

Markus Demary / Thomas Schuster

# Die Neuordnung der Finanzmärkte

Stand der Finanzmarktregulierung  
fünf Jahre nach der Lehman-Pleite

# Analysen

Forschungsberichte  
aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Markus Demary / Thomas Schuster

## Die Neuordnung der Finanzmärkte

Stand der Finanzmarktregulierung  
fünf Jahre nach der Lehman-Pleite

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek.**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://www.dnb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-602-14921-6 (Druckausgabe)

ISBN 978-3-602-45539-3 (E-Book|PDF)

**Die Autoren**

Dr. sc. pol. **Markus Demary**, geboren 1978 in Bonn; Studium der Volkswirtschaftslehre in Bonn und Promotion in Kiel; 2008 bis 2010 Economist in der Forschungsstelle Immobilienökonomik im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 2010 bis 2012 Referent in der Institut der deutschen Wirtschaft Köln Consult GmbH, seit 2012 Economist im Kompetenzfeld „Internationale Wirtschaftsordnung“ im Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

Prof. Dr. **Thomas Schuster**, geboren 1966 in Gaggenau; Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion in Mannheim; seit 2008 Professor für Quantitative Methoden und Volkswirtschaftslehre an der Internationalen Hochschule Bad Honnef/Bonn; seit März 2013 Gastwissenschaftler im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Kompetenzfeld „Internationale Wirtschaftsordnung“.

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Grafik: Dorothe Harren

© 2013 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

[iwmedien@iwkoeln.de](mailto:iwmedien@iwkoeln.de)

[www.iwmedien.de](http://www.iwmedien.de)

Druck: Hundt Druck GmbH, Köln

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	5
<b>2</b>	<b>Hintergründe der Finanzkrise</b>	8
2.1	Niedrigzinsphase in den USA	8
2.2	Steigende private Verschuldung	9
2.3	Zunahme von zweitklassigen Krediten	10
2.4	Boom auf dem US-Häusermarkt	12
2.5	Zunehmende Verbriefung von Krediten	13
2.6	Bestnoten der Ratingagenturen	15
2.7	Rolle der Schattenbanken	16
2.8	Lehman-Insolvenz	18
<b>3</b>	<b>Die Krise erreicht Europa</b>	19
3.1	Schieflage der deutschen Landesbanken	20
3.2	Rettungsprogramme des deutschen Staates	22
<b>4</b>	<b>Strukturwandel der Finanzmärkte</b>	26
4.1	Preisfindung bei Vermögenswerten	27
4.2	Vernetzung und systemische Risiken	30
4.2.1	Banken und ihre Verflechtungen	31
4.2.2	Vernetzung und Krisenmanagement	35
4.3	Derivate und Verbriefungen	37
4.4	Kreditversicherungen	44
4.5	Verschuldung und Kreditzyklen	46
<b>5</b>	<b>Neuordnung der Finanzmärkte</b>	47
5.1	Erhöhung der Haftung	49
5.1.1	Eigenkapitalvorschriften	50
5.1.2	Liquiditätsvorschriften	61
5.1.3	Bewertung der Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften	62
5.1.4	Vergütungssysteme	66
5.2	Erhöhung der Systemstabilität	68
5.2.1	Systemrelevanz	69
5.2.2	Eigenhandel	73
5.2.3	Hochfrequenzhandel	78
5.2.4	Leerverkäufe	83

5.3	Erhöhung der Transparenz	86
5.3.1	Außerbörslich gehandelte Derivate	87
5.3.2	Ratingagenturen	90
5.3.3	Hedgefonds und alternative Investmentfonds	94
5.3.4	Schattenbanken	95
5.4	Stärkung der Finanzaufsicht	98
5.5	Beteiligung an den Kosten von Krisen	103
5.5.1	Bankenabgabe	103
5.5.2	Bail-in der Gläubiger	105
5.5.3	Finanztransaktionssteuer	106
<b>6</b>	<b>Fazit und Politikempfehlungen</b>	<b>108</b>
	<b>Anmerkungen</b>	<b>113</b>
	<b>Literatur</b>	<b>115</b>
	<b>Kurzdarstellung / Abstract</b>	<b>126</b>

