

Reform der Finanzmarktaufsicht in Deutschland

Kommentar zu den spezifisch deutschen Ursachen der deutschen Finanzkrise, der derzeitigen Krisenbekämpfungsstrategie und Reformdebatte

Anhörung Finanzausschuss am 27.5.2009

Hans-Joachim Dübel, Finpolconsult¹

Zusammenfassung

- Als alternde Ökonomie ist Deutschland ein strukturelles Überschußland und auf funktionierende Finanzmärkte angewiesen. Die **Kritik an Fehlentwicklungen** wie Übermaß an Produktinnovation, Fehlregulierungen und Fehlanreizen für Manager ist deshalb **richtig und notwendig**.
- Die besonders **hohe Belastung der deutschen Steuerzahler** durch die Finanzkrise ist aber ein Ergebnis einer spezifisch deutschen **Kombination von Staatsversagen und Lobbyismus der Finanzwirtschaft**:
 - Der deutsche Staat trägt als Ergebnis hoher autonomer Investitionen in den USA, die nicht mit den Überschüssen in Verbindung gebracht werden können, eine **Mitverantwortung für die globale Finanzkrise**. Das **starre Festhalten am alten Geschäftsmodell der Landesbanken** geschah in regulatorischer Arbitrageabsicht gegen Geist und Buchstaben des EU-Vertrags. Dies verwandelte als Spitzeninstitute der Sparkassen konzipierte Banken in Fonds zum Parken von Steuergeldern. Bei der Konstruktion dieser Vehikel, bei Kreation und Verkauf letztlich toxischer Aktiva halfen Investmentbanken, wie die Deutsche Bank.
 - Investoren in Nachrang-(Tier-2-) Kapital und ungesicherte Anleihen von Banken wie **Versicherungen und Pensionsfonds erhalten** derzeit faktisch **eine Kapitalgarantie** durch den Staat, was zu einer potentiellen Maximierung der Steuerzahlerverluste führt. Bezeichnend ist der Strategiewechsel des BMF/BAFIN gegenüber der AHBR-Insolvenz, bei der noch die o.a. Investoren belastet wurden. Deren Kapitalgarantie muß weichen, um eine echte Rekapitalisierung bzw. steuergeldschonende Abwicklung zu ermöglichen (Good Bank-Modell). Der derzeit versuchte erneute regulatorische Arbitrageweg (dt. Bad Bank-Modell) kann zu noch höheren Steuerzahlerverlusten in der Zukunft führen. Standardargumente wie Systemrisiko oder Kreditklemme spielen materiell im deutschen Kontext nur eine untergeordnete Rolle.
 - Diese beiden Vorgänge **werden den deutschen Steuerzahler** aller Voraussicht nach einen **dreistelligen Milliardenbetrag kosten**.
- Die **staatliche Rolle im Finanzsektor** und der **Finanzmarkt** müssen **getrennt**, und beide in **umfassender Form, reformiert** werden. Eine Strategie mit folgenden Kernelementen wird vorgeschlagen:
 - **Insolvenzrechtsreform** mit dem spezifischen Ziel des Abbaus der Drohkulisse des systemischen Risikos, notfalls im deutschen Alleingang. Darin als zentrale Vehikel zur Minimierung der Steuerzahlerverluste automatische Schulden-Eigenkapital-Konvertierung (Nahe-Insolvenz) und Good-Bank-Konzept (Insolvenz).
 - Im internationalen Kontext, **allgemeine Finanzmarktregulierungs- und Aufsichtsreform**.
 - **Finanzinstitutionenreform**, v.a. kurzfristig im Sparkassen- und Pfandbriefsystem.
 - Als condition-sine-qua-non für den Erfolg aller rechtlich-institutionellen Maßnahmen eine **Veränderung der Anreizstrukturen der Politik** (und damit des Staates), mit dem Ziel der Schwächung des gegen Finanzstabilität und Steuerzahlerinteressen gerichteten Lobbyismus.

¹ Der Autor ist als freiberuflicher Ökonom Spezialist für Finanzsektorentwicklung und Gründer der Beratungsgesellschaft Finpolconsult in Berlin. Schwerpunkt seiner Tätigkeit sind internationale Projekte für private und öffentliche Kunden, hier vor allem im Hypothekarkreditbereich. Er ist Autor zahlreicher von Studien zum US- und europäischen Hypothekarkreditmarkt. Siehe auch Downloads auf www.finpolconsult.de; e-mail-Kontakt: aduebel@finpolconsult.de.

Ursachen: Die hohe Belastung der deutschen Steuerzahler durch die Finanzkrise ist ein Ergebnis von Staatsversagen und Lobbyismus der Finanzwirtschaft

Warum steht Deutschland in der Finanzkrise so hohen Verlusten gegenüber, obwohl die Kreditmärkte und Aktivapreise des Landes im internationalen Vergleich stabil sind?

Deutsche Sonderfaktoren: Überschußökonomie, Regionalismus und hoher staatlicher Anteil am Finanzsektor

Eine erste Antwort liefert die Betrachtung von Sonderfaktoren, die Deutschland besonders für Fehlentwicklungen im globalen Finanzsektor anfällig machen:

- Deutschland ist eine **alternde Volkswirtschaft** und wird **auf absehbare Zeit** eine **Überschussökonomie und damit ein Kapitalexportland** bleiben, das auf stabile Banken-, Versicherungs- und Kapitalmärkte zur Anlage dieser Überschüsse und Absicherung von Risiken angewiesen ist. Zudem wird ein dynamischer Finanzsektor gebraucht, um die Transformation eines überindustrialisierten Landes zu einer stärkeren Bedeutung des Dienstleistungssektors zu bewerkstelligen.

Ein Problem ist aber die künstliche Produktion von Ursachen für derartige Überschüsse. Darunter ist eine inkonsistente Altersvorsorge-, und Steuerpolitik – so scheint der Verbraucher hierzulande Staatsfeind Nr.1. zu sein – sowie die übermäßige Subventionierung der Industrie, die sich viele Wettbewerber (v.a. in Europa) nicht leisten können oder wollen.

Deutschland hat sich als Ergebnis seiner die heimische gesamtwirtschaftliche Nachfrage dämpfenden Politik im Euro-Fixkurssystem als **zentraler europäischer Kreditgeber** etabliert, vergleichbar nur mit der Rolle von Japan, China und den Golfstaaten bei der Finanzierung der USA. Wer so umfassend seine Nachbarn finanziert, dem sollte klar sein, daß er dabei hohe Risiken eingeht.

- Ein mittlerweile europaweiter Sonderfaktor, der die Transmission der Krise erheblich begünstigt hat, und der in Deutschland nur traditionell mit den Landesbanken besonders ausgeprägt ist, ist der Regionalismus im Finanzsektor. Damit beschreibt der Autor **Koalitionen zwischen lokalen Staaten (oder Ländern) und** lokalen, das Kapitalmarktgeschäft und internationale Expansion betreibenden, **Grossbanken zur Stärkung von Finanzplätzen der zweiten und dritten Reihe.**

Die **Struktur- und Stabilitätskonsequenzen des Regionalismus** für den europäischen Finanzmarkt **sind verheerend, nicht nur für Deutschland.** Allen Fällen sind implizite lokale Staatsgarantien und in der Folge der Krise in vielen Fällen hohe Steuerzahlerverluste durch riskante Geschäftsmodelle und exzessive Ambitionen gemeinsam.² Zwar scheint der europäische Binnenmarkt im Finanzsektor

² Einige in Deutschland weniger bekannte Beispiele:

- Schottland: Royal Bank of Scotland / Halifax Bank of Scotland, die nicht nur den UK-Markt aufrollten, sondern über riskante Acquisitions und mit Hilfe maximaler Kapitalmarktförderung nach Europa expandieren wollten (ABN Amro etc).

damit allen Unkenrufen zum Trotz zu funktionieren, der Sektor ist durch die lokalen Staatsgarantien und die damit verbundene **faktische Bestandsgarantie von Instituten** aber deutlich v.a. mit Banken (aber auch mit Versicherungen) überbesetzt:

- Das US-amerikanische Versorgungsniveau im Banken-Retailmarkt - Privat- und kleine Geschäftskunden - mit Banken und Filialen könnte mit rd. der Hälfte der europäischen Institute erreicht werden, gäbe es nicht die implizite Subventionierung durch die lokalen Steuerzahler, die Kreditzinsen niedrig und die Zahl der Institute hoch hält.
 - Im Kapitalmarktbereich ist die Überbesetzung noch deutlicher: ein Drittel der Banken wäre vollkommen für die Versorgung des Marktes mit Zins- und Währungsswaps, Bondemissionen und anderen Kapitalmarktfunktionen ausreichend.
 - Entsprechend niedrig sind die europäischen Kredit- und Kapitalmarktmargen, entsprechend dramatisch die Rentabilitäts- und noch schlimmer die Stabilitätsprobleme durch Versuche, in risikoreicheren Märkten Rendite zu erwirtschaften.
- Ein dritter, wiederum stärker deutscher, Sonderfaktor schließlich ist, das **der Staat selbst** – ganz ohne Überschüsse der Privatwirtschaft – **durch Schaffung von Verschuldung über den Finanzsektor in erheblichem Umfang autonom Kapitalexporte tätigen kann**. Dieses Potential kommt zum Tragen, wenn zwei Bedingungen gegeben sind:
- ein hoher Staatsanteil am Bankensektor – Deutschland steht hier mit seinen 40% zu Nicht-Krisenzeiten im OECD-Vergleich an der Spitze -,
 - und innerhalb dieses Staatsanteils ein hoher Anteil am internationalen Kapitalmarkt aktiver Institute.

Die Mischung autonomer Kapitalexportmöglichkeiten durch den Staat mit dem Regionalismus, der die Marktausstiegs- und damit auch Kontrollmöglichkeiten minimiert, ist, wie unten diskutiert werden wird, eine den Steuerzahler besonders belastende.

Andere oft als deutsche Besonderheiten beschriebenen Faktoren der Krise, wie exzessiver Finanzlobbyismus, die relative Machtlosigkeit von Bankenaufsicht oder auch parlamentarischen Kontrollfunktionen von Bankensubventionen scheinen eher ein internationales Phänomen zu sein. In Punkto Lobbyismus wird weiter unten noch über die Rolle von Versicherungen und Pensionsfonds, die nicht zuletzt auf dem G20-Gipfel im November 2008 nach der Lehman-Pleite großen Druck auf die Regierungen zu ihren Gunsten ausübten, zu sprechen sein. Auch das US-Beispiel zeigt besonders drastisch, welche bizarre Formen der Lobbyismus von Finanzinstitutionen und deren

-
- Irland: regulatorische und Steuerarbitrage zieht Anfang des Jahrzehnts Dutzende von Auslandsbanken nach Irland, darunter Depfa.² Treibende politische Kraft damals: der irische Finanzminister McCreedy (derzeit amtierender EU-Binnenmarktkommissar).
 - Niederlande: ING expandiert unter dem neuen Bankassurance-Konzept massiv in Mittel- und Osteuropa, darunter zeitweise dominierende Stellung am deutschen Privatkundenmarkt (mit ws. hohen Verlusten durch Swapgeschäfte mit der deutschen Tochter ING-Diba).
 - Belgien: Fortis nimmt das Rennen mit ING im Bankassurance-Bereich auf und expandiert ebenfalls stark in Nachbarstaaten.
 - Österreich: Erste/Raiffeisen/BACA, Italien: Unicredit, Portugal: Millennium Bank, Schweden: Swedbank, Belgien: KBC: diese Banken aus der zweiten Reihe verfolgen aggressive Expansion und Kreditvergabe in Übergangsländern von Estland bis Bulgarien, von Kroatien bis Ukraine, in der Regel mit risikoreichsten Fremdwährungskrediten.

