

## „Eine häufig zelebrierte Betriebsamkeit oder überhastete Regulierung sind fehl am Platze“

*Banken, Ratingagenturen, Hedgefonds und Wirtschaftsprüfer sind mit Beginn der Marktverwerfungen an den Kapitalmärkten mehr oder weniger stark in die Kritik von Politik und Öffentlichkeit geraten. Mit dem Blick auf eine hoffentlich bessere Krisenbewältigung in der Zukunft analysiert der Autor deren Aufgaben, Verantwortlichkeiten und Einflussmöglichkeiten im Vorfeld und im Verlauf der Entwicklungen. Er hält dabei viele Aspekte für diskussionswürdig, lässt aber wiederholt seine Besorgnis anklingen, dass allzu detaillierte regulatorische Anforderungen die Komplexität stark erhöhen und den Willen zum unternehmerischen Risiko unverhältnismäßig schmälern könnten. (Red.)*

Wer nach Rendite strebt, muss Risiken eingehen. Und für einen Markt, auf dem mit Risiken gehandelt wird, braucht es ein gewisses Maß an Regulierung. Darauf können wir uns, glaube ich, alle im Grundsatz einigen. Soweit also die Theorie. In der Praxis zeigen sich immer wieder die Probleme zwischen den Anforderungen der Finanzinvestoren, den Kreditvergaben der Banken und dem Wunsch des Gesetzgebers nach Transparenz, Steuerbarkeit und letztlich auch Vorhersagbarkeit. So ist als Folge der Subprime-Turbulenzen eine Diskussion losgetreten worden, die sich – abgesehen von den üblichen Schuldzu- und -abweisungen – vorrangig um die ernsthaft zu debattierende Frage dreht, wie solche Krisen zukünftig vielleicht nicht verhindert, aber zumindest noch besser abgedefert werden können.

### Marktteilnehmer in der Kritik

Natürlich sind die Vorschläge mannigfaltig, aber die aus meiner Sicht ernst zu nehmende Diskussion fokussiert sich maßgeblich auf die Marktteilnehmer, die einen ge-

wichtigen Einfluss am Markt ausüben und solche, die das Marktverhalten beeinflussen können. Dies sind neben den Banken unter anderem Ratingagenturen, Hedgefonds und Wirtschaftsprüfer. Und als Folge der Vertrauenskrise stehen sie jetzt alle in der Kritik. Betrachten wir deshalb deren Aufgaben, Verantwortlichkeiten und Einflussmöglichkeiten etwas genauer. Begonnen werden soll mit den Hedgefonds und Private-Equity-Häusern.

Gibt man bei Google das Thema der heutigen Tagung, also Rendite, Risiko, Regulierung, ein, fallen die ersten Treffer mehrheitlich unter die Kategorie „Informationen zu Hedgefonds“. Das ist mit Sicherheit kein Zufall, denn mit ihrer Ausrichtung und ihrer immensen Liquidität sind die Hedgefonds und Private-Equity-Häuser wichtige Marktteilnehmer, die einen überwiegend



*Hans Wagener, Sprecher des Vorstands, PricewaterhouseCoopers AG WPG, Frankfurt am Main*

positiven Einfluss auf die Wirtschaft nehmen. Zahlreiche Studien und Umfragen auch aus unserem Hause belegen dies eindrucksvoll.

Hedgefonds sind Marktteilnehmer am Kapitalmarkt, die einen anderen oder sogar höheren Risikoappetit als Kreditinstitute haben. Die Banken konnten so ihre Risikodiversifizierung in den letzten Jahren spürbar verbessern, denn Hedgefonds sind unter anderem bedeutende Abnehmer beispielsweise für First Loss Pieces bei Verbriefungsstrukturen.

Auf der anderen Seite ist festzuhalten, dass durch die Fonds sehr viel Liquidität auf den Markt gekommen ist, die renditeträchtig angelegt werden muss. Hierdurch steigt die Risikoneigung der investierenden Fondsmanager. Gekoppelt mit den niedrigen Kapitalmarktzinsen führte die viele Liquidität dazu, dass sich die Gläubiger mit geringeren Risikoprämien und Collaterals für ihre Finanzierungen zufrieden geben mussten. Hedgefonds haben über die schiere Größe ihrer Investments in den vergangenen Jahren dem Markt suggeriert, dass Liquidität überhaupt kein Problem sei.