# 1

## Einleitung

Die größte weltweite Wirtschaftskrise seit der Großen Depression in den 1930er Jahren wurde durch den Zusammenbruch einer einzigen Investmentbank drastisch verschärft. Die 1850 gegründete Bank Lehman Brothers hat am 15. September 2008 nach Chapter 11 des US-amerikanischen Insolvenzrechts Gläubigerschutz beantragt. Im Vorfeld hatte sich Lehman sehr stark in hypothekenbesicherten Wertpapieren engagiert, von denen viele durch das Platzen der US-amerikanischen Immobilienblase ausfielen. Damit führte ein regional begrenztes Problem, nämlich die Krise im US-amerikanischen Immobilienmarkt, zu einer weltweiten Bankenkrise. Zuvor hatte die US-Regierung bereits die Investmentbank Bear Stearns sowie die beiden halbstaatlichen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac vor der Insolvenz bewahrt, weshalb es für die Regierung nun schwierig war, noch eine weitere in Not geratene Bank zu retten. Die Finanzmärkte gingen davon aus, dass Lehman zu groß sei, um nicht gerettet zu werden. Die Regierung beschloss jedoch, Lehman nicht zu helfen (Sinn, 2011, 88). Dies stürzte die Finanzmärkte in eine Vertrauenskrise.

Um sich vor einer Insolvenz einer weiteren Bank zu schützen, horteten die Banken plötzlich ihr Geld (Haldane, 2009). Dadurch brach der Interbankenmarkt zusammen. Als Nächste kamen die auf strukturierte Wertpapiere spezialisierte Bank Merrill Lynch und der weltgrößte Kreditversicherer American International Group (AIG) in Schieflage. Während Merrill Lynch von der Bank of America aufgekauft wurde, wurde AIG aufgrund seiner Systemrelevanz verstaatlicht (Sinn, 2011, 93 f.). Die beiden Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley wandelten sich zu Geschäftsbanken und konnten damit die staatliche Einlagensicherung in Anspruch nehmen (Sinn, 2011, 95). In Deutschland musste die Bundesregierung zum extremen Mittel der Verstaatlichung der Hypo Real Estate greifen, um einen Zusammenbruch der Immobilienfinanzierung zu verhindern (Sinn, 2011, 97). Dann kamen die deutschen Landesbanken durch den Zusammenbruch des Interbankenmarktes in die Krise. Deren außerbilanziell geführte Zweckgesellschaften hatten sich stark in hypothekenbesicherten Wertpapieren aus den USA engagiert, die sie kurzfristig am Geldmarkt refinanzieren mussten (Schrooten, 2009). Durch die Turbulenzen wurde diese kurzfristige Refinanzierung zunehmend schwieriger.

Diese fatale Entwicklung hat zu einem tiefen Vertrauensverlust in die Finanzmärkte und auch in das System der Marktwirtschaft generell geführt. Bei aller gerechtfertigten Kritik am Verhalten der Finanzmarktakteure und an dem Versagen von Regulierung und Aufsicht darf es jetzt jedoch nicht dazu kommen, dass Finanzmärkte generell verteufelt werden. Denn sie erfüllen in einer Volkswirtschaft sehr wichtige Aufgaben (vgl. Kapitel 4). Ziel der notwendigen Reformen muss es also sein, die Finanzmärkte wieder zum Diener der Realwirtschaft zu machen und eine überzogene Risikoneigung in Zukunft so gut es geht zu unterbinden. Banken und andere Finanzmarktakteure sollen nicht wieder ganze Staaten und Volkswirtschaften mit in die Tiefe reißen können.