Vertreter in Regierung und Parlamenten annehmen kann. Allein, Deutschland mit seinen beständig öffentlich als kategorischer Imperativ formulierten Ansprüchen an internationale Finanzmarktregulierung kann sich hier, wie gezeigt werden wird, nicht vom niedrigen internationalen Standard absetzen.

Der Landesbankenskandal: Massenvernichtung von Steuergeldern und Mitverantwortung für die globale Finanzkrise

- **Der deutsche Staat**, genauer gesagt die deutsche Politik (mit nur wenigen Ausnahmen), **hat ohne jeden Zweifel** die US-amerikanische Haus- und Unternehmenspreisblase³ und damit **die globale Finanzkrise mit zu verantworten**. Der Hauptmechanismus war, daß über die staatlichen Landesbanken in großem Umfang de-facto deutsche Steuergelder v.a. in US-Wertpapiere investiert wurden. Die Anlagen allein der Landesbanken in den USA haben eine Größenordnung von mindestens 200-300 Milliarden Euro (rd. 10-15% der deutschen Wirtschaftsleistung des relevanten Bezugsjahrs 2004⁴), davon ist der überwiegende Teil über Gewährträgerhaftung direkt vom Steuerzahler garantiert und der Rest kann aufgrund der öffentlichen Trägerschaft als derart garantiert gelten:
 - Zum Vergleich: das Gesamtvolumen des mit US-Subprimekrediten hinterlegten Wertpapiermarktes betrug zu Spitzenzeiten 2007 575 Milliarden Euro.
 - Legte man den typischen Subprime-Anteil an ausserbilanziellen Anlagevehikeln zugrunde⁵, so läge alleine der Landesbankenanteil an der Finanzierung der US-Hochzins-Hochrisiko-Finanzindustrie an der Wall Street bei rd. 10%. Hinzu sind entsprechende Positionen anderer deutscher Banken, wie der Dresdner Bank (Allianz) zu rechnen; insgesamt finanzierte Deutschland vielleicht 15% des Hochrisikomarktes, möglicherweise auch mehr.
 - Genauere Daten werden der deutschen Öffentlichkeit vorenthalten. Auch intensive Bankenbeobachter (wie z.B. das Research von Ratingagenturen und Investmentbanken) sind nicht in der Lage, eine Gesamtbilanz aufzustellen.

Im Gegensatz etwa zu chinesischen staatlichen Investitionen in den USA, die sich auf die mittelbar staatlich garantierten Wertpapiere von Fannie Mae und Freddie Mac sowie Staatsanleihen konzentrierten, zog es der deutsche Staat in Form der Länder und Kommunen (Eigentümer der Sparkassen) also vor, in Form der Landesbanken in die risikoreichsten Anleihen und zweifelhaftesten Adressen der Wall Street zu investieren.

- Der **Hauptgrund** für diesen gigantischen Fehleinsatz von Steuergeldern ist in **umfassendem regulatorischen Arbitrageverhalten der deutschen Politik** insgesamt gegenüber der EU-Kommission zu sehen. Weitere Motive sind Spekulationsverhalten von Kommunen und Ländern, deren Etats in guten Zeiten von den

³ Sowie analoge Blasen im Unternehmensfinanzierungsbereich, wie die massive Ausweitung des sog. Leveraged Loan-Marktes, der vor allem den hierzulande oft als „Heuschrecken“ bezeichneten Private Equity Fonds zugute kam.

⁴ Eine genauere Auflistung ist trotz Existenz einer Liste der BAFIN nicht möglich, da diese nicht veröffentlicht wird. Neuere Aussagen einzelner Landesbanken lassen noch höhere Beträge vermuten.

⁵ Rd.15-20%, der Rest besteht aus nicht weniger risikoreichen Instrumenten wie ‚Alt-A‘-Krediten - vulgo: ‚liar loans‘-, ‚leveraged loan‘-Unternehmenskreditwertpapieren, die in den 80er Jahren treffender mit ‚junk bonds‘ tituliert wurden, oder ‚collateralized debt obligations‘ oder zweifelhaften AAA-Tranchen von Asset-backed Securities von notorischen Arbitrage-Adressen wie Lehman.

Ergebnissen der Landesbanken entlastet wurden, und der Unwillen, Druck auf die mit den Landesbanken weitgehend integrationsunwilligen Sparkassen auszuüben. In jedem Fall war das Ziel klar: **die künstliche Verlängerung und sogar langfristige Erhaltung eines Status-Quo-Geschäftsmodells der Landesbanken**, das in wesentlichen Teilen auf staatlichen Kapitalexperten basierte:

- In der in der öffentlichen Diskussion stets unterschlagenen **Brüsseler Erklärung vom 17.7.2001** wurden den Landesbanken zwar zeitliche Grenzen für weitere staatlich garantierte Emissionen von Schulden (und Eventualverbindlichkeiten) gesetzt, aber keine Volumengrenzen.

Dieses **für den deutschen Steuerzahler nun katastrophale Verhandlungsergebnis** wurde in konzertierter Aktion vom damaligen Präsidenten des DSGV Hoppenstedt mit den Ministern Steinbrück, Falthäuser und Stratthaus (Finanzen NRW, BY, BW) sowie StS Koch-Weser (BMF), erzielt.

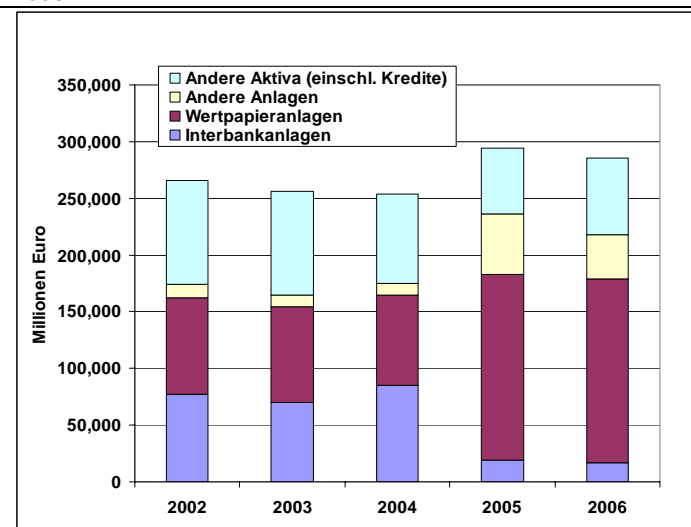
In der Folge der Erklärung wuchsen bis zum Ablaufen des sog. ‚Grandfathering‘ am 18.7.2005 die staatlich garantierten Schulden der Landesbanken mit Staatsgarantie exponentiell, im Zeitraum 2001-2005 um mindestens zusätzlich 100 Milliarden Euro. Hinzuzuzählen sind aber die umfangreichen, von den Landesbanken selbst begebenen Garantien, etwa für SIV/ABCP-Vehikel, auf die die Gewährträgerhaftung ebenfalls Anwendung findet. Es ist von einer Gesamtausweitung der Verbindlichkeiten von

wahrscheinlich
200 Milliarden
Euro und mehr
auszugehen.

- Während etwa die staatlichen chinesischen Investitionen Teil einer schlüssigen Strategie zur Bildung von Währungsreserven waren, **investierten die Landesbanken in voller Absicht in Hochzinsprodukte**, um das in Arbitrageabsicht ge-

genüber Brüssel für die Zukunft geparkte Steuergeld durch Gewinne noch zu vermehren. **Investitionen in sichere Papiere, wie Pfandbriefe oder Staatsanleihen, kamen nicht in Betracht.** Auch das AAA-Rating vieler (aber bei weitem nicht aller) dieser staatlichen deutschen Wertpapierankäufe kann nicht über die Risiken hinweggetäuscht haben – zum Zeitpunkt des Markteinstiegs der Deutschen in großem Maßstab zogen sich US-amerikanische institutionelle Investoren bereits wieder vom Markt zurück. Spätestens 2004 war die Bildung einer US-Hauspreisblase evident.⁶

Abbildung 1: Bilanzstruktur der Westdeutschen Landesbank 2002-2006



Quelle: Geschäftsberichte der WestLB.

⁶ Dazu verschiedene Ausgaben bereits aus dem Jahre 2004 des Economist, der damals mit der regelmäßigen Berichterstattung über die Blasenbildung begann. Zum Beispiel: "Global house prices - The sun also sets". Sep 9th 2004.

- **Viele Landesbanken wurden** in der Konsequenz dieser politisch herbeigeführten Entscheidung von Banken faktisch **zu Anlagevehikeln zum Zwecke des rendite-trächtigen Parkens von zwischen 2001 und 2005 begebenen Staatsgarantien** (faktisch Steuergelder) **umgestaltet**. Abbildung 1 zeigt das Beispiel der WestLB, deren direkte Kreditvergabe marginalisiert wurde. Die Bank hatte an der Wall Street in nur einem einzigen Wertpapieranlagevehikel 23 Milliarden Euro investiert. Anlässlich einer Aufstellung der New York Fed zu Beginn der Finanzkrise 2007 zeigte sich die US-Behörde schockiert über das Ausmaß der Investition deutscher Banken in außerbilanzielle Vehikel; dieses war gemessen an der Wirtschaftsleistung dreifach überproportional gegenüber dem Anteil der USA. Das Konservieren eines nicht-tragfähigen Geschäftsmodells hatte nicht zuletzt tragische Konsequenzen für die Banken selbst, die unter dem Druck der Debatte mit Brüssel Ende der 90er Jahre bereits auf einem Konsolidierungskurs weit fortgeschritten waren – ein klassischer negativer Hilfeeffekt.
 - **Den Investmentbanken**, allen voran Deutsche Bank und Lehman, sowie einigen Hedge Fonds, waren die Landesbanken und andere ‚naive‘ Investoren (mit hohem Anlagedruck, geringen Sachkenntnissen und Interessenkonflikten) **stets willkommenen Kunden**. Nach verschiedenen Berichten dürfte die Deutsche Bank für die Entwicklung und Betreuung des Löwenanteils der von deutschen Banken insgesamt aufgelegten außerbilanziellen Vehikel, die die Hochrisiko-Hochzins-Wertpapiere ankauften, verantwortlich sein. Die Investmentbanken, einschließlich Deutsche Bank, positionierten sich auch zu einem frühen Zeitpunkt Anfang 2007 durch entsprechende Gegengeschäfte gegen die Positionen ihrer eigenen Kunden, und zogen ab Mitte 2007, als das Bersten der Blasen offenbar wurde, konsequent die Kreditlinien für die jeweiligen Vehikel.⁷
- Die Vormachtstellung der Deutschen Bank im Bundesverband deutscher Banken (BdB) im Zusammenhang mit diesen und anderen Geschäften mit der öffentlichen Hand⁸ dürfte hauptsächlich erklären, warum aus einstmaliger Feindschaft der Brüsseler Kontrahenten – damals klagte der private Hypothekenbankenverband (VdH, heute VdP) mit Rückendeckung des BdB gegen die Landesbanken – abrupt ein erzwungenes Stillhalten⁹ wurde.

