

Anmerkungen zu einer neuen Finanzarchitektur

Bevor man sich unter der Fragestellung: „Wo kommen wir her, wo stehen wir, wohin kann der Weg führen“ mit dem Finanzmarkt der letzten Jahrzehnte beschäftigen kann, ist ein Blick weiter zurück angezeigt. Nach der großen, 1929 beginnenden Weltwirtschafts- und Finanzkrise, auf die gelegentlich heute hingewiesen wird, war der Reformbedarf am System ebenso augenscheinlich wie derzeit. Die Frage lautete 1930: Korrekturen an bisherigen Strukturen oder radikaler Neubeginn?

Im Bankwesen wurde schon damals von den die Marschrichtung und -geschwindigkeit bestimmenden USA auf einen Neubeginn gesetzt. Der Glass-Steagall Act von 1933 wurde vier Jahre nach Beginn der Bankenkrise Gesetz, um Banken vor riskanten Spekulationen zu schützen. Dazu wurde in der F.D. Roosevelt-Administration die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken angeordnet. Erst 1999 wurde dieses Gesetz von Präsident Clinton aufgehoben, nachdem es seit 1980 mehrfach modifiziert und verwässert worden war.

Deregulierung, Computerisierung, Globalisierung

Wenn man sich vor Augen hält, dass die Gesellschaft vor 80 Jahren noch im analogen Zeitalter lebte und die Werkzeuge im Bankgeschäft aus heutiger Sicht musealen Charakter hatten (Telekommunikation über das Fernmeldeamt, Rechnen mit Logarithmen-Rollen), wirkt die Aufhebung dieser Schutzvorschriften heute – in einem aufgrund moderner Techniken ohnehin schon „feuergefährdeten“ Sektor – wie ein Brandverstärker.

2008/2009 lebt die Gesellschaft, was die Trennung der beiden Banktypen betrifft, wieder in dem Zustand von 1930. Die Zauberformel zur Erklärung dieser Entwick-

lung heißt Deregulierung, und zwar im Zusammenspiel mit Globalisierung und Computerisierung, wobei Globalisierung in diesem Zusammenhang auch als Anglo-Amerikanisierung bezeichnet werden kann. Vermutlich werden daher auch die Wallstreet und die City of London den Ton angeben, wenn es als Folge der aktuellen Krise trotz des Widerstands starker Interessengruppen zu einem Wandel kommen sollte. Da jedoch jede einschränkende Korrektur der Aktivitäten im Finanzbereich Auswirkungen auf die Realwirtschaft weltweit haben wird, stehen vermutlich turbulente Jahre bevor.

1990 bis 2008: Der Siegeszug der Derivate

Über die Entwicklung der Finanzmärkte seit den frühen neunziger Jahren bis zum

Manfred Zaß, Kronberg

Wie sehr sich die Finanzwelt allein in den letzten zwei Jahrzehnten verändert hat, macht der Autor eindrucksvoll deutlich: „Noch 1990 wurden die Eigenkapitalvorschriften nach Kreditwesengesetz in einem einzigen Paragraphen geregelt (§ 10 KWG), das gesamte KWG kam mit 64 Paragraphen aus. Heute umfasst allein die eigenkapitalrelevante Solvabilitätsverordnung nach Basel II 340 Paragraphen“, so schreibt er im ersten von zwei Teilen seiner Betrachtung des internationalen Kreditwesens. Im Rahmen dieser steigenden Komplexität, so konstatiert er weiter, war die Delegation von Vorstandsverantwortung bei der Definition von Bonität an Ratingagenturen und bei der Liquiditätssteuerung an den Markt der Krise nicht gewachsen – und ist dementsprechend auf Dauer kein tragfähiges Konzept. Und die Aufsicht? Die hinkt den Entwicklungen aus seiner Sicht weitgehend hinterher. (Red.)

Krisenjahr 2008 gibt es zahllose wissenschaftliche Erklärungsversuche (vergleiche zum Beispiel Windolf 2005). Dennoch ist für eine umfassende Beurteilung der derzeitigen Situation des Finanzwesens auch die Praxis einzubeziehen. Die reale Welt besteht eben auch aus dem praktischen Tun, dem Umgang mit Regeln und Regulierungen – also den Menschen, die sich im täglich neuen Umfeld mit der Summe ihrer Stärken und Schwächen zu bewähren haben. Innerhalb der Spannweite motivierender Kräfte zählen unter anderem Vorsicht, Umsicht, Weitblick ebenso zum Handlungskatalog wie Profilsuche, Eigensinn, Gier und Konkurrenzneid – Ansätze, die sich über die Jahre wenig verändert haben.

