

EUROPÄISCHES PARLAMENT



Generaldirektion Wissenschaft

ARBEITSDOKUMENT

**Arbeitsweise und Beaufsichtigung
der internationalen Finanzinstitutionen**

Band I

*Reihe Wirtschaftsfragen
ECON 118 DE*

Band I: Diese Veröffentlichung ist in folgenden Sprachen erhältlich:

EN (Original), FR und DE.

Aus technischen Gründen erscheinen die Anhänge in Band II nur in englischer Sprache.

Am Ende dieses Bandes finden Sie eine Liste der anderen Veröffentlichungen in der Reihe Wirtschaftsfragen.

HERAUSGEBER: Europäisches Parlament
L-2929 Luxemburg

VERFASSER: Università Commerciale „Luigi Bocconi“
„Paolo Baffi“ Centre for Monetary und Financial Economics
Newfin – Financial Innovation Research Centre

REDAKTION: Ben Patterson
Generaldirektion Wissenschaft
Abteilung für Wirtschafts-, Währungs- und Haushaltsangelegenheiten
Tel.: (00352)4300-24114
Fax: (00352)4300-27721
E-Mail: GPATTERSON
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Bei den dargelegten Ansichten handelt es sich um die des Verfassers, die nicht unbedingt der Position des Europäischen Parlaments entsprechen.

Nachdruck und Übersetzung dieser Veröffentlichung – ausser zu kommerziellen Zwecken – mit Quellenangabe gestattet, sofern der Herausgeber vorab in unterrichtet und ihm ein Exemplar übermittelt wird.

Manuskript im Februar 2000 abgeschlossen.

EUROPÄISCHES PARLAMENT



Generaldirektion Wissenschaft

ARBEITSDOKUMENT

**Arbeitsweise und Beaufsichtigung
der internationalen Finanzinstitutionen**

Band I

*Reihe Wirtschaftsfragen
ECON 118 DE
02/2001*

Zusammenfassung

In den vergangenen Jahren war das internationale Finanzsystem durch ein erhebliches Maß an Turbulenz und Volatilität gekennzeichnet, was eine größere Instabilität und Systemrisiken zur Folge hatte. In diesem Zeitraum erwiesen sich die Kapitalmärkte als unbeständig und störungsanfällig, und die Wirtschaften der Schwellenländer hatten unter den Konsequenzen der erratischen Kapitalströme zu leiden. Die einzelnen Stationen dieser Zeit – die Asien-Krise, die Zahlungsunfähigkeit Russlands, die brasilianischen Währungsunruhen, der Zusammenbruch der „Long Term Capital Management“ (LTCM) usw. – hatten erhebliche Auswirkungen auf folgende wichtige Faktoren:

- die Effektivität der Risikoabschätzung und des Risikomanagements innerhalb der international tätigen Finanzinstitutionen;
- den Grad der Offenlegung der Risikoprofile der Finanzinstitutionen;
- die Rolle der Finanzaufsicht und die Notwendigkeit einer Verstärkung der internationalen Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden;
- die allgemeine Architektur des internationalen Finanzsystems.

Ziel dieser Studie ist es:

- einen breiten Überblick über die Probleme zu bieten, mit denen das internationale Finanzsystem und die internationalen Finanzinstitutionen derzeit konfrontiert sind;
- die einzelnen Vorschläge zu erläutern, die in jüngster Zeit für die Neugestaltung des globalen Finanzsystems sowohl auf Makro-Ebene (Rolle der internationalen Institutionen, Reorganisation der Wechselkurssysteme usw.) als auch auf Mikro-Ebene (Fragen der Offenlegung, angemessene Eigenkapitalausstattung usw.) diskutiert werden;
- etwaige Verbesserungen vorzuschlagen, die auf europäischer Ebene verwirklicht werden könnten.

Die meisten der in dieser Studie geprüften Aufsichtstätigkeiten werden von internationalen Gremien, darunter recht häufig von gemeinsamen Ausschüssen, insbesondere den Baseler Ausschüssen und in gewissem Maße auch vom IWF, wahrgenommen. Die Europäischen Institutionen, sowohl offizielle als auch professionelle Organisationen sowie die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten beteiligen sich an der Arbeit dieser internationalen Gremien. Im allgemeinen setzen die Europäischen Arbeitsgruppen die internationalen Normen rechtzeitig um. Für die Zukunft möchten wir jedoch empfehlen, dass diesen Fragen, hauptsächlich auf politischer Ebene, wegen des immer komplexer werdenden globalen Umfelds noch größere Aufmerksamkeit gewidmet wird; ferner ist eine größere Bereitschaft zur Anpassung an die Markterfordernisse und zur Vermeidung eines raschen Veraltens erforderlich.

Die Studie umfasst sechs Hauptkapitel, die sich sowohl mit Makro-Aspekten (hauptsächlich Kapitel 1, 4, 5 und 6) als auch mit Mikro-Aspekten (hauptsächlich Kapitel 2 und 3) befassen.

In einer Einführung werden die **Hauptthemen** dargelegt. Die Analyse

- der internationalen Kapitalströme zu und aus den Wirtschaften der Schwellenländer;
- der Hauptursachen und Konsequenzen der Umkehrungen der Kapitalströme und
- der Finanzkrisen auf den Märkten der Schwellenländer

führt zu einigen vorläufigen Schlussfolgerungen, die in den folgenden Kapiteln ausführlicher erörtert werden.

Es scheint offensichtlich, dass sich die Krisen der globalen Finanzmärkte in den vergangenen Jahren erheblich von denjenigen der siebziger und der achtziger Jahre, den sogenannten Zahlungsbilanzkrisen, unterscheiden. Dabei handelte es sich im wesentlichen um das Nebenprodukt der ständigen Leistungsbilanzdefizite, die zur Aufgabe der festen Wechselkurse führten. Im Gegensatz dazu sind die jüngsten Krisen – die auch als Zwillingskrisen bezeichnet werden – durch eine enge Verbindung von angespannten Zahlungsbilanzsituationen und Problemen der internen finanziellen Anfälligkeit, insbesondere im Bankensystem, gekennzeichnet.

Auf der Grundlage dieser Schlussfolgerungen analysiert das erste Kapitel **die wichtigsten politischen Gegenmaßnahmen**, die sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene ergriffen wurden, um die umfassende Umkehrung der Kapitalströme und die Anfälligkeit der Finanzinstitutionen in den Griff zu bekommen. Eine kritische Bewertung der Effektivität dieser Maßnahmen ist auch im letzten Kapitel enthalten. Dabei geht es um eine Beurteilung der Frage, **wie die globalen Finanzmärkte reformiert werden sollten**, um das Auftreten derartiger Krisen zu begrenzen und gleichzeitig von der schrittweisen Integration der weltweiten Kapitalmärkte zu profitieren.

Unter den Ursachen der Anfälligkeit der Finanzsysteme spielen derivative Kontrakte und stark fremdfinanzierte Instrumente (HLI) – insbesondere Hedging-Fonds – nach Ansicht von Beobachtern eine wichtige Rolle. In Kapitel 2 werden beide Themen behandelt, indem die Risikoquellen sowohl der OTC (over-the-counter) – Derivate und der handelbaren Derivate sowie das Funktionieren der Hedging-Fonds untersucht werden.

Die mit **OTC-Derivaten** verbundenen Risiken sind stärker als bei den handelbaren Derivaten. Ein sehr kritischer Punkt sind hier die *Kreditrisiken*. Viele Initiativen von Institutionen (z. B. Baseler Ausschuss) und von Marktteilnehmern (*Counterparty Risk Management Policy Group – CRMPG*) haben sich mit der *Abschätzung* und dem *Management* dieser Risiken befasst.

Doch damit ist das Problem noch nicht gelöst. Die Effektivität der *Techniken* des Risiko-Managements wird sowohl von allgemeinen als auch von speziellen offenen Fragen beeinflusst. Die allgemeinen Vorschläge dieser Studie sind streng auf diese offenen Fragen begrenzt. Beispielsweise sollten die Aufsichtsbehörden versuchen, den „*lauteren Wettbewerb*“ zu verbessern, um eine *ungesunde Zunahme des Marktanteils* der mit OTC-Derivaten handelnden Finanzmittler zu verhindern, und sie sollten nicht vergessen, dass die Aspekte der Organisation (z. B. interne Prämiensysteme) ebenso genau überwacht werden müssen wie technische Aspekte. Die Marktteilnehmer sollten ihre Instrumente zur Abschätzung und zum Management der Kreditrisiken verstärken und die Verbreitung bilateraler und multilateraler Netting-Systeme verbessern.

Für **handelbare Derivate** gelten unterschiedliche Überlegungen. Ein organisierter Handel ist für die Finanzmarktteilnehmer entscheidend, weil er die rasche Glattstellung von Positionen in weniger liquiden Instrumenten ermöglicht. Inmitten des Netzes, das ein reibungsloses Funktionieren der Clearing- und Abrechnungsregelungen ermöglicht, befindet sich ein zentraler Partner: die Clearingstelle. Die Clearingstellen betreiben Risiko-Management, indem sie eine ganze Reihe von Sicherungen gegen den Ausfall oder die Zahlungsunfähigkeit von Mitgliedern, Marktteilnehmern und Abrechnungsbanken schaffen.

Die wichtigste Schlussfolgerung der Studie besagt, dass die Umstrukturierungswelle, die derzeit die Strukturen der Derivatmärkte prägt, die Notwendigkeit einer Verstärkung der Risikoverfahren der Clearingstellen noch stärker betont. Fusionen und Zusammenschlüsse schaffen globale Handelsplattformen, wodurch die Risiken für die betreffenden zentralen Partner erhöht werden. Effektivität und Effizienz der grenzüberschreitenden Transaktionen und der Clearingregelungen erfordern eine verstärkte internationale Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsbehörden und Börsen. Supranationale Organisationen, wie IOSCO und, auf europäischer Ebene, ECOFEX, sollten an diesem Prozess maßgeblich beteiligt werden.

Hedging-Fonds, wie auch andere HLI, sind institutionelle Anlagen, die über ein hohes Risiko/Ertragsprofil verfügen und in der Regel stark fremdfinanziert sind. Der kürzliche Zusammenbruch der LTCM und die Gefahr, dass die Anlagestrategien der Hedging-Fonds zu Systemrisiken führen, haben sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene unter den Aufsichtsbehörden eine Debatte darüber ausgelöst, wie die Tätigkeit der Hedging-Fonds effektiv beaufsichtigt werden kann. Dabei wurden sowohl direkte Regulierungsformen – wie z. B. die Notwendigkeit einer maximalen Transparenz und Offenlegung der Tätigkeiten der Hedging-Fonds – als auch indirekte Formen – wie z. B. eine strengere Überwachung der Finanzinstitutionen, die mit Hedging-Fonds umgehen, vorgeschlagen. Wir sind mit diesen Maßnahmen einverstanden, glauben jedoch, dass auch andere Bereiche geprüft werden müssen, insbesondere die Überwachung und die Behandlung der Fremdfinanzierung, die diesen Institutionen erlaubt werden sollte.

Finanzinstitutionen und Finanzmärkte sind auch die Hauptthemen des Kapitels 3, in dem zwei wichtige Punkte behandelt werden: **Offenlegungs- und Transparenzregelungen und Regelung des Risikomanagements** auf dem Markt der Finanzinstitutionen.

Auf dem globalen Markt werden Offenlegung und Transparenz als erforderliche Ergänzungen der Beaufsichtigung beurteilt, die durch sie verstärkt wird, während sie *per se* zur finanziellen Gesundheit der Institutionen beitragen und eine größere öffentliche Rechenschaftspflicht bewirken.

Auf makro-ökonomischer Ebene ist es von grundlegender Bedeutung, die wirksame und rechtzeitige Verbreitung von Daten zu den internen Reserven, der externen Verschuldung, den Kapitalströmen und den Indikatoren für die Gesundheit des Finanzsektors der einzelnen Länder zu entwickeln. Um eine maximale Effektivität aller Offenlegungsinitiativen und den optimalen Einsatz der begrenzten Ressourcen zu erreichen, muss eine Koordinierung der verschiedenen Instrumente und eine Komplementarität der Leistungen verwirklicht werden.

Was die einzelnen Finanzinstitutionen angeht, so waren die kritischsten Bereiche der Offenlegung in den vergangenen Jahren der Handel mit Wertpapieren und Derivaten, die Kreditvergabe zu Spekulationszwecken und die Kreditrisikoabschätzung. Der Baseler

Ausschuss für Bankenaufsicht leistet in diesen Bereichen hervorragende Arbeit, doch sind die Rechnungslegungsbestimmungen, insbesondere für derivative Kontrakte, sehr unterschiedlich. Innerhalb von nur fünf Jahren wurde die Rechnungslegung für Derivate paradoxerweise von einem „unterregulierten“ zu einem „überregulierten“ Bereich.

Hier sind die Hauptbeteiligten die beiden führenden Gremien für Grundsätze der Rechnungslegung: das FASB in den USA und die IASC in Europa. Im Laufe der Zeit haben diese Organisationen einige gemeinsame Grundsätze ausgearbeitet. Allerdings sind einige Vereinigungen von Marktteilnehmern gegen diese Grundsätze der Rechnungslegung. Diese derzeit noch andauernde Debatte wird auf europäischer Ebene durch die Koordinierung der Rechnungslegungsgrundsätze und die europäischen Richtlinien für die Rechnungslegung weiter kompliziert. Kürzlich hat die FEE überraschend vorgeschlagen, die internationalen Rechnungslegungsgrundsätze anzuwenden, ohne eine Übereinstimmung mit den Richtlinien für die Rechnungslegung zu verlangen. Wir empfehlen den europäischen Institutionen, den Regulierungsprozess zu beschleunigen, um den Markterfordernissen zu entsprechen und ein rasches Veralten der Regelung zu vermeiden.

Die Konzentration auf die Regulierung der Marktrisiken ist dadurch gerechtfertigt, dass die großen Verluste und Insolvenzen im Bankensektor in den letzten zwanzig Jahren häufig durch mit übermäßigem Marktrisiko verbundene Aktivitäten ausgelöst wurden, während die Bankkrisen bis dahin meist durch Kreditrisiken bedingt waren. Die großen Finanzinstitutionen haben darauf reagiert, indem sie komplexe Risikoabschätzungstechniken entwickelt und angewendet haben.

Trotz der Schwächen, die diese Risikomanagementsysteme offensichtlich aufweisen, sind wir der Auffassung, dass sie erhebliche Verbesserungen für die Abschätzung, das Management und die Kontrolle des Marktrisikos darstellen. Wir sind daher mit der Vorgehensweise des Baseler Ausschusses einverstanden, die auf der schrittweisen Anerkennung der internen Modelle einer angemessenen Eigenkapitalausstattung beruht. Wir empfehlen ferner, dass sich die internationalen und die nationalen Aufsichtsorgane auf zusätzliche Maßnahmen verständigen sollten, die auf folgendes abzielen:

- i) einheitlichere und homogenere Regelungen für die Offenlegung der von den Banken eingegangenen Marktrisiken;
- ii) eine ausdrückliche Auflage für international tätige Banken, nachgeordnete Schuldtitel auf revolvingender Basis zu emittieren, wenn der Ertrag unversicherten und ungeschützten Anlegern zugute kommt;
- iii) eine Begrenzung der Sanierungsmaßnahmen für insolvente Banken nach Art der FDICIA und
- iv) eine stärkere Verbindung zwischen den Risikoabschätzungs- und den Risikomanagement-Techniken.

In Kapitel 4 beginnt eine Analyse der Anfälligkeit der **Wirtschaften der Schwellen- und Übergangsländer**, in der wir die Beziehung zwischen Aufsichtsaspekten und der Stabilität des Bankensektors untersuchen. Die Bedeutung der Verknüpfung zwischen diesen beiden Variablen wird im Falle der asiatischen Banken besonders deutlich. Zu den Gründen für die Krise des Bankensektors gehören: zu niedrige Eigenkapitalausstattung, geringe Liquidität und eine hohe Abhängigkeit von Fremdwährungskrediten. Diese Schwachstellen sind vor allem durch unzureichende Aufsichtsregelungen bedingt. Um die Stabilität der nationalen

und der internationalen Finanzsysteme zu erhöhen, sollte man sich daher insbesondere um eine Verbesserung dieser Regelungen bemühen. Die großen Unterschiede bei den Regelungen und Definitionen in den einzelnen Ländern haben erhebliche Konsequenzen, nicht nur hinsichtlich der Wirksamkeit von Aufsichtsmaßnahmen, sondern auch bei der komparativen Bewertung der Situation der einzelnen Länder. Zur Erleichterung der Anlageentscheidung der internationalen Investoren ist daher, wie bereits erwähnt, die Einführung internationaler Regulierungsnormen – auch in anderen Bereichen, wie z. B. der Rechnungslegung – von maßgeblicher Bedeutung.

Als weiteren Bereich analysieren wir die potentielle Rolle der **nichttraditionellen Faktoren (kriminelle und illegale Faktoren)** als mögliche Gründe für die Instabilität. Da bisher keine schlüssige Abschätzung der Instabilitätsrisiken durch kriminelle und illegale Faktoren vorliegt, empfehlen wir nachdrücklich die Ausarbeitung spezifischer internationaler Studien zu diesem Thema. Ein wachsendes Bewusstsein für die Beziehung zwischen finanzieller Instabilität und illegalen Aktivitäten könnte bei der Entwicklung von Rechtsvorschriften zur Bekämpfung der Geldwäsche in Anbetracht der begrenzten Ressourcen und technischen Kapazitäten von Nutzen sein. Wir empfehlen ein Multiplikatormodell für die Geldwäsche, das diejenigen Finanzinstrumente, Märkte und Institutionen benennt, die kontrolliert werden und denen Aufgaben zur Bekämpfung der Geldwäsche übertragen werden sollten.

Die in Kapitel 4 begonnene Entwicklung eines **angemessenen Regulierungsrahmens** zur Aufrechterhaltung eines effizienten und stabilen Finanzsystems wird in Kapitel 5 fortgeführt.

In den entwickelten Ländern kommt dem Aufsichtswesen eine grundlegende Rolle zu. Seine Effektivität bemisst sich nach seiner Fähigkeit:

- (1) den Banken (und anderen Teilnehmern an den Finanzmärkten) verstärkt private Möglichkeiten zu bieten, damit sie die von ihnen eingegangenen Risiken erkennen, und
- (2) den Behörden die Überwachung potentieller Gefahren für die Stabilität des Systems zu ermöglichen, damit diese erforderlichenfalls Abhilfemaßnahmen ergreifen können.

Eine weitere Aufgabe des Aufsichtswesens ist die Entwicklung von finanziellen Sicherheitsnetzen, die das subjektive Risiko möglichst gering halten. Im Idealfall sollte das beste Sicherheitsnetz bewirken, dass sich die Marktteilnehmer so verhalten, als wäre es überhaupt nicht da. In der Realität müssen die Komponenten eines guten Sicherheitsnetzes – darunter Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz, Einlagensicherung, Kapitalbedarf, Aufsicht, Schließung und Kapitalumschichtung – so ausgewogen sein, dass das vom Staat zu übernehmende Risiko kontrollierbar ist, und das Netz muss allen beteiligten Parteien geeignete Anreize bieten. Ein Konsens über die vorstehenden Empfehlungen ermöglichte es, dass in den Vereinigten Staaten, Japan und Kanada die gleiche Rahmenregelung eingeführt wurde.

Unseres Erachtens sollte die EU dieses Modell übernehmen, sofern folgende Punkte eindeutig geregelt sind:

- i) die Aufteilung der Zuständigkeiten zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken im Bereich des Aufsichtswesens und der Bereitstellung von Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz und
- ii) die Harmonisierung der Regelungen für die Einlagensicherungssysteme und die Sanierungen, die mit dem Geld der Steuerzahler finanziert werden.

In vielen Entwicklungsländern, in denen die Finanzinstitutionen nur eine begrenzte Risikomanagement-Kapazität und die Aufsichtsorgane nur eine begrenzte Aufsichtskapazität besitzen, sind andere Maßnahmen für die Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität bedeutsamer. Die Wahl des am besten geeigneten Wechselkurssystems ist hier ein ganz wichtiger Punkt. Wachsendes Einvernehmen besteht darüber, dass feste, aber veränderbare Wechselkurse für die Wirtschaften der Schwellenländer ungünstig sind: Dieser Kurs ermutigt einheimische Banken und Unternehmen dazu, Kredite in Fremdwährungen aufzunehmen, ohne die Wechselkursrisiken gebührend zu berücksichtigen. Frei schwankende oder unwiderruflich festgesetzte Wechselkurse (Currency Boards oder sogar „Dollarisierung“ der Wirtschaft) erscheinen als geeignetere Möglichkeiten.

Ein weiterer wichtiger Punkt ist die Liberalisierung der Bankensysteme. Hier möchten wir die positiven Auswirkungen der Einschaltung ausländischer Banken sowohl vor als auch nach einer Bankenkrise betonen. Die Liberalisierung des Bankensystems könnte als Instrument verwendet werden, um instabilen Situationen vorzubeugen oder auch, um sie zu beheben. Andererseits könnte eine ausländische Beteiligung aber auch die Wahrscheinlichkeit einer Instabilität vergrößern. Eine Verschärfung des Wettbewerbs ist in der Tat dazu angetan, den Franchise-Wert der Banken zu vermindern und sie dadurch zur Akzeptierung eines höheren Risikos zu veranlassen. Daher sollte die Liberalisierung des Bankensystems vorsichtig gehandhabt und mit strengen Aufsichts- und Überwachungsregelungen verknüpft werden.

In Kapitel 6 werden die Ergebnisse der umfassenden Debatte über die Reform der „**internationalen Finanzarchitektur**“ dargelegt. Unseres Erachtens sollten Instrumente der Krisenprävention und Instrumente des Krisenmanagements getrennt gehandhabt werden. Was die Optionen einer Krisenpräventionspolitik betrifft, sind mehrere Vorschläge formuliert worden, darunter die Begrenzung oder die Besteuerung der Auslandskreditaufnahme der Banken, die Besteuerung kurzfristiger Kapitalzuflüsse, die Kontrolle der Kapitalabflüsse oder die Besteuerung von Devisentransaktionen. Bei all diesen Vorschlägen besteht ein breiter Konsens hinsichtlich der Notwendigkeit, kurzfristige Kapitalzuflüsse zu besteuern.

Was das Krisenmanagement angeht, so konzentriert sich die allgemeine Debatte auf eine Reihe von institutionellen Mechanismen, die erforderlich sind, um Länder, die den Ausbruch einer Krise nicht verhindern können, zu unterstützen. Hier wurde besonderer Nachdruck auf Maßnahmen zur Einbeziehung des Privatsektors gelegt, das heisst, dass der Privatsektor stärker an dem Krisenmanagement beteiligt werden sollte.

Schließlich leisten wir einen Beitrag zur Debatte über die Arbeitsweise des wichtigsten internationalen Akteurs bei den jüngsten Finanzkrisen, nämlich des Internationalen Währungsfonds (IWF). In diesem Zusammenhang prüfen wir zwei extreme Optionen:

- i) der IWF soll zum internationalen Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz werden, oder
- ii) die Rolle des IWF soll auf die Überwachung der Wirtschaftsentwicklung der Schwellenländer begrenzt werden, während die Rolle des Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz einem Netz von Zentralbanken übertragen wird.

Wir sind der Auffassung, dass diese letztere Option die Probleme des subjektiven Risikos, die mit der Existenz eines internationalen Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz verbunden sind, vermindern kann. Auf europäischer Ebene muss jedoch klargestellt werden, ob die Europäische Zentralbank den institutionellen Auftrag hat, als effizienter Krisenmanager bei internationalen Finanzkrisen aufzutreten.

INHALTSVERZEICHNIS

ZUSAMMENFASSUNG	III
KAPITEL 1: VOLUMEN UND STRUKTUR DER INTERNATIONALEN KAPITALSTRÖME.....	1
1.1. Einleitung	1
1.2. Blickpunkt Wirtschaft.....	1
1.3. Kapitalströme in die Schwellenmärkte: Umfang, Dynamik und Zusammensetzung.....	2
1.4. Hauptursachen und –auswirkungen der jüngsten Finanzkrisen in den Wirtschaften der Schwellenländer.....	7
1.5. Offene Fragen: Überblick über die politischen Reaktionen auf die jüngsten Ereignisse im Zusammenhang mit Kapitalströmen	12
LITERATURVERZEICHNIS.....	17
KAPITEL 2: DIE ROLLE VON DERIVATIVMÄRKTEN UND STARK FREMDFINANZIERTEN INSTRUMENTEN	19
2.1. Der Markt für OTC-Derivate.....	19
2.2. Die Rolle von börsengehandelten Finanzderivaten.....	27
2.3. Fremdfinanzierte Hedging-Fonds.....	33
LITERATURVERZEICHNIS.....	41
Presseartikel	43
KAPITEL 3: MARKTTRANSPARENZ SOWIE MESSUNG UND STEUERUNG VON RISIKEN.....	45
3.1. Markttransparenz	45
3.2. Risikobewertung und -kontrolle.....	59
LITERATURVERZEICHNIS.....	67
KAPITEL 4.....: AUFSICHTSASPEKTE UND IHRE AUSWIRKUNGEN AUF DAS INTERNATIONALE WÄHRUNGSSYSTEM: LEHREN AUS DER FINANZKRISE DER AUFSTREBENDEN MÄRKTE	71
4.1. Einführung und Methodik.....	71
4.2. Die Rolle der Bankensysteme in Osteuropa, Asien und Lateinamerika.....	72
4.3. Bankensysteme und Aufsichtsaspekte	76
4.4. Kriminelle und illegale Faktoren.....	90
4.5. Schlussfolgerungen.....	93
LITERATURVERZEICHNIS.....	95
KAPITEL 5: VERFÜGBARE INNENPOLITISCHE INSTRUMENTE	97
5.1. Einführung.....	97
5.2. Strategien zur Aufrechterhaltung der Stabilität des Finanzsektors: Aufsichtswesen und finanzielle Sicherheitsnetze.....	98
5.3. Die Tätigkeit ausländischer Banken.....	111
5.4. Die Rolle des Wechselkurssystems bei der Vorbeugung gegen finanzielle Instabilität	121
5.5. Fazit.....	123
LITERATURVERZEICHNIS.....	125
KAPITEL 6: REFORM DER INTERNATIONALEN FINANZARCHITEKTUR: ZIELE, PROBLEME UND LÖSUNGEN.	129
6.1. Einführung.....	129
6.2. Banken und Kapitalströme: Darlegung des Problems	131
6.3. Politische Lösungen.....	133
6.4. Welche Rolle soll der IWF spielen?.....	138
6.5. Schlussfolgerungen: Diskussionsthemen für europäische Politiker	141
LITERATURVERZEICHNIS.....	143
WEITERE VERÖFFENTLICHUNGEN DER REIHE WIRTSCHAFTSFRAGEN.....	145

Abbildungen und Tabellen

TABELLE 1.1 –	...CHRONOLOGISCHE DARSTELLUNG DER JÜNGSTEN FINANZKRISEN IN DEN WIRTSCHAFTEN DER SCHWELLENLÄNDER.....	8
ABBILDUNG 4.1 –	ENTWICKLUNG DES VERHÄLTNISSSES M2/BIP	74
ABBILDUNG 4.2 –	..... DURCHSCHNITTSWERT DES VERHÄLTNISSSES M2/BIP IN EINZELNEN LÄNDERN 1995-1998.....	74
ABBILDUNG 4.3 –	INLÄNDISCHE KREDITVERGABE (DC) AN DEN PRIVATEN SEKTOR/BIP.....	75
TABELLE 4.1 –	FINANZIELLE ENTWICKLUNG UND INANSPRUCHNAHME DER BANKEN: POTENTIELLE ANFÄLLIGKEIT	76
TABELLE 4.2 –	KENNZAHLEN ZUR KAPITAL- UND LIQUIDITÄTSAUSSTATTUNG DER KREDITINSTITUTE	77
ABBILDUNG 4.4 –	DIE EIGENKAPITALAUSSTATTUNG DER BANKENSYSTEME: VERHÄLTNIS EIGENKAPITAL/GESAMTAKTIVA IN ASIEN, LATEINAMERIKA UND OSTEUROPA.....	79
TABELLE 4.3 –	DIE KLASSIFIZIERUNG NOTLEIDENDER KREDITE.....	80
ABBILDUNG 4.5 –	DIE QUALITÄT DER AKTIVA: WACHSTUMSRATE DES VERHÄLTNISSSES ZWISCHEN DEN RÜCKSTELLUNGEN FÜR KREDITAUSFÄLLE UND DER BRUTTOKREDITVERGABE IN ASIEN, LATEINAMERIKA UND OSTEUROPA...81	
ABBILDUNG 4.6 –	DIE QUALITÄT DER AKTIVA IN OSTEUROPA IM JAHR 1998: RÜCKSTELLUNGEN FÜR KREDITAUSFÄLLE IM VERHÄLTNIS ZUR BRUTTOKREDITVERGABE	82
ABBILDUNG 4.7 –	..... PROBLEME BEZÜGLICH DER QUALITÄT DER AKTIVA: MAXIMALE JÄHRLICHE WACHSTUMSRATE DER RÜCKSTELLUNGSQUOTE FÜR KREDITAUSFÄLLE IM ZEITRAUM 1997 - 1998	83
ABBILDUNG 4.8 –	..... LIQUIDITÄT DER BANKENSYSTEME: NETTOKREDITVERGABE IM VERHÄLTNIS ZU KUNDENGELDERN UND KURZFRISTIGEN MITTELN IN ASIEN, LATEINAMERIKA UND OSTEUROPA	83
ABBILDUNG 4.9 –	..... LIQUIDITÄTSPROBLEME: HÖCHSTWERT DER NETTOKREDITVERGABE IM VERHÄLTNIS ZU KUNDENGELDERN UND KURZFRISTIGEN MITTELN IM ZEITRAUM 1997 - 1998.....	84
TABELLE 4.4 –	BANKAUFSICHTLICHE REGELUNGEN IN BEZUG AUF DAS FREMDWÄHRUNGSRISIKO.....	86
ABBILDUNG 4.10 –	KREDITVERGABE INTERNATIONALER BANKEN IN ASIEN, OSTEUROPA UND LATEINAMERIKA.....	87
ABBILDUNG 4.11 –	.....DIE RENTABILITÄT DER BANKENSYSTEME: GESAMTKAPITALRENTABILITÄT (ROA)	89
ABBILDUNG 4.12 –	..... RENTABILITÄTSPROBLEME: NEGATIVE GESAMTKAPITALRENTABILITÄT (ROA) IM ZEITRAUM 1997 - 1998 (MINIMALWERT)	90
TABELLE 5.1 –	DAS IN DEN USA ANGEWANDTE PCA-MODELL.....	105
TABELLE 5.2 –	DIE WICHTIGSTEN REGULIERUNGSMAßNAHMEN, DIE EINER ANSTECKUNGSGEFAHR ENTGEGENWIRKEN	110
ABBILDUNG 5.1 –	DIE ROLLE AUSLÄNDISCHER BANKEN IN VERSCHIEDENEN GEOGRAPHISCHEN ZONEN IM JAHR 1998	114
ABBILDUNG 5.2 –	GRAD DER GRENZÜBERSCHREITENDEN MARKTDURCHDRINGUNG IM EUROPÄISCHEN BANKENSEKTOR 1999	115

Kapitel 1

Volumen und Struktur der internationalen Kapitalströme

1.1. Einleitung

Ziel dieses Kapitels ist es, eine gründliche Analyse des jüngsten Verlaufs der Kapitalströme zu und aus den Wirtschaften der Schwellenländer vorzunehmen. Nach einigen Vorbemerkungen (Abschnitt 1.2.), in denen die wichtigsten Profile der Wirtschaften der Industrie- und Schwellenländer in den letzten Jahren kurz dargestellt werden, soll unsere Aufmerksamkeit den Kapitalströmen, ihren Trends, ihrem Umfang, den Veränderungen in ihrer Zusammensetzung sowie den Zielbranchen gelten (Abschnitt 1.3.). Im Anschluss daran sollen die Hauptursachen und -folgen der starken Kapitalstrombewegungen in jüngster Zeit untersucht werden, die sich auf die Wirtschaften der Schwellenländer ausgewirkt und ernste Finanzkrisen ausgelöst haben. Danach sollen diese konkreten Verwerfungen, die mit einer Währungs- und Bankenkrise einhergingen und deshalb auch „Zwillingskrisen“ genannt werden, mit den Krisen der vorangegangenen Jahrzehnte verglichen werden (Abschnitt 1.4.).

Im letzten Teil (Abschnitt 1.5.) konzentrieren wir uns auf die in jüngster Zeit breit diskutierte Frage, welches die geeignetsten politischen Gegenmaßnahmen zur Steuerung breiter und volatiler Kapitalströme zu und aus den Schwellenmärkten sind. Dies führt uns dann zu der Frage – die speziell in Kapitel 6 behandelt wird – welche Reformen des internationalen Finanzsystems vonnöten sind, um ein plötzliches Auftreten solcher Krisen zu vermeiden.

1.2. Blickpunkt Wirtschaft

Dieser Abschnitt steht in engem Zusammenhang mit der Analyse der internationalen Kapitalströme, die in Abschnitt 1.3 dargestellt wird. Er geht kurz auf die jüngsten Trends im Wirtschafts- und Finanzsektor ein, die sich auf die folgenden beiden Ländergruppen auswirken:

- *Industrieländer* (in einigen Fällen unter Einbeziehung einzelner G7-Länder);
- *Schwellenländer* (sowohl Entwicklungs- als auch Übergangsländer)¹.

Dabei lässt sich das in den letzten drei Jahren für die globale Wirtschaft charakteristische makroökonomische Szenario folgendermaßen zusammenfassen:

- a) Im Allgemeinen hat sich die Kluft zwischen den Wirtschaften der Industrie- und Schwellenländer weiter verfestigt.
- b) Bei den Wirtschaften der Industrieländer gilt es jedoch zwischen zwei entgegengesetzten Polen zu unterscheiden. Auf der einen Seite stehen die Vereinigten Staaten und weniger exponiert auch die anderen englischsprachigen Länder, bei denen das Wachstum in der

¹ Hier muss auf das Problem der Klassifizierung von Ländern hingewiesen werden, das sich daraus ergibt, dass verschiedene Informationsquellen unterschiedliche Aggregationskriterien insbesondere bei „Schwellenländern“ zugrunde legen. In den Anhängen zu Kapitel 1 findet sich eine genaue Vereinbarung der unterschiedlichen Klassifikationskriterien, die von den oben genannten internationalen Institutionen verwendet werden. Hinzuzufügen ist noch, dass in der vorliegenden Studie der Begriff Wirtschaften der Schwellenländer entsprechend der IWF-Definition durchgängig sowohl Entwicklungs- als auch Übergangsländer bezeichnet.

Periode zwischen 1996 und 1998 im Allgemeinen die Erwartungen übertraf, während die Löhne und Preise bemerkenswert stabil blieben. Den Gegenpol dazu bildet Japan, das im selben Zeitraum eine noch andauernde Konjunkturkrise erlebte, die mit einem umfassenden Preisverfall einherging. Zwischen diesen beiden Extremen lag die Euro-Zone, innerhalb der jedoch deutliche Unterschiede zwischen den Volkswirtschaften bestanden.

- c) Einige Schwellenländer wie Russland, Mexiko, Brasilien, Korea, Malaysia, Indonesien, die Philippinen, Thailand und Taiwan wurden von schweren Krisen erfasst.
- d) Auf jeden Fall hat sich die wirtschaftliche Gesamtsituation in den Schwellen- und Übergangsländern verschlechtert, was stark für die Hypothese eines „Ansteckungseffekts“ spricht.
- e) Eine Querschnittsanalyse der Außenhandels- und Leistungsbilanzen offenbart die dramatischen Einbrüche bei den Exporten von Waren aus Industrienationen in die Schwellenländer, die in erster Linie auf einen Nachfragerückgang und insbesondere auf die stark rückläufigen Rohstoffpreise zurückgingen. Dadurch verringerte sich der Exportwert der Schwellenländer, was wiederum eine Verschlechterung ihrer realen Austauschverhältnisse zur Folge hatte.

1.3. Kapitalströme in die Schwellenmärkte: Umfang, Dynamik und Zusammensetzung

Welches waren die Hauptmerkmale der Kapitalströme in die Schwellenländern während der letzten drei Jahre? Welche Hauptveränderungen haben ihren Umfang, ihre Zielregionen, ihre Umkehrung sowie die Anlagenzusammensetzung und die Zielbranchen beeinflusst? Was waren die Auslöser und die Folgen der umfangreichen Umkehrung von Kapitalströmen, die schließlich ab 1997 in einigen Entwicklungsregionen zu Währungs- und Finanzkrisen führten?

Im vorliegenden Abschnitt versuchen wir, die beiden erstgenannten Fragen zu beantworten, während der zuletzt genannte Punkt im nachfolgenden Abschnitt (Abschnitt 1.4.) behandelt werden soll, welcher ganz den jüngsten Krisen in den Schwellenländern gewidmet ist.

1.3.1. Tendenzen und Umfang der Kapitalströme

In den letzten drei Jahren sind die Nettokapitalströme sowohl in die Entwicklungs- als auch in die Übergangsländer dramatisch auf ihren tiefsten Stand in diesem Jahrzehnt gesunken. Insbesondere die Zahlungsbilanzen zeigen, dass sich die Nettokapitalströme aus der Privatwirtschaft insgesamt auf ca. 64 Mrd. US\$ beliefen, das sind etwa 55 % weniger als 1997 und nahezu 70 % weniger als im Rekordjahr 1996. Offensichtlich geht dieser Trend in erster Linie auf die unlängst in einigen Ländern zu beobachtenden umfangreichen Kapitalabflüsse (sogenannte *Umkehr der Kapitalströme*) während des Beobachtungszeitraums zurück. Vor dem Hintergrund der Kapitalmarktaktivitäten im ersten Halbjahr 1999 und der IWF-Prognosen ist auch Ende 1999 lediglich mit einem moderaten Aufschwung zu rechnen.

Allerdings gab es hinsichtlich der zeitlichen Abfolge, der Dauer und des Ausmaßes der genannten Umkehrung der Kapitalströme regionale Unterschiede. Besonders ausgeprägt war diese Entwicklung in Asien und Lateinamerika (die nach der IWF-Klassifikation der westlichen Hemisphäre zuzurechnen sind), d. h. in Regionen, die Anfang der neunziger Jahre die stärksten Kapitalzuflüsse erlebten. Die privatwirtschaftlichen Nettokapitalabflüsse aus

Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand (nachfolgend als *asiatische Krisenländer* bezeichnet) sind 1998 im Vergleich zu 1997 von etwa 20 Mrd. auf mehr als 45 Mrd. US\$ (+128,3 %) gestiegen. Diese Zahlen gewinnen noch an Schärfe, wenn man bedenkt, dass dieselben Länder Ende 1996 Nettokapitalzuflüsse aus der Privatwirtschaft in Höhe von etwa 62 Mrd. US\$ für sich verbuchen konnten. Zudem hat sich der auf den asiatischen Krisenländern lastende Finanzierungsdruck auch auf die übrigen Länder Asiens ausgewirkt, so dass privatwirtschaftliches Kapital in Höhe von knapp 10 Mrd. US\$ aus dieser Region abfloss, die zuvor noch Nettozuflüsse von ca. 23 Mrd. (1997) bzw. 38 Mrd. US\$ (1996) verzeichnete. Insgesamt wurden zwischen 1996 und 1998 umfangreiche privatwirtschaftliche Kapitalströme in Höhe von über 150 Mrd. US\$ aus den asiatischen Ländern abgezogen, die durch die offiziellen Nettokapitalzuflüsse von insgesamt etwa 18,5 Mrd. US\$ höchst ungenügend ausgeglichen wurden.

In der westlichen Hemisphäre war 1998 ein starker Rückgang bei den privatwirtschaftlichen Nettozuflüssen gegenüber 1997 (-16 %) und 1996 (-21 %) festzustellen. Bestimmt wurde dieser Trend vor allem durch den Mitte 1997 insbesondere in Brasilien spürbaren Finanzierungsdruck, wo die Kapitalzuflüsse ungefähr 51 % hinter dem Niveau von 1997 zurückblieben, was wiederum nicht ohne Auswirkungen auf die anderen Volkswirtschaften in vergleichbaren Situationen blieb. Insgesamt gingen die privatwirtschaftlichen Kapitalzuflüsse in die Übergangsländer 1998 (-25,6 Mrd.) gegenüber 1997 (-13,5 Mrd. US\$) weiter zurück (-47 %), wodurch der oben genannte Finanzierungsdruck spürbar wurde. Über den gesamten Dreijahreszeitraum gesehen, nehmen die Einbrüche insgesamt noch dramatischere Dimensionen an (-69 %).

Im Gegensatz zu dem soeben beschriebenen Trend schienen die beiden Makroregionen Afrika einerseits und der Nahe Osten und Europa andererseits von der Krise, die Asien und Lateinamerika erschütterte, zu profitieren. So sind die Nettokapitalzuflüsse nach Afrika während des dreijährigen Beobachtungszeitraums von knapp 7 Mrd. Anfang 1996 auf reichlich 10 Mrd. US\$ Ende 1998, d. h. um etwa 50 %, gestiegen. Allerdings darf dabei nicht vergessen werden, dass die privatwirtschaftlichen Kapitalzuflüsse 1998 infolge des allgemeinen Vertrauensschwunds in die makroökonomischen Politiken der Entwicklungsländer durch die oben genannten Krisen gegenüber 1997 stark zurückgegangen waren (-37 %).

Demgegenüber verzeichneten der Nahe Osten und Europa während des hier betrachteten Dreijahreszeitraums einen Anstieg der privaten Nettokapitalzuflüsse in Höhe von 141 %, d. h. von 10 Mrd. Ende 1995 auf ca. 26 Mrd. US\$ Ende 1998. Diese Zahlen sind umso beeindruckender, bedenkt man, dass die aggregierten Angaben auch die enormen Kapitalabflüsse aus Russland 1998 (-14,7 Mrd. US\$) enthalten, das in einer ähnlichen Finanzkrise wie die asiatischen Länder steckte.

Abschließend lässt sich feststellen, dass die Gesamtnettokapitalströme in die Länder außerhalb Asiens trotz der 1998 verzeichneten Rückgänge über dem Niveau von 1996 lagen, so dass die Auswirkungen der dortigen Krisen auf die privatwirtschaftlichen Kapitalströme in die Wirtschaften der Schwellenländer außerhalb Asiens eher gering waren. Allerdings muss das Ausmaß der Umkehrung von Kapitalströmen unterstrichen werden, das die Volatilität der Gesamtkapitalströme in die Entwicklungs- und Übergangsländer zweifelsohne erhöht hat. Dies hat die politischen Entscheidungsträger, die für die Stabilität und Allokationseffektivität der internationalen Finanzmärkte zuständig sind, offensichtlich sowohl auf nationaler als auch auf globaler Ebene vor ernsthafte Probleme gestellt.

1.3.2. Zusammensetzung und Zielbranchen der Kapitalströme

Im Hinblick auf den gewählten Betrachtungszeitraum ist wichtig festzustellen, dass die Zusammensetzung der Kapitalströme insbesondere des privatwirtschaftlichen Sektors im Wesentlichen den Trend der frühen neunziger Jahre bestätigt, der maßgeblich von dem der vorangegangenen Jahrzehnte abweicht². Wichtigster Bestandteil der privaten Nettokapitalströme waren in den siebziger und achtziger Jahren „Bankkredite und sonstige Nettoinvestitionen“, zu denen syndizierte Kreditgeschäfte, Handelsfinanzierung und verschiedene kleinere Positionen gehören. Demgegenüber ging das Wachstum der Kapitalströme Anfang und Ende der neunziger Jahren in erster Linie auf Wertpapiere und nicht zu Schuldverhältnissen führenden Kapitalströmen wie „ausländische Direktinvestitionen“ (ADI) und „Portfolio-Investitionen“ zurück.

Gerade innerhalb des Betrachtungszeitraumes war der Rückgang der privaten Nettokapitalströme in die Schwellenmärkte hauptsächlich auf einen weiteren massiven Abbau der Bankenfinanzierung in diesen Ländern zurückzuführen. In der Zahlungsbilanz rutschte der Posten „Bankkredite und sonstige Investitionen“ 1997 in den Minusbereich (-60,4 Mrd. US\$), ein Trend, der sich 1998 verschärft fortsetzte (-103,4 Mrd. US\$), wobei Asien (-89,5 Mrd. US\$) und die westliche Hemisphäre (-18,1 Mrd. US\$) . am stärksten von den Nettokapitalabflüssen betroffen waren. Von den in dieser Studie betrachteten fünf Regionen nahm lediglich im „Nahen Osten und Europa“ der Stellenwert der Fremdfinanzierungsströme insbesondere in Form von syndizierten Kreditgeschäften zu, so dass dort anstelle der Ende 1996 registrierten Nettokapitalabflüsse in Höhe von 3 Mrd. US\$ genau zwei Jahre später Nettozuflüsse in Höhe von knapp 15 Mrd. US\$ zu verzeichnen waren. Die Region konnte eindeutig von der 1997 einsetzenden Umkehrung der Finanzierungsströme aus Asien und Lateinamerika profitieren.

Andererseits lagen die Nettoportfoliokapitalströme in die Schwellenmärkte, die Anleihen und Aktienbeteiligungen von Investoren aus dem Banken- und Nichtbankensektor umfassen, 1998 nach wie vor im positiven Bereich (36,7 Mrd. US\$), wenngleich sie gegenüber den vorangegangenen Jahren (66,8 Mrd. US\$ 1997 und 80,8 Mrd. 1996) rückläufig waren. Insgesamt verzeichneten die Wirtschaften der Schwellenländer einen geringfügigen Rückgang der Nettoportfolioabflüsse von ca. 41 Mrd. US\$ Ende 1995 auf etwa 37 Mrd. Ende 1998 (-11 %), während aus den asiatischen Krisenländern im gleichen Zeitraum 24 Mrd. US\$ abgezogen wurden. Ohne hier zu sehr in Einzelheiten gehen zu wollen, sollte doch darauf hingewiesen werden, dass sich der Anstieg der privatwirtschaftlichen Gesamtkapitalströme aus Portfolio-Investitionen nachhaltig auf die Volatilität der Kapitalströme insgesamt auswirkt und von den für die Beaufsichtigung und Stabilität der Finanzmärkte verantwortlichen politischen Entscheidungsträgern und Institutionen sorgfältig gelenkt werden muss. In der Tat belegen die jüngsten theoretischen und empirischen Untersuchungen der relativen Volatilität des Kapitals aus unterschiedlichen Quellen recht einheitlich die größere Stabilität der ausländischen Direktinvestitionen (ADI) gegenüber anderen, insbesondere Portfolio-Kapitalströmen³. Verantwortlich für diese geringere Volatilität sind in erster Linie die bei der Umkehrung von ADI im Vergleich zu Portfolio-Investitionen höheren Kosten sowie die geringere Anfälligkeit von ADI gegenüber internationalen Zinssätzen.

² Siehe Lopez-Mejia, A., 1999.

³ Unter den zahlreichen Studien zur Volatilität von Kapitalströmen siehe insbesondere Turner, S., 1991; Claessens, S. u. a., 1995; Chuchan, I. u. a., 1996, Cailloux, J. und Griffith-Jones, S., 1997.

Dementsprechend liegt die Erklärung für die relative Stärke der ADI-Ströme während des Berichtszeitraums, die zwischen 1995 und 1998 von ca. 97 Mrd. auf etwa 131 Mrd. \$ (+35 %) angewachsen sind, auf der Hand. Trotz eines geringfügigen Rückgangs im Jahre 1998 gegenüber 1997 (-12 Mrd. \$), der in erster Linie durch die Situation in Asien und Russland bedingt war, stellen die ADI die wichtigste Komponente der privaten Nettokapitalströme in die Schwellenländer in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre dar. Besonderer Stellenwert kommt dabei dem Anteil der ADI an den privatwirtschaftlichen Kapitalströmen in die Übergangsländer insgesamt zu (89 % 1996, 72 % 1997 und 129 % 1998). Diese Entwicklung geht im Wesentlichen auf das Wachstum der ADI in den Reformstaaten zurück, in denen der Übergang zur Marktwirtschaft und insbesondere der Beginn eines umfassenden Privatisierungsprozesses enorme neue Chancen eröffnete.

Interessanterweise ist auch bei den Zahlen der Bruttomarktfinanzierung des privatwirtschaftlichen Sektors in den Schwellenländern - in die alle ausgegebenen internationalen Anleihen, Aktien und Kredite einfließen - 1998 ein starker Rückgang gegenüber 1997 (-48 %) zu verzeichnen⁴. Im Gegensatz zu den Zahlungsbilanzdaten hat sich das durchschnittliche Neuemissionsvolumen in den vergangenen drei Jahren jedoch nur geringfügig von 148,4 Mrd. (1995) auf 157,9 Mrd. US\$ (1998) verändert. Wirtschaftswissenschaftler sehen darin ein Zeichen dafür, dass die dem Anstieg der Kapitalströme Anfang und Mitte der neunziger Jahren zugrunde liegenden Prinzipien, einschließlich der verbesserten makroökonomischen Politiken und der Unterschiede in der Faktorausstattung, nach wie vor weitgehend intakt sind⁵. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass einerseits zwar der Anteil von Bruttoneuemissionen in Form von syndizierten Krediten deutlich von 52,5 % auf 40,7 % gefallen ist, andererseits aber Anleihen und andere Rentenpapiere, die derzeit die wichtigste Quelle der privatwirtschaftlichen Marktfinanzierung (natürlich mit Ausnahme der ausländischen Direktinvestitionen) für die Wirtschaften der Schwellenländer darstellen, inzwischen einen weitaus höheren Stellenwert einnehmen. Ende 1998 machten sie etwa 53 % der Bruttokapitalzuflüsse insgesamt aus, bei einem Ausgangsniveau von 40 % Anfang 1996.

Besonders augenfällig im Hinblick auf die Zielbranchen für Kapitalströme sowohl in Entwicklungs- als auch in Übergangsländern ist ferner die jüngste Entwicklung auf dem internationalen Kapitalmarkt, in deren Folge sich der Anfang und Mitte der neunziger Jahre zu beobachtende Trend in sein Gegenteil verkehrt, so dass der Zugang des privatwirtschaftlichen Sektors im Vergleich zum öffentlichen Sektor, der seinen Anteil von 47 % (1995) auf 54 % (1998) steigern konnte, nunmehr rückläufig ist. Auch diese Entwicklung ist Ausdruck der Haltung der Investoren aus Industrieländern, angesichts der wirtschaftlichen Situation der privatwirtschaftlichen Kreditnehmer in Asien und Lateinamerika die Kreditvergabe zunehmend auf Kreditnehmer mit hoher Kreditwürdigkeit, und dabei insbesondere auf Staatsoberhäupter, zu beschränken. Ohne dieses Problem näher beleuchten zu wollen, darf dabei nicht außer Acht gelassen werden, dass der fehlende

⁴ Die Differenz zwischen den Angaben der Zahlungsbilanz und den Bruttofinanzierungsdaten resultiert daraus, dass die erst genannten – aus der IWF-Datenbank stammenden – Zahlen die Gesamtkapitalströme zwar potentiell am genauesten erfassen, aber anfällig gegenüber Fehlern und Auslassungen sind (und erheblichen Überarbeitungen unterliegen). Im Gegensatz dazu beinhalten die aus der BIZ-Datenbank stammenden Bruttoemissionsdaten alle Bruttokapitalzuflüsse, die im Rahmen von offiziellen internationalen Emissionen oder Fazilitäten auftreten, nicht aber nichtsyndizierte Bankausleihungen und Investitionen, die nicht auf internationale öffentliche Zeichnungsangebote zurückgehen. Damit sind große Teile der Handelsfinanzierung, der ausländischen Direktinvestitionen und der Investitionen in Staatstitel in diesen Daten nicht erfasst.

⁵ Siehe Weltbank, 1999.

Marktzugang des Unternehmenssektors und insbesondere des Mittelstandes in Schwellenländern dessen Fähigkeit zur Tilgung seiner Auslandsschulden und zu seiner eigenen Refinanzierung für die Verabschiedung von Wachstumsstrategien erheblich einschränken und damit unter dem Strich dem internationalen Finanzsystem insgesamt Schaden zufügen kann.

1.3.3. Veränderungen im Bankenrisiko und in der Struktur der Kreditgeberländer in Schwellenländern

Zu den Gesamtausleihungen von Landesbanken in gesättigten Märkten sind Informationen verfügbar, die allerdings alle auf BIZ-Angaben beruhen und sich auf 1997 und 1998 beschränken. Aus ihnen ist jedoch klar ersichtlich, dass sich die 1997 begonnenen Kapitalabflüsse 1998 trotz der schlechteren Lage in Europa und Lateinamerika insbesondere aufgrund der Krisen in Russland und Brasilien verlangsamt haben. Vor allem die Kürzungen bei der Bankkreditvergabe an asiatische Länder sind im zweiten Halbjahr weitaus geringer als im ersten Halbjahr 1998 ausgefallen, was darauf hindeutet, dass Asien von den Wirren in Russland weniger betroffen war und die Nettokapitalabflüsse aus dieser Region möglicherweise eingedämmt werden können. Zudem ist auch im Fall von Brasilien 1998 eine deutliche Umkehrung von Kreditvergabemitteln festzustellen. Während im ersten Halbjahr ein Plus von 8 Mrd. US\$ zu verzeichnen war, kam es im zweiten Halbjahr zu einem drastischen Einbruch von knapp 12 Mrd. US\$. Ganz im Gegenteil dazu wurde in den anderen Ländern der westlichen Hemisphäre ein leichter Anstieg in der Kreditvergabe registriert, der sich während der Krise in Russland im zweiten Halbjahr 1998 auch kaum verlangsamt.

Während die Banken ihr Engagement in Russland in den ersten sechs Monaten 1998 leicht verstärkten, erlebte das Land im zweiten Halbjahr inmitten der Krise einen drastischen Rückgang der Kreditvergabe. Andere europäische Schwellenländer verzeichneten demgegenüber im zweiten Halbjahr 1998 einen geringfügigen Anstieg, der allerdings im Vergleich zu dem enormen Wachstum im ersten Halbjahr (+8,1 Mrd. US\$) eher bescheiden anmutete.

Als letzter Aspekt im Zusammenhang mit der Analyse der Kapitalströme soll hier noch auf die nationale Zusammensetzung der Banken eingegangen werden, die Kredite an Schwellenländer vergeben. Als allgemeiner Trend der letzten Jahre ist vor allem eine zunehmende Dominanz der europäischen Banken festzustellen, auf die 1998 ca. 63 % der gesamten Bankforderungen gegenüber Schwellenländern entfielen, während es 1996 nur knapp 54 % waren. Im gleichen Zeitraum ging der Anteil der japanischen Banken an den registrierten Gesamtforderungen erheblich zurück (13,3 % 1998 gegenüber 17,8 % 1996). Gleiches gilt für die nordamerikanischen Banken (14 % 1998 im Vergleich zu knapp 17 % 1996). Besonders bemerkenswert ist das außerordentlich hohe Engagement der europäischen Banken gegenüber Kreditnehmern in osteuropäischen (Anstieg von 80 % in 1996 auf 85 % in 1998) und afrikanischen Ländern (Anstieg von 78 % in 1996 auf 80 % in 1998). Anlass zur Sorge bietet allerdings der Kreditvergabeanteil der europäischen Banken in den Ländern Asiens (50 % in 1998) und der westlichen Hemisphäre (62 % in 1998), die seit 1997 am stärksten unter der Währungs- und Finanzkrise gelitten haben.

Da die von den Banken zu tragenden enormen Kredit- und Währungsrisiken gemeinhin als ein Schlüsselfaktor für die hohe Volatilität der Kapitalströme in einigen asiatischen Ländern gelten und auf die europäischen Banken der größte Anteil der gegenüber den Schwellenländern bestehenden Forderungen entfällt, haben die europäischen Behörden allen Grund, die für die Stärkung der Stabilität und die Reduzierung der derzeitigen Risiken der Finanzsysteme notwendigen politischen Anpassungen zu analysieren und umzusetzen.

1.4. Hauptursachen und –auswirkungen der jüngsten Finanzkrisen in den Wirtschaften der Schwellenländer

1.4.1. Kurzer chronologischer Überblick

Wie in Abschnitt 1.3. dargestellt, haben die Wirtschaften in den meisten Schwellenländern seit 1997 mit ernsthaften Problemen sowohl auf den Inlands- als auch auf den Auslandsmärkten zu kämpfen. Als Hauptgründe für die Schwierigkeiten haben sich in den meisten Ländern der schwache Unternehmens- und Finanzsektor, die schwierige öffentliche Finanzlage, das zunehmende Handelsbilanzdefizit und die widersprüchliche Währungs- und Steuerpolitik erwiