzten rund dreißig Jahre davor aufgebaut hatte, einiges geändert. Deregulierung, Liberalisierung und Privatisierung auf der Angebotsseite und das Füttern der Blase durch den schrittweisen Aufbau kapitalgedeckter Alterssicherungssysteme führten zu im langjährigen Vergleich überzogenen und weit über den seither gesunkenen Wachstumsraten liegenden Renditen. Es mangelte zwar nicht an durchaus ambitionierten Regulierungsinitiativen in einigen Bereichen wie der Bankenregulierung oder dem Versuch, den außerbörslichen Handel wieder in geregeltere Bahnen zu lenken. Einige der Schwächen vor allem im Bankensystem wurden auch repariert. Doch kann man von einem grundlegenden Neuaufbau des Finanz- und Währungssystems sprechen?

Um das Entstehen der Krise und das Platzen der Blase zu verstehen, werden monokausale Erklärungen zu kurz greifen. Es war viel mehr ein Zusammenspiel aus Regulierungs- und Aufsichtsfragen, aus Fragen der internationalen Finanzmarktarchitektur, des Einflusses von Branchenlobbys und makroökonomischer Ungleichgewichte sowie einer Polarisierung der Verteilung von Einkommen und vor allem Vermögen. Entsprechend umfassend müssten eigentlich auch die Lösungen ausfallen, die wir brauchen, um die Kernfunktion des Finanzsektors im volkswirtschaftlichen Kreislauf wieder ins Zentrum der Betrachtungen und der Regulierungsmaßnahmen zu stellen, nämlich das Sparen der

privaten Haushalte und die Finanzierung langfristiger Investitionen realwirtschaftlicher Unternehmen und der öffentlichen Hand zur Deckung zu bringen und so zu einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum beizutragen.

### **Eigenkapitalanforderungen und Bankenunion: ein notwendiger Schritt – ist er auch hinreichend?**

Das wohl geläufigste Regulierungswerk „Basel III“ betrifft auch eine der größten Schwächen im Bankensystem: Durch das „Kleinrechnen“ von Risiken („*true and fair value*“) wurde durch „Basel II“ die Möglichkeit geschaffen, Bilanzsummen exzessiv aufzublasen – die Folgen sind bekannt. „Basel III“ greift zwar nicht allzu stark auf der Seite der Bilanz ein, auf der die Risiken kleingerechnet werden. Es setzt aber mit höheren quantitativen und qualitativen Anforderungen an das Eigenkapital Bilanzexzessen gewisse Grenzen, ergänzt um eine Hebelbeschränkung (*leverage ratio*), die allzu optimistische Annahmen bei der Berechnung der Risikowerte hintanhaltend und so die Zyklichkeit des Bankengeschäfts dämpfen soll. Es bestehen allerdings durchaus berechnete Zweifel, ob diese Schritte ausreichen, und manche KommentatorInnen würden daher eher von „Basel II.1“ als von „Basel III“ sprechen. Die Weichen dafür wurden auf internationaler Ebene im Gremium der Aufsicht in Basel gestellt, wo die Aufsichtsbehörden der wichtigsten Industrieländer globale Standards setzen.

Ein neues, ergänzendes Instrument stellt dabei die Einbeziehung systemischer Risiken durch die Finanzmarktstabilitätsgremien auf nationaler Ebene und das „*European Systemic Risk Board*“ auf europäischer Ebene dar. War es bisher nur möglich, die Risiken eines einzelnen Instituts bei der Beaufsichtigung einzubeziehen, haben diese Gremien nun die Möglichkeit, bei sich abzeichnenden Ungleichgewichten auf einzelnen Märkten diese entsprechend zu berücksichtigen und den beaufsichtigten Instituten systemische Risikopuffer vorzuschreiben. Das gäbe diesen Gremien einerseits grundsätzlich die Instrumente in die Hand, die Entstehung von Blasen zu dämpfen, und könnte andererseits die Geldpolitik davon befreien, mit einem Auge auf die Preisentwicklung auf Vermögenmärkten schielen zu müssen, während sie sich eigentlich auf die Stabilität der Gesamtwirtschaft konzentrieren sollten. Es bleibt abzuwarten, wie sich dieses Instrument in der Praxis bewährt – immerhin müssen diese Gremien als „Spielverderber“ auftreten, wenn die Party richtig losgeht – und wie sich die Gremien der Einflussnahme durch die Beaufsichtigten entziehen können.