Dass ein vernünftiges Regelwerk nötig ist, kann an dem einfachen Beispiel des Fußballspiels verdeutlicht werden. Wäre es den Vereinen erlaubt, mehr als elf Spieler gleichzeitig einzusetzen, so würden sie dies auch tun. Jede Mannschaft würde dann versuchen, möglichst mehr Spieler als die gegnerische Mannschaft aufs Feld zu bringen. Im Endeffekt würde hierunter das ganze Spiel leiden. Übertragen auf die Banken bedeutet dies, dass diese beispielsweise den Anreiz haben, sich über die Nutzung von Regulierungsschlupflöchern Wettbewerbsvorteile zu verschaffen. Ähnlich wie auf dem Fußballplatz funktioniert das Spiel jedoch nur in sinnvoller Weise, wenn Regeln ein unfaires Spiel verbieten und der Schiedsrichter mit scharfem Auge über deren Einhaltung wacht. Es gilt also, die Regulierung und Aufsicht der Finanzmärkte effektiver zu machen, damit das Finanzsystem wieder seine wichtigen Grundfunktionen erfüllen kann.

Mit diesem Ziel begann Mitte November 2008 auf globaler Ebene eine neue umfassende Regulierungsinitiative. Damals einigten sich die Staats- und Regierungschefs der 20 großen Wirtschaftsmächte (G20) auf ihrem Gipfel in Washington darauf, dass kein Finanzmarktakteur und kein Finanzmarktprodukt mehr unbeaufsichtigt und unreguliert sein darf (G20, 2008). Hierhinter steht der Gedanke, dass die Finanzmarktakteure wieder zum Dienstleister der Realwirtschaft werden müssen. Die G20 vereinbarten 2009 auf ihrem Gipfeltreffen in Pittsburgh Regulierungen mit dem Ziel, die Haftung der Marktakteure zu erhöhen, mehr Transparenz auf den Märkten zu schaffen, die Finanzaufsicht zu stärken und das Finanzsystem als Ganzes robuster zu machen (G20, 2009). Neben Banken sollen auch Ratingagenturen und Hedgefonds stärker reguliert und überwacht werden. Von der Regulierung betroffen sein sollen auch die außerbörslichen Derivatmärkte, die außerbilanziellen Aktivitäten von Banken und die Bonus-Systeme von Bankmanagern. An

# Regulierungen in Deutschland

Übersicht 1

Jahr	Regulierung
2008	Erichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin)
2009	Bad-Bank-Gesetz Möglichkeit der Verstaatlichung einer Bank
2010	Restrukturierungsgesetz Verbot ungedeckter Leerverkäufe und von ungedeckten Credit Default Swaps (CDS) <sup>1</sup> Umsetzung der EU-Ratingverordnung
2011	Aufstockung des Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin) Neue Regeln im Hochfrequenzhandel Stärkung der Finanzaufsicht
2013	Trennbankengesetz im Finanzausschuss des Bundestags Neue Regeln für außerbörslich gehandelte Derivate Neue Regeln für alternative Investmentfonds
2014	Verschärfte Eigenkapitalregeln (Credit Requirement Directive IV)

<sup>1</sup> Bei Credit Default Swaps handelt es sich um eine bestimmte Form einer handelbaren Kreditausfallversicherung. Diese gelten als ungedeckt, wenn kein versicherbares Interesse besteht.  
Eigene Zusammenstellung

diesen Forderungen orientiert sich auch die nationale Umsetzung in Deutschland (BMF, 2013a). Ebenso wollen die Staaten gemeinsam gegen Steueroasen vorgehen. Die G20 sprechen aber auch dem Internationalen Währungsfonds (IWF) eine stärkere Rolle zu. Dessen Kapitalausstattung soll deutlich verbessert werden, um in Not geratenen Staaten besser unter die Arme greifen zu können. Außerdem sollen die großen Schwellenländer und die Entwicklungsländer mehr Mitsprache beim IWF erhalten (G20, 2009). Übersicht 1 zeigt die bereits in Deutschland umgesetzten Regulierungen.

