

Christian Kirchner

# Wege aus der internationalen Finanzmarktkrise

*Die internationale Finanzmarktkrise ist nicht nur das Produkt des Fehlverhaltens gieriger Manager und Banker. Sie ist das Ergebnis falscher Sanktions- und Anreizsysteme. Will man einen Ausweg aus der Krise finden, sind diese Fehler zu identifizieren (positive Analyse). In einer normativen Analyse sind Vorschläge für institutionelle Reformen zu erarbeiten. Dazu benötigt man einen methodischen Ansatz. Die Neue Institutionenökonomik erscheint dafür geeignet, da sie die Wirkungsweise von sanktionsbewehrten Regelungen untersucht.*

Fehler in der Bankenaufsicht haben zusammen mit Fehlern in internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS – International Financial Reporting Standards und US-GAAP – US Generally Accepted Accounting Principles)<sup>1</sup> die Finanzmarktkrise ausgelöst, besonders in ihrem Zusammenspiel. Dazu kamen Fehler in der Governancestruktur von Finanzinstituten und die mangelnde Regulierung von Rating-Agenturen. Der Schwerpunkt der hier angestellten Überlegungen soll bei der Bankenaufsicht und der Rechnungslegung liegen.

## Fehler in der Bankenaufsicht

Es lassen sich in der Bankenaufsicht vier Fehler identifizieren:

1. die Ermöglichung von Regulierungsarbitrage,
2. die Nichtberücksichtigung systemischer Risiken,
3. die Delegation der Risikoabschätzung hybrider Finanzinstrumente an Rating-Agenturen, die dabei einem Interessenkonflikt ausgesetzt waren,
4. fehlende Regelungen für Bankenrettungen.

Regulierungsarbitrage bedeutet, dass verschiedene Finanzinstitute einer unterschiedlichen Regulierung unterworfen werden und dieses von den Marktakteuren systematisch ausgenutzt wird. Das wird insbesondere relevant bei der Regulierung der Mindestanforderungen an das Eigenkapital (Eigenmittelregulierung). Es lohnt sich dann für die Marktakteure, das Risiko zu solchen Finanzinstituten zu verschieben, die einer weniger strengen Eigenmittelregulierung unterworfen sind. Unterliegen Geschäftsbanken, die Hypotheken-

darlehen vergeben, einer strengen Regulierung, dann setzt dies einen Anreiz, die betreffenden Kredite zu verbrieften und an solche Institute zu veräußern, die einer weniger strengen Regulierung unterworfen sind. Dies ist geschehen. Bei den kreditgebenden Instituten führt dies zu einem Problem des moralischen Risikos (Moral Hazard): Legen sie weniger strenge Maßstäbe an die Kreditvergabe an, so treffen die Folgen letztlich diejenigen, die hybride Finanzinstrumente erwerben, die aus Verbriefungstransaktionen hervorgegangen sind. Das Risiko wird wie der Schwarze Peter weitergegeben. Regulierungsarbitrage führt zu einer Kreditvergabe, die zu versteckten Kreditrisiken führt.

Wird nun die Risikoabschätzung Rating-Agenturen übertragen, die ihrerseits die Finanzinstitute bei Kreditverbriefungen beraten, führt der daraus resultierende Interessenkonflikt bei den Rating-Agenturen zu systematischen Ratingfehlern. Diese wiederum wirken sich auf das nach bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen zu berechnende Eigenkapital aus. Auch dies ist geschehen.

Regulierungsarbitrage hat zudem eine indirekte, meist übersehene Wirkung: Es profitieren die Akteure, die der geringsten Regulierung unterworfen sind; das sind die Hedgefonds. Diese können aufgrund ihrer attraktiven Geschäftsmodelle ihren Managern sehr attraktive Anreizprogramme bieten, die auf kurzfristige Gewinnerzielung ausgerichtet sind. Ist das Angebot an qualifizierten Managern knapp und konkurrieren Geschäfts- und Investmentbanken mit Hedgefonds um Manager, sind die letzteren dem Druck ausge-

<sup>1</sup> Heute ist die korrekte Terminologie eigentlich „internationale Finanzberichterstattungsstandards“. Doch hat der europäische Gesetzgeber in der International-Accounting-Standards-(IAS)-Verordnung den Begriff „internationale Rechnungsstandards“ für International Financial Reporting Standards (IFRS), IAS und die damit verbundenen Auslegungen (Standing-Interpretations-Committee-(SIC)/International-Financial-Reporting-Interpretations-Committee-(IFRIC)-Interpretationen) verwendet. Deshalb ist im Folgenden von „internationalen Rechnungslegungsstandards“ die Rede.

*Prof. Dr. Dr. Christian Kirchner, 65, ist Inhaber des Lehrstuhls für deutsches, europäisches und internationales Zivil- und Wirtschaftsrecht und Institutionenökonomik an der Humboldt-Universität zu Berlin.*

setzt, interessante Bonusprogramme anzubieten, die ebenfalls auf kurzfristige Gewinne setzen. Dies ist geschehen. Das wiederum setzte einen Anreiz für die betreffenden Manager, kurzfristige Gewinne zu erwirtschaften, auch wenn diese sich nur aus Aufwertungen von Aktiva aufgrund von steigenden Marktwerten ergeben. Es handelt sich dann um Gewinne, die noch nicht realisiert sind, aber sich dennoch in der Bilanz und gegebenenfalls in der Quartalsberichterstattung niederschlagen.