⁷ Die Grundstruktur dieser Transaktionen war wie folgt: Die Landesbanken wie auch andere Banken unterhielten mit den SIV/ABCP-Vehikeln und eigenen Investmentfonds an der Wall Street ein „Sparkassenmodell“, in dem Gewinne v.a. auf der Basis von Zinsrisikonahme bei Mischung des Risikos der Anlageprodukte anfallen sollten. Besonders stark war daher der Wunsch nach AAA-gerateten Wertpapiere, die aber gleichzeitig hohe Zinsniveaus (d.h. hohe Risikoprämien) tragen sollten. Dieser vom Nachfrager gewünschten Quadratur des Kreises entsprachen Anbieter wie Investmentfonds (und dahinter die Ratingagenturen) und Hedge Fonds zunächst durch Transfer der eigenen risikoreichen Aktiva (bzw. über Kreditausfallswaps [CDS]), und danach durch Generierung immer Neuer (Subprime/Alt-A-Hypotheken, leveraged loans die bei Unternehmensübernahmen durch Private Equity-Häuser anfielen usw.) über das sog. ‚Create and Trade‘-Modell. Als die hohe Nachfrage nach Aktiva, nicht zuletzt mit deutschen Steuergeldern generiert, selbst in einer Haus- und Unternehmenspreisblase nicht mehr befriedigt werden konnte, entstand der synthetische Markt, d.h. Aktiva wurden ohne zugrundeliegende Finanzierung generiert – es handelte sich damit um reine Finanzkontrakte zwischen Finanzunternehmen. Haben die Investmentbanken und einige Hedge Fonds also die Landesbanken betrogen? So einfach, wie der deutschen Öffentlichkeit gerne von interessierter Seite dargestellt, ist der Zusammenhang nicht.

⁸ Z.B. der Verkauf von risikoreichen Swaps an ‚naive‘, z.T. auch spekulationswillige Kommunen.

⁹ Als Termin mit Bezug auf den BdB darf ein Brief aus Mitte 2007 gelten, in dem der damalige BdB-Präsident Müller (Commerzbank) dem BMF Steinbrück gegenüber die unterproportionale Belastung des privaten Einlagensicherungsfonds gegenüber der staatlichen KfW bei der Rekapitalisierung der IKB mit der überproportionalen Exponierung deutscher öffentlicher Banken bei IKB rechtfertigte. Details wurden der Öffentlichkeit verweigert; wahrscheinlich handelte es sich bei den öffentlichen Banken v.a. um Landesbanken, deren direkte Unterstützung (bzw. diejenige ihrer Eigentümer, i.W. Länder und Sparkassen) der BMF Steinbrück zuvor öffentlich abgelehnt hatte. Dies würde auch erklären, warum die systemisch völlig irrelevante IKB von BAFIN unter großem Medienhintergrund („Verhinderung Systemkrise“) ‚gerettet‘ werden musste. Es ist anzunehmen, daß es im Nach-

- Die Tatsache, daß **auch deutsche Privat- bzw. nur indirekt im öffentlichen Besitz befindliche Banken** mit hohen Passivüberhängen (Postbank) oder schwachem Geschäftsmodell (Allianz-Dresdner Bankassurance-Konzept) über SIV/ABCP-Vehikel sowie auf der eigenen Bilanz eine Politik hoher US-Wertpapieranlagen verfolgt haben, kann unabhängig von politischen Orientierungen **kein Gegenargument gegen die besondere Verantwortung des deutschen Staates** beim Verstärken der US-Finanzblase sein. Nur der Staat war zu einem derart massiven autonomen Kapitalexport in der Lage, wie er letztlich von Deutschland in die USA stattgefunden hat. Daneben verpflichtet Kapitaleigentum laut Grundgesetz auch den Staat, die die Politik verpflichtenden Bundes- und Landesgesetze schränken die Nutzung und Investitionsanforderungen öffentlicher Gelder stark ein, und schließlich trägt der Steuerzahler bei öffentlichen Banken zusätzlich durch das ihm verloren gehende Eigenkapital einen hohen Erstverlust, der selbst bei der teuersten Rettungsaktion einer privaten Bank zunächst lediglich bei den privaten Kapitaleignern anfällt.

Rettung der Nachrang- (Tier-2-Eigenkapital) und ungesicherten Anleiheinvestoren: potentiell maximale Risiken für den Steuerzahler

- **Versicherungen und Pensionsfonds**, oft auch Banken, sind die **Hauptinvestorengruppen in Tier-2-Kapital** sowie **ungesicherte Anleihen** von Banken. Zum formal als Eigenkapital klassifizierten Tier-2 gehören Genussrechte, nachrangige Schuldverschreibungen und sog. ‚Hybridkapital‘.
 - Bereits bei der Entwicklung des Tier-2-Kapitalbegriffs spielten Arbitrage-Überlegungen der Finanzwirtschaft eine zentrale Rolle. Denn mit diesem Instrument wird es anderen Finanzinstitutionen ermöglicht, ohne die drakonischen regulatorischen Strafen¹⁰ eines Tier-1-Kapitalanteils rechtliche Eigenkapitalpositionen mit faktischen Mitspracherechten in einer Bank bei etwas besserer Besicherungslage aufzubauen, und gleichzeitig hohe Verzinsungen einzunehmen. Für viele Versicherungen handelt es sich bei diesen Positionen um wichtige Elemente ihrer Gesamtanlagestrategie.¹¹
 - Andererseits kann eine so finanzierte Bank ihre Eigenkapitalrendite durch einen grösseren Hebel erheblich steigern, denn aus wirtschaftlicher Sicht handelt es sich bei Tier-2 allen regulatorischen Klassifizierungen zum Trotz um Fremdkapital.
 - Um einen Begriff von den Größenordnungen zu geben: 2006 bestanden 31,4% des Eigenkapitals der Deutschen Bank (10,77 Milliarden Euro) aus Tier-2-Kapital, am Ende des Krisenjahrs 2008 immer noch 16,9% (6,3 Milliarden Euro). Bei vielen Banken überschritt der Tier-2-Eigenkapitalanteil historisch die 50%-Marke, so z.B. bei der Westdeutschen Landesbank 2007.
- Im Fall der De-facto-Insolvenz des in der Spitze zweitgrößten deutschen Pfandbriefemittenten **Allgemeine Hypothekenbank Rheinboden (AHBR)** 2006 war

gang zu dieser letzten kritischen Müller-Äusserung angesichts der Involvierung der Deutschen Bank bei IKB und Landesbanken-Vehikeln zu Auseinandersetzungen innerhalb des BdB über die weitere Strategie gekommen ist.

¹⁰ Eigenkapitalhaltung, z.T. regulatorischer Druck auf den Abbau von Aktienpositionen – z.B. durch BA-FIN auf deutsche Versicherer nach dem Aktienkursrückgang 2000-2003.

¹¹ Paradebeispiel ist der von Warren Buffett geführte US-Versicherungskonzern Berkshire Hathaway, der im Laufe der Finanzkrise durch die Investition in höchstverzinsliche Tier-2/ungesicherte Wandelanleihen bei Versicherern und Banken (u.a. bei Goldman Sachs, Swiss Re) Furore gemacht hat.

das weitgehend von den deutschen Gewerkschaften gehaltene Tier-1-Kapital zu einem Haftungsschirm gezwungen worden und hatte das Tier-2-Kapital hohe Kapitalverluste hinnehmen müssen. Letzteres war im bis dato korporatistisch strukturierten deutschen Finanzmarkt – eine Deutschland AG in der Deutschland AG, bei der faktisch jeder bei jedem Tier 2-Kapital unterbrachte – ein unerhörter Vorgang. Ihr Vorgehen brachte der BAFIN daher nur wenige neue Freunde in der Industrie ein, die bereits das Entstehen der zentralen Aufsicht bekämpft hatte.

- Mit dem Fall der **IKB Deutsche Industriebank** von 2007, auf deren Passivseite aller Wahrscheinlichkeit nach die Landesbanken großvolumig investiert waren, wurde diese für den Steuerzahler segensreiche Strategie der BAFIN zur Heranziehung von Tier-2- bzw. Anleiheinvestoren bei der Sanierung bzw. Abwicklung von Banken hinfällig. Die Vermutung liegt nahe, daß dies auf Weisung des BMF geschah, siehe Fussnote 9. **Seitdem** verfolgte BMF die **Strategie der ‚Bankenrettung‘ um jeden Preis. Im Klartext** heisst ‚Rettung‘ aber **nicht Rettung der Banken**, denn die Tier-1 Kapitalgeber müssen in der Regel hohe bzw. vollständige Kapitalverluste hinnehmen, **sondern Rettung der Investoren** in Tier-2-Kapital sowie ungesicherten Anleihen vor Auswirkungen auf *deren* Bilanz. Daneben geht es auch um die Bilanzen der Garantoren derartiger Instrumente, wie etwa eines Einlagensicherungsfonds.
- Aufschlussreich in diesem Zusammenhang ist eine Analyse des Falls **Hypo Real Estate (HRE)**:
 - Bei HRE wurde durch hastiges staatliches Eingreifen des BMF (wahrscheinlich unter Verletzung des Bundesbankgesetzes) bisher ein voller Entsatz des Tier-2-Kapitals¹² sowie der ungesicherten Anleihen – im Wesentlichen Schuldscheindarlehen - in dreistelliger Milliarden-Größenordnung durch Kreditgarantien des Bundes sichergestellt.
 - SoFFin-Chef Rehm hatte in seinem FAZ-Interview vom 15.3.09 (Titel: „Schlimmer als die Pleite von Lehman Brothers“) auf Kirchen, Sozialversicherungsträger und andere in diesen Kapitalpositionen konzentrierte, möglicherweise bilanziell vulnerable, jedenfalls aber politisch sensible Investoren hingewiesen. Details erfuhr die Öffentlichkeit wie bereits im Fall IKB nicht; auch nicht welcher Anteil von Nachrangs und ungesicherter Schuldverschreibungen etwa durch nicht-vulnerable Investoren - d.h. mögliche Trittbrettfahrer der ‚Rettung‘ – gehalten wurden.
 - Ebenso wenig ist Aufschluss darüber gegeben worden, warum es die Bundesregierung vorzieht, sich einem rechtlich-technisch (wiewohl aufgrund der Lage des Instituts nicht materiell) berechtigten Klagerisiko des Tier-1-Investors Flowers aufgrund der ex-post-Änderung der aktienrechtlichen Squeeze-Out-Regeln („Lex Flowers“) auszusetzen und nicht den vulnerablen Tier-2-Kapitalgebern vielmehr auf deren bilanziellen Ebene zu helfen, falls z.B. aus einem Moratorium und Abwicklung der HRE heraus dort Verluste anfallen.
 - Interessant am Fall HRE ist zudem die indirekte Rettung des beim BdB angesiedelten, faktisch bereits durch die Belastungen aus Lehman, IKB und Düsseldorfer Hypothekenbank faktisch insolventen, Einlagensicherungsfonds (ELSF) der private Banken.¹³ Dieser hatte sich durch völlig

¹² Per 31.12.2008 immerhin noch 2 von 5 Milliarden Euro Eigenkapital, von denen in der öffentlichen Debatte um den weit geringer bilanzierten Flowers-Eigenkapitalanteil keine Rede ist.

¹³ Bis heute versäumt es der BdB, den Umstand der Insolvenz des Fonds den interessierten Lesern auf seiner Internetseite mitzuteilen.

verfehlte, versicherungsmathematisch nicht zu rechtfertigende Garantien für hohe zweistellige Milliardenbeträge an Schuldscheinen der HRE einem hohen Nachschusssrisiko seiner Mitglieder, oder alternativ dem Reputationsrisiko eines Ausfalls gegenüber seinen Gläubigern und der Umwandlung deren kurzfristiger Forderungen in eine langfristige Gläubigerposition an einer HRE i.L. ausgesetzt. Für den ELSF steht in vorderster Front die Bilanz der Deutschen Bank gerade, die ihrerseits auch mit Sicherheit zu den größten kurzfristigen Kreditgebern der HRE zu zählen ist. Das Stammaktienkapital der Deutschen Bank wird per 21.5.2009 am Markt mit 29,15 Milliarden Euro bewertet; insgesamt stünden sicherlich rd. 60-80 Milliarden Euro, bei konservativer Marktbewertung vielleicht 40 Milliarden Euro an privater Kapitalbasis allein aus Tier 1 zur Deckung von Schulden des Einlagensicherungsfonds zur Verfügung. Dieses Kapital ersetzt nunmehr der Steuerzahler.