Aus der Erfahrung mit der Lehman-Insolvenz zeigt sich, dass stark vernetzte und damit systemrelevante Banken nicht ohne Schaden für das Finanzsystem abgewickelt werden können. Zudem verleitet das Wissen der Bank um ihre Systemrelevanz sie zu einer hohen Risikoübernahme und zu einer geringen Risikovorsorge, da sie im Krisenfall aufgrund ihrer Systemrelevanz vom Staat gerettet werden muss („too big to fail“ beziehungsweise „too interconnected to fail“). Bundeskanzlerin Angela Merkel sagte deshalb, dass keine Bank mehr so groß sein darf, dass sie die Regierung erpressen kann. Auf dem G20-Treffen in Pittsburgh wurden internationale Regeln verabredet, die Banken zu einer stärkeren Unterlegung ihrer Risikopositionen mit Eigenkapital verpflichten (G20, 2009). Zudem wurde erkannt, dass die bisherige Aufsicht nur die einzelnen Institute betrachtet hatte (mikroprudentielle Aufsicht), nicht aber deren Interaktion im Finanzsystem als Ganzes (makroprudentielle Aufsicht). Einen großen Schritt in Richtung einer Lösung des



Too-big-to-fail-Problems beziehungsweise Too-interconnected-to-fail-Problems und zur Stärkung der makroprudentiellen Aufsicht der Banken ging die Europäische Union (EU) mit der geplanten Europäischen Bankenunion. Diese soll aus den drei Säulen gemeinsame Bankenaufsicht, gemeinsames Abwicklungsregime und gemeinsame Standards für die Einlagensicherung bestehen. Mittlerweile ist die erste Säule der Bankenaufsicht beschlossen und die großen, systemrelevanten Institute werden ab 2014 von der Europäischen Zentralbank (EZB) überwacht.

Die vorliegende Analyse gibt einen aktuellen Überblick über die auf den G20-Gipfeln vorgeschlagenen Regulierungen und bewertet sie. Hierbei wird ein Schwerpunkt auf deren Umsetzungen in der EU und in Deutschland gelegt. In Kapitel 2 werden die Hintergründe, die zur Krise geführt haben, kurz dargestellt. Diese werden nur insoweit erläutert, wie zum Verständnis der Regulierungsbemühungen notwendig ist.<sup>1</sup> Kapitel 3 schildert, wie die Krise sich von den USA auf Europa ausbreiten konnte. Kapitel 4 stellt die volkswirtschaftlich wichtigen Funktionen des Finanzsystems vor dem Hintergrund von Trends wie der zunehmenden Vernetzung der Akteure, häufigeren Verbriefung und steigenden Komplexität dar. Kapitel 5 gibt einen systematischen Überblick über die bisherigen Regulierungsanstrengungen und beurteilt sie. Die Studie schließt mit Vorschlägen zu weiteren Maßnahmen hin zu einem krisenfesten Finanzsystem.

## **2** Hintergründe der Finanzkrise

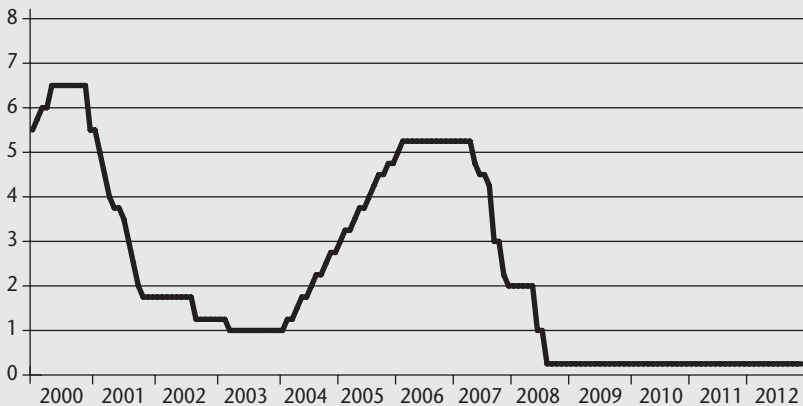
### **2.1 Niedrigzinsphase in den USA**

Nach der Terrorattacke am 11. September 2001 rutschten die USA und auch die Weltwirtschaft in die Rezession. Die US-amerikanische Notenbank reagierte und senkte den Leitzinssatz von 6,5 Prozent im Jahr 2001 auf 1 Prozent im Jahr 2003. Der Zinssatz verharrte rund ein Jahr auf diesem Rekordtief (Abbildung 1). Aufgrund dieser Politik schnellte das Geldmengenwachstum (gemessen an der Geldmenge M2) auf 8 Prozent pro Jahr in die Höhe. Diese expansive Geldpolitik – ursprünglich als Maßnahme zur Überwindung einer Wirtschaftskrise vorgesehen – legte den Grundstein für die Finanzkrise (White, 2009, 115 f.), die im Sommer 2007 ausbrach und im September 2008 mit der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers an Fahrt gewann.