### Selbstverpflichtung reicht

Schon wurde die Frage aufgeworfen, ob Unternehmen mit einer solchen Marktbedeutung nicht einer gewissen Aufsicht unterliegen sollten, wie dies bei Banken nun mal ganz klassisch bereits der Fall ist. Ich spreche hier jetzt ausdrücklich nicht von dem Vorschlag der Bundesregierung, sich ein Vetorecht für Investments ausländischer Staatsfonds vorzubehalten. Denn dies ist nicht der richtige Weg. Schon die Abgrenzung von „guten“ und „bösen“ Investoren bereitet Probleme. Hinzu kommt die Unmöglichkeit – das sollten wir aus der Geldwäschebekämpfung gelernt haben –

Umgehungstatbestände „wasserdicht“ zu vermeiden. Besser wäre es für Transparenz zu sorgen, aber nicht durch den Gesetzgeber, sondern in Form einer Selbstverpflichtung. Die Fonds und Equity-Häuser sollten transparent über Investments und die Refinanzierung berichten.

Blicken wir nun als Nächstes auf die Wirtschaftsprüfer. Anders als bei Enron stehen die Wirtschaftsprüfer aktuell zwar nicht im zentralen Fokus der öffentlichen Diskussion – gleichwohl mag man fragen, warum wir die Krise nicht haben kommen sehen. Die Tatsache, dass selbst Alan Greenspan testiert, dass diese Krise niemand vorhersehen konnte, kann uns hier zwar beruhigen, aber nicht zufrieden stellen. Wir wissen um unsere Verantwortung und wir nehmen unsere Rolle extrem ernst. Deshalb müssen wir auch analysieren, ob wir etwas falsch gemacht haben. Was ist also unsere Aufgabe als Abschlussprüfer? Zu bestätigen, dass der Jahresabschluss unter Beachtung bestimmter Konventionen (GoB, IFRS) ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Lage des Unternehmens vermittelt (das sogenannte True and Fair View-Prinzip).

In die Kritik geraten ist in diesem Zusammenhang die Frage der Konsolidierung von sogenannten Conduits. Dazu ist Folgendes anzumerken: Das HGB verlangt anders als IFRS SIC 12 grundsätzlich keine Konsolidierung von Zweckgesellschaften, sofern keine Beteiligung vorhanden ist. Auch nach SIC 12 (IFRS) und Fin 46 (US GAAP) sind Konstellationen denkbar, die die Conduits auf einer „stand-alone-Basis“ belassen. Gleichwohl kann sich eine Bank aber aus Reputationsgründen genötigt sehen, dieses Conduit trotzdem in einer Liquiditätskrise zu unterstützen. Im Ergebnis bedeutet dies, dass viele Conduits zu Recht – das heißt nach den rechtlichen Vorschriften – bilanziell außen vor geblieben sind. Die geforderte Verschärfung der Regelungen wird nach dem „Hase und Igel“-Prinzip nur dazu führen, dass noch komplexere Strukturen geschaffen werden.

### Schwierige Bewertung strukturierter Finanzprodukte

Neben der bilanziellen Abbildung stellt insbesondere die Bewertung strukturierter Finanzprodukte (etwa CDO) für alle Beteiligten eine große Herausforderung dar. So sind beispielsweise Fair-Value-Werte für

wenig liquide Produkte schwer zu ermitteln. Die Bewertungsergebnisse, die von Banken in den letzten Wochen veröffentlicht wurden, dokumentieren dieses Dilemma. Mit der Konsolidierung der Conduits oder SPVs allein ist es also nicht getan. Die Bewertung komplexer Produkte bleibt weiter eine Herausforderung. Hier helfen uns detaillierte Bewertungsregeln nicht weiter. Im Gegenteil: Statt „Kochbuch-Bilanzierung“ werden sich „Generalregeln“ entwickeln müssen. Die derzeitige politische Diskussion um die Richtung der IFRS – US-IFRS, EU-IFRS, Mittelstands-IFRS – macht allerdings wenig Hoffnung auf sinnvolle Lösungen. Das deutsche Festhalten am HGB für den Einzelabschluss trägt zur Verwirrung bei.