- Schließlich ist auch der deutsche **Bad Bank-Vorschlag** das **Ergebnis der konsequenten Strategie der Schonung von Tier-2 und ungesicherten Anleihegläubigern**, sowie der verständlichen zunehmenden Unpopularität weiterer staatlicher Kapitalmaßnahmen, die im Wahljahr nun auch von der Politik Besitz ergreift.
 - Interessanterweise findet sich im deutschen Bad Bank-Vorschlag bis dato keine Anweisung, wie von einer nutznießenden Bank mit den Zinszahlungen auf Tier-2-Kapital zu verfahren wäre. Dagegen soll Tier-1-Kapital auf Dividenden zugunsten von Rückstellungen bzw. Ausgleichszahlungen an die Bad Bank verzichten. Mit anderen Worten: der im Grunde regulatorische Trick der deutschen Bad Bank (Streckung der Rückstellungen, d.h. nur graduelle Rekapitalisierung) soll das Tier-2-Kapital zumindest staatlicherseits vor materiellen Verlusten schützen. Es bleibt der einzelnen Bank überlassen, wie sie weiter mit dem Tier-2 verfährt.¹⁴

Die US-Sparkassenkrise liefert übrigens eindeutiges Anschauungsmaterial zur **geringen Erfolgswahrscheinlichkeit einer rein auf Tier-1-Selbstfinanzierung ausgelegten und mit regulatorischen Erleichterungen** („Regulatory Forebearance“) **flankierten Rekapitalisierungsstrategie**. Die US-Sparkassen orientierten sich im Nachgang der Regulierungsreformen von 1982 – darunter bilanzrechtliche Erleichterungen und eine umfassende Liberalisierung - auf risikoreiche Märkte mit hohen Zinsniveaus (wie Gewerbekredite und Land), um ihre Bilanzlöcher durch höhere Gewinne rasch stopfen zu können. Die Analogie im deutschen Fall wären Gewinne oberhalb der allfälligen Rücklagenbildungen bzw. -abflüsse für die toxischen Papiere in der Bad Bank. Das Ergebnis waren nach fast einem weiteren Jahrzehnt Anfang der 90er Jahre weit höhere Kosten der Krise als sie ohne eine Aufweichung der regulatorischen Strategie entstanden wären.¹⁵

- **Inwieweit ist die Regierungsstrategie des unbedingten Kapitalschutzes des Tier-2- bzw. ungesicherten Anleihekapitals durch internationale Vereinbarungen abgesichert?** Vielfach wird auf eine G20-Vereinbarung auf dem Gipfel am 22/23.11.2008 (nach-Lehman) verwiesen, die eine Schonung der Kapitalposi-

¹⁴ Für “die Geschäftsjahre 2009 und 2010” wird zum Beispiel die Commerzbank laut Medienberichten: “gewinnabhängige Vergütungen auf eigenkapitalähnliche Instrumente wie stille Einlagen, Hybridkapital oder Genusscheine nur leisten, wenn sie dazu auch ohne Auflösung von Rücklagen oder Sonderposten verpflichtet ist. Entsprechendes gilt grundsätzlich auch für ihre Tochtergesellschaften.” Quelle: DPA. Aussagen über die Geschäftsjahre 2011 ff. werden nicht gemacht.

¹⁵ Die US-amerikanische RTC-Agentur, die die Aktiva ab 1990 abwickelte, machte letztlich Verluste in Höhe von 5% der US-Wirtschaftsleistung. Eine frühe Rekapitalisierung 1982/83 hätte Bruchteile dieses Betrages gekostet.

tion der Bankengläubiger beschlossen haben soll. Sicherlich weisen die amerikanische und die britische Bankenstrategie eindeutige Parallelen zum deutschen Vorgehen auf, sodaß eine derartige Koordinierung – an Parlamenten und Öffentlichkeit vorbei – plausibel erscheint. Eindeutig schriftlich Fixiertes zu diesen Beschlüssen scheint es aber nicht zu geben. Hinzuweisen ist ferner auf das über ein Jahr zurückliegende deutsche Vorpreschen bei IKB. Schließlich wäre auch bei Akzeptierung einer Begrenzung der Verluste von (oft hohen) ungesicherten Anleihepositionen im Fremdkapital – nach entsprechenden demokratischen Beschlüssen der Parlamente - zu fragen, warum der *vom Staat durch seine Regulierer selbst als Eigenkapital eingestufte Tier-2-Kapitalanteil* in die Definition von Bankgläubigern mit einbezogen wird.

- Deutschland's größter Versicherer Allianz darf neben vielen anderen **institutionellen Anlegern** ohne Zweifel zu den **großen Gewinnern der staatlichen deutschen Rettungsaktionen** für Tier-2 und ungesicherte Anleihen zählen, wie im Übrigen auch der seit 2003 zum Konzern gehörige US-Ableger PIMCO (hohe Investitionen in Fannie Mae und Freddie Mac-Papiere). Allianz wurde darüber hinaus trotz umfangreicher Abschreibungen vom deutschen Staat durch die Hilfen für Commerzbank auch in ihrer Rolle als Tier-1-Investor bei der Dresdner Bank mit Milliardenbeträgen gestützt. Eine Gesamtbilanz der hohen Steuerzahlersubventionen für Versicherer und Pensionsfonds im Tier-2 und bei ungesicherten Anleihen, aber auch für die Tier-1-Kapitalgeber von Privatbanken, die von der Abschirmung des Einlagensicherungsfonds von HRE- und Commerzbank-Risiken profitieren, wird erst in vielen Jahren möglich sein. Es kann mit Sicherheit ein hoher zweistelliger, wenn nicht dreistelliger Milliardenbetrag angenommen werden. Die Analyse wird in Deutschland dadurch erschwert, daß weder die Namen von nutzniessenden Investoren noch die in Frage stehenden Volumen der Öffentlichkeit genannt werden.
- Das Vorgehen der Bundesregierung bei der ‚Bankenrettung‘ verspricht neben dem Vertrauensschaden durch faktische Entmachtung des Parlamentes und den sozialen und wirtschaftlichen Kosten extrem gestresster Staatsbudgets eine **langfristige Schädigung der Marktwirtschaft** in Deutschland. Es werden **grundlegende Prinzipien des Insolvenzrechts sowie Verfassungsprinzipien der Gleichbehandlung von Personen und Unternehmen durch den Staat zugunsten von Einzelinteressen ausser Kraft gesetzt**.
 - Diese Form von Rettung von für riskante Spekulationen (erweiterter Banken-Hebel, Bilanzvergrößerung) mitverantwortlichen Kapitalpositionen macht, wie zahlreiche Beispiele belegen (z.B. US-Sparkassenkrise, faktisch 20 Jahre später wiederholt durch Subprime- und Fannie Mae/Freddie Mac-Krise), eine Wiederholung der deutschen Finanzkrise wahrscheinlicher.
 - Darüber hinaus wird eine verheerende Wirkung auf die Gesamtwirtschaft ausgeübt, denn infolge der selektiven Hilfen für Banken stehen nun auch nicht-finanzielle Firmen beim Staat für Unterstützung Schlange. Beamte und Parlamentsausschüsse sollen nun z.B. darüber entscheiden sollen, ob Karstadt oder Hertie überleben sollen. Der Deutschlandfonds scheint als fragwürdige Dauereinrichtung vorprogrammiert.

Systemische Risiken spielen in der deutschen Finanzkrise nur eine untergeordnete Rolle

- Seit IKB-Sanierung und -Verkauf zwischen Mitte 2007 und Mitte 2008 durch die KfW – mit hoher Wahrscheinlichkeit zum Ziele der indirekten Landesbankensubvention arrangiert - mutet die deutsche **Too-big-to-fail-Debatte** (TBTF) wie nur eine weitere Irreführung der Öffentlichkeit an. Warum BAFIN's Jochen Sanio, der noch Monate zuvor die Nahe-Insolvenz der nach Bilanzsumme um ein Drittel größeren AHBR so geräuschlos gemanagt hatte, gerade im Zusammenhang mit IKB das TBTF-Argument vorbrachte, bleibt bis heute im Unklaren. Zu vermuten ist ein hoher interner Druck des BMF auf die BAFIN. In jedem Fall fand ein Strategiewechsel statt, nunmehr auch nicht systemrelevante Institute staatlich zu stützen. Dies wird durch fortwährende veröffentlichte Aussagen zentraler Beteiligter (z.B. oben zitierter SoFFin-Chef Rehm/FAZ zu HRE) gestützt, die sich mehr um die Identität der Investoren als um die Grösse, Finanzierungsstruktur oder Kreditmarktbedeutung des betroffenen Institutes zu sorgen scheinen.
- In der Tat sind bisher **mit Ausnahme der Commerzbank**, die in zwei der drei o.a. Punkten moderate Systembedeutung hat (Bedeutung für Interbankenmarkt und nach Fusion mit Dresdner Bank auch Finanzierung des größeren Mittelstands) **nur Investoren in nicht systemrelevanten Instituten vom Staat 'gerettet'** worden.
 - Die durch die US-Krise am stärksten betroffenen Landesbanken sind in mehr oder weniger hohem Umfang Anlagevehikel für staatliche Kapitalexperte ("Kreditersatzgeschäft"). Ihre Bedeutung für den deutschen oder wie noch in den 1980er Jahren den regionalen Kreditmarkt ist gering. Ein grosser Teil ihres Kreditgeschäfts findet – z.T. wegen Konflikten mit den Sparkassen, z.T. aber auch mit deren Zustimmung - auf ausländischen Märkten statt. Zudem stehen in den vitalen Kreditsegmenten, wie Schiffs- und Flugzeugfinanzierung genügend Wettbewerber auf dem deutschen Markt bereit. Als Vehikel für politische gewünschte Kreditlenkung (Opel, etc.) stehen eine Vielzahl von Förderbanken auf Landes- und Bundesebene bereit.

Die Bedeutung der Landesbanken der 1990er Jahre für den Interbankenmarkt z.B. als staatlich garantierte Zinsswap-Anbieter ist Geschichte, und damit auch eine Hauptquelle potentieller systemischer Gefahren. Die zweite Quelle systemischen Risikos, eine Dekapitalisierung des für die Kreditversorgung des kleinen Mittelstandes bedeutsamen Sparkassensystems wird durch die öffentlichen Eigner dieser Institutsgruppen verhindert. Für diese Kundengruppen stehen zudem auch Genossenschaftsbanken und z.T. Privatbanken zur Verfügung.

Einer Abwicklung der Landesbanken, anstelle ihrer Rekapitalisierung mit frischem Steuergeld, wie derzeit vollzogen, steht wenig im Wege. Das Argument hoher Anteile staatlicher Garantien der bestehenden Verbindlichkeiten gilt auch im Umkehrschluß: Sparkassen und Länder könnten bei einer die nicht explizit gesicherten Investoren einschließenden Insolvenz- bzw. Bad-Bank-Lösung Milliardenkosten sparen. Die USA führen dieselbe Debatte im Fall Fannie Mae/Freddie Mac.
 - Bei der als Notlösung aus der HVB-Krise entstandenen HRE kann eine Systemrelevanz für den deutschen Kreditmarkt ebenso weitgehend

verneint werden. Die HRE war nach ihrer Ausgründung aus ehemaligen HVB-Tochterbanken radikal von der unheilvollen, z.T. politisch gesteuerten Ausrichtung auf den (v.a. ost-) deutschen Markt in Richtung internationale Märkte umgesteuert worden, und war dort als Nachzügler Mitte des Jahrzehntes in lokal entstehende Immobilienblasen hineingeraten.

