Ursachen und Auswirkungen der Finanzkrise „step by step“

Jeanette Hadaschik*

I. Einleitung

Zwar ist das Thema Finanzkrise aus den Medien nicht mehr wegzudenken, auf die Ursachen wird aber rund zwei Jahre nach Ausbruch der US-Immobilienkrise kaum noch eingegangen. Ziel dieses Aufsatzes ist es ein grundsätzliches Verständnis für die Zusammenhänge und Auswirkungen der globalen Finanzkrise zu fördern, dabei oft verwendete aber selten definierte Begriffe zu erklären und somit Licht ins ökonomische Dunkel zu bringen. Daher beschränkt sich der Aufsatz auf die Darstellung der grundlegenden Zusammenhänge anhand von Modellen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

II. Von Subprime-Schuldnern, Kreditverbriefungen und Zweckgesellschaften: Wie eine finanzwirtschaftliche Innovation den Markt lahm legte

Die Subprime-Krise in den USA gilt als Auslöser für den erdrutschartigen weltweiten Einbruch im Finanzsektor. Bei der Ursachenforschung steht man einem Geflecht aus Einflüssen gegenüber, die den Ausbruch der Krise provoziert haben.

Nach dem Konjunktureinbruch in Folge des Anschlags auf das World-Trade-Center 2001 und dem Platzen der Internet-Blase senkte Alan Greenspan, der damalige Vorsitzende der amerikanischen Notenbank FED (Federal Reserve System), die Leitzinsen, um die Konjunktur anzukurbeln.[1] Günstige Konditionen für die Kreditvergabe waren die Folge, die Nachfrage nach Krediten wurde stimuliert und immer mehr Verbraucher finanzierten sich den Kauf eines Eigenheims über einen Immobilienkredit. Die stetig steigenden Häuserpreise waren ein zusätzlicher Anreiz zur Finanzierung von Wohneigentum durch Hypothekarkredite, was wiederum die Nachfrage nach Immobilien erhöhte und den Preis weiter nach oben trieb. Zudem erstellten Immobiliensachverständige offenbar häufig Gefälligkeitsgutachten, in denen Häusern ein höherer als der tatsächliche Wert bescheinigt wurde. Das kam den Interessen der Makler entgegen, die somit höhere Provisionen verlangen konnten. Da die Immobilie aber als Sicherungsmittel für den Hypothekenkredit fungierte, ergab sich ein falsches Beleihungsverhältnis. Die amerikanischen Finanzaufseher versäumten es, gegen diese Praktiken vorzugehen.

Regulatorische Defizite und Schwächen im Aufsichtsprozess der amerikanischen Finanzaufsicht begünstigten ein extremes Absinken der Kreditvergabestandards. Es entwickelte sich eine zweifelhafte Kreditvergabe-Praxis im Subprime-Segment, durch welche Schuldnern trotz unzureichender Bonität Hypothekarkredite gegeben wurden. Dieser Kreditmarkt für „zweitklassige“ Schuldner, d.h. Schuldner mit niedriger Bonität, hat in den USA extreme Ausmaße angenommen.[2] So machten nach Angaben der amerikanischen Bankenaufsichtsbehörde Subprime-Kredite im Zeitraum 2005-2007 ungefähr 20 Prozent der gesamten Hypothekenkredite aus.[3] Während in den meisten europäischen Ländern ein schlechter Kreditscore, wenig Eigenkapital, fehlende Einkommensnachweise oder unzureichend nachgewiesene Sicherheiten als Ausschlusskriterien bei der Kreditvergabe wirken, wurde in den USA oftmals über diese Risiken hinweggesehen.[4] Spezielle „Lock-Konditionen“ sollten gerade die einkommensschwachen Haushalte zum Abschluss eines Kredits bewegen. So erfand man neuartige Kreditvarationen mit z.B. tilgungsfreien Zeiten (sog. Interest Only Mortgages), variabel verzinsliche Darlehen (Adjustable Rate Mortgages) oder s.g. Teaser Loans, bei denen die zu zahlenden Raten anfangs niedriger waren als die anfallenden Zinsen, was dazu führen konnte, dass der Schuldenstand am Ende der Laufzeit höher war als zu Beginn. Lücken im Eigenkapital wurden teilweise durch nachrangige Darlehen geschlossen.[5]

Trotz dieser zweifelhaften Akquirierung von Neugeschäften wogen sich die Banken in Sicherheit, stiegen doch die Häuser immer weiter im Wert und schien dadurch der Kredit ausreichend besichert, da bei Zahlungsunfähigkeit des Schuldners die Immobilie mittels Zwangsversteigerung verwertet werden

* Die Autorin ist Studentin der Rechtswissenschaften an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn.