Zudem wird die Diskussion in jüngster Zeit belebt durch die Forderung der Iosco, stärkeren Einfluss auf die Gestaltung der IFRS zu erhalten. Bisher verfolgen die Standardsetter das Ziel objektivierte, praxisnahe Bilanzierungskonventionen zu entwickeln. Ein stärkerer Einfluss der Regulierer lässt befürchten, dass die Bilanzierungskonventionen an der Regulierung ausgerichtet werden. Nicht nur aufgrund der Erfahrung in Deutschland mit konkreten Bewertungsvorgaben der Aufsicht sollten wir hier den Anfängen wehren.

Der Gesetzgeber hat die Aufgabe, einen regulatorischen Rahmen zu schaffen, der sicherstellt, dass gewisse Grundregeln eingehalten werden und die Marktaktivitäten dem Gemeinwohl nicht abträglich sind, und in dem sich die Marktteilnehmer trotzdem möglichst frei bewegen können. Dieser Zielkonflikt zwischen unternehmerischer Freiheit und politisch angestrebten Zielsetzungen ist das Herzstück einer jeden Debatte bezüglich Regulierung und Marktaufsicht.

Häufig wird die Frage gestellt, ob die Subprime-Krise durch mehr oder andere Regulierung hätte verhindert werden können. Doch was bringt ein Mehr an Regulierung – wird damit die Stabilität der Bankmärkte tatsächlich verbessert? In diesem Zusammenhang möchte ich auf die Ergebnisse des aktuellen Global CEO Survey aus unserem Hause vom Januar dieses Jahres verweisen. Diese weisen darauf hin, dass 73 Prozent der befragten Vorstandschefs maßgeblich die Überregulierung als Barriere für ihr Wachstum ansehen. Nach bereits 64 Prozent im Vorjahr zeigt diese Ent-

wicklung, dass die Unternehmen – schon vor den Subprime-Ereignissen – zunehmend besorgt um eine ausufernde Regulierung sind. Ähnliche Ergebnisse lieferte auch die Studie Banking Banana Skins 2006, die in den USA zusammen mit PwC durchgeführt wurde. Wie bereits 2005 führen die Lasten der exzessiven regulatorischen Vorschriften nach Ansicht der Bankchefs die Hitliste der größten Risiken für den Finanzsektor an.

Aufsichtsrechtlich sind Risikopositionen – vor allem Kreditrisiken – von Banken mit den Conduits bereits jetzt zu berücksichtigen. So ist zum Beispiel bei Wertpapieren immer das externe Rating für die Risikobemessung heranzuziehen – auch dann, wenn ein internes Rating zu abweichenden Ergebnissen führt. Besteht aufgrund der Erfahrungen der letzten Wochen Regelungsbedarf bei den Liquiditätsrisiken? Aufsichtsrechtlich galt bisher der Grundsatz II beziehungsweise gilt seit Beginn des Jahres die Liquiditätsverordnung. Hierin sehe ich allerdings ein eher grobes Instrument zur Messung der Liquiditätsrisiken, da sie nur auf Einzelebene Anwendung findet. Zahlungsansprüche beziehungsweise -verpflichtungen aus Derivaten werden nicht berücksichtigt und Stresstests erst recht nicht verlangt.

### Kosten und Nutzenbetrachtung bei neuen Regelungen

Auch hinsichtlich der Großkreditrisiken möchte ich ein paar Anmerkungen machen: Die derzeit gültigen Großkreditvorschriften erfassen die Klumpenrisiken je Adresse beziehungsweise Kreditnehmereinheit. Die Behandlung von strukturierten Produkten, bei denen die Underlyings das Adressrisiko beinhalten, ist ungleich schwieriger. Denn viele Strukturen, so zum Beispiel gemanagte CDOs, lassen eine jederzeitige Durchschau praktisch gar nicht zu. Zudem werden auf diese Weise die Konzentrationsrisiken (zum Beispiel Subprime) nicht ausreichend erfasst.