Nicht umsonst scheint das größte Risiko der Bank für den Pfandbriefmarkt insgesamt nicht in einer fehlenden Deckung der Pfandbriefe durch Aktiva (umfassender gesetzlicher Schutz), sondern in flagranten Verletzungen von Kreditvergabestandards des Pfandbriefgesetzes - vermutlich das Ergebnis des raschen Strategiewechsels - zu liegen. Peinlich wäre die Offenlegung dieser Umstände im pfandbriefrechtlichen Insolvenzfall, der die getrennte Fortführung von Deckungsmassen und Pfandbriefen vorsieht, schon; systemrelevant aber sicher nicht, zumal die relevanten Investorengruppen wahrscheinlich im Bilde sind.

Auf der Passivseite investierten in HRE neben risikofreudigen Banken, die die Öffnung der Bilanz nach Ankauf der irischen Depfa erst ermöglichten, im Wesentlichen institutionelle Anleger, d.h. Institute, von denen per Definition kein Systemrisiko ausgeht, weil sie Ertragsdefizite an ihre Policenhalter weitergeben. Bei den Banken spielte wahrscheinlich die nach wie vor solvente Deutsche Bank die Hauptrolle; auch hier wäre also das Systemrisiko gering gewesen und notfalls hätte sich der Staat wie bei Commerzbank direkt engagieren können.

Auch bei HRE wäre also eine geordnete Abwicklung unter Einbeziehung der Tier-2 und ungesicherten Anleihegläubiger sowie Abspaltung des Pfandbriefteils möglich und für den Steuerzahler die mit hoher Wahrscheinlichkeit kostengünstigere Lösung gewesen.

- Schließlich erlebt trotz gelegentlicher Schreckensmeldungen Deutschland **keine Kreditklemme**. Die Bundesbankstatistiken zeigen im Langfristvergleich ein hohes Kreditvergabenniveau, das noch keineswegs auf den Tiefpunkten vorangegangener Rezessionen angelangt ist. Dies ist auch plausibel, fehlt es doch an einer systemweiten Insolvenzkrise, wie in den Krisenursprungsländern selbst:
 - Im Privatkundenmarkt, vor allem im Hypothekarkreditbereich, sieht das Land aufgrund moderater Hauspreise und Verschuldungen der Haushalte nach wie vor historisch niedrige Zinsniveaus. Hier verschwinden lediglich einige Hochrisikoprodukte (z.B. 100%-Hausfinanzierungen).
 - Im Unternehmenskreditbereich leidet der mittelgroße und große Mittelstand eher an der vom Staat mitzuverantwortenden Desorganisation der wichtigen Mittelstandsbanken IKB, Dresdner Bank und Commerzbank als an allgemeiner Kreditklemme. Den temporären Ausfall dieser Banken kompensieren vielfach private Kapitalgeber aus dem Versicherungs-, Pensionsfonds- und Corporate Treasury-Bereich. Probleme haben hier die hoch verschuldeten Unternehmen der "Heuschrecken"; dies sind aber Fälle für Insolvenzverwalter und nicht künstlich staatlich hochgehaltene Kreditvergabe.
- Schließlich verfügt Deutschland seit der amerikanischen Besatzung mit KfW und Förderbanken sowie ad-hoc aufgelegten Fonds über eine **Kopie des öffentlichen US-Kreditfördersystems aus den 30er Jahren**, das im Notfall, wie auch jetzt, mit Bürgschafts- und Kreditprogrammen eingesetzt wird. Vorübergehend die Neukreditvergabe der überlebenden Finanzinstitute zu stützen, um eine Vertiefung

der Krise zu verhindern, muß das zentrale Ziel staatlicher Intervention sein. Fehlgeschlagene Banken oder deren risikofreudige Finanziers durch Bundes- und Landessubventionen künstlich am Leben zu erhalten, trägt zu diesem kurzfristigen Ziel nichts bei und schädigt das Finanzsystem bereits wieder mittelfristig.

Schritte zur Stärkung der Systemstabilität in Deutschland: Bankrechtliche Maßnahmen, Aufsichtsreform und Bekämpfung von Politisierung und Finanzlobbyismus

Deutschland braucht nach voraussichtlich dreistelligen Milliardenverlusten für den Steuerzahler in der spezifisch deutschen Finanzkrise ein umfassendes Bündel von Gegenmaßnahmen gegen Fehlentwicklungen und Misswirtschaft in Staat und Finanzsektor.

Ein in diesem Sinne weit gefaßtes **Konzept** zur Stärkung der Systemstabilität sollte auf folgenden **vier Säulen** aufbauen:

1. Insolvenzrechtsreform mit dem spezifischen Ziel des **Abbaus der Drohkulisse des systemischen Risikos**, notfalls im deutschen Alleingang.
2. Im internationalen Kontext, **allgemeine Finanzmarktregulierungs- und Aufsichtsreform**.
3. **Heimische Finanzinstitutionenreform**, v.a. kurzfristig im Bereich Sparkassen- und Pfandbriefsystem.
4. Und als condition-sine-qua-non für den Erfolg aller rechtlich-institutionellen Maßnahmen eine **Veränderung der Anreizstrukturen auch des Staates bzw. der Politik**, mit dem Ziel der Eindämmung des destruktiven Lobbyismus.

Die Darstellung erfolgt ab hier aus Platz- und Zeitgründen nur verkürzt bzw. in Stichworten. Einige der Vorschläge sind bereits im Entscheidungs- bzw. Umsetzungsstadium – dem Autor kommt es auf Erkennbarkeit eines Gesamtkonzeptes an. Die Diskussion wird i.W. auf Banken beschränkt. Bei Versicherungs- und Pensionsfonds wäre analog zu verfahren.

1. Abbau der Drohkulisse des Systemrisikos durch Insolvenzrechtsreform

Obwohl tatsächliche Systemrisiken in der spezifisch deutschen Finanzkrise kaum eine Rolle spielen, sollte dieses Problem angegangen werden, v.a. um den Akteuren klare und gleichzeitig systemrisikominimierende Vorgaben im Umgang mit drohenden Insolvenzfällen zu machen und gleichzeitig die Finanzmarktaufsicht zu entlasten (z.B. von wochenendlichen ‚Rettungs‘aktionen). Das Oberziel ist eine durchgreifende Stärkung der Steuerzahler gegenüber der oben dargestellten Koalition gegen ihre Interessen.

Es soll zur Erreichung dieser Ziele vier problematischen kurzfristigen **Mechanismen von Banken Krisen entgegengewirkt** werden:

- **Runs auf Banken**, sowohl durch Bankenaussenseiter als auch –insider (finanzierende Finanzinstitute). Dazu sind v.a. klarere Sicherungs- und Rangregeln der in

Frage stehenden Kapitalpositionen notwendig, zudem ein glaubwürdiges Einlagensicherungskonzept.

- Ad-hoc festgestellte **Unterkapitalisierungssituationen im Vorfeld der Insolvenz**, die nach derzeitigem Recht ohne (wochenendliche) sofortige Rekapitalisierung ein **Zahlungsmoratorium** nach sich ziehen würden. Der Erfolg ist wichtiger Zeitgewinn, der durch eine Kombination von Frühwarnsystemen und automatischer Schulden-Eigenkapital-Konvertierung sichergestellt werden soll.
- Eine **Verbesserung des Insolvenzverfahrens selbst**, und hier v.a. die Verhinderung von einzelwirtschaftlichen ad-hoc-Aktivverkäufen, die zu Rückkoppelungseffekten auf den Gesamtmarkt über Bewertungsmechanismen führen. Damit wird auch dem notwendigen Übergang zum Marktwertverfahren bei der Bewertung von Aktiva, das in der laufenden Krise unterzugehen droht, der Rücken gestärkt.

Klarstellung des Sicherungsgrads von Bankrefinanzierungen, Frühwarnsysteme und automatische Schulden-Eigenkapital-Konvertierung

Die wesentlichen Instrumente zur Erreichung dieser Ziele sind (sortiert nach staatlichem Sicherungsgrad der Kapitalposition):

- Reform der **Einlagensicherung**, mit stärkstem staatlichem Sicherungsgrad (unter Beibehaltung einer privaten bzw. Gruppen-(Mezzanine-)Haftungskomponente durch die dezentralen Einlagensicherungsfonds).
 - **Kernproblem** in Deutschland sind **unglaubwürdige Haftungsversprechen** (ohne Begrenzung, bzw. begrenzt nur durch hohe Anteile am Bank-Eigenkapital). Die Sicherungssysteme müssen krisensicher, die Beiträge der Banken hoch genug sein und ein kapitalisierter Fonds zur raschen Auszahlung bzw. Kreditvergabe an Institute zur Verfügung stehen.
- Reform des **Pfandbriefsystems** (bzw. gesicherter Bankschuldverschreibungen i.A.): es erhebt sich dringend – auf Druck der Ratingagenturen und durch den Verlauf der Krise bedingt – die Frage impliziter staatlicher Sicherung, sowie Förderung des für das Banksolvenzrisiko günstigsten Modells. Dazu weiter unten mehr.
- **Mindestsicherungszwang für ungesicherte Bankverbindlichkeiten** (Anleihen, Swaps) auf niedrigerem Niveau im Vergleich zu den vorhergehenden Positionen:
 - Hier sind reine private/Gruppen-Sicherungssysteme vorstellbar; diese sollten die Probleme von Insider-Runs (Ziehen von Linien mit Dominoeffekten, Beispiel Bear Stearns) und glaubwürdiger Gegenparteien von Kreditausfallswaps (CDS) durch Mindeststandards angehen. Kreditsicherungsparteien für Banken sollten ausschließlich aus dem Nicht-Banken- und Nicht-Versicherungs-Bereich kommen.
- **Verpflichtung von Kreditinstituten zur Emission von Nachrang-(Tier-2-) Kapital** in bestimmtem Umfang zum Tier-1-Kapital (z.B. 25% des Gesamtkapitals):
 - Dadurch ergibt sich ein **automatischer Konvertierungspuffer** zur Stärkung der Kapitalbasis mit voller Verlusthaftung, siehe unten. Jedoch sollten auch hier Interbanken- und Versicherungsfinanzierungen entmutigt werden.
 - Durch **Zwang zur Handelbarkeit** zumindest eines Teils des Tier-2, alternativ Emission von gleichrangigen Kreditausfallswaps (CDS), entsteht ein Frühwarnsystem für Bankenaufsicht und –management. Die Finanzkrise hat gezeigt – Beispiel Island – das der CDS-Markt deutlich rascher auf

hat gezeigt – Beispiel Island – das der CDS-Markt deutlich rascher auf Fehlentwicklungen reagiert hat als Ratingagenturen und die oft mit Interessenskonflikten behaftete Bankenaufsicht. Zwar sind auch im CDS-Markt Investoren regelmäßig überoptimistisch; das vergleichsweise frühe Signal von sich ausweitenden CDS-Spreads kauft aber Aufsicht und Akteure wertvolle Zeit (gibt z.B. Anlaß für Sonderprüfungen).

Das Tier-2-Kapital (sowie hybride Teile des Tier-1) dient in diesem Konzept zur **automatischen Schulden-Eigenkapital-Konvertierung** in vollhaftendes Tier-1-Kapital **in Insolvenznähe**. Der drohende Insolvenzfall wird von der Finanzmarktaufsicht festgestellt und ggf. bei Wegfall der Drohung wieder aufgehoben. Zur Durchsetzung dieses Konzepts notwendig sind in Deutschland v.a. Änderungen des Kreditwesengesetzes und des Aktiengesetzes.