Zu kurzfristigen Höherbewertungen von Vermögenswerten kommt es insbesondere dann, wenn diese mit dem „beizulegenden Zeitwert“ (Fair Value) bewertet werden, wie dies im internationalen Rechnungslegungsstandard IAS 39 und im US-amerikanischen SFAS 157 für Finanzinstrumente vorgesehen ist. Man spricht auch von Bewertung zum Marktwert (Mark-to-Market). Es ergibt sich sogar ein Anreiz, auf die Marktwerte einzuwirken, um von den Marktwertsteigerungen in Gestalt höherer Bonuszahlungen zu profitieren. Die Ermöglichung von Regulierungsarbitrage erweist sich damit als ein schwerer Fehler im Regulierungsregime von Finanzmärkten.

Die Bankenaufsicht ist fokussiert auf das einzelne Finanzinstitut. Systemische Risiken werden bei einem solchen Ansatz nicht berücksichtigt. Solche Risiken im Finanzsektor liegen vor, wenn die Insolvenz eines Finanzinstituts zu erheblichen negativen Konsequenzen für andere Finanzinstitute führt. Dies wird insbesondere über den Interbankenmarkt vermittelt, in dem Finanzinstitute als Kreditgeber und -nehmer agieren. Das systemische Risiko wurde in der internationalen Finanzmarktkrise sichtbar, als eine systemrelevante US-Bank in die Insolvenz ging. Das war im Herbst 2008 mit der Insolvenz von Lehmann Brothers der Fall. Ein solcher Fall muss zu Schockwirkungen im Interbankenmarkt führen, da nunmehr die potentiellen Kreditgeber nicht wissen, ob die kreditnehmende Bank insolvent werden kann. Solange Bankbilanzen mit hybriden Finanzinstrumenten belastet sind, deren tatsächlicher Wert nicht zuverlässig ermittelt werden kann, da es keine Marktwerte gibt, bleibt es bei der Beeinträchtigung des Interbankenmarkts.

Die Rolle der Rating-Agenturen bei den Verbriefungstransaktionen war deshalb zu einem zentralen Problem geworden, weil die US-amerikanische Finanzmarktaufsichtsbehörde, die SEC (Securities and Exchange Commission), die Risikoabschätzung an Rating-Agenturen delegiert hatte. Für diese lohnte es sich, Finanzinstitute bei der Verbriefung von Hypothekenkrediten zu beraten. Ziel dieser Verbriefung war es, hybride Finanzmarktinstrumente mit einem guten Rating zu schaffen. Die Rating-Agenturen

verkauften also das Know-How für die richtige Verbriefung zusammen mit ihrem Rating der Papiere. In das Rating ging aber nur die Ausfallwahrscheinlichkeit zum Fälligkeitszeitpunkt der Kredite ein, nicht die Gefahr, dass der Markt für diese Papiere austrocknen könnte.

Für Bankenrettungen gab es in der Bankenaufsicht keine Regelungen. Das Problem erschien solange unbedeutend, wie man auf Einlagensicherungssysteme vertrauen konnte. Im Falle von systemischen Risiken änderte sich aber die Sachlage. Die systemrelevanten Finanzinstitute hatten nunmehr eine potentielle Drohung im Falle der Nichtrettung: Sie konnten das Finanzsystem gefährden, insbesondere den Interbankenmarkt, zugleich aber auch die Fähigkeit des Finanzsystems zur Kreditvergabe an die Realwirtschaft. Da die Rettung der betreffenden Finanzinstitute (Bail-out) mit hohen Kosten verbunden ist, war zu entscheiden, wer für diese Kosten aufzukommen hatte. Es war kein Wunder, dass es in einem internationalen Finanzsystem die Nationalstaaten waren, die als Retter in Frage kamen. Hier setzte nun ein Bankenrettungswettbewerb der Nationalstaaten ein. Das Kalkül war kein reines Kostenkalkül, sondern auch die Überlegung, dass die Banken, die in einer Aufschwungphase am ehesten wieder funktionsfähig würden, einen internationalen Wettbewerbsvorsprung hätten. In der Europäischen Union konnte ein solcher Wettbewerb der Nationalstaaten als Bankenretter noch einigermaßen kontrolliert werden, und zwar mit Hilfe der gemeinschaftsrechtlichen Regelungen zum Beihilferecht. International war der Wettbewerb voll entbrannt, ohne dass es dafür Regeln gäbe. Eine Restriktion war allerdings zu beachten: Staaten als Bankenretter liefen Gefahr, ihre eigene Kreditwürdigkeit zu gefährden.

