

Coping with the Financial Crisis

FZSE-Workshop am 24./25. Juni 2010 in Potsdam

Von Patrick Brämer, Anna Kryvko und Toni Richter, Magdeburg

Auf Einladung und Initiative des Forschungszentrums für Sparkassenentwicklung e.V. (FZSE) an der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg trafen sich am 24. und 25. Juni 2010 in Potsdam Wissenschaftler, Praktiker und Verbändevertreter, um unter dem Titel „Coping with the Financial Crisis“ eine erste Zwischenbilanz der internationalen Finanzmarktkrise zu ziehen. Der Geschäftsführende Direktor des FZSE, Horst Gischer, skizzierte zur Eröffnung des Workshops die Agenda und die Ziele der Veranstaltung, gab aber auch seiner Überzeugung Ausdruck, dass die Finanzkrise noch nicht endgültig überwunden sei.

Das Initiativreferat hielt *Peter Reichling*, Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg und FZSE, zum Thema „Regulation of Credit Derivatives Markets – Lessons from Future Markets“. Zunächst behandelte Reichling die makroökonomischen und realwirtschaftlichen Auswirkungen der Finanzmarktkrise. So zeigten sich im Verlauf der Krise deutlich erhöhte Risikoprämien auf dem Interbankenmarkt, die als gestiegene Risikoaversion interpretiert werden können und ungünstigere Kreditkonditionen für die Realwirtschaft implizierten. Der drastische Preisverfall von Mortgage-backed Securities (MBS) aufgrund gestiegener Ausfallraten auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt kann insofern als Ausgangspunkt der Finanzmarktkrise gesehen werden. Die Preisentwicklung am MBS-Markt spiegeln zugehörige Indizes wider (z.B. ABX.HE-Indexfamilie), deren Einbruch jedoch kaum durch die tatsächlich realisierten Ausfallraten gerechtfertigt werden kann. Reichling führte dies auf mangelnde Liquidität des entsprechenden Marktes zurück. Regulierungsaktivitäten sollten sich daher, so Reichling, weniger auf Einschränkungen bei den Kontrakten, sondern vielmehr auf die Aufrechterhaltung eines funktionsfähigen Sekundärmarktes beziehen. Beispielsweise sei von Futures-Märkten oder vom Markt für Exchange Traded Funds bekannt, dass eine Market-Maker- bzw. Designated-Sponsor-Organisation die Liquidität durch die Verpflichtung zum Stellen enger Bid-Ask-Spreads

gewährleisten kann. Als Designated Sponsor könnte auf einem solchen semi-öffentlichen Markt der Originator der jeweiligen Emission verpflichtet werden. Die dem Referat folgende Diskussion beschäftigte sich insbesondere mit den Möglichkeiten zur konkreten Ausgestaltung des Regelwerks für einen Sekundärmarkt für Asset-backed Securities.

Ähnlich wie Reichling befürwortet auch *Michael Hanke* eine markt-orientierte Regulierung anstelle instituts- oder kontraktsspezifischer Eingriffe. Der an der Universität Innsbruck lehrende Ökonom sprach über den Vertrauensverlust im Interbankenmarkt und offerierte mit der Clearingbank AG eine „österreichische Lösung“. Die Finanzkrise habe die Liquidität der Institute und den Interbankenmarkt als deren Steuerungsquelle in den Fokus gerückt. Galten Interbankgeschäfte noch bis zum Sommer 2007 als risikolos und wurden in der Regel unbesichert durchgeführt, führte ein immenser Vertrauensverlust im Bankensektor in der Folge und spätestens nach dem Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers zum Erliegen dieser Geschäfte. Fortan wurde die Kreditgewährung an Sicherheiten geknüpft und auf Laufzeiten bis zu einem Monat begrenzt. Ganz bewusst unterschied Hanke dabei zwischen dem spezifischen Vertrauen in die Gegenpartei und dem Vertrauen in das System an sich, welches nicht zuletzt durch zweifelhafte Ratings beschädigt wurde. Um das Misstrauen als Quelle vieler Liquiditätsengpässe zu umgehen, empfahl Hanke die Schaffung einer zentralen Clearingbank als „vertrauensbildende Refinanzierungsstation“. Im österreichischen Beispiel sind alle nationalen Banken deren Eigentümer und beteiligen sich am Eigenkapital. Zudem besteht ein Haftungsrahmen in Höhe von 4 Mrd. Euro durch den Staat. Die Kosten für die Zentralinstanz werden durch eine Haftungsprämie von 50 Basispunkten zuzüglich 5 Basispunkten als Vergütung für die Clearingbank durch die ausleihenden Institute gedeckt. Die gleichzeitig durchgeführten Liquiditätsmaßnahmen der Europäischen Zentralbank wertet Hanke als Konkurrenz zur „österreichischen Lösung“. Die Analyse der jeweiligen Vor- und Nachteile führte zu einer lebhaften Diskussion im Anschluss an das Referat. Neben der transparenten Geschäftspolitik und der überschaubaren Kostenstruktur spreche vor allem die geringe Sorge um Inflationsrisiken für die Aktivität einer Clearingbank und gegen die Maßnahmen der EZB. Als nachteilig wurde demgegenüber die geringe Kapitalausstattung der Clearingbank angesehen, die keine Fristentransformation zulasse.