Auf europäischer Ebene wurde mit der schrittweisen Schaffung der „Bankenunion“ ein wichtiger Schritt gesetzt, der vor allem Probleme

lösen soll, die der Asymmetrie in der Konstruktion von (Banken-)Binnenmarkt, EWWU und der Zuständigkeit nationaler Behörden bei der Beaufsichtigung von Banken entspringen. Im Zuge der Krise hatte sich gezeigt, dass nationale Behörden bei der Beaufsichtigung und vor allem bei Restrukturierungsmaßnahmen von länderübergreifend agierenden Banken rasch an ihre Grenzen stoßen. Als die Bankenkrise zunehmend besonders betroffene Staaten mit sich zu reißen drohte, stellten die Entwicklungen eigentlich den Banken-Binnenmarkt insgesamt in Frage. Die Zinsdifferenziale zwischen den Staaten gingen bis zur Aussage von EZB-Präsident Draghi, dass die EZB alles in ihrer Macht zur Verteidigung der EWWU tun werde, weit auf, und es kam zu massiven Kapitalabflüssen von Banken der betroffenen Länder und entsprechenden Reaktionen der nationalen Aufsichtsbehörden. Anders ausgedrückt: Ein bei einer spanischen Bank eingelegerter Euro war (wegen des unterschiedlichen Diskontfaktors für die Rückzahlungsversprechung) nicht mehr dasselbe wert wie ein Euro einer deutschen Bank. Die Entscheidung, die Aufsicht zu vergemeinschaften, stellt als eine der drei Säulen der Bankenunion dabei nicht nur einen wichtigen Schritt dazu dar, diese Asymmetrie etwas zurecht zu rücken, sondern kann auch als Schutz der nationalen Aufsichtsbehörden vor ihren jeweiligen „national champions“ verstanden werden. In dem einheitlichen europäischen Aufsichtsmechanismus werden jene Institute direkt von der EZB beaufsichtigt, deren Bilanzsumme 30 Mrd. Euro Bilanzsumme oder 20 Prozent des nationalen BIP übersteigt. Die anderen Institute bleiben in der jeweiligen nationalen Aufsicht, die Regeln wurden jedoch stärker harmonisiert und der Informationsaustausch zwischen den Behörden verbessert.

Eine weitere Säule der Bankenunion bildet ein harmonisiertes Bankenrestrukturierungs- und abwicklungsrecht. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass sich der Konkurs einer Bank grundsätzlich vom Konkurs eines realwirtschaftlichen Unternehmens unterscheidet. Im normalen Insolvenzrecht wird das betroffene Unternehmen nur isoliert betrachtet, und Insolvenzverfahren sind im Allgemeinen nicht gut dafür gerüstet, die Sicherstellung der Bankfunktionen zu gewährleisten (Zahlungsverkehr und Kreditvergabe wären bei einem normalen Insolvenzverfahren einzufrieren) und Entscheidungen zeitnah zu treffen. Zudem sind Gerichte und Insolvenzanwälte dem Gläubigerschutz verpflichtet und nicht den übergeordneten Zielen wie dem der Finanzmarktstabilität, was eine Bankenkrise verschärfen könnte. Ein Ansturm könnte den Zusammenbruch nicht nur des betroffenen Instituts beschleunigen, sondern einen allgemeinen Bankensturm auslösen, was rasch über Liquiditäts- zu Solvenzproblemen im ganzen Sektor führen kann. Und schließlich setzt ein Insolvenzverfahren im Allgemeinen erst