[1] *Rieg/Scheuermann*, BRZ 2009, 5.

[2] *Kofner*, WuM 2007, 429.

[3] *Kofner*, WuM 2007, 429.

[4] *Kofner*, WuM 2007, 429.

[5] Vgl. BaFin Jahresbericht 2007, 16.

konnte. Dabei ging man offenbar davon aus, dass die steigende Preistendenz bei Immobilien sich in Zukunft so fortsetzen würde.
Oft schlossen die Schuldner daher sogar zusätzliche immobilienbesicherte Darlehen zur Konsumfinanzierung ab, da sich durch die Wertsteigerung rechnerisch Eigenkapital gebildet hatte. Für die Banken waren diese risikobehafteten Hypothekar-Kredite gewinnbringend, da die Schuldner aufgrund der höheren Ausfallwahrscheinlichkeit auch höhere Zinsen zahlen mussten.
Zudem bot das sog. „originate to distribute"-Modell (erschaffen um zu vertreiben) erhebliche Fehlanreize und ist daher als weiterer maßgeblicher Faktor für das Absinken der Kreditvergabestandards anzuführen. Die Kreditvermittlung auf Provisionsbasis bewirkte einerseits, dass Bankangestellte nur noch die Quantität, nicht aber die Qualität der Kreditschuldner im Blick hatten. Andererseits hatten die Banken schon bald nach der Kreditvergabe das Risiko des Ausfalls nicht mehr zu tragen, da sie die Forderungen (Assets) aus den Krediten weiterverkauften und damit kein Interesse an einer langfristigen Überwachung hatten. Denn im Gegensatz zum „originate to hold"-Modell (erschaffen um zu behalten), bei dem die Bank den vergebenen Kredit in ihren Büchern hält und damit auch das Risiko des Ausfalls zu tragen hat, wird das Risiko beim ODT-Modell transferiert und, wie geschehen, weltweit gestreut.
Dies geschah durch die Verbriefung[6] der Subprime-Kredite. Im Zuge der Verbriefung wird eine Forderung Teil eines handelbaren Wertpapiers. So wurden auch die Forderungen aus den risikobehafteten Hypothekarkrediten des Subprime-Segments gebündelt und in Wertpapiere umgewandelt. Heraus kamen sog. Mortgage Backed Securities (MBS): Wertpapiere, die durch grundpfandrechtliche Forderungen besichert sind. In der zweiten Verbriefungsstufe werden MBS zu Asset Backed Commercial Papers (ABCPs) unterschiedlichen Ranges umgewandelt. Diese werden aus den Ratenzahlungen der Kreditschuldner bedient. Die Inhaber der am Besten besicherten Wertpapiertranchen erhalten die Zahlungen bevorrechtigt, dann folgen die Tranchen mit schlechterer Bonität, zuletzt werden die Inhaber der risikoreichsten und am Höchsten verzinsten Tranchen aus den Zahlungsströmen bedient.[7] Die Schuldner selbst erfahren dabei nichts vom Verkauf der Forderungen, da das Debitorenmanagement [8] bei der Hypothekenbank verbleibt.