### **Fehler in internationalen Rechnungslegungsstandards**

Die Bewertung von Finanzinstrumenten nach internationalen Rechnungslegungsstandards ist umstritten. Schon bei der Frage, ob der betreffende Standard, nämlich IAS 39, in europäisches Gemeinschaftsrecht übernommen werden sollte (Endorsement), schieden sich die Geister. Viele Akteure befürchteten, dass eine Bewertung von Finanzinstrumenten zu Marktpreisen zu einer hohen Volatilität der Bankbilanzen führen würde. Es wurde auch darauf hingewiesen, dass bei boomenden Märkten das Eigenkapital durch nicht realisierte Gewinne aufgebläht würde, bei einer Rezession es dann aber zu einer starken Schrumpfung des Eigenkapitals kommt. Damit würde eine hohe Prozyklizität erzeugt werden. Ungeachtet dieser Warnungen wurde IAS 39 dann 2005 in leicht modifizierter Form in das Gemeinschaftsrecht übernommen.

Das Problem der Rechnungslegung bei der Bewertung von Finanzinstrumenten erschöpft sich aber nicht in diesem Problem der Volatilität und Prozyklizität. Es liegt auch darin, dass bei einer Bewertung zum „beizulegenden Zeitwert“ (Fair Value) Unsicherheiten dann entstehen, wenn kein Marktwert existiert, die Märkte also weder aktiv noch liquide sind. Dann ist auf Bewertungsmodelle auszuweichen. Hier herrschen aber große Unsicherheiten. Denn letztlich geht es um Schätzungen des erwarteten Cash Flow aus den betreffenden Finanzinstrumenten und der Wahrscheinlichkeit einer Zahlung im Zeitpunkt der Fälligkeit. Die Annahmen sind jeweils mit erheblichen Unsicherheiten belastet.

### **Inkonsistenzen von Bankenaufsicht und internationalen Rechnungslegungsstandards**

Internationale Finanzmärkte unterliegen zwei Regulierungsansätzen, die unterschiedliche Zielsetzungen verfolgen. Während die Bankenaufsicht durch Mindestanforderungen an die Eigenkapitalausstattung von Finanzinstituten versucht, das moralische Risiko (Moral Hazard) zu begrenzen, setzt die Regulierung durch internationale Rechnungslegungsstandards an einer Verminderung von Informationsasymmetrien an. In beiden Systemen hat damit der Posten „Eigenkapital“ von Finanzinstituten eine andere Funktion. In der Bankenaufsicht soll ein normiertes Mindesteigenkapital das moralische Risiko beschränken. Internationale Rechnungslegungsstandards sollen entscheidungsnützliche Informationen für Akteure zur Verfügung stellen, die Transaktionen in Bezug auf die rechnungslegenden Unternehmen planen. Für sie ist die Position „Eigenkapital“ insofern von Interesse, als sie Rückschlüsse daraus ziehen können, ob das betreffende Unternehmen sich aktiv im Markt bewegen kann oder ob es von der Insolvenz bedroht ist.

Im Hinblick auf die Beseitigung der aufgezeigten Fehler sind insbesondere folgende vier Problembereiche angesprochen:

1. Beseitigung der Regulierungsarbitrage,
2. Berücksichtigung systemischer Risiken,
3. Abkoppelung des bankenaufsichtsrechtlichen Eigenkapitals vom IFRS-Eigenkapital,
4. Regeln für Bankenrettungen.

### **Beseitigung von Regulierungsarbitrage**

Beseitigung von Regulierungsarbitrage könnte entweder dadurch erfolgen, dass generell dereguliert wird, oder dadurch, dass die Regulierung für die Finanzinstitute angeglichen wird, die in denselben oder vergleichbaren Geschäftsfeldern tätig sind. Nun gibt es an der Wirksamkeit der Bankenregulierung durch

Mindesteigenkapitalvorschriften Kritik. Auf der anderen Seite besteht weitgehend Einigkeit, dass ohne solche Vorschriften das Problem des moralischen Risikos erheblich steigen würde.

Regulierungsarbitrage erlaubt es, die Rechtsform und Geschäftsform zu wählen, in der das moralische Risiko am wenigsten eingedämmt wird. Das ist ein gutes Argument für den Versuch, Regulierungsarbitrage zu minimieren. Nun sind aber die US-amerikanischen Investmentbanken, bei denen dieses moralische Risiko eine nicht unerhebliche Rolle gespielt hat, entweder aus dem Markt ausgeschieden oder sie haben sich unter das Dach von Geschäftsbanken begeben. Relevant ist das Problem der Regulierungsarbitrage heute in erster Linie bei Hedgefonds. Nun können sich off shore operierende Fonds relativ leicht der Regulierung entziehen. Dann taucht das Problem der durch Regulierung geschaffenen Wettbewerbsverzerrungen auf. Es ist deshalb vorgeschlagen worden, Hedgefonds indirekt zu regulieren, indem die Kreditvergabe seitens der Geschäftsbanken an die Fonds reguliert wird. Damit kann Einfluss darauf genommen werden, mit welchen Hebeln die Fonds arbeiten.