bei der tatsächlichen Insolvenz ein. Ein frühzeitiges Eingreifen oder vorbeugende Maßnahmen waren erst beim tatsächlichen Bruch von Bestimmungen möglich und nicht, wenn diese für die Aufsicht bereits absehbar waren. Im Rahmen des konventionellen Insolvenzverfahrens spricht man daher auch oft von einer eingeschränkten Konkursfähigkeit von Banken, was dazu geführt hat, dass die europäischen SteuerzahlerInnen, selbst Leidtragende der Krise, den Banken mit etwa 700 Mrd. Euro in Form von Kapitalmaßnahmen und weiteren 1,4 Bio. Euro in Form von Haftungen unter die Arme gegriffen haben, weil es auch für die Banken keinen anderen Zugriff auf Finanzierungsquellen gab. Nicht nur der Markt für frisches Kapital für Banken war völlig zum Erliegen gekommen, sondern auch der Geldmarkt. Für Letzteren wurden durch die Notenbanken Bypässe gesetzt.

Das neue Instrument des Bankenrestrukturierungs- und abwicklungsrecht trägt vielen dieser Umstände Rechnung: Es sieht einen verpflichtenden „Sanierungsplan“ vor, der von den Instituten der Aufsicht vorzulegen ist, die dazu auch Nachbesserungen verlangen kann, wenn sie Abwicklungshindernisse sieht. Und die Aufsicht kann bei der Gefahr, dass aufsichtsrechtliche Grenzen unterschritten werden, die Umsetzung von Maßnahmen aus dem Sanierungsplan vorschreiben. Reicht das für eine Sanierung nicht aus, sind Eigenkapital und bestimmte Arten von Fremdkapital („*bail in*“-fähige Instrumente, das sind vor allem unbesicherte Anleihen) zur Sanierung und Restrukturierung heranzuziehen. Zusätzlich soll ein – wenn auch etwas knapp bemessener – von den Instituten vorfinanzierter Abwicklungsfonds zur Verfügung stehen. Damit soll klargestellt werden, dass im Ernstfall zuallererst nicht mehr die SteuerzahlerInnen, sondern in erster Linie EigentümerInnen und GläubigerInnen die Last zu schultern haben. Es wird davon ausgegangen, dass dies auch die moralische Versuchung dämpfen könnte. Dies würde allerdings voraussetzen, dass in Boomphasen die Möglichkeit der Insolvenz auch einkalkuliert wird. Davon ist nicht immer auszugehen, wie die Preisbildung vor der IKT-Blase bewiesen hat. Auf jeden Fall lässt das neue Instrument der Bankenrestrukturierung und -abwicklung zumindest hoffen, dass die moralische Versuchung nicht noch in dem Ausmaße belohnt wird, wie dies in der jetzigen Finanzkrise der Fall war und ist.

Als dritte Säule werden die nationalen Einlagensicherungssysteme harmonisiert, und zum Teil *ex ante* finanziert. Der *ex-ante*-Fonds macht allerdings nur einen Bruchteil dessen aus, was zur Rettung der Banken aufgebracht wurden. Da in der dritten Säule die Systeme vorerst nur harmonisiert, aber nicht vergemeinschaftet werden, würde eine gegenseitige Rückversicherung der Systeme diese Säule etwas stärken. Der Fonds und die Einlagensicherungssysteme sind von ihrer Anlage her

dazu geeignet, bei der Schieflage eines Instituts einzuspringen. Im Falle einer systemischen Krise bedarf es offensichtlich auch anderer Mittel.