Zusammen mit dem von guter Ausbildung geprägten Fachwissen der Spezialisten förderte dieses Leistungsprofil ein Handeln, das, mit oder ohne theoretischen Flankenschutz, zur heutigen Situation geführt hat. Die vorgenannten Akteure in einem globalen Kontext, von ihrer Herkunft schon mit den unterschiedlichsten Motivationen ausgestattet, wurden durch Incentives mehr und mehr auf die schnelle Beute getrimmt, im Laufe der Zeit und verstärkt in den letzten Jahren wurde das diesbezügliche Spielfeld allseitig präpariert (unter anderem Einkommensstruktur: Spezialisten mit höheren Bezügen als denen des gesamtverantwortlichen Vorstands; vergleiche dazu zum Beispiel die Berichte von Anne T. 2009 und Knee 2006).

Steuernde Hand des Marktes

Aus der Sicht der täglichen Praxis lässt sich die Entwicklung etwas holzschnittartiger darstellen als bei Betrachtung der im wissenschaftlichen Reagenzglas gezeugten Formeln und Modelle. Deren Tragfähigkeit im Einzelnen und die Bewertung ihrer Auswirkungen auf die aktuelle Krise allein auf

den Prüfstand zu stellen, würde jedoch zu kurz greifen. Dabei bekennt sich der früher in mehreren mit entscheidenden Gremien beteiligte Autor durchaus dazu, einige zum heutigen Zustand führende Einzelentscheidungen gefördert, andere toleriert oder nicht vehement genug bekämpft, gleichzeitig aber auch bereits Mitte der neunziger Jahre vor den System gefährdenden Risiken bei der Überdosierung der neuen „Medikamente“ gewarnt zu haben.

Es wurde also Jahr für Jahr und Schritt für Schritt ein Zustand herbeigeführt, der nach außen auf die unsichtbar steuernde Hand des Marktes setzte und nach innen eben diesen Markt auf eine berechenbare Dimension nach den Regeln der Finanzmathematik und der Wahrscheinlichkeitsrechnung reduzieren wollte – ein Widerspruch in sich.

Wachsende Bedeutung der Terminbörsen

Pikanterweise war es der ehemalige stellvertretende amerikanische Landwirtschaftsminister Clayton Keith Yeutter, inzwischen zum US Trade Representative der Reagan-Administration avanciert, der Mitte der achtziger Jahre einen ersten „amtlichen“ Werbefeldzug für „financial futures“ in Europa anführte. Aber Sojabohnen und Schweinehälften per Termin, wie sie an den Chicagoer Landwirtschafts- und Rohstoffbörsen gehandelt wurden, sind eben etwas anderes als Dreimonatsgeld und Zinstauschkontrakte mit daraus abgeleiteten Derivaten.

Die drei Terminbörsen in Chicago sahen jedoch zu Recht in der Trennung von Vertragsabschluss und Bezahlvorgang im Finanzwesen ein ungeahntes Feld der Expansion, das der vergleichsweise biedereren New York Stock Exchange damals verschlossen war. Darüber hinaus – und das war der Hauptgrund für eine finanzstarke, auch politische Parteien finanziell unterstützende Lobby – eröffnete sich für die Investmentbanken im Windschatten der entsprechenden Deregulierung ein kaum vorstellbares Eldorado für außerbörsliche Geschäfte.

Fortschreitende Technologisierung und gleiche Bedingungen für alle

Begleitet vom gleichzeitig (1988 bis 1992) sich abzeichnenden Siegeszug der Computerindustrie mit zuvor unvorstellbaren

Rechnerkapazitäten und Kommunikationsmöglichkeiten, dem Internet, der Mobiltelefonie sowie der Euro-Perspektive nach Maastricht und in der Euphorie der postkommunistischen Wendezeit stellte sich für die Verantwortlichen in Europa die Frage, wo und wie das Finanzwesen der Jahrtausendwende sich organisieren werde und welche Rolle das eigene Institut, die eigene Börse, das eigene Land darin einnehmen solle.