### **Berücksichtigung systemischer Risiken**

Das Problem der systemischen Risiken wird heute in erster Linie als eines einer europäischen Bankenaufsicht oder zumindest einer Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten der Europäischen Union gesehen. Im Vordergrund steht der Informationsaustausch zwischen diesen Behörden. Sie sollen in die Lage versetzt werden, systemische Risiken rechtzeitig zu erkennen, um entsprechende Maßnahmen ergreifen zu können. Nach dem Willen der Politik soll in Zukunft ein Europäischer Rat für Systemrisiken (ESRC – European Systemic Risk Council) ein Frühwarnsystem für systemische Risiken aufbauen und betreiben. Das Problem liegt darin, dass hier europäische Lösungen zu kurz greifen. Die Insolvenz von Lehmann Brothers im Oktober 2008 hat deutlich gemacht, dass es um internationale systemische Risiken geht. Ein europäisches Informationssystem ist gut, ein internationales wäre besser.

Neben dem Informationsproblem gibt es ein inhaltliches Problem, ob nämlich an systemrelevante Finanzinstitute höhere Mindesteigenkapitalanforderungen zu stellen wären als an andere Finanzinstitute. In diesen höheren Anforderungen wäre das zusätzliche Risiko, eben das Systemrisiko, abzubilden. Schließlich wird eine weitere Lösungsvariante ins Spiel gebracht, eine Zwangsaufteilung systemrelevanter Finanzinstitute. Dann wäre allerdings die Frage zu beantworten, wo die Grenzen liegen und wie viel Sachverstand bei denen,

die Aufteilungsentscheidungen zu treffen haben, vorliegen müsste.

### **Abkoppelung der bankenaufsichtsrechtlichen Eigenkapitalregulierung**

Das Zusammenwirken von Fehlern in internationalen Rechnungslegungsregelungen und der Bankenregulierung über Mindesteigenkapitalanforderungen war ein Faktor für die Verstärkung und rasche Ausbreitung der internationalen Finanzmarktkrise. Wird für die Eigenmittelregulierung auf das „Eigenkapital“ zurückgegriffen, das nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS oder US-GAAP) ermittelt worden ist, werden zwei miteinander nicht verträgliche Regulierungskonzepte vermengt. Will man dieses Problem lösen, muss man entweder passende Überleitungsregeln (Prudential Filters) entwickeln, wie Bilanzen, die der externen Finanzberichterstattung dienen, für Zwecke der Eigenmittelregulierung zu verändern sind; oder man muss die Bestimmung des bankenaufsichtsrechtlichen Eigenkapitals von der nach internationalen Rechnungslegungsstandards aufgestellten Bilanz loslösen (Abkoppelungsthese).

Überleitungsrechnungen (Prudential Filters) werden bereits heute für die Ermittlung des Eigenkapitals nach dem Basel-II-Akkord verwendet. Dieser Vorschlag des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist in europäisches Gemeinschaftsrecht in Gestalt der Eigenkapital-Richtlinie (Capital Requirement Directive – CDR) umgesetzt worden. Diese ist durch Novellierung der §§ 10 ff. KWG, die Solvabilitäts-Verordnung und die Großkredit- und Millionenkredit-Verordnung in deutsches Recht transformiert worden.

Die Überleitungsrechnungen zielen heute in erster Linie darauf ab, aus dem bankenaufsichtsrechtlichen Eigenkapital solche Erhöhungen herauszurechnen, die aus einer Höherbewertung von Aktiva zum beizulegenden Zeitwert resultieren. Es soll die Berücksichtigung nicht realisierter Gewinne verhindert werden. Das seitenverkehrte Problem eines möglicherweise zu niedrigen Ansatzes des Eigenkapitals infolge der Bewertung von Aktiva zum beizulegenden Zeitwert aufgrund sinkender Preise oder eines nicht aktiven und nicht liquiden Marktes wird nicht gelöst.

Es bleibt bei fallendem Wert von Finanzinstrumenten solange bei der starken Kontraktion des bankenaufsichtsrechtlichen Eigenkapitals, wie dieses auf internationalen Rechnungslegungsstandards aufbaut und in diesen das Problem der Anwendung der Bewertung zu beizulegenden Zeitwerten bei nicht aktiven und nicht liquiden Märkten nicht gelöst ist.

Man kann den Versuch unternehmen, das Problem innerhalb des Systems der internationalen Rechnungslegungsstandards provisorisch zu lösen, indem man Finanzinstituten gestattet, eine Umklassifizierung von Finanzinstrumenten vorzunehmen, um dann deren Bewertung zu fortgeführten Anschaffungswerten zu ermöglichen. Nachdem der IASB (International Accounting Standard Board) die entsprechenden Grundlagen im Oktober 2008 gelegt hatte, erließ die Europäische Gemeinschaft am 15. Oktober die Verordnung (EG) Nr. 1004/2008, in der die Umgliederung finanzieller Vermögenswerte ermöglicht wurde. Davon haben Finanzinstitute mittlerweile Gebrauch gemacht.