- Das Aktiengesetz sollte für Banken eine automatische vorübergehende effektive Kapitalerhöhung durch Heranziehung des Tier-2-Kapitals in eine neue, dem alten Tier-1 nachgelagerte Tier-1-Klasse mit Vollhaftung vorsehen.
- Gleichzeitig sollte als Standardverfahren bei Banken der Kapitalschnitt festgelegt werden, d.h. die Kapitalerhöhung durch das neue Tier-1 folgt erst einer Kapitalherabsetzung des alten Tier-1 gegen Verlustfeststellung. Damit wird verhindert, daß Altaktionäre durch die effektive Kapitalerhöhung lediglich verwässert werden. Der Kapitalschnitt sollte der Insolvenzfeststellung der Finanzmarktaufsicht binnen kurzer Zeit (2-4 Wochen) folgen.

Good Bank als Standard-Insolvenzlösung

Im Insolvenzverfahren selbst – d.h. bei Verzehr des Kapitals einschließlich des konvertierten Tier-2-Kapitalpuffers durch Verluste bzw. Unterschreiten der regulatorischen Minima – sollte das Good Bank-Konzept Priorität erhalten.

Es ermöglicht sowohl die **Wahrung von Steuerzahlerinteressen** als auch **automatische Rekapitalisierung** durch faktische Trennung von nicht bewertbaren oder fragwürdigen Aktiva von gegenteilige Bedingungen erfüllenden guten Aktiva (horizontaler Bilanzsplit). Mit den guten Aktiva gehen die besonders stark staatlich gesicherten Kapitalpositionen, nach Rang sortiert, in die Good Bank über. Bei der verbleibenden, Bad Bank, verbleiben Eigenkapital und ungesicherte Anleihen sowie die problematischen Aktiva und der Eigenkapitalanteil an der Good Bank.

Ein **horizontaler Bilanzsplit** ist im Gegensatz zur rein aktivatauschenden Bad Bank mit minimalstem Bewertungsaufwand auf der Aktivseite durchführbar. Im Prinzip reicht dafür die bereits von der BAFIN vorgelegte Liste, die bereits in groben Zügen festgestellt hat, welche deutsche Bank welches Volumen an nicht bewertbaren oder fragwürdigen Aktiva in ihrem Besitz hat. Kriterien sind der von der Finanzmarktaufsicht festgestellte, noch nicht realisierte Abschreibungsbedarf sowie eine allgemeine Liquiditäts- und Kontrahentenrisikoeinschätzung.

Das Good Bank-Konzept ist **der** derzeit geplantem **Bad Bank in fast allen Kernaspekten überlegen**:

- es wird ein voll funktionsfähiges neues Institut aufgestellt, denn die faktische Dekapitalisierung durch Einschränkung des Selbstfinanzierungspotentials der Bad Bank finden in der Good Bank nicht statt,

- andauernde Interessenkonflikte zwischen schlecht und gut gesicherten Kapitalpositionen mit Bezug auf Abschreibungen und Sanierungsstrategie werden minimiert – Konflikte beschränken sich auf die Anfangsentscheidung der Aktivtrennung, und
- es werden anreizkompatibel in der verbleibenden Bad Bank Risiken und Verluste denjenigen zugeordnet, die die höchsten Risiken in der Finanzierungsstruktur eingegangen sind.

Damit – und dies ist vielleicht der wichtigste Punkt – wird dem Grundgedanken von Jahrhunderten von Insolvenzrecht auch im Bereich des Bankwesens Rechnung getragen.

Ein Good Bank-Konzept ist **zwingenderweise Bankrecht** und nicht Aktienrecht, da die Anreize für die Altaktionäre überwältigend sind, diese zu torpedieren. Das Aktienrecht sollte deshalb eine Klagerechtseinschränkung bzw. ein beschleunigtes Rechtsverfahren in einem derartigen Fall enthalten. Als aktionärsschützend wäre jedoch bereits die der Insolvenz vorgelagerte Vorstufe der Schulden-Eigenkapital-Konvertierung anzusehen, die Aktionären und Management selbst in mittelschweren Krisensituationen ausreichend Zeit für Maßnahmen zur Erhaltung der Solvenzsituation geben sollte. Zudem könnten stärkere und automatischere Unterstützungen der Liquiditätssicherung für Banken als in der Vergangenheit erfolgen.

Liquiditätssicherung: Reform der Zentralbank-Repo und Festlegung des derzeitigen Bad Bank-Konzeptes als ergänzendes, langfristiges Repo

Das derzeitige **Bad Bank-Konzept ist faktisch ein langfristiges Wertpapierpensionsgeschäft (Repo)**, das die derzeitigen - sich in ständiger Erweiterung in den Dimensionen Zeit und Kreditqualität befindlichen - Zentralbank-Repos sinnvoll ergänzt. Im Unterschied zum traditionellen Repo gibt es im deutschen Konzept zwar keine explizite Rückkaufverpflichtung der Aktiva durch die Bank (lediglich die Option besteht), aber dafür eine faktisch äquivalente volle Verlusthaftung durch zukünftige dem Tier-1-Kapital zustehende Gewinne.

- Als Rekapitalisierungskonzept ist diese Form der Bad Bank völlig ungeeignet, da sie keine Bilanzlöcher stopft. Auch die Ratingagenturen werden ihre bereits angeschlagene Reputation nicht durch Legitimierung von Bilanztricks weiter aufs Spiel setzen.
- Als Liquiditätssicherungskonzept ist die deutsche Bad Bank jedoch von Interesse, denn in der Krise mangelt es den Banken vor allem an repofähigen hochqualitativen Aktiva, die sie bei der Zentralbank zur Steuerung ihrer kurzfristigen Liquidität (und damit Verhinderung des Zwangs zur Nutzung des risikosensiblen Interbankenmarktes) zur Pension geben können. Mit anderen Worten, die Kernfunktion besteht in der staatlichen Subvention des Kontrahentenrisikos der auslagernden Bank.

Der gesamte Bereich der **Liquiditätssicherung sollte** in diesem Punkt **in Zusammenarbeit mit dem EZB-Netzwerk konzeptionell überarbeitet** werden. Vorstellbar sind institutionalisierte Kurz- und Langfristig-Liquiditätsfazilitäten, die gegen entsprechende Garantien der Banken (bzw. andere Sicherungen) und Preisgestaltung automatisch in Krisenzeiten den Interbankenmarkt ersetzen.

2. Allgemeine Finanzmarktregulierungs- und Aufsichtsreform

Regulierungsreform: Kapitalbasis stärken, Kapitalmarkt nutzen und Fehlanreize bekämpfen

Die Darstellung dieses bereits umfangreich in der öffentlichen Diskussion und durch Regierungskommissionen behandelten Themas ist kursorisch. Der Autor fokussiert auf Bereiche, die bisher kaum oder unzureichend behandelt wurden.

Stärkung der **Kapitalbasis von Banken:**

- Der Hinweis soll an dieser Stelle erfolgen, daß Banken **historisch** – v.a. vor dem ersten Weltkrieg – deutlich **höher kapitalisiert** waren **als heute**. So hatte die Deutsche Bank 1913 eine Eigenkapitalquote von 14%, und wenige Jahrzehnte zuvor von rd. 40% - heute ist man schon auf 8% stolz. Die Entwicklung der Banken im internationalen Vergleich seit rd. 1900 zeigt nachweislich einen Zusammenhang zwischen Phasen fallender Eigenkapitalquoten und höherer Risikopräferenz durch Banken mit der Konsequenz einer zunehmenden Häufigkeit von Finanzkrisen. Die Re-Regulierungsphase zwischen 1930 und 1980 wies dagegen mit leicht steigender Kapitalausstattung nur wenige Krisen auf.
- Überraschenderweise wurde das risikobasierte Eigenkapitalkonzept von **Basel II ohne** die vergleichsweise **einfache Zins-/Markt- und ggf. Liquiditätsrisiko-Eigenkapitalkomponente** durchgesetzt. Dagegen verfolgte man den hochkomplexen Kreditrisikomodellierungsansatz und setzte mit untauglichen Versuchen zur Messung operationalen Risikos noch eins drauf.¹⁶ Dieses Ergebnis ist allein dem Lobbyismus von Banken sowie von Finanzpolitikern zu verdanken, die Zinsrisikopräferenz von Banken bis heute zum ‚Pump-Priming‘ nutzen, d.h. eine Stärkung der Kapitalbasis durch Senkung kurzfristiger Zentralbankzinsen und entsprechend höhere Fristentransformationsgewinne herbeiführen. Es liegt also nahe, die Eigenkapitalanforderungen der Banken dadurch zu erhöhen, daß zumindest entsprechende zusätzliche Kapitalpositionen für Zins- und andere Markttrisiken eingeführt werden.
- Kapitalniveaus von Banken sollten sich im Bereich von mindestens 7-8% und darüber mit risk-based Differenzierung zu einem **Normal-Kapitalniveau von rd. 12-15%** einspielen, wobei die Mindestnutzung von Tier-2-Kapital zu beachten ist (s.o.)

Kapitalmarkt nutzen

- Aufgrund der hohen potentiellen Verluste **sollten Liquiditäts- und Zinsrisiken** möglichst weitgehend aus den Bankbilanzen **auf** die Kapitalmärkte, d.h. **institutionelle Anleger und Risikofonds, verlagert werden**.
 - Ein Idealbild hier gibt das dänische Hypothekenfinanzierungssystem ab, bei dem Pensionsfonds und Versicherungen beide Risiken übernehmen während das Kreditrisiko anreizkompatibel bei den Hypothekarkreditinstituten verbleibt. Dänische Hypothekarkreditgeber sind im Gegensatz zu deutschen Pfandbriefemittenten, die ihre Schulden auch in krisenhaften Marktlagen überrollen müssen, stets liquide.

¹⁶ Zum Vergleich: die von Basel II losgelöste Regulierung von Fannie Mae und Freddie Mac fokussiert fast ausschließlich auf Zinsrisiken und nimmt einen pauschalen Kapitalaufschlag für operationale Risiken.

- Dies gilt auch für das zur Frühwarnung und automatischen Tier-1-Konvertierung einzusetzende **Tier-2-Kapital bzw. analoge Kreditsicherungsprodukte** wie Kreditausfallswaps (CDS). Investieren in diese Hochzins-Hochrisiko-Produkte sollten jedoch nicht institutionelle Anleger, sondern ausschließlich **Risikofonds**. Deutschland sollte in diesem Zusammenhang zur Kenntnis nehmen, daß auch der deutsche Bankenmarkt nicht auf derartige Institute verzichten kann – ein Beispiel ist die unsachliche Hedge Fonds-Debatte. Voraussetzung ist, daß diese hoch kapitalisiert sind und nicht – wie in der Vergangenheit – durch Bankenkredite aufgeblasen (1995-1998 LTCM, 2005-2007 Hedge-Fonds-Blase).
- Der private Kapitalmarkt wird ohne eine grundlegende **Reform der Türöffner Ratingagenturen** nur langsam erholen. Die Angst vieler Regierungen vor Herabstufungen während der Krise ist hier ein denkbar schlechter Ratgeber. Ratingagenturen sollten nur dem Investor, und niemandem sonst, verpflichtet sein – sowohl finanziell als auch zivilrechtlich. Institutionelle Investoren, Banken und Aufsichtsbehörden müssen verpflichtet werden, sich nicht alleine auf Ratings zu verlassen und für die Investitionen, die sie tätigen bzw. überwachen, entsprechende Analysekapazitäten vorzuhalten.