Als London mit seiner aggressiven, 1982 gegründeten Terminbörse dann zum zentralen Markt für die von der Bundesbank betreuten DM-Bundesanleihen wurde, halfen auch hierzulande Finanzmarkt-Förderungsgesetze und vielfache regulatorische Korrekturen (zum Beispiel die Abschaffung der Börsenumsatzsteuer, der Emissionsgenehmigung, des Zentralen Kapitalmarktausschusses, des Spiel- und Differenz einwandes §§ 762 bis 764 BGB oder die Erleichterung bei der Börseneinführung), ein sogenanntes Level Playing Field herzustellen.

Bei diesen Anpassungen an globale Gegebenheiten, die nicht frei waren von eigenützigen Erwägungen interessierter Kreise, wurden auch Sicherungen beseitigt, zum Beispiel die Emissionsgenehmigung, die in der Einzelbetrachtung als verzichtbar erschienen, in der Summe und im späteren Umfeld aber zu fatalen Folgen führten (unter anderem Lehman-Zertifikate für Privatanleger). Ob im Aufsichts-, Steuer-, Aktienrecht, ob im Gesetz über das Kreditwesen (KWG) oder im Gesetz für Kapitalanlage-Gesellschaften – hier und auf ungezählten anderen Feldern wurde in den neunziger Jahren, durchaus mit fachkundiger Begleitung der Betroffenen und der Verbände versucht, aus Wettbewerbsgründen angloamerikanische Flexibilität mit kontinentaleuropäisch-deutscher Rechts- und Usacentradition zu verbinden. Aus der Sicht der Praxis wurde damals ironisch bemerkt, es werde ein Mercedes Diesel zu einem Formel-1-fähigen Ferrari umgebaut.

Die nicht leicht herzustellende Kompatibilität der unterschiedlichen Rechts- und Wirtschaftssysteme führte in Kontinentaleuropa zu einem gewaltigen Veränderungsdruck, der in zum Teil hoch komplizierten und unübersichtlichen Normen endete; selbst Auswirkungen auf Sprache und Sprachwahrnehmung blieben nicht aus. Englisch wurde, was nahe lag, zur do-

minierenden Geschäftssprache, die sich nicht zuletzt mit fachspezifischen Abkürzungen von der Allgemeinverständlichkeit entfernte. Präzise Begriffe wurden in neuer Bedeutung wahrgenommen und damit vage und missverständlich. Die deutsche Übersetzung von „Hedgafonds“ oder von „Global Player“ mag das verdeutlichen. Wer hätte als Bankkaufmann schon „Hedge“ mit Spekulation übersetzt oder seinem Umfeld gerne erklärt, er sei bei einem globalen Spieler angestellt?

Steigende Komplexität

Die von New York (frühzeitige Verwässerung des Glass-Steagall Acts und seine endgültige Abschaffung 1999) über London (Big Bang 1986) nach Basel, Brüssel und Berlin vermittelten Handlungsempfehlungen waren nur schwer auf unsere Systeme zu transferieren, gelegentlich wurden sie noch dazu auf den einzelnen Etappen durch Sonderwünsche zusätzlich belastet.

Das Ergebnis war jedenfalls unübersichtlich und führte zu einem völlig veränderten Koordinatensystem für unser Kreditwesen. Dazu sei nur ein Beispiel angeführt: Noch 1990 wurden die Eigenkapitalvorschriften nach Kreditwesengesetz in einem einzigen Paragraphen geregelt (§ 10 KWG), das gesamte KWG kam mit 64 Paragraphen aus. Heute umfasst allein die eigenkapitalrelevante Solvabilitätsverordnung nach Basel II 340 Paragraphen. In den Augen der Praxis präsentiert sich hier durch weltweit vielfache Interpretationsvarianten und Ermessensspielräume das Drehbuch für zukünftige Bankprobleme, die den bisherigen in nichts nachstehen: Es bleibt zu befürchten – und dafür gibt es bereits erste Anzeichen –, dass der Finanzmarkt auch nach der Sanierung der Finanzsysteme nach denselben Mechanismen funktioniert wie vor der Krise. Eine gründliche Überprüfung von Basel II ist dringend geraten.