Das Problematische an der Lösung über Umklassifizierung besteht darin, dass nunmehr die Rechnungslegungsregelungen verändert werden, um ein akutes Problem der Bankenaufsicht zu lösen, damit aber zugleich neue Probleme in der Funktionsweise internationaler Rechnungslegungsstandards geschaffen werden. Die Informationen in der Rechnungslegung sind insofern falsch konzipiert, als es nicht um fortgeführte Anschaffungswerte gehen sollte, sondern um die Frage, welchen Wert die betreffenden Finanzinstrumente zum Zeitpunkt der Fälligkeit wohl haben werden und welche Zahlungen bis dahin geleistet werden. Es geht also nicht um Vergangenheits- sondern um Zukunftswerte. Diese Zukunftswerte wären dann zu korrigieren mit dem Faktor der Einbringungswahrscheinlichkeit. Dann bleibt fraglich, ob nicht getrennt vorgegangen werden sollte. Bei internationalen Rechnungslegungsstandards wäre das prinzipielle Problem anzugehen, wie Finanzinstrumente bei nicht aktiven und nicht liquiden Märkten zu bewerten sind. Im Rahmen der Bankenaufsicht wäre zu fragen, wie auf der Grundlage des zur Verfügung stehenden Datenmaterials das bankenaufsichtsrechtliche Eigenkapital zu ermitteln wäre. Ansatzpunkt muss die oben ins Spiel gebrachte Zukunftsbewertung sein. Da bei entsprechenden Bewertungsmodellen erhebliche Spielräume der Rechnungslegenden existieren, liegt hier die Überwachungsaufgabe bei der Bankenaufsicht.

### **Regeln für Bankenrettungen**

Bankenrettungsmaßnahmen sind geboten, wenn die volkswirtschaftlichen Kosten des Scheiterns eines systemrelevanten Finanzinstituts höher sind als die Aufwendungen für die Rettung. Wenn mit dem Scheitern eines Finanzinstitutes der gesamte Finanzsektor eines Landes in schwere Turbulenzen gerät, spricht dies für eine Rettungsaktion. Der kritische Punkt ist dabei nicht erst mit der Insolvenz erreicht, sondern schon bei der Entziehung der Banklizenz durch die Aufsichtsbehörde wegen Unterschreitens des Mindesteigenkapitals. Ein

derartiger Lizenzentzug wird in der Regel die Insolvenz nach sich ziehen.

Bankenrettung kann über die Passiv- oder die Aktivseite der Bilanz erfolgen. Eine Beteiligung des Staates an der betreffenden Bank hilft auf der Passivseite. Es können Wertverluste von Vermögenswerten auf der Aktivseite dann besser aufgefangen werden. Das erste Problem einer solchen Rettungsmaßnahme besteht in der Ungewissheit, wie schnell das zusätzliche Kapital aufgebraucht wird. Das zweite Problem besteht in den Auswirkungen einer staatlichen Beteiligung an Bankaufsichtsgremien auf die Qualität der Unternehmensführung. In der Vergangenheit haben sich die Finanzinstitute, in denen der Staat die Geschäftsführung kontrollierte – etwa im Bereich der Landesbanken –, nicht durch eine besonders gute Qualität der Unternehmensführung ausgezeichnet.

Hilfen auf der Aktivseite können entweder in staatlichen Garantien für gefährdete Vermögenswerte bestehen. Oder es kann Hilfe bei der Auslagerung solcher Vermögenswerte geleistet werden, bei denen der Buchwert erheblich vom Marktwert abweicht, oder bei denen wegen Fehlens eines aktiven und liquiden Marktes kein Marktwert existiert, aber dennoch ein positiver Buchwert angesetzt wird. Man spricht dann von toxischen Papieren. Sie sind deshalb vergiftet, weil mit Wertberichtigungen auf diese Vermögenswerte das Eigenkapital vernichtet werden kann.

Ein Sonderproblem stellt die Rettung von Landesbanken dar, soweit aus deren Bilanzen nicht lediglich toxische Finanzinstrumente ausgelagert werden sollen, sondern eine Auslagerung ganzer Geschäftsbereiche vorgesehen ist. Im Ergebnis soll dann eine gesunde Restlandesbank entstehen, die ein zukunftsfähiges Geschäftsmodell entwickeln kann.

Eine Auslagerung von toxischen Papieren bringt mehrere Probleme mit sich:

1. Werden sie in eine Auffangzweckgesellschaft ausgelagert, und benötigt diese Gesellschaft ihrerseits eine Banklizenz, ist diese Gesellschaft mit demselben Problem konfrontiert wie zuvor die Gesellschaft, welche die Papiere ausgelagert hat.
2. Es ist zu bestimmen, zu welchem Wertansatz die toxischen Papiere ausgelagert werden sollen, d.h. zu welchen Werten sie in der Bilanz der Auffangzweckgesellschaft zu verbuchen sind.
3. Es ist sicherzustellen, dass die Bewertung der übernommenen Vermögenswerte in der Bilanz der Auffangzweckgesellschaft nicht zum beizulegenden Zeitwert zu erfolgen hat. Wäre das der Fall, könnte die Gesellschaft sehr schnell insolvent werden.