## Leitzins der US-Notenbank

Abbildung 1

Tageswerte zum Monatsanfang, in Prozent



Quellen: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013a; 2013b

## 2.2 Steigende private Verschuldung

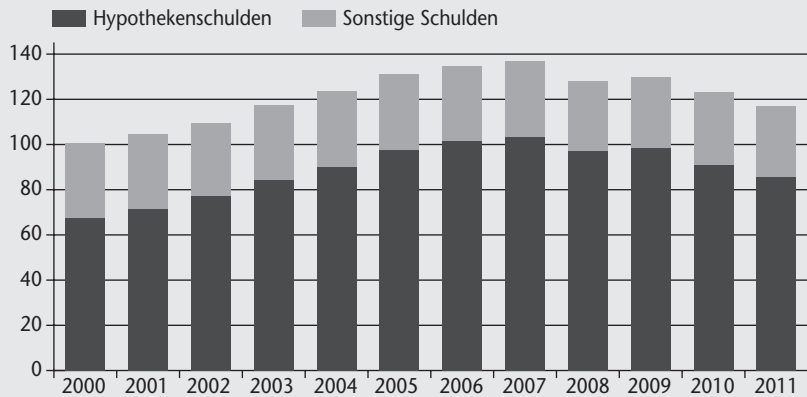
Wie reagierte die Wirtschaft auf so niedrige Zinsen? Banken und Wirtschaftsunternehmen hatten den Anreiz, den Fremdkapitalanteil zu erhöhen, um die Eigenkapitalrendite zu steigern. In der Finanzwirtschaft wird das Leverage-Effekt genannt (SVR, 2008, 119). Die US-Geschäftsbanken erhöhten seit dem Jahr 2000 immer stärker ihr Fremdkapital. Im Jahr 2008 betrug dies in der Spitze 86 Prozent des US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) gegenüber 61 Prozent im Jahr 2000.

Auch die Privathaushalte in den USA verschuldeten sich zunehmend. Sie kurbelten einerseits mit Konsumentenkrediten den privaten Konsum an und kauften in erster Linie neue Autos. Andererseits nahmen sie vermehrt Hypothekenkredite auf, um in Immobilien zu investieren. Die Einkommen der privaten Haushalte konnten mit diesem Anstieg der Ausgaben nicht mithalten. Folglich wuchs die Verschuldung der Privathaushalte immer weiter und erreichte mit knapp 220 Prozent des BIP in den Jahren 2007 bis 2009 ihren Höhepunkt.

In Abbildung 2 ist gut zu erkennen, dass der Anstieg der privaten Verschuldung vor allem auf neue Hypothekenkredite zurückzuführen ist. Beispielsweise waren von den 136,8 Prozent der Gesamtverschuldung in Relation zum verfügbaren Einkommen der Haushalte im Jahr 2007 rund 103,3 Pro-

## Verschuldung der privaten Haushalte in den USA Abbildung 2

in Prozent des verfügbaren Einkommens



Quelle: OECD, 2012, 266

zentrierte Hypothekenschulden. In den USA sind die Hypotheken in der Regel regressfrei, das heißt, ein Schuldner, der seinen Kredit nicht bedienen kann, verliert im schlimmsten Fall nur seine Immobilie. Verbindlichkeiten sind nach der Zwangsversteigerung der Immobilie getilgt, auch wenn sie den Wert des Hauses übersteigen (Stiglitz, 2010, 121). Diese Regulierung sowie die Möglichkeit der Mortgage Equity Withdrawals, einer zusätzlichen Beleihung einer Immobilie aufgrund erwarteter Wertsteigerungen, setzten den Anreiz zu einer hohen Verschuldung (Stiglitz, 2010, 28).