Angemerkt sei in diesem Zusammenhang, dass bei der geplanten gleichzeitigen weltweiten Einführung ein Staat fehlte: die besonders betroffenen USA. Dort wurden nur die zehn großen, international tätigen Häuser für die Neuregelung vorgesehen. Da das Abkommen aber bis heute nicht umgesetzt wurde, sind alle dortigen Kreditinstitute einschließlich der Investmentbanken bislang frei von Auflagen aus Basel. Für die deutschen Banken galt dagegen,

dass stringente Regulierungspraxis zu Hause das Gegenteil des Angestrebten bewirkt, wenn man als Akteur in der Lage ist, sich das weltweit günstigste Umfeld auszusuchen.

Aufsicht läuft hinterher

Insgesamt gesehen ist der Quantensprung, der mit den Terminmärkten unterschiedlichster Ausprägung in ihrer vollen Tragweite von Jahr zu Jahr verstärkt wurde, in der Finanzindustrie nie richtig verdaut worden. Diesbezügliche Ausnahmen in Teilssegmenten mögen als Bestätigung der Regel gelten wie zum Beispiel bei den Investmentgesellschaften, die jedoch die verdeckten oder versteckten Risiken auch an die Kundschaft weiterleiten konnten. Aufsicht und Gesetzgeber konnten der hoch bezahlten und erfindungsreichen Fortentwicklung nur hinterherlaufen. Dabei ist der Umgang mit Derivaten als „Neutronenwaffen“ (Warren Buffet) in vielen Häusern so unerfahren betrieben worden, wie ungeübte Soldaten und Offiziere mit Erfahrungen aus konventionellen Konflikten mit atomaren Waffen umgehen würden – um im Bild aus dem Militärwesen zu bleiben.

Im täglichen Gebrauch wirken Derivate aber wie der Einsatz von Gammastrahlen in der Medizin: Wohldosiert und punktgenau eingesetzt sind sie heilsam und lebensrettend, darüber hinaus können sie positiv wirken, aber auch viel Schaden anrichten. Bei der breit angelegten Vermarktung, an der auch die Medien ihre Freude hatten, wurde natürlich immer die positive Seite herausgestellt, oft mit dem Tenor, dass Derivate helfen, Risiken auf viele und tragfähige Schultern umzuverteilen. Diese gelegentlich wissenschaftlich untermauerte These fand auch bei Skeptikern Zuspruch. Leider wurde sie durch die aktuelle Situation widerlegt.

Rentabilität, Bonität und Liquidität bleiben Kernpunkte

Das moderne Bankgeschäft, so fortschrittlich es sich aufgrund der neuen, digitalen Möglichkeiten auch geben mag, bewegt sich immer noch innerhalb des gleichseitigen Dreiecks von Rentabilität, Bonität und Liquidität. Über die Rentabilität eines Hauses wird im Rahmen des Jahresabschlusses öffentlich Rechenschaft abgelegt. Bonität der Aktiva und Liquidität einer Bank werden jedoch nur intern bewertet. Daher ist

ihre Qualität von außen weniger gut abzuschätzen.

Die Entwicklung der Jahre 2007 bis 2009 bestätigt die vorgenannte Diagnose. „There is no free lunch“ – diese nüchterne angelsächsische These gilt auch im Finanzbereich. Für die Kreditwirtschaft bedeutet das so beschriebene Umfeld im Ergebnis: Die Delegation von Vorstandsverantwortung bei der Definition von Bonität an Ratingagenturen und bei der Liquiditätssteuerung an den Markt mit Hilfe finanzmathematischer Formeln war der Krise nicht gewachsen und ist auch auf Dauer kein tragfähiges Konzept.