4. Es ist zu klären, wie sich die Auffangzweckgesellschaft finanziert und durch welche Positionen die ausgelagerten Vermögenswerte in der Bilanz der auslagernden Gesellschaft ersetzt werden.

5. Soll die Auffangzweckgesellschaft die betreffenden Papiere entweder bis zur Fälligkeit halten oder im Fall, dass es wieder einen aktiven und liquiden Markt gibt, diese veräußern, ist zu klären, wie mit dem verbleibenden Überschuss (positive oder negativ) der Auffangzweckgesellschaft umzugehen ist, der bei ihrer Auflösung anfällt. Es ist denkbar, dass diese einen positiven Überschuss erwirtschaftet, wenn sich die Prognosen im Zeitpunkt der Auslagerung als zu pessimistisch erwiesen haben. Es kann aber auch der Fall sein, dass am Ende ein Verlust auszugleichen ist.

### **Abwicklungsgesellschaft**

Eine Abwicklungsgesellschaft betreibt kein Bankgeschäft. Das Problem einer Banklizenz taucht dann nicht auf. Das Problem der anfänglichen Bewertung stellt sich sowohl für die auslagernde wie für die aufnehmende Gesellschaft. Erfolgt der Wertansatz unter dem Buchwert, zu dem die Papiere bisher in der Bilanz der auslagernden Gesellschaft gestanden haben, wird diese durch die Auslagerung der Papiere möglicherweise schwer belastet. Im Augenblick der Auslagerung würde deren Eigenkapital um die betreffende Differenz verkürzt. Dann besteht die Gefahr, dass das bankenaufsichtsrechtliche Mindesteigenkapital unterschritten wird. Werden die Vermögenswerte in der Auffanggesellschaft mit dem Buchwert bewertet, der in der Bilanz der auslagernden Gesellschaft angesetzt war, ist entscheidend, wieweit durch bereits vorgenommene Wertberichtigungen dieser Buchwert bereits in der Vergangenheit korrigiert worden war. Gesellschaften, die bisher Wertberichtigungen ganz oder weitgehend vermieden haben (etwa durch die im Oktober 2008 rückwirkend auf den 1. Juli 2008 erlaubten Umklassifizierungen) profitieren nun von dieser Zurückhaltung. Gesellschaften, die hingegen im großen Stile Wertberichtigungen vorgenommen haben, werden dafür jetzt bestraft. Hier wird ein moralisches Risiko (Moral Hazard) geschaffen, wenn Finanzinstitute in Zukunft davon ausgehen können, dann belohnt zu werden, wenn sie einen Wertberichtigungsbedarf bei toxischen Papieren so lange wie möglich vor sich herschieben.

Eine Bewertung von Finanzinstrumenten zum beizulegenden Zeitwert ist heute dann geboten, wenn es um eine Bewertung in der Konzernbilanz einer kapitalmarktorientierten Gesellschaft geht. Es ist nicht anzunehmen, dass eine Auffangzweckgesellschaft eine solche Konzernbilanz aufzustellen hat. Das Problem

taucht aber auch dann auf, wenn sie ihrerseits in der Konzernbilanz der auslagernden Gesellschaft zu konsolidieren ist. Eine solche Konsolidierung ist nach dem Control-Prinzip geboten, wenn die auslagernde Gesellschaft die Auffangzweckgesellschaft kontrolliert. Davon ist auszugehen. Also kommt es dann darauf an, wie die ausgelagerten Vermögenswerte zu bewerten sind, wenn die Zweckgesellschaft diese auf absehbare Zeit oder bis zum Fälligkeitszeitpunkt zu halten gedenkt. Hier steht nicht das Problem der Umklassifizierung zur Diskussion. Es geht um die erste Bewertung der von der auslagernden Gesellschaft übernommenen Vermögenswerte. Nach IAS 39 ist für Finanzinstrumente, die auf Dauer – gegebenenfalls bis zur Fälligkeit – gehalten werden sollen, die Bewertung zum beizulegenden Zeitwert nicht vorgeschrieben. Was hier in Wahrheit getan wird, ist eine Art „Umklassifizierung“ im Konzern, die dadurch vorgenommen wird, dass die betreffenden Vermögenswerte auf eine neue Konzernuntergesellschaft übertragen werden. Betrachtete man den Konzern als Einheit, ist dieser Vorgang einer Umklassifizierung in der Bilanz der auslagernden Gesellschaft vergleichbar. Nach den internationalen Rechnungslegungsstandards ist dies aber zulässig.

Die Finanzierung der Vermögenswerte in der Bilanz der Auffangzweckgesellschaft ist über zwei Wege möglich. Die auslagernde Bank kann Eigenkapital in Höhe des Gesamtwertes der ausgelagerten Vermögenswerte auf die Auffangzweckgesellschaft übertragen. Dies würde ihre Eigenkapitalbasis schwächen. Im Fall, dass die Gesellschaft einen möglichen Schlussverlust zu tragen hätte, würde dies das Eigenkapital der auslagernden Bank dann ein zweites Mal belasten.