Fehlanreize bekämpfen

- Kernpunkt von verbesserten **Managementanreizen** sollten Verpflichtung zur Langfriststrategie, Verlustteilhabe und Verhinderung verdeckter Gewinnausschüttungen sein. Ein Gesetzentwurf in diesen Richtungen liegt dem Bundestag vor. Es fehlen wichtige Punkte wie elektronische Hauptversammlung und Abstimmungspflichten der Eigentümer über Vergütungen.
- **Risikoverflechtung**: der entscheidende Punkt hier sind **nicht Landkarten**, deren zuverlässige Erstellung durch Interessenvertreter verhindert werden wird (bzw. bereits derzeit verhindert wird), **sondern eine klare Trennung von Banken und Versicherungen als Niedrig-Risiko-Institute mit hohem Fremdfinanzierungshebel einerseits und Fonds als Hoch-Risiko-Institute mit niedrigem (oder ohne) Fremdfinanzierungshebel** andererseits. Diese Trennung sollte mit allen aufsichtsrechtlichen, bankrechtlichen und auch strafrechtlichen Mitteln sichergestellt werden.
- Saubere **Bewertungsverfahren** von Bankaktiva sollten im internationalen Konsens durchgesetzt werden. Es kann z.B. nicht sein, daß eine Bank, die in einer Hausfinanzierung ein hohes Verlustrisiko hält, dabei jedoch keine Gewinnchance hat, eine Marktbewertung eines Investors als Grundlage der eigenen Bewertung heranzieht. Hier hat Deutschland aus historischen Gründen gute Verfahren (Beleihungswert).

Aufsichtsreform: raus aus der Politisierung, FDIC-Modell

Bei BAFIN und Bundesbank herrschen die auch für andere Finanzmarktregulierer **weltweit typischen Probleme** von politischer Einflußnahme, Zersplitterung, Unterfinanzierung und Überbürokratisierung vor.¹⁷ Was Deutschland vielleicht international unterscheidet ist der wohl unumstößliche Glaube hierzulande vom lauterem und nahezu omnipotenten Staat, dessen vereidigte Beamte nur die richtigen Gesetze brauchen,

¹⁷ Dazu z.B. Donzé, S. 2008. "Achieving Credibility: Bank Supervisor Independence and Bank Soundness in Industrial Countries". Doktorarbeit. London School of Economics. Department of International Relations. Deutschland erscheint hier beim Kriterium politische Abhängigkeit im unteren Drittel der analysierten Aufsichtsinstitutionen.

um zukünftige Krisen zu verhindern. Dies mündet dann regelmäßig im Vorwurf des ‚Versagens‘ der Bankenaufsicht, auch in den Fällen, in denen ihre Arbeit durch politische Interventionen massiv erschwert wurde.¹⁸

Eine derartige **Massierung naiver Vorstellungen zur Finanzmarktaufsicht** trifft man ausserhalb Deutschlands nur noch selten an. Sie **negiert vollkommen den politischen Kontext der Bankenaufsicht** wie die Koalitionen zwischen Politik und Finanzwirtschaft zur Stärkung zweit- und dritrangiger Bankenstandorte und zur Verhinderung von Marktausstieg, oder den Willen zum autonomen Kapitalexpert bis hin zur Spekulation. Sie **verhindert auch eine Auseinandersetzung mit den Grundproblemen der Aufseher** auf deren Institutionenebene:

- **Politisierung:** ausgerechnet mitten in der Finanzkrise brach der alte SPD-CDU-Streit um BAFIN vs. Bundesbank als Aufseher wieder voll aus und der schwarze Peter in Konfliktfällen wie SachsenLB oder IKB zwischen beiden Institutionen wurde sich gegenseitig in die Schuhe geschoben. Die Politisierung hatte beide Institutionen bereits zuvor stark geschwächt – durch politische Postenbesetzungen - im Falle der Bundesbank war die Spitze der Abteilung 2006 mit einem Juristen ohne tiefgreifende Finanzmarktkenntnisse besetzt worden -, durch Kappung von wichtigen Funktionen, wie der säulenübergreifenden Finanzmarktanalyseabteilung, die ursprünglich für die BAFIN vorgesehen waren, durch die Herabstufung des BAFIN-Chefs Sanio aus einer Leitungs- zu einer Präsidialfunktion als Ergebnis eines grosskoalitionären Kuhhandels. Die Politisierung weiter Teile des Finanzsystems bewirkt auch immer wieder gezielte direkte Interventionen gegen Aktivitäten der Aufsicht.
- Institutionell zersplitterte Bankenaufsicht bedeutet auch **zersplitterte Informationsbasis**, dies ist in Zeiten von globalen Märkten nicht mehr zeitgemäß. Der Sitz einer Institution ist weniger wichtig als die konsequente Zusammenführung der Informationsfunktionen. Die stets auftretenden institutionellen Egoismen sprechen für *eine* Aufsichtsinstiution in Deutschland.
- Auch sollte die **Zentralbank** nicht direkt in bankaufsichtsrechtliche Prozesse eingebunden werden, sondern sich auf den **makroprudentiellen Bereich** beschränken. Hier wird die EZB in Zukunft durch das de-Larosière Konzept einen erheblichen Befugniszuwachs erleben. Das de-Larosière-Konzept läßt sich problemlos auf die deutsche nationale Ebene übertragen.
- **Unterfinanzierung** der Bankenaufsicht ist ein weltweites Problem und in Deutschland durch Lobbyismus der Banken (und der ihre Interessen vertretenden Politiker) nicht weniger virulent. Ein personeller Wechsel zwischen Aufsicht und Banken muß möglich sein, allerdings mit Mindestfristen und aus einem weniger hohen Gehaltsgefälle heraus. Dies spricht ebenfalls für eine einzige, deutlich besser finanzierte Institution – kein Luxus angesichts der hohen Steuerzahlerverluste der deutschen Finanzkrise. Auslagerung von Prüfungen zu Wirtschaftsprüfern sollten z.T. rückgängig gemacht werden, ebenso wie Auslagerung von Kreditrisikoeinschätzungen an Ratingagenturen.
- **Überbürokratisierung:** BAFIN/Bundesbank und die von ihnen beaufsichtigten Institute drohen durch Überbürokratisierung des gesamten Sektors zu KWG- bzw. Basel I/II-Anwendungsmaschinen zu werden. Das Ergebnis sind Aktivitäten, die

¹⁸ So z.B. der deutsche EU-Kommissar G.Verheugen, der nach weitgehend stichhaltiger Analyse des von Deutschland durch die Landesbanken verschärften globalen Spekulationsproblems zu dem Schluß kommt, die deutsche Bankenaufsicht hätte deren Geschäfte verhindern können (Interview mit Süddeutsche Zeitung vom 18.5.2009).

als ‚pennywise‘ und ‚poundfoolish‘ angesehen werden müssen, und wichtige Instrumente ungenutzt lassen:

- Beispiel extreme deutsche Involvierung in SIV/ABCP, die von spanischen und italienischen Bankenaufscheidern für ihre Systeme schlicht untersagt wurden.
- Beispiel hohe Zinsrisiken von Universalbanken im deutschen Wohnungsbauhypothekarkreditgeschäft, das trotz Existenz des zweitältesten europäischen Pfandbriefsystems faktisch ausschließlich durch kurzfristige Einlagen refinanziert wird. Auch hier können Mindestanforderungen für das Kreditgeschäft und andere aufsichtsrechtliche Instrumente sofort greifen.
- Ein pikanter Aspekt in diesem Zusammenhang ist die o.a. Verhinderung der ‚vierten‘ Säule der BAFIN, die sich mit mikroprudentiellen Grundsatzfragen der Aufsicht hätte auseinandersetzen sollen und derartige Marktfehlentwicklungen sicher thematisiert hätte.

Ein zumindest teilweiser Ausweg aus dem deutschen Dilemma ist das **FDIC-Modell (US-Einlagensicherer)**, d.h. eine bankaufsichtliche Institution in einer Kombination mit einer Versicherung. Dies verbindet umfassende aufsichts- und finanzielle Sicherungskompetenz mit einem hohen Grad von Unabhängigkeit von politischen Interessen.

- o Die deutsche Einlagen(rück)sicherung durch den Staat muß ohnehin konzeptionell, finanziell und institutionell neu ausgerichtet werden. Ein **kapitalisierter Einlagensicherungsfonds**, der eine Rückversicherung der privaten/Gruppen-Mezzanine-Sicherungsfonds schafft und diese überwacht, bietet die beste Gewähr für hohe Glaubwürdigkeit bei den Anlegern in Bankkapital und schafft dem Staat gleichzeitig finanzielle Handlungsfähigkeit in Krisenzeiten ohne Notwendigkeit von Gesetzesänderungen oder ad-hoc-Entscheidungen mit hoher finanzieller Tragweite. Da die Institution ständig dem Parlament berichtet, ist höhere Transparenz gewährleistet als im gegenwärtigen deutschen Küchenkabinetmodell.
- o Erst die **Verbindung mit finanzieller Potenz macht auch die mikroprudentiellen und Aufsichtsfunktionen voll glaubwürdig**. Der Stab der FDIC wird vom Management in den USA wegen seines Versicherungshintergrunds als qualitativ gleichwertig angesehen – die personelle Fluktuation geht in beide Richtungen. Die **Versicherungsbedingungen garantieren weitreichende Offenlegungspflichten** an dieselbe Institution. Wegen der direkteren finanziellen Beziehung sind auch die **Maßnahmen der FDIC praxisorientierter** – z.B. kann ein Verbot von Kampfzinsen risikoreicher Banken ausgesprochen werden, daß den Einlagenfischzug Islands in Deutschland verhindert hätte.

3. Finanzinstitutionenreform: Sparkassen- und Pfandbriefreform vorrangig

Die Darstellung hier ist ebenfalls kursorisch – der Autor möchte jedoch auf den vorrangigen Reformbedarf beim Regionalbankensystem Sparkassen (Landesbanken) und Pfandbriefinstituten hinweisen, deren Funktionsuntüchtigkeit an zentraler Stelle für die deutsche Finanzkrise verantwortlich war. Auch andere Institute, z.B. KfW, private Einlagensicherung (s.o. FDIC-Modelldiskussion), benötigen dringende Reformen.

Sparkassenreform

- Erinnerte man den DSGV in der Vergangenheit gelegentlich an die **spanischen und französischen Sparkassenreformen** der 80er und 90er Jahre, oder auch nur an die jüngeren Erfolge des deutschen genossenschaftlichen Systems bei der Errichtung von spitzeninstitutlichen (Apex-) Funktionen, so bekam man in der Regel Antworten im Stile eines Kurt Hagers. DSGV und grosse Sparkassen lieferten sich hinter den Kulissen erbitterte Machtkämpfe, bei denen zentrale Fragen des Systems, wie Regionalprinzip (durchbrochen durch zahlreiche unkoordinierte Aktionen, wie z.B. der Aufbau der DKB durch BayernLB zur nationalen Direktbank mit hohen Marktanteilen im Privatkundengeschäft), oder vertikale Integration mit Landesbanken, oder gemeinsame Apex-Funktionen auf der Strecke blieben. Nach dem auch für die Sparkassen bilanziell trotz aller Rettungsaktionen katastrophalen Fehlschlag der Landesbanken scheint sich die Interessenlage auszudifferenzieren. Nie war der **Zeitpunkt für eine Reform** des **Systemprinzips** der Sparkassenreform sollten das bereits im genossenschaftlichen Sektor praktizierte **2-Ebenenmodell** und ihre **Fokussierung auf das Lokal- bzw. Sozialbanking** als quid-pro-quo für Elemente staatlicher Förderung sein.
 - Ein 2-Ebenenmodell in Analogie zu den deutschen Genossenschaften – in Analogie zur französischen Sparkassenreform von 1999 - erlaubt den Landesbanken ein Überleben, auch in dezentraler Form (ideal sind aber nicht 8, sondern eher 2-3 Banken). Bisher führen diese Banken kaum echte spitzeninstitutliche (Apex-) Funktionen aus, wie z.B. Hypothekenrefinanzierung/Pfandbriefemission, Swaps, und gezielte Investmentbankingaktivitäten. Die Schaffung dieser Funktionen erfordert einen Neuaufbau des Geschäftsmodells.