Zusammenhang zwischen Krisen und Futures-Geschäft

Bank- und Finanzmarktkrisen wurden zwar in der Vergangenheit auch von konventionellen Instrumenten begleitet (Münemann, Helaba, SMH), das Gros der bedeutsamen Krisen (1929, 1987, Herstatt, Barings, der Hedgefonds LTCM, die Asienkrise) hatte jedoch immer einen Bezug zu Terminmärkten. Deren Grundmuster, das Fixieren eines Preises bei Abschluss und der weit in die Zukunft geschobene Termin der Bezahlung, eröffnet die Möglichkeit millionenfacher Schachzüge dort, wo mit herkömmlichen Mitteln vielleicht tausend Kombinationen möglich gewesen wären. Dazu kommt, dass sich im Gegensatz zu den Warenterminmärkten diese Explosion hinsichtlich der unterlegten Werte auf einem praktisch unlimitierten Spielfeld vollzieht. Die Geschäfte mit weltweit unvorstellbaren Nominalvolumen werden für Aufsichts-, Steuerungs- und Bilanzierungszwecke nach den neuen Bilanzierungsrichtlinien auf Zeitwerte heruntergerechnet, wobei durchweg nachvollziehbare Formeln zum Einsatz kommen.

Mathematische Formeln, deren theoretisches Fundament zum Teil mit Nobelpreisen (1990 Portfolio-, 1997 Optionspreistheorie) bedacht wurde, berücksichtigen sowohl den Liquiditäts- wie auch den Kreditaspekt. Sie sind aus Erfahrungen der Vergangenheit abgeleitet; ob sie in allen Facetten einem Crash-Szenario in der realen Welt standhalten, bleibt jedoch höchst zweifelhaft. Zwangsläufig erfordert ein so dynamisch wachsendes Geschäftsfeld eine immense Aufsichtsdichte, die jedoch immer mit Zeitverzug den aktuellen Neuerungen des Marktes hinterherhinken wird.

Die Aufsicht ist im globalen Spiel konfrontiert mit einem dehnbaren, komplexen Regelwerk, aber auch mit fortbestehenden, Aufsichts-, Steuer- und Mentalitätsunterschieden. Der gleiche Tatbestand wird eben in Hongkong, Dubai, Frankfurt, London und New York durchaus nicht immer gleich beurteilt. Für diese unterschiedliche Wahrnehmung gibt es viele Gründe, wesentlich ist jedoch der rechts- und wirtschaftsgeschichtliche Hintergrund; auch Verhaltensweisen, die aus unterschiedlicher Religionstradition herrühren, mögen eine Rolle spielen. Im Ergebnis führt das so beschriebene Gefälle jedoch in der Welt schnell transferierbarer Großbeträge und entsprechender Gewinnchancen am Rande des eben noch Erlaubten dazu, dass auch aus diesem Grunde beträchtliche Wettbewerbsvor- und -nachteile entstehen.

Literatur

- Anne T. (2009): Die Gier war grenzenlos. Eine deutsche Börsenhändlerin packt aus, Berlin.
 Knee, Jonathan A. (2006): The Accidental Investment Banker. Inside the Decade That Transformed Wall Street, New York.
 Sorkin, Andrew Ross (2009): Too Big to Fail. The inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system and themselves, New York.
 Tobin, James (1984): On the Efficiency of the Financial System, in: Lloyds Bank Review 153, Seiten 1 bis 15.
 Windolf, Paul (Hrsg.) (2005): Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Wiesbaden.
 Zaß, Manfred (1994): Auch Leitplanken sind kein Versicherungsschutz für Märkte, in: Handelsblatt 33, Seite 9 vom 16. Februar 1994.
 Zaß, Manfred (1994): Derivate – es kommt darauf an, was man daraus macht, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 9/1994, Seiten 414 bis 416.
 Zaß, Manfred (1995): Kapitalmarktinstrumente und Stabilität des Finanzsystems: Vortrag Institut für Kapitalmarktforschung an der J. W. Goethe-Universität, Frankfurt am Main, im Januar 1995 Kolloquien Beiträge 38 im Fritz Knapp Verlag.
 Zaß, Manfred (1998): Lehren aus der Finanzkrise in Asien – Risikobeurteilung ist eine Management-Aufgabe, in: Handelsblatt 82, Seite 30 vom 29. April 1998.
 Zaß, Manfred (2008): Derivate – es kommt darauf an, was man daraus macht, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 5/2008, Seiten 188 bis 189.

Dieser Beitrag ist ein Vorabdruck aus dem Tagungsband „Finanzmarktakteure und Unternehmensverantwortung“ der Evangelischen Akademie, Arnolds-hain, der demnächst im VS Verlag erscheinen wird.

Den zweiten Teil dieses Beitrags lesen Sie in Kreditwesen 18-2010, Erscheinungstermin 15. September 2010.