### **Verluste bei der Abwicklung**

Der zweite Weg besteht in der Fähigkeit der Auffangzweckgesellschaft, die übernommenen toxischen Papiere durch Ausgabe von Schuldtiteln zu finanzieren. Dies ist aber deshalb über den Markt nicht möglich, da jeder Erwerber dieser Titel befürchten müsste, dass er in den Strudel einer Insolvenz der Auffangzweckgesellschaft gezogen werden könnte. Also ist dieser Weg nur gangbar, wenn der Staat für die Ausgabe der Schuldtitel entsprechende Garantien gibt. Das Risiko für den Steuerzahler bestände dann darin, dass im Falle des Verlustes der Abwicklung der Auffangzweckgesellschaft der Garantiefall eintreten würde. Also ist zu klären, wie im Falle eines zu diesem Abwicklungszeitpunkt anfallenden Verlustes zu verfahren ist.

Die Lösung, der zufolge die Auffangzweckgesellschaft die übernommenen Vermögenswerte durch Ausgabe von staatlich garantierten Schuldtiteln finan-

ziert, ermöglicht es, in der Bilanz der auslagernden Gesellschaft die durch Auslagerung der toxischen Papiere entstehende Lücke zu schließen. Diese tauscht nun die toxischen Papiere gegen die Schuldtitel der Auffangzweckgesellschaft. Dieser Aktivtausch hat für ihr bankenaufsichtsrechtliche Eigenkapital einen positiven Effekt: Der Anteil der Risikopapiere auf der Aktivseite wird reduziert.

Das Problem eines sich bei Abwicklung der Auffangzweckgesellschaft ergebenden Verlustes betrifft auf der einen Seite die Frage, wer diesen Verlust zu tragen hat, auf der anderen Seite das Problem, wie mit einer (möglichen) Haftung der auslagernden Bank in deren Bilanz umzugehen ist. Die Wahrscheinlichkeit eines solchen Verlustes hängt davon ab, ob sich der Markt für die toxischen Finanzinstrumente dann wieder erholt, wenn der Marktdruck entfällt, der dadurch erzeugt worden war, dass Banken, um ihre bankenaufsichtsrechtliche Mindesteigenkapital zu retten, zu Notverkäufen geschritten waren. Das Kalkül eines Käufers dieser Papiere betrifft den erwarteten Wert der betreffenden Papiere bei Fälligkeit. Dieser dürfte entscheidend von der Entwicklung der Immobilienpreise derjenigen Grundstücke abhängen, die den Hypothekengläubigern haften, deren Kredite verbrieft und verpackt worden sind. Außerdem dürfte mit Wertverlusten der Papiere deshalb gerechnet werden, weil die Kosten für die aufwendigen Verbriefungen und Verpackungen als irreversible Kosten nicht zurückgeholt werden können, wenn die Schuldner nicht die vereinbarten Tilgungsraten und Zinsen zahlen. Es kommt also nicht allein auf die Entwicklung der Immobilienpreise an, sondern auch auf die Bonität der Schuldner und deren Entwicklung im Zeitablauf. Das alles ist schwer prognostizierbar. Dies dürfte, selbst wenn man die Ausfallwahrscheinlichkeiten abschätzen kann, zu erheblichen Abschlägen für die Preise der toxischen Papiere führen. Das erlaubt den Schluss, dass dann mit Verlusten bei der Abwicklung der betreffenden Auffangzweckgesellschaften zu rechnen ist, wenn die auslagernde Bank nicht bereits vor der Auslagerung entsprechende Wertberichtigungen vorgenommen hat.

Hat die auslagernde Bank letztendlich einen anfallenden Verlust bei Auflösung der Auffangzweckgesellschaft zu tragen, ist dies grundsätzlich ein Risiko, für das sie eine Rückstellung vorzunehmen hat. Das würde aber den Entlastungseffekt der Auslagerung wieder reduzieren. Deshalb müssen Wege gefunden werden, um die Haftungsregelung so zu gestalten, dass eine Pflicht zur Rückstellungsbildung nicht anfällt.

### **Rettung der Landesbanken**

Die Landesbankenrettung, die im Umfang erheblich über die Auslagerung toxischer Finanzmarktinstru-

mente hinausgeht, hat im Vergleich zur Lösung über Auffangzweckgesellschaften mehrere zusätzliche Dimensionen, nämlich eine europarechtliche, eine Verteilungsproblematik (Belastung unterschiedlicher Gruppen von Steuerzahlern) und eine indirekte Stützungsaktion von an Landesbanken als Kapitaleigner beteiligten Sparkassen. Nach europäischem Gemeinschaftsrecht geht es um die Beihilfenproblematik. Im Sommer 2005 war aus beihilferechtlichen Gesichtspunkten die Gewährträgerhaftung der Träger von Landesbanken aufgehoben worden. Werden nun dieselben Landesbanken wiederum staatlich gestützt, ist sicherzustellen, dass in Zukunft Stützungsaktionen nicht mehr erforderlich werden, und zudem, dass sich die Landesbanken auf ihr Kerngeschäft zurückziehen. Das bedeutet insbesondere, dass es ihnen nicht gestattet werden soll, aufgrund eines guten Ratings, das auf der Einschätzung staatlicher Rettungsaktionen basiert, günstig Gelder aufzunehmen, um dann im internationalen Investmentbankengeschäft tätig zu werden. Eben das hatte zu den Problemen der Landesbanken in der Vergangenheit erheblich beigetragen, als sie in großem Umfang strukturierte Finanzinstrumente erwarben, die sich später als toxisch erwiesen.