### 2.3 Zunahme von zweitklassigen Krediten

Im Vorfeld der Finanzkrise führten einige Maßnahmen dazu, dass bei der Kreditvergabe der Anteil der zweitklassigen Kredite (sogenannte Subprime-Kredite) zunahm. Die US-Bundesbehörde für Wohnungswesen (Federal Housing Administration) als Kreditgeber forderte von neuen Hypothekenschuldnern ursprünglich eine nicht kreditfinanzierte Anzahlung von 20 Prozent des Hauspreises. Private Hypothekenvermittler reduzierten die Quote auf unter 20 Prozent. Um keine Marktanteile zu verlieren, zog die Bundesbehörde mit. Im Jahr 2004 verlangte sie lediglich noch eine Anzahlung von 3 Prozent (White, 2008, 5). Beispielsweise reichten dann 10.000 US-Dollar als Eigenkapital aus, um ein Haus im Wert von 300.000 US-Dollar zu finanzieren.

Der Community Reinvestment Act (CRA) wurde 1977 eingeführt. Die Finanzaufsichtsbehörden<sup>2</sup> stufen seitdem alle Banken in einem Rating ein. Es handelt sich jedoch nicht um ein klassisches Kreditrating. Die jeweils zuständige Behörde überprüft, ob eine Bank genügend Kredite in der Gemeinde vergibt und ob auch Haushalte mit mittlerem und niedrigem Einkommen dabei sind. Das beste Rating ist „hervorragend“ („outstanding“) und wird erteilt, wenn besonders viele lokale Kredite und Kredite an Geringverdiener vergeben werden. Anfangs hatte dieses Rating keine großen Auswirkungen. 1995 wurde das Gesetz jedoch in einem entscheidenden Punkt geändert: Die zuständige Finanzaufsichtsbehörde kann seither untersagen, dass eine Bank mit einem niedrigen CRA-Rating weitere Bankfilialen öffnet oder mit einer anderen Bank fusioniert. Viele Banken reagierten auf die neuen Regeln und vergaben verstärkt Kredite an Haushalte mit niedrigem Einkommen, die vor 1995 als nicht kreditwürdig eingestuft worden waren. Andere Banken kauften „CRA Mortgage Backed Securities“. Das waren Wertpapiere, die zweitklassige Hypothekenkredite beinhalteten und zu einer Heraufstufung des CRA-Ratings führten (White, 2008, 5 f.).

1992 legte der US-amerikanische Kongress erstmals das Ziel fest, dass ein bestimmter Prozentsatz aller Hypothekenkredite an Haushalte mit niedrigem Einkommen vergeben werden soll (Affordable Housing Goals). Zuständig für die Umsetzung war das US-Wohnungsbauministerium (US Department of Housing and Urban Development). So schrieb das Ministerium den Hypothekenbanken Fannie Mae and Freddie Mac im Jahr 2005 vor, 52 Prozent der Kredite an Haushalte mit einem unterdurchschnittlichen Einkommen zu vergeben. Als Vorgabe für ein niedriges Einkommen diente das Medianeinkommen in der jeweiligen Region. Zusätzlich mussten 22 Prozent der Kredite an Haushalte gehen, die weniger als 60 Prozent des Medianeinkommens verdienten. Das Ministerium erhöhte die vorgegebenen Ziele über die Jahre bis 2008 leicht (Tabelle 1). Trotzdem erfüllten die halbstaatlichen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac jedes Jahr die Ziele (Roberts, 2008).

Ein weiterer wichtiger Faktor, der den US-Hypothekenmarkt stark aufblähte, waren die impliziten staatlichen Garantien für die Hypothekenbanken Fannie Mae and Freddie Mac<sup>3</sup>. Beide Institute waren gemeinwirtschaftliche Unternehmen in privater Rechtsform (Sinn, 2011, 166). Beide Hypothekenbanken hatten aus Marktsicht immer eine Sonderstellung. Beispielsweise wurde ein Teil der Hypotheken von Fannie Mae durch die staatlichen Organisationen Federal Housing Administration (FHA) und Veterans Administration (VA) garantiert (Acharya et al., 2011, 14 f.). Fannie Mae musste keine