Ein dreibeiniger Tisch wackelt zwar nicht, aber er kippt leichter als ein vierbeiniger Tisch. Daher bedarf es einer vierten Säule in Form einer Bankenstrukturreform. Diese wurde zwar von der letzten Kommission noch in Angriff genommen, ist aber in den tripartiten Verhandlungen zwischen Kommission, Parlament und Rat steckengeblieben und findet sich auch nicht mehr auf der Prioritätenliste des Berichts der fünf Präsidenten zur Vollendung der Währungsunion. Eines der größten unge lösten Probleme vor allem in Europa stellt die sogenannte „*too big to fail*“-Problematik dar. D. h., dass Institute zu groß, zu verflochten und zu komplex sind, um sie – auch im neuen, noch unerprobten Rahmen des Bankenrestrukturierungs- und -abwicklungsrechts – in die Insolvenz zu schicken. Selbst wenn man die Größe der zehn größten Institute auf das BIP im Euroraum bezieht, ist das Problem im Euroraum noch doppelt so groß wie in den USA. Bezieht man die Größe auf das nationale BIP der Sitzländer, wofür es auch treffliche Argumente gibt, verschärft sich die Problematik dramatisch. Ein (erster) Ansatz, um dieses systemische Problem in den Griff zu bekommen, wäre im Rahmen der Bankenstrukturreform die Risiken des Investmentbanking von jenen der Geschäftsbanken (Einlagen, Kreditvergabe, Zahlungsverkehr) zu trennen, wie dies auch im Vereinigten Königreich passiert. Zusätzlich wären auch Größenbeschränkungen angezeigt.

Die Bankenregulierung steht im Kern der Finanzmarktregulierung und wird hier beispielhaft diskutiert. Die Maßnahmen, die die einzelnen Institute betreffen („mikroprudentielle Aufsicht“), sind ein Prototyp für die Regulierung anderer Marktteilnehmer wie Publikumsfonds und Versicherungen.

### **Falsche Prioritäten – Schlägt das Imperium zurück?**

Doch die neue Kommission setzt neue (alte?) Prioritäten: Die Kommission sieht es offensichtlich als Beitrag zum Wirtschaftswachstum an, die Währungsunion mit der Schaffung einer Kapitalmarktunion und einer Reanimation des Verbriefungsmarktes zu vollenden, mit der die schwache Investitionsneigung der Unternehmen überwunden werden soll.

Bei der Forcierung von Verbriefung und dem Pooling von KMU-Krediten fühlt man sich an den Ausgangspunkt der Krise erinnert: Es ist genau das Modell, das mit zu den Hauptauslösern der Krise zählt: Das „*originate and distribute*“-Modell der Kreditvergabe hat dazu geführt, dass die kreditgebende Institution keinen Anreiz mehr hatte, das Risiko

adäquat zu prüfen, und es zum Problem der adversen Selektion bei der Verbriefung kam. Die dem Zusammenbruch von Lehman Brothers folgende Vertrauenskrise war Ausdruck dessen, dass kein Institut dem anderen Kredit geben wollte, weil nicht bekannt war, welche Risiken über die verbrieften Kreditpakete in den Bilanzen schlummerten.

Vor allem „Hausbanken“ sind schließlich bei der Lösung des Problems asymmetrischer Information in einer weit besseren Lage als Kapitalmärkte, Qualität und Risiko insbesondere von KMU zu überprüfen und zu verfolgen. Gerade wenn die zu investierenden Beträge je Investor relativ gering sind, steht der Aufwand einer adäquaten Informationsbeschaffung und Kontrolle zum möglichen Ertrag in einem denkbar ungünstigen Verhältnis.