Das zweite Problem liegt darin, dass dann, wenn der Bund mit Bundesfinanzen Landesbanken rettet, dies letztlich den Landesfinanzen der betreffenden Bundesländer zugute kommt. Es würde im Ergebnis die Landesgewährträgerhaftung in eine Bundesgewährträgerhaftung transformiert. Dafür gibt es keine rechtliche oder politische Begründung.

Schließlich würde eine Rettung von Landesbanken den Sparkassen zugute kommen, die kapitalmäßig an „ihrer“ Landesbank beteiligt sind. Würde man eine „Anstalt in der Anstalt“ (Aida) gründen und auf diese Problempapiere und ganze Geschäftsbereiche von Landesbanken übertragen, ginge es wie bei den Auffangzweckgesellschaften um die bei Auflösung und Abwicklung dieser Anstalt möglicherweise anfallenden Verluste. Dass es schlecht möglich ist, hiermit die Bundessteuerzahler zu belasten, wurde bereits erwähnt. Dass die betreffenden Länder in der Pflicht sind, ergibt sich aus ihrer Eigentümerstellung. Damit spitzt sich das Problem auf die Frage zu, ob und gegebenenfalls in welcher Form die Sparkassen zu belasten sind. Geht man davon aus, dass diese dann, wenn es nicht zu einer Auslagerung von Risiken auf die Anstalt in der Anstalt kommen würde, als Eigentümer sehr wohl in der Haftung wären, leitet sich aus der Anstaltslösung für die Sparkassen kein zusätzliches Risiko ab. Sie sind im Vergleich sogar besser gestellt, da das Risiko weiter in die Zukunft verschoben wird. Hinzu kommt, dass eine Reihe von Landesbanken

durch Haftungsverbünde mit Sparkassen abgesichert ist. Diese hybriden Konstruktionen sind nach dem Wegfall der Gewährträgerhaftung gebildet worden, um die Rating-Agenturen davon zu überzeugen, dass eine abrupte Herabstufung des Ratings der Landesbanken mit dem Auslaufen der Gewährträgerhaftung nicht erforderlich sei. Diese Haftungsverbünde sollten auf der einen Seite die beteiligten Sparkassen, auf der anderen Seite die jeweilige Landesbank absichern. Das bedeutete allerdings angesichts der immer offensichtlicher werdenden Probleme bei einer Reihe von Landesbanken für die Sparkassen ein erhebliches Risiko. Soweit Landessparkassenverbände hier ohne entsprechende Satzungslegitimation für ihre Mitgliedssparkassen tätig geworden sind und einzelne Sparkassen der Bildung von Haftungsverbänden widersprochen haben, könnten die betreffenden Sparkassen geltend machen, aus der Haftung über die Haftungsverbünde nicht in Anspruch genommen zu werden.

Schließlich bleibt die Frage, warum der Bund eine Anstalt in der Anstalt bilden sollte und dies nicht den Ländern überlässt. Die eigentliche Aufgabe des Bundes besteht ja darin, das Anstaltsmodell während der Existenz einer Anstalt abzusichern. Dafür könnte eine generelle Regelung formuliert werden, die es Landesanstalten ermöglichte, in den Genuss von Garantien zu kommen. Wie stark bei einer Auflösung einer solchen „Landesanstalt“ die Sparkassen zu haften hätten, wäre auf Landesebene zu regeln. Ob die Bundesländer ihre Sparkassen entlasteten oder nicht, sollte auch im Licht vergangener Stützungen von akut bedrohten Landesbanken durch Sparkassen in der Vergangenheit betrachtet werden.

### Ausblick

Es gibt nicht den einen Weg aus der internationalen Finanzmarktkrise. Notwendig ist eine Neujustierung des Regulierungsrahmens für internationale Finanzmärkte. Der neuralgische Punkt ist die fehlende Abstimmung von internationalen Rechnungslegungsregelungen für Finanzinstrumente mit der Eigenmittelregulierung nach Basel II. Akuter Handlungsbedarf besteht auf dem Gebiet von Rettungsaktionen für Banken. Diese können letztendlich nur gelingen, wenn die Finanzinstitute von ihren toxischen Finanzinstrumenten befreit werden. Dort, wo dies mit der Auslagerung ganzer Geschäftsbereiche in „Anstalten in der Anstalt“ verbunden werden soll, nämlich bei der Rettung von Landesbanken, ist eine Lösung zu bevorzugen, in der der Bund den allgemeinen Regelungsrahmen und Garantien zur Verfügung stellt, die Länder aber eigene Anstalten bilden und vor allem das Problem der Haftung bei Abwicklung dieser Anstalten regeln.