Fakt ist, dass Volumen, Komplexität und Geschwindigkeit immer neuer regulatorischer Vorschriften für die Institute immer schwerer verdaubar werden. Schließlich müssen die Institute dafür sorgen, dass weder die Risikosensibilität noch die unternehmerische Verantwortung durch die Kontrolldichte verloren gehen. Für ein effizientes Aufsichtssystem sind neue Rege-



lungen deshalb nur gerechtfertigt, wenn sie effizient und effektiv sind und der Kostenaufwand in einem angemessenen Verhältnis zum Nutzen steht.

Wir müssen uns also immer fragen, was zusätzliche Regulierung an der jeweiligen Stelle nützt. Kann sie die Stabilität an den Finanzmärkten tatsächlich nachhaltig erhöhen? Die Vergangenheit lehrt uns, dass neue Regeln bislang meist dazu führten, dass die Transaktionen an den Finanzmärkten noch komplexer wurden. Das hat sich sowohl bei der Anwendung der US GAAP als auch bei den bisherigen aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalregelungen gezeigt. Daher setzt Basel II mit den Säulen II und III verstärkt auf den aufsichtlichen Überwachungsprozess und die Marktdisziplin als stabilisierende Instrumente.

Die letzten Monate haben uns deutlich vor Augen geführt, dass Deutschland über eine reaktionsfähige Bankenaufsicht verfügt. Die letzten Monate haben aber auch gezeigt, dass bei freien Kapitalmärkten eine nationale Aufsicht an ihre Grenzen stößt. Die Zukunft der Bankenaufsicht ist deshalb zunächst auf europäischer Ebene zu sehen. Allerdings graut mir vor einer von nationalen Partikularinteressen beherrschten, formalistischen europäischen Aufsichtsbehörde. Zuvor muss – auch auf nationaler Ebene – der Umfang einer qualifizierten, pragmatischen Kapitalmarktaufsicht definiert werden.

### Mehr Transparenz der Ratingmodelle

Über Risiko, Rendite und Regulierung habe ich nun einiges gesagt. Ich möchte an dieser Stelle die Triple-R-Thematik auf ein viertes R ausweiten: Rating. Von allen Marktteilnehmern wird den Ratingagenturen mit die größte Einflussmöglichkeit auf den Markt zugeschrieben. Insofern ist die Rolle der Ratingagenturen und ihre Verantwortung zu hinterfragen.

Die Ratingagenturen wurden durch den Basel-Accord geadelt. Bankaufsichtsrechtlich ist das externe Rating das bessere Rating – insofern ist zu begrüßen, dass die Aufseher sich nicht nur die internen Ratingverfahren der Banken, sondern auch die Bewertungsmethoden der Agenturen ansehen wollen. Fraglich sind in diesem Zusammenhang aber auch die neuen Regelungen im Baseler Rahmenwerk, die sich vornehmlich auf Granularität anstatt auf

klassische Risikofaktoren wie beispielsweise Klumpenrisiken stützen. Ich frage mich, welche Anreizwirkung eine solche Regelung hat.

Die derzeitige Krise an den Kapitalmärkten hat viele Marktteilnehmer veranlasst, sich intensiver mit den verbrieften Risiken und Einzelheiten des Ratings zu beschäftigen. Aus dem breiten Spektrum der neueren Erkenntnisse nur wenige Beispiele: Granulare Risiken heißt zum Beispiel ein Mix aus künftigen Einnahmen von Golfclubs und den künftigen Cash-Flows aus Filmrechten noch nicht geschriebener Drehbücher. Die intensivere Studie der Rating-Letter zeigt zum Beispiel, dass sich das Rating nur auf den Rückzahlungsbetrag in 40 Jahren bezieht – zu Recht, da durch einen Triple-A Zero-Bond unterlegt. Nicht vom Rating gedeckt sind hingegen die Zinszahlungen in diesen 40 Jahren. Zwei Beispiele, die verdeutlichen, dass man sich mit den Grundgeschäften und dem Rating intensiver beschäftigen muss. Aufgrund dieser Erkenntnisse ist es sachgerecht, auch über regulatorische Rückschlüsse aus der Subprime-Krise nachzudenken. Ich begrüße insofern die Forderung nach mehr Transparenz der Ratingmodelle und der zugrunde gelegten Berechnungen. Aber es wäre falsch hier nur auf die Ratingagenturen zu zeigen.