Die Idee hinter der Verbriefung ist, dass die Bank die Risiken der Forderungen nicht mehr in ihre Bilanz aufnehmen muss, da diese ja durch den Weiterverkauf ausgelagert sind. Angeheizt wurde dieses Geschäftsmodell vom Hunger der Investoren nach hochverzinslichen Anlageoptionen, deren Rendite über den niedrig verzinsten US Treasury Bonds (Staatsanleihen) lag.[9] Das führte wiederum zu wachsender Nachfrage nach verbriefungsfähigen Forderungen und die Hypothekenbanken vergaben immer mehr Kredite an Schuldner aus dem Subprime-Bereich. Ein Teufelskreis war entstanden. Da aber selbst die Zahl der Hypothekenschuldner mit schlechter Bonität irgendwann erschöpft ist, wurden zuletzt offenbar sogar Forderungen aus Verbraucherkrediten und Kreditkartenforderungen verbrieft und als ABCPs verkauft.
Die Umwandlung der Forderungen zu strukturierten Finanzprodukten übernimmt dabei nicht die Hypothekenbank selbst, sondern eine Investmentbank, die die Forderungen gegen Verkaufserlös von der Hypothekenbank erwirbt, daraus strukturierte Finanzprodukte kreiert und anschließend weiter veräußert. Durch dieses Zerlegen von Forderungen und dem Zusammensetzen zu neuen undurchsichtigen Produkten wurde eine realistische Risikoeinschätzung aber für den Investor unmöglich, weshalb auf externe Ratings vertraut wurde.
Ein Rating ist eine von einer Ratingagentur[10] vergebene Bewertung für die Bonität eines Unternehmens oder die Kreditqualität eines Wertpapiers. Die Ratingagentur überprüft im Auftrag des Emittenten[11] das Wertpapier hinsichtlich seiner Risiken und berät hinsichtlich einer Verbesserung des Produkts. Das Ergebnis wird von Emittent und Ratingagentur veröffentlicht. Somit wird das Rating eines Produkts vom Investor zur Entscheidungsgrundlage für den Erwerb gemacht. Für die Ratingagentur ergibt sich ein erheblicher Interessenkonflikt, wenn sie ein Produkt bewertet, bei dessen Strukturierung sie zuvor mitgewirkt hat. Zudem ist sie für die Erstellung des Ratings auf die Verwertung der Angaben des Emittenten angewiesen.
Auch die Ratingagenturen erkannten die hohe Risikobehaftung der verbrieften Subprime-Kredite nicht oder machten sie zumindest in ihren Ratings nicht öffentlich. Denn die Bewertungssysteme, die von den Ratingagenturen üblicherweise für das Rating von Unternehmen oder Aktien verwendet wurden, hinkten in ihren Anforderungen der Komplexität der völlig neuartigen Wertpapiere hinterher und eine realisti-

[6] Zum Unterschied zwischen traditioneller und synthetischer Verbriefung siehe Monatsbericht der Deutschen Bundesbank April 2001, 21.
[7] Vgl. FAZ.NET vom 4.8.2009.
[8] Betreuung der Kreditnehmer.

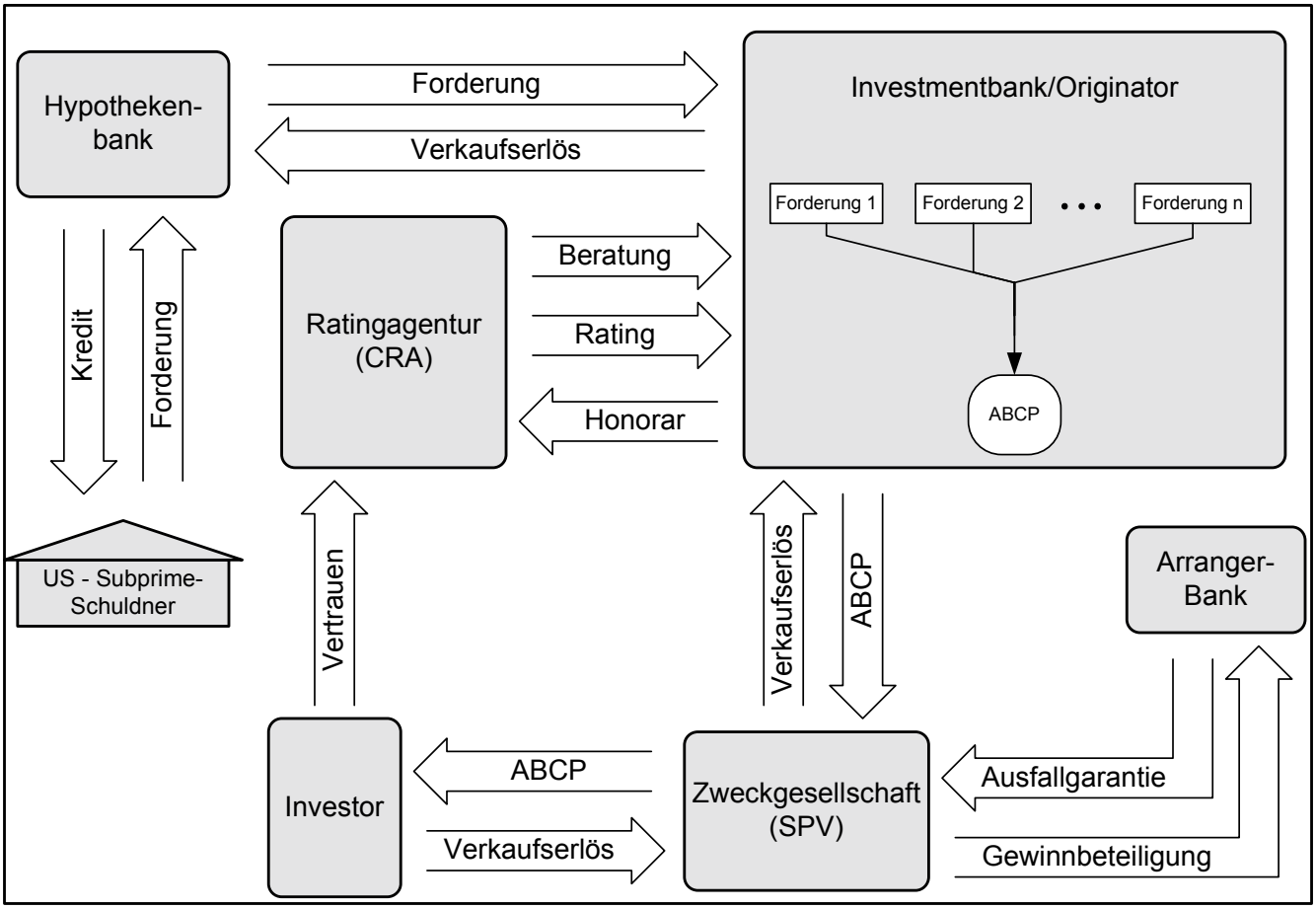
[9] *Rieg/Scheuermann*, BRZ 2009, 6.
[10] Dazu ausführlich *Deipenbrock*, BB 2003, 1849.
[11] Aussteller eines Wertpapiers, das erstmalig auf dem Markt angeboten wird.