Wenn aber die Nachfrageseite in der Diskussion um Investitionen völlig unerwähnt bleibt, so greift ein solcher Ansatz nicht nur zu kurz, er geht von einer falschen Diagnose aus. Es gibt genügend Indikatoren (Entwicklung der Reallöhne, der funktionalen und personalen Einkommensverteilung und daraus folgend der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und geringere Absatzerwartungen der Unternehmen und eine sich am Deflationsrisiko bewegende Preisentwicklung), die auf andere Gründe für eine Investitionszurückhaltung der Unternehmen hinweisen. Neben diesen Faktoren ist auch der Finanzierungssaldo der nicht-finanziellen Unternehmen z. B. in Österreich ein starkes Indiz dafür, dass die zurückhaltende Kreditnachfrage zumindest in einigen Ländern der EWWU die größere Beschränkung darstellt als das Kreditangebot. Auch die Untersuchungen der EZB zeigen eindeutig in diese Richtung einer Investitionszurückhaltung aufgrund mangelnder Absatzerwartungen. So blieb auch im jüngsten Survey über den Zugang zur Finanzierung von Unternehmen der EZB das „Finden von Kunden“ das drückendste Problem der KMU in der Eurozone.

In Ländern, in denen das Kreditwachstum von der Angebotsseite her beschränkt war und zum Teil noch ist, ging der Krise meist eine exzessive Ausdehnung der Bilanzsumme voraus, und viele der Institute, die in Probleme gekommen sind, haben sich nicht über Bankeinlagen, sondern über den Geldmarkt refinanziert und sind stark in Verbriefungen gegangen. Das darauffolgende fast gleichzeitige *Deleveraging* aller Sektoren muss mit dafür geeigneten Mitteln gelöst werden. Es ist mehr als fraglich, ob die Schaffung einer Kapitalmarktunion dafür der richtige Lösungsansatz ist. Das Problem nicht adäquat kapitalisierter Banken kann nicht dadurch nachhaltig gelöst werden, dass man die Risiken in einen weniger regulierten Bereich (Schattenbanksystem) verschiebt.

Auch ein Vergleich mit den USA in der Finanzierungsstruktur hinkt insofern, als es nicht die gewachsenen Strukturen der Finanzierung sind, die in den USA für mehr Wachstum sorgen. Bestimmend für die Investi-

tionsneigung ist nicht die Passivseite der Bilanz, also die Finanzierungsstruktur, sondern die Aktivseite der Bilanz: die Aussichten für Investitionen. Daher ist für das höhere Wachstum in den USA ein viel stärker akkommodierender Mix der Makropolitik als Reaktion auf die Krise verantwortlich zu machen. Während die Reaktion unmittelbar nach der Krise in den beiden Wirtschaftsräumen ähnlich war und ähnliche Erfolge in der unmittelbaren Bekämpfung der Krise gezeitigt hat, ist man in Europa zu früh auf einen zu ambitionierten Konsolidierungspfad zurückgekehrt, und die Geldpolitik war weniger akkommodierend als in den USA. Die Investitionen entwickelten sich also auch in der EU weniger verhalten, wenn der Konsolidierungspfad – wie in den USA – stärker auf die gesamtwirtschaftlichen Erfordernisse Rücksicht nähme.

Mit diesen Ansätzen droht die Kommission nicht nur in der Wachstumsschwäche lediglich Symptomkur statt Ursachenbekämpfung zu betreiben. Täte sie dies, müsste sie den restriktiven Rahmen für die Haushaltspolitik überprüfen und Lösungen für andere, systemische Krisenursachen wie die zwischen- und innerstaatlichen Ungleichgewichte oder die oben erwähnte Bankenstrukturreform und eine Finanztransaktionssteuer, die ihren Namen verdient, forcieren, die falsche Anreize im Finanzsystem und das Problem asymmetrischer Information korrigieren. Und es ist letztlich, wie dies auch in OECD und IWF passiert, die Frage zu stellen, ob der Finanzsektor nicht schon insgesamt zu groß geworden ist.

Leider fühlt man sich aber angesichts der Prioritäten der neuen Kommission eher in einer Welt, in der fast alle wesentlichen Akteure nach dem ersten Schock wieder so tun, als sei nichts passiert.