Im Abschlussbeitrag des ersten Tages wagte *Alexander Karmann* von der Technischen Universität Dresden den Übergang vom Ausfallrisiko

der österreichischen Institute hin zum Konkursrisiko des griechischen Staates. In einem dynamischen Modell präsentierte der Redner exemplarisch die Ausfallwahrscheinlichkeit einer staatlichen Anleihe sowohl in der kurzen als auch in der langen Frist. Ziel sei es, einen Indikator zu ermitteln, der kontinuierlich erhoben werden kann. Den Ausgangspunkt bildete dabei das Optionspreismodell von Merton (1974), in dem die Position des Schuldners durch den Besitz einer Option dargestellt werden kann. Für die Berücksichtigung mehrerer Zahlungszeitpunkte müsse auf den von Karmann favorisierten Compound-Option-Ansatz von Geske (1979) übergegangen werden. Die Krisenwahrscheinlichkeit ergebe sich dann aus dem Vergleich von Zahlungskapazität und Schuldenlast eines Landes, die simultan aus beobachtbaren Marktdaten geschätzt werden können. Die Kalkulation lieferte beachtliche Ergebnisse. Während die Ausfallwahrscheinlichkeit in der kurzen Frist erwartungsgemäß sehr hoch ausgewiesen wurde, sei die Bedienung langfristiger Zahlungen nur moderat gefährdet, was nachfolgend den Gedankenaustausch über die Art der Stützungszahlungen an Griechenland anregte. Da die vorgestellten Resultate auf jährlichen Emissionsvolumina beruhen, endete der Vortrag mit dem Hinweis, dass die Verfügbarkeit monatlicher Daten die Aussagekraft des Indikators erhöhen würden.

Den zweiten Tag des Workshops eröffnete *Nicolas Véron* vom Brüsseler Wirtschaftsforschungsinstitut Bruegel. Nach einer kurzen Vorstellung des pan-europäischen Think Tanks widmete sich der Referent der globalen Finanzmarktregulierung und beleuchtete kritisch Ambitionen und Wirklichkeit. Die Implementierung einheitlicher internationaler Regulierungsstandards blicke auf eine noch sehr junge Geschichte zurück. Dabei mahnte Véron an, dass die globale Regulierung zu selten ökonomischen Erfordernissen folgte und zu oft politischen bzw. diplomatischen Zwängen unterlag. Aktuell sei die weltweite Finanzmarktregulierung durch vier Trends geprägt. Der Aufstieg vieler Schwellenländer verstärke die Heterogenität der Finanzmärkte. Durch die engere Vernetzung der internationalen Kapitalmärkte seien überdies vermehrt Arbitrage und Ansteckungseffekte zu erwarten. Die Politisierung der Regulierungsentscheidungen habe sich in der Krise nicht nur weiter verschärft, anstelle einer globalen De-Regulierungsbewegung seien nationale Re-Regulierungen getreten, die die Harmonisierung der Finanzplätze erschweren. Der Ausblick des Bruegel-Finanzexperten fällt dementsprechend düster aus. Basel II bezeichnete Véron als „intellectual failure“ und auch vom nächsten Konsens des Baseler Ausschusses sei wenig zu erwarten. Ohne ein theoretisches Modell für grenzüberschreitende Krisen und eine globale Aufsichtsinstanz sei

eine Fragmentierung der Finanzmärkte zu befürchten. Im Rahmen der nachfolgenden Diskussion wurde u. a. die Frage nach der Wahrscheinlichkeit einer solchen Aufsicht gestellt. Véron legte dar, dass deren Errichtung als eher unrealistisch einzuschätzen sei und forderte stattdessen die Angleichung internationaler Standards, wie der Definition des Eigenkapitals, die durch den Baseler Ausschuss forciert werden könnte.