### Sarbanes-Oxley Act als ein ruhmloses Beispiel

Und hier komme ich zurück auf einen Vorschlag, den ich 2002 gemacht habe: Trotz der Verlockungen von Basel II sollten Banken ihre Geschäftsentscheidungen weder ausschließlich noch vorrangig auf Ratinginformationen basieren. Stattdessen müssen sie weiter daran arbeiten, ihr eigenes, zuverlässiges Risikobeurteilungs- und -bewertungssystem zu etablieren. Und das heißt, diese Papiere nach Risikoarten zu zerlegen.

Banken, Analysten, Ratingagenturen, Hedgefonds, der Gesetzgeber und der Abschlussprüfer spielen entscheidende Rollen am Finanzmarkt. Als Folge der Subprime-Krise ist eine Diskussion der einzelnen Aufgaben und Verantwortlichkeiten dieser Marktteilnehmer losgetreten worden. Teilweise mit sehr unterschiedlicher Intention, teilweise mit sehr unterschiedlichem Praktikabilitätsgrad. Eine gerade von Politikern in solchen Situationen häufig zelebrierte hektische Betriebsamkeit oder überhastete Regulierung sind hier fehl am Platze. Der

Sarbanes-Oxley Act als Ad-hoc-Reaktion auf die Enron-Vorkommnisse ist ein ruhmloses Beispiel hierfür. Meine Forderungen lassen sich in folgende vier Thesen zusammenfassen:

**These 1:** Die Institutionen, die für den Kapitalmarkt ein anerkanntes Qualitätssiegel vergeben, sollten bezüglich Regulierung und Haftung gleichbehandelt werden.

**These 2:** Bilanzierungs- und Bewertungskonventionen müssen sich an Geschäftsprozessen und Marktanforderungen orientieren – und nicht umgekehrt.

**These 3:** Weder Rating noch Stresstests bieten absolute Sicherheit. Wer seine Risiken beherrschen will, sollte sie zunächst kennen.

**These 4:** Mehr Regulierung und mehr Aufsicht steigern die Komplexität der Geschäftstransaktionen und erhöhen damit das operationelle Risiko.

Die Fehler, die zu den Verwerfungen geführt haben sind nicht neu – eine Kombination aus Bauherrenmodell und Münnemann – nur ist die Dimension wesentlich größer und globaler. Unsere Chance ist es, bereits jetzt die Lehren aus dieser Krise zu ziehen. Und hierzu bedarf es einer sachlichen Diskussion. Die Marktteilnehmer sind aufgefordert, an dieser engagiert teilzunehmen, um dem Gesetzgeber Notwendigkeit und Grenzen von Regulierungsmaßnahmen frühzeitig aufzuzeigen. Die Diskussion muss darauf ausgerichtet sein, den Finanzmarkt Deutschland und Europa wetterfest und dennoch wettbewerbsfähig zu gestalten.

Es muss uns bewusst sein, dass allzu detaillierte regulatorische Anforderungen immer auch negative Konsequenzen nach sich ziehen. So droht der Wille zum unternehmerischen Risiko zu ersticken, wenn Manager vornehmlich damit beschäftigt sind, regulatorische Vorschriften zu beachten, um Haftungsfallen zu vermeiden, statt dem Unternehmen neue Gewinnchancen zu eröffnen. Auch das ist nicht neu, denn schon Tacitus seufzte vor rund 2 000 Jahren: „Früher litten wir an Verbrechen, heute an Gesetzen.“

Der Beitrag basiert auf einer Rede des Autors bei der 53. Kreditpolitischen Tagung der ZfGK am 9. November 2007. Die Zwischenüberschriften sind von der Redaktion eingefügt.