Das Konzept vertikal integrierter Sparkassen (womöglich mit internationalem Geschäft, siehe H.W. Sinn-Vorschlag) dürfte ebenso in neuen Krisen enden wie bei den ‚Vorbildern‘ Swedbank, Erste Bank, Unicredit usw (so, wie es bei LBBW bereits die faktische Insolvenz nicht verhindert hat). Hier sind wichtige Strukturfragen auf europäischer Ebene zu klären, die bisher auf Lobbydruck hin unbeantwortet blieben.
 - Ist die Frage der Struktur- und Geschäftskreiskonzentration zufriedenstellend gelöst, so erachtet der Autor die ordnungspolitische Frage des Eigentums als von untergeordneter Bedeutung. Klare quid-pro-quo-Vorgaben – Beispiel US Community Reinvestment Act – sollten jedoch für eine staatliche Unterstützung vorgeben werden, und sei es allein, um den Wettbewerb mit den Genossenschaften fairer zu gestalten. Die bisherige Mandatskontrolle der Sparkassen durch die Länderfinanzministerien muss in diesem Zusammenhang als dysfunktional und interessengetrieben bezeichnet werden.

Neuaufstellung des Pfandbriefsystems

- Jährliche Runden von Pfandbriefreformen haben sich darauf konzentriert, die **Sicherheit für die Pfandbriefgläubiger im Sinne der Ratingagenturen** zu verbessern. Übersehen wurde dabei leider, daß ständig verbesserte Überdeckungen zugunsten der Pfandbriefgläubiger („bis an die Grenze des verfassungsrechtlich Zulässigen“, Zitat eines VdP-Insiders) bei gleich bleibenden Aktivaqualitätsstandards eine verschlechterte Situation der ungesicherten und Nachranggläubiger mit sich bringen.

- Dieses Vorgehen hat die Wahrscheinlichkeit von Runs schlecht gesicherter Insider, wie er auf die HRE im Sommer/Frühherbst 2008 stattfand - mit dem Ergebnis der Intervention des Bundes, drastisch erhöht.

Nachdem das Ende dieser Fahnenstange nun erreicht ist, schlagen die **Ratingagenturen** den Gegenkurs ein und **fordern indirekte Staatsgarantien**. Der deutsche Staat verschlimmert die Lage des Pfandbriefsystems zusätzlich mit den de-facto-Verstaatlichungen von HRE und Eurohypo (Fusion zu erwarten, falls sich, wie zu erwarten, kein Eurohypo-Käufer findet) anstelle einer insolvenzrechtlich sauberen Lösung (s.o.).

- o Das **Pfandbriefsystem muss von Grund auf neu konstruiert werden**. Kernelemente sind klare Insolvenzregeln, volle Aktivatransparenz (offenbar ein Problem im Fall HRE, s.o.), Wiedereinbeziehung risikoarmer Aktiva (das Instrument wird für den Wohnungsbaukredit an Privatkunden faktisch nicht genutzt), Ausdifferenzierung nach Liquiditäts- und Zinsrisiko (dänisches Vorbild von MBS-artigen Pfandbriefen und Portfolio-Pfandbriefen) und klaren Regeln der Nutzung im Universalbankenmodell.

Die **Nutzung des Pfandbriefs** muss insgesamt **durch Regeln zu Zins- und Liquiditätsrisiken in Bankbilanzen verstärkt** werden. Deutschland sollte auch erwägen, das dänische Modell einer Teilverbriefung durch Pfandbriefe ohne Liquiditäts- und Zinsrisiken für die emittierende Bank zu adaptieren. Entsprechende regulatorische Differenzierungen zum derzeit emittierten Pfandbrief (Portfoliomodell) würden die Risikounterschiede aus Sicht der emittierenden Bank ausgleichen.

4. Veränderung der Anreizstrukturen in Staat und Politik

Deutschland steht mit seinen Verlusten in der Finanzkrise keineswegs alleine da und ist in einigen Aspekten – v.a. aufgrund seiner Größe (z.B. Bankverbindlichkeiten/Wirtschaftsleistung), z.T. Historie (Pfandbrief statt Verbriefungsmarkt) - besser aufgestellt als seine Nachbarländer. **Einmalig ist aber die Konsequenz, mit der in Deutschland gegen die Interessen von Finanzmarktstabilität und Steuerzahlern vorgegangen wurde und wird**; einmalig ist ferner – v.a. im Vergleich zum angelsächsischen Raum - die **Unterdrückung jeder öffentlichen Debatte zur politischen Verantwortung für die Krise**, das **Ausmass von Ablenkungsmanövern** (von der medialen Managerverhaftungsburleske über den Indianer-Kavallerie-Schwank bis zur Hedge-Fonds-Groteske¹⁹ - oben war von Tragödien die Rede), das mit dieser Strategie einhergehende **Entziehen zentraler Informationen für Allgemeinheit und Fachöffentlichkeit** sowie die **faktische Entmachtung dieses Parlaments**.

Die Massenvernichtung von Steuergeldern v.a. in den USA durch die **Mithilfe, Nachlässigkeit und Befangenheit der deutschen Politik** und des von ihr kontrollierten Staates sprengt alle historischen Dimensionen der Nachkriegszeit. Das Beispiel Bankgesellschaft Berlin (BGB) zeigt die Dimensionen der folgenden **schweren politischen Verwerfungen**, in einem vergleichsweise kleinen Skandal. Bei der BGB fielen die

¹⁹ Den Protagonisten in Deutschland sei die Lektüre der einschlägigen BIZ-Berichte empfohlen, die klar geringere Hebel von Hedge Fonds gegenüber Banken belegen. Der Bereich ist nicht problemlos und sollte sicher Teil einer globalen Reregulierungsstrategie sein – das kann keine Entschuldigung für das Ausmass der Polemik sein, gerichtet ausschliesslich gegen ausländische Finanzzentren, mit der die Debatte geführt wird. Offenbar verwechseln einige Teilnehmer auch Hedge Fonds, die i.W. mathematische Arbitrage-Strategien zur Ausnutzung von Fehlpreisen am Markt fahren – eine für den Markt wichtige Funktion, mit Private Equity Funds, die z.T. fragwürdige Unternehmensübernahme-strategien verfolgt haben.

Gegenwerte der Finanzierungen übrigens wenigstens im eigenen Land an. Wenn die deutsche Politik mit ihrem Krisen-Management-Mix von Intransparenz, Ablenkungsmanövern und Bedienung einzelner Lobbyinteressen so weitermacht, wird es zu weit dramatischere Verwerfungen als im Berliner Fall kommen.

Um den oben skizzierten Finanzmarktreformen eine minimale Erfolgsaussicht zu geben, braucht Deutschland einen Ansatz, **der die Lobbyinteressen** – damit sind private wie staatliche Institute gemeint - **und ihre Verflechtungen mit der Politik nachhaltig schwächt und eine Wiederholung unwahrscheinlicher macht.** Neben v.a. Insolvenz-, Sparkassen/Landesbanken- und Aufsichtsreform sind dies die folgenden Punkte:

- **Stärkung von Parlaments- und Steuerzahlerrechten:** das Auftraggeber-Auftragnehmer („principal-agent“-)Problem der Kontrolle der Steuerzahler über die Parlamente, und deren Kontrolle über die Regierenden ist im Fall der deutschen Finanzkrise offenbart nicht gelöst worden. Von der mangelnden Repräsentativität der Zusammensetzung des Parlamentes selbst über die zahlreichen Verstöße von Grundprinzipien von Transparenz und Offenheit durch geheime Ausschüsse und Sonderausschüsse bis zur verfassungsrechtlich fragwürdigen Entmachtung des Haushaltsausschusses gibt es eine durchgehende Kette des Versagens der demokratischen Kontrolle.
- **Parteienfinanzierung:** ein Mitgrund für die deutsche Krise ist die indirekte Parteienfinanzierungsfunktion von Sparkassen und Landesbanken – diese haben üblicherweise etwa doppelt so viele Verwaltungsratposten wie private Unternehmen. Oft werden diese Mandate als politische Posten nicht mit ausreichender Sorgfalt wahrgenommen. Muß betont werden, daß es für den Steuerzahler weniger extrem teure Formen der Parteienfinanzierung gibt? Das Problem scheint inzwischen im Ansatz erkannt worden sein, wie die Diskussion um Mindestanforderungen an Verwaltungsratsmitglieder zeigt.
- **Kommunal- und Länderfinanzierung:** der Staat darf mit Steuergeldern außerhalb von Krisenzeiten keine hohen Risiken eingehen und nicht spekulieren. Ein autonomer Kapitalexpert in das Ausland darf ohne demokratische Legitimierung nicht stattfinden. Die Landesbanken hatten durch hohe Gewinne ihrer risikoreichen Anlagestrategie Kommunen und Länder von der Notwendigkeit der autonomen Verbesserung ihrer Finanzlage entlastet, um den Preis extremer Risiken. Eine Analogie zum Landesbankenthema auf kommunaler Ebene sind Ratchet Zins-Ladder-Swaps und andere von Investmentbanken vertriebene Produkte, die hohe Verluste bewirken können. Eine effektive Kommunalaufsicht durch die Länder findet offenbar nicht statt, ebensowenig wie eine effektive Kontrolle der Länder durch den schlußendlichen Haftungsgeber Bund.
Eine Alternative zum **fehlgeschlagenen deutschen öffentlichen Haftungssystem**, die Interessenkonflikte minimiert und das Thema öffentliche Finanzierung depolitisiert, wäre ein explizites Versicherungssystem nach US-Vorbild (in Zukunft ws. mit bundesstaatlicher Rücksicherung privater Versicherungen; diese könnten ggf. auch in Landesregie aufgestellt werden).
- **Strafrecht als effektivste Form der Verhaltenskontrolle:** Grundannahme für Erfolg von Reformvorschlägen ist, daß die Demokratie in der Lage ist, sich zumindest *nach* einem Finanzskandal vom Lobbyismus selbst zu reinigen. Beispiele sind Regierungsrücktritte von Island bis Thailand. In Deutschland klebt man stattdessen an den Posten; bis heute tragen so für die Brüsseler Erklärung Verantwort-

liche zentrale Verantwortung – so in der Bundesregierung und bei SoFFin. Nur einer der fünf Verhandlungsführer – der ehemalige bayerische Finanzminister Falthäuser – hat es für nötig befunden, sich beim Steuerzahler zu entschuldigen. Entschuldigungen sind angesichts der Größe des Skandals zu wenig: es kann nicht sein, daß schwerste Amtspflichtsverletzungen im Umgang mit Steuergeld, und seien sie auch im guten Glauben erfolgt, was durchaus nicht grundsätzlich anzunehmen ist, vollständig ungesühnt bleiben, während die Jagd auf kleine und grosse Steuersünder ständig verschärft wird. Mit dieser **Nachlässigkeit gegenüber öffentlichen Funktionsträgern** ist die Wiederholung der deutschen Finanzkrise vorprogrammiert. Möglichkeiten im Strafrecht scheint es z.B. im Bereich der Konkretisierung des Untreueparagrafen, einschließlich seiner Verjährungsfristen zu geben. Bezeichnend ist, daß mit dem ehemaligen Berliner Politiker Landowsky bisher in Deutschland nur ein an zentraler Funktion in ein einem Landesbankenskandal aktiv Beteiligter vor Gericht gestellt wurde.

Der Autor ist weder Verfassungs- noch Strafrechtsexperte; ihm scheint jedoch die einschlägige von Juristen verfaßte Literatur in diesem Bereich bereits ausreichende Empfehlungen für Reformen zu geben.²⁰

Die zentrale Frage ist: wann, wenn nicht jetzt, handelt der Souverän?

Berlin, 25.5.2009

²⁰

Als Beispiel sei Hans-Herbert von Arnim's "Die Deutschlandakte", Bertelsmann, 2008, genannt.