Die Position der Bankenaufsicht wurde durch *Christoph Memmel* von der Deutschen Bundesbank vertreten. Im Zentrum seines Referats stand die Vorstellung der klassischen Marktrisiken, mit denen sich die Institute (nicht nur) in der Finanzkrise konfrontiert sehen. In einem angeregten Diskurs mit dem Auditorium schilderte Memmel die Arbeitsweise der Zentralbank und erläuterte neben der reinen Definition der Risikoarten auch die Schwierigkeiten bei deren Erhebung. Vor allem in Krisenzeiten neigen die Geschäftsbanken zum Aufbau gleicher, vermeintlich risikoärmerer, Positionen und sorgen somit implizit für eine Verschärfung der Krise. Dieses prozyklisch beobachtbare Herdenverhalten belegte Memmel mit dem Diversifikationsindex, der die Korrelation der Handelsergebnisse berücksichtigt. Schwankungen in den einzelnen Risikoarten seien dann umso bedrohlicher für den Gesamtmarkt. Die in verschiedenen Stresstests simulierten Schwankungen ergaben sowohl beim Wechselkurs- als auch beim Volatilitätsrisiko keine Gefährdung für das Bankensystem. Das Aktienpreisrisiko sei seit 2007 sogar gefallen. Die Befunde in Bezug auf das Credit-Spread-Risiko waren ambivalent, respektive abhängig von der Bonität der jeweiligen Kreditnehmer. Den Schwerpunkt seiner Darstellung legte Memmel jedoch auf das Zinsänderungsrisiko, dem er im Krisenverlauf die größte systemische Bedrohung attestierte. Bei normaler Zinsstruktur seien davon vor allem Institute, die sich stark in der Fristentransformation engagieren, betroffen. Im Dialog mit den Teilnehmern des Workshops ergab sich die Frage, ob die vorgestellten Stresstests statt auf System- nicht besser auf Institutsebene angewandt werden müssten. Um den Aufwand zu limitieren, wurde ein alle exogenen Schocks repräsentierender Preisvektor für alle Finanzkontrakte vorgeschlagen, der auf die einzelnen Banken angewendet werden kann.

Abgerundet wurde die Veranstaltung durch den Vortrag von *Michael Hommel* von der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt zum Thema „IFRS-Accounting and Financial Instruments in the Crisis“. Der Referent eröffnete seine Ausführungen mit der Beschreibung des Finanzmarktes in der Krise, in dem sich das Misstrauen der Marktteilnehmer in stark fallenden Kursen widerspiegelte. Im Ergebnis verursachte die Fair-

Value-Bewertung einzelner Finanzkontrakte hohe Verluste in den Jahresabschlüssen, was Unsicherheit und Risikoaversion weiter verschärfte. Anschließend analysierte Hommel die Bilanzierungsvorschriften des IAS 39. Demnach existieren vier Asset-Kategorien für Finanzinstrumente: Der Bilanzausweis hänge davon ab, ob das Unternehmen mit den Wertpapieren handelt (Financial Assets at Fair Value Through Profit and Loss), zwar nicht mit ihnen handelt, aber sie auch nicht endfällig hält (Available for Sale Financial Assets), sie endfällig hält (Held to Maturity Investments) oder ob es sich um erworbene oder eigene Forderungs- und Verbindlichkeitsinstrumente handelt (Loans and Receivables). Bereits die erstmalige Klassifizierung der Finanzinstrumente bietet erhebliche bilanzpolitische Spielräume, da Folgebewertungen je nach Kategorie unterschiedlich ausfallen. Werden Held-to-Maturity- sowie Loans-and-Receivables-Anlagen zu Anschaffungskosten bilanziert, sind Verluste nur im Impairment-Fall erfolgswirksam auszuweisen. Anlagen aus den beiden anderen genannten Asset-Kategorien werden zum Fair Value bewertet, wobei Verluste wiederum nur im Impairment-Fall erfolgswirksam zu erfassen sind. Marktbedingte Wertänderungen werden bei At-Fair-Value-Through-Profit-and-Loss-Anlagen erfolgswirksam, bei Available-for-Sale-Anlagen hingegen erfolgsneutral gebucht. Zur Vermeidung hoher Verluste bzw. einer zu starken Eigenkapital-Erosion wurden im Verlauf der Finanzmarktkrise Umklassifizierungen gestattet. Am Beispiel ausgewählter Banken veranschaulichte Hommel, dass bei erfolgswirksamer Betrachtung erfolgsneutral gebuchter Wertänderungen Verluste in den Bankbilanzen in deutlich größerem Umfang aufgetreten wären. Insofern, so seine Argumentation, hätten nicht die IFRS-Vorschriften die Finanzmarktkrise verschärft, sondern im Gegenteil hätten die Finanzmarkt-Turbulenzen eine IFRS-Krise herbeigeführt, weil die Vorschriften verwirrende und deshalb wenig aussagekräftige Ergebnisse lieferten. Die anschließende Diskussion konzentrierte sich auf die Frage, ob die als konservativ geltenden HGB-Rechnungslegungsvorschriften besser in der Lage gewesen wären, Kreditinstitute bei der Überwindung der Finanzmarktkrise zu unterstützen.

In einer kurzen Zusammenfassung konnte Horst Gischer feststellen, dass der Workshop seinen angestrebten Zweck voll und ganz erfüllt hat. Es wurden interessante und weiterführende Einsichten in die Ursachen der Finanzkrise gewonnen, ebenso Ansatzpunkte zur Vermeidung zukünftiger Krisen ausgemacht. Mithin liefern die zutage geförderten Erkenntnisse hinreichend Material für einen weiterführenden Workshop im kommenden Jahr.