sche Risikoeinschätzung fand nicht statt.[12] Die Papiere bekamen Bestnoten wie AAA und die Investoren[13] vertrauten darauf, oft ohne eine eigene Überprüfung der Risiken vorzunehmen.

Emittiert wurden die forderungsbesicherten Wertpapiere durch sog. Conduits (Emissionsgesellschaften) oder auch Special Purpose Vehicles (SPVs) (Zweckgesellschaften)[14], deren Geschäft in dem An- und Verkauf von Commercial Papers (CPs) besteht. Die SPVs kaufen den Investmentbanken (Originator) die strukturierten Wertpapiere ab, um sie wiederum an Investoren zu verkaufen und sich so kurzfristig zu refinanzieren. Dabei gehen die Vermögenswerte vom Originator mittels Forderungskauf gem. § 435 I BGB oder mittels Abtretung gem. 398 BGB (je nach Vertragsvereinbarung) an das SPV über.[15] Diese Zweckgesellschaften sind vom Originator rechtlich völlig unabhängig, damit das Risiko der Assets nicht in den Bilanzen der Bank verbleibt, was dem Zweck der Verbriefung zuwider laufen würde.[16] Da das SPV kaum über Eigenkapital verfügt und daher angesichts der enormen Finanzvolumina deutlich unterkapitalisiert ist, wird es von einer oder mehreren Banken als „Agents" begleitet, die verschiedene Aufgaben übernehmen, wie z.B. die Bereitstellung einer Liquiditätslinie.[17] Dann wird die betreffende Bank auch als „Arranger" bezeichnet. Die Liquiditätslinie ist eine Kreditzusage für die Überbrückung von Refinanzierungsengpässen, während derer das SPV fällige Ansprüche aus bereits emittierten Papieren bedienen muss, sich aber durch den Verkauf von CPs zeitweilig nicht genügend refinanzieren kann.[18] Diese Liquiditätslinien mussten aber bis zu ihrer Beanspruchung bilanziell nicht berücksichtigt werden.[19]
Die Emittierung der ABCPs über ein SPV hat für den Originator den großen Vorteil, dass er die diesem Geschäft immanenten Risiken nicht mit Eigenkapital unterlegen muss, sich aber trotzdem am Investmentmarkt engagieren kann. Denn die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen der Regelwerke Basel I und Basel II zwingen die Kreditinstitute, bestimmte Geschäfte mit Eigenkapital zu hinterlegen, um das Risiko des Ausfalls abfangen zu können.[20] Durch den Verkauf der Forderungen wird dieses Eigenkapital frei und der Originator erhält Liquidität, was wiederum die Bilanz verbessert, weshalb man hierbei auch von „Bilanzbereinigung" spricht. Da SPVs keine Banken sind, unterliegen sie auch nicht den Baseler Bestimmungen, die somit umgangen werden.[21]

Das Ende der schönen Welt liquider Märkte begann mit dem Anstieg der kurzfristigen Zinsen ab 2004 infolge der geldpolitischen Straffung in den USA.[22] Da jetzt viele Subprime-Schuldner ihre Raten nicht mehr tilgen konnten, kam es zu Ausfällen im großen Stil. Vor allem bei den Krediten mit variablem Zinssatz war der Schock der Zinsanpassung besonders groß, weshalb hier die Zahlungsausfälle besonders drastisch ausfielen.[23] Ende 2007 machten notleidende US-Wohnimmobilien-Kredite, deren Schuldner mit der Zahlung im Verzug waren, 20% des Kreditvolumens aus.[24] Die Zahl der Zwangsversteigerungen nahm enorm zu, wodurch die Häuserpreise fielen; es entwickelte sich eine Abwärtsspirale. Zunächst waren nur die Hypothekenbanken betroffen, da diese aufgrund vertraglicher Vereinbarungen mit den Investmentbanken die Forderungen aus den Hypotheken-Krediten zurücknehmen mussten und damit die vermeintlich ausgelagerten Risiken wieder in den eigenen Büchern standen. Es kam zur Zahlungsunfähigkeit; Schließung oder Übernahme durch andere Banken war die Folge.
Als dann die Ratingagenturen nach anfänglicher Schockstarre eine Korrektur ihrer früheren Bewertungen vornahmen und Subprime-Forderungen enthaltende ABCPs in der Benotung drastisch herunterstuften, konnten sich nun auch die SPVs nicht mehr kurzfristig durch den Verkauf der ABCPs am Markt refinanzieren. Denn die vermeintlich werthaltigen Papiere waren nun plötzlich auf dem Markt nichts mehr Wert und fanden keine Abnehmer. Folglich mussten die Banken, die als Arranger fungierten, den durch die Liquiditätslinien garantierten Kredit bereitstellen. Das riss gewaltige Löcher in die Kassen dieser Banken; viele waren nun selbst nicht mehr liquide. Die Kreditvergabe am Interbankenmarkt, über welchen die Banken sich normalerweise gegenseitig Geld leihen, kam zum Stillstand. Denn die Banken hielten nun so viel Kapital wie möglich, um etwaige Ausfallgarantien aus ihren Liquiditätslinien bedienen zu können. Die Immobilienkrise war zur weltweiten Finanzmarktkrise geworden.

[12] Vgl. *Schön/Cortez*, IRZ 2009, 16.
[13] Zu den Investoren von ABCPs ausführlich The Fundamentals of Asset Backed Commercial Papers, Moody's Special Report 2003, S. 56-59 (www.moodys.com).
[14] Zur Rolle der Zweckgesellschaften bei der Forderungsverbriefung vertiefend *Kümpel/Piel*, DStR 2009, 123-124.
[15] Vgl. *Zeising*, BKR 2007, 312.
[16] Vgl. *Zeising*, BKR 2007, 313.
[17] Zur Rolle der verschiedenen Agents ausführlich The Fundamentals of Asset Backed Commercial Papers (2003), S. 29-35 (www.moodys.com); A Brief Introduction to Structured Investment Vehicles (2007), Seward & Kissel LLP, S. 2 (www.sewkis.com).
[18] Vgl. § 230 SolvV.
[19] Vgl. *Kümpel/Piel*, DStR 2009, 1222.
[20] Dazu vertiefend *Volkenner/Walter*, DStR 2004, 1399.
[21] Vgl. BaFin Jahresbericht 2008, 49.
[22] BaFin Jahresbericht 2007, 16.
[23] BaFin Jahresbericht 2007, 17.
[24] BaFin Jahresbericht 2007, 17.



Nach einer Schätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) beliefen sich die aus der Krise resultierenden Verluste im April 2008 auf 945 Mrd US-$.[25]

III. Eine kleine Landesbank in großen Schwierigkeiten: Der Kollaps einer Bank am Beispiel der SachsenLB

Auch die irische Tochter der SachsenLB, die SachsenLB Europe plc, hatte für die irischen Conduits Ormond Quay und Georges Quay Ausfallgarantien übernommen, die sie durch den Wertverfall der ABCPs einlösen musste. Die Tochter war 1999 für das Engagement am Kapitalmarkt gegründet worden.[26] Da die SachsenLB ihrer irischen Tochter gegenüber die Pflicht[27] hatte, sie mit genügend Liquidität auszustatten, musste sie für deren Verbindlichkeiten aufkommen und wurde schließlich selbst Ende 2007 auf Druck der BaFin[28] hin von der baden-württembergischen Landesbank LBBW übernommen. Denn nach der derzeitigen Rechtslage hätte der Freistaat Sachsen für alle weiteren Forderungen gegen die Bank und ihre Tochter aufkommen müssen.[29] Die nun fällig gewordenen Verbindlichkeiten in Höhe von 600 Millionen Euro hatten die Bank an den Rand der Zahlungsunfähigkeit gebracht.[30] Die Tragfähigkeit der Bank war überschritten, das Adressenausfallrisiko[31] zu hoch.[32] Nach der Übernahme kam die LBBW für die 600 Millionen Euro auf.

Zwar handelten die irischen Conduits kaum mit ABCPs aus dem Subprime-Bereich.[33] Das Misstrauen, das sich aber gegenüber diesen strukturierten Finanzprodukten manifestiert hatte, machte einen Absatz derselben auf dem Markt unmöglich.

Warum hatte sich die SachsenLB mittels ihrer irischen Tochter überhaupt am riskanten ABCP-Markt engagiert? Bis 2005 waren die Landesbanken und

[25] Broszeit, VW 2008, 1516.
[26] Sonderbericht des Sächsischen Rechnungshofes März 2009, 30.
[27] Siehe dazu Sonderbericht des Sachsischen Rechnungshofes März 2009, 31.
[28] Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Sitz in Bonn und Frankfurt am Main, beaufsichtigt durch ihre 1.750 Beschäftigten 2.048 Banken, 722 Finanzdienstleistungsinstitute, 626 Versicherungsunternehmen, 27 Pensionsfonds sowie 6.031 Fonds und 76 Kapitalanlagegesellschaften um die Integrität und Stabilität des deutschen Finanzsystems zu gewährleisten. Sie untersteht dem Bundesministerium der Finanzen und vertritt Deutschland in mehreren internationalen und europäischen Gremien.
[29] Sonderbericht des Sachsischen Rechnungshofes März 2009, 31.
[30] Süddeutsche Zeitung vom 27.8.2007.
[31] Risiko, dass die Schuldner der Bank ihre Verbindlichkeiten nicht erfüllen.
[32] Vgl. SachsenLB Geschäftsbericht 2007, 49.
[33] Vgl. SachsenLB Geschäftsbericht 2007, 30.

Sparkassen durch die Gewährträgerhaftung ihres Bundeslandes abgesichert. Diese sah vor, dass im Falle einer Zahlungsunfähigkeit das Bundesland für die Schuld ihrer Bank einspringt. Diese Sicherheit verschaffte den Landesbanken gute Ratings, sie konnte sich günstig Geld beschaffen und zu niedrigen Zinsen verleihen. Diesen Umstand sah die Europäische Bankenvereinigung als wettbewerbsverzerrende Beihilfe an und legte Ende 1999 Beschwerde bei der Europäischen Kommission ein. 2002 einigten sich Kommission und Bundesregierung auf die Abschaffung der Gewährträgerhaftung für alle nach dem 18.07.2005 begründeten Verbindlichkeiten.[34]

Dies hatte für die Landesbanken zur Folge, dass sie sich nicht mehr so günstig wie zuvor Geld beschaffen konnten und die Gewinne im Kreditgeschäft zurückgingen. Auf der Suche nach lukrativen Alternativen engagierte sich die Bank über ihre irische Tochter im ABCP-Geschäft.[35]

Noch am 10. August 2007 hatte die SachsenLB in einer Stellungnahme zur Situation am ABCP-Markt verlauten lassen, man sehe keine Anzeichen für erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeiten der von der Tochtergesellschaft Sachsen LB Europe plc gemanagten ABCP-Strukturen. Die Zweckgesellschaft Ormand Quay habe ausschließlich in AAA-geratete ABCPs investiert, die hohe Qualität dieser Investments sei in den Überprüfungen der Ratingagenturen erst jüngst erneut bestätigt worden. „Die Werthaltigkeit dieser Papiere ist unbestritten", sagte der Banksprecher.[36]

Hier zeigen sich die Folgen des blinden Vertrauens auf das Urteil der Ratingagenturen: Was heute noch unbestritten werthaltig ist, kann morgen schon zum Ladenhüter auf dem Finanzmarkt werden.

Man fragt sich angesichts dieser enormen Finanzvolumina, ob es überhaupt mit der Rechtsordnung vereinbar ist, dass Banken der öffentlichen Hand in derart riskante Wertpapiergeschäfte investieren. Denn grundsätzlich muss jedes mittelbare und unmittelbare Handeln des Staates einem öffentlichen Zweck dienen.[37] Und eine Landesbank hat den öffentlichen Auftrag, ein Bundesland bei der Förderung der Wirtschaft zu unterstützen, indem sie z.B. Förderkredite vergibt.[38] Ob das Engagement im risikobehafteten ABCP-Geschäft einem öffentlichen Zweck dient, scheint eine rhetorische Frage. Dennoch handelte der Bankvorstand im Rahmen der Satzung der SachsenLB, die keine klare Sperre gegenüber Investitionen in ausländische Wertpapiere enthält.[39] Denn neben dem öffentlichen Auftrag ist auch das Betreiben des privatrechtlichen Bankengeschäfts in der Satzung verankert.[40] 2006 hatte sich die Bank in ihrem Geschäftsbericht noch als „Spezialbank am internationalen Kapitalmarkt" bezeichnet.[41] So betrug der Anteil der Kapitalmarktaktivitäten der SachsenLB-Gruppe am Betriebsergebnis in den Jahren 2002 bis 2006 im Durchschnitt 82 %.[42] Mit dem ursprünglichen Zweck einer Landesbank scheint das schwer vereinbar und zog die besagten Folgen nach sich. Der Sächsische Rechnungshof rügt in seinem Sonderbericht vom März 2009 Unregelmäßigkeiten bei der Gründung der irischen Tochter und hält die Abgabe einer Patronatserklärung der SachsenLB gegenüber der irischen Tochter für rechtswidrig.[43]

Das Interesse der Strafverfolgung ließ nicht lange auf sich warten. Bereits im August 2007 war bei der Staatsanwaltschaft Leipzig eine anonyme Anzeige gegen den ehemaligen und derzeitigen Vorstand sowie den Verwaltungsrat der SachsenLB eingegangen. Ein ehemaliger Mitarbeiter behauptete, man habe von den Zuständen bei der irischen Tochtergesellschaft gewusst und habe die Risiken bewusst verschleiert.[44] Das BKA teilte am 12.08.2008 auf seiner Internet-Präsenz mit, gegen ehemalige Vorstandsmitglieder werde wegen des Verdachts der Untreue und unrichtiger Darstellung in den Jahresabschlüssen ermittelt. Durchsuchungen fanden am selben Tag statt.[45]

IV. Internationale Initiativen und wirtschaftspolitische Maßnahmen

Bald nach der globalen Ausbreitung der Finanzmarkt-Krise überschlugen sich die internationalen und nationalen Gremien mit Vorschlägen, wie man einem künftigen Unheil dieser Art vorbeugen könnte.

Ein Ansatz, auf den im Folgenden näher eingegangen wird, ist die verschärfte Regulierung der Ratingagenturen (Credit Rating Agencies), denen man für den Ausbruch der Krise eine Schlüsselrolle beimisst. Denn sie haben den letztlich wertlosen Papieren eine hohe Ausfallgarantie bescheinigt und waren somit für die globale Verbreitung der ABCPs mit verantwortlich.

Ursprünglich sollten die Ratings zu mehr Transpa-

[34] Zur Abschaffung der Gewährträgerhaftung vertiefend *Quardt*, EuZW 2002, 424.
[35] Sonderbericht des Sächsischen Rechnungshofes März 2009, 30.
[36] Pressemitteilung der SachsenLB vom 10.8.2007.
[37] *Lutter*, BB 2009, 789.
[38] Vgl. dazu *Rümker/Keßeböhmer*, in: Schimansky/Bunte/Lwowsk, § 124, Rn.15-18.
[39] *Lutter*, BB 2009, 788.
[40] *Lutter*, BB 2009, 788.
[41] SachsenLB Geschäftsbericht 2006, 12.
[42] Pressemitteilung des Sächsischen Rechnungshofes zum Sonderbericht nach § 99 SäHO zur Landesbank Sachsen Girozentrale vom 16.3.2009.
[43] Sonderbericht des Sächsischen Rechnungshofes März 2009, 30; 31-33.
[44] Spiegel-Online vom 31.08.2007.
[45] Handelszeitung Online vom 12.08.2007.

renz auf dem Finanzmarkt beitragen, was aber im Widerspruch zur mangelnden Transparenz der Ratingmodelle an sich steht. Da die CRAs auf einem oligopolistischen Markt tätig sind, gibt es zu wenig Anreize die eigenen Methoden kontinuierlich auf den Prüfstand zu stellen.
Die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) stellte bereits 2004 in ihrem Code of Conduct Fundamentals of Credit Rating Agencies drei Hauptprinzipen zur zukünftigen Regulierung der Ratingagenturen auf:

• Sicherstellung der Qualität und Integrität des Ratingmodells
• Unabhängigkeit der Agenturen und Vermeidung von Interessenkonflikten
• Verantwortlichkeit gegenüber Emittenten und Investoren.[46]

Die bislang bedeutendste Maßnahme auf europäischer Ebene ist der Erlass einer Verordnung zur Regulierung der Ratingagenturen.[47] Das Europaparlament nahm am 23.04.2009 einen Kompromiss an, auf den es sich zuvor mit dem Ministerrat geeinigt hatte. Die Regelung sieht vor, dass der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) gestärkte Kompetenzen erhalten soll, um die Registrierung der CRAs und die Lizenzverteilung für Europa vorzunehmen. Bewertungskriterien, Methoden, Modelle und grundsätzliche Annahmen, auf die die Agentur ihre Ratings stützt, müssen offengelegt werden.
Zur Vermeidung von Interessenkonflikten schreibt die Verordnung ein individuelles Rotationssystem vor, welches verhindern soll, dass die CRAs zu lange für nur ein Unternehmen arbeiten. In geeigneten Abständen müssen die Mitarbeiter einer Agentur das von ihnen bewertete Unternehmen wechseln. Zudem wird auch der Umgang mit Ratings geregelt, die von Agenturen außerhalb Europas veröffentlicht werden. Da diese sich nicht an die europäischen Regeln halten müssen, weiterhin aber von Unternehmen genutzt werden, überprüfen die nationalen Behörden sowie die Kommission, inwieweit sie den europäischen Standards entsprechen.
Längerfristig ist die Schaffung einer europäischen Aufsichtsbehörde geplant, die sich aus Mitgliedern aller 27 Mitgliedsstaaten zusammensetzen und Informationsaustausch sowie bessere Koordination bieten soll. Dies sei aber nur ein erster Schritt eines europäischen Aufsichtssystems, so die Presseerklärung des Europaparlaments.[48] Bis 2010 wird die Kommission hierzu weitere Vorschläge unterbreiten.
Die Verordnung wird voraussichtlich im März 2010 in Kraft treten.

Auch die Aufsichtsbehörden wurden teils scharf kritisiert. Insbesondere der amerikanischen Finanzaufsicht wird das jahrelange Versäumnis vorgeworfen, die dubiosen Praktiken bei der Kreditvergabe nicht unterbunden zu haben. Aber auch die deutsche Finanzaufsicht BaFin wurde 2007 während der Debatte über die Schieflage von IKB und SachsenLB kritisiert. EU-Binnenmarktkommissar McCreevy warf der Behörde indirekt vor, nicht sicher gestellt zu haben, dass ausgegliederte Zweckgesellschaften kein Risiko für die Bilanz einer Bank darstellen.[49]
Zur Kontrolle der Risiken der außerbilanziellen Zweckgesellschaften legte das International Accounting Standards Board (IASB) im Dezember 2008 einen Entwurf vor, der sich mit der Konsolidierung von SPVs beschäftigt.[50] Das IASB ist ein Gremium, das internationale Rechnungslegungsstandards entwickelt und verabschiedet. An diesem Entwurf hatte auch die IOSCO mitgewirkt, in welcher Deutschland durch die BaFin vertreten ist.
Auch der unabhängige Ausschuss für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (CEIOPS)[51] arbeitet zurzeit an einer Regelung der Zulassungsvoraussetzungen für Zweckgesellschaften.[52] Auch hier ist die BaFin beteiligt. Die Vorschläge werden im Herbst 2009 der Europäischen Kommission vorgestellt.

V. Fazit

Komplexe Probleme erfordern komplexe Lösungsansätze. Das Ausufern von Praktiken, mit denen letztlich an der Aufsicht vorbei irrsinnig riskante Geschäfte getätigt wurden, hat gezeigt, dass die Präsenz der Finanzaufseher deutlich gestärkt werden muss, um den großen Global Playern der Finanzwirtschaft Einhalt gebieten zu können.
Die Pläne des Europaparlaments für eine europäische Finanzaufsicht können da erst ein Anfang sein. Letztendlich ist es am nationalen und europäischen Gesetzgeber, den Aufsichtsbehörden die Kompetenzen an die Hand zu geben, mit denen eine effektive Überwachung des unüberschaubaren Finanzmarktes möglich ist.

[46] IOSCO Code of Conduct Fundamentals of Credit Rating Agencies (2004), 3 (www.iosco.org).
[47] Vgl. Pressemitteilung des Europäischen Parlaments vom 23.04.2009 (www.europaparl.europa.eu).
[48] Vgl. Pressemitteilung des Europäischen Parlaments vom 23.04.2009 (www.europaparl.europa.eu).
[49] Handelsblatt vom 26.09.2007.
[50] BaFin Jahresbericht 2008, 65.
[51] CEIOPS ist ein Stufe-3-Komitee der EU.
[52] BaFin Jahresbericht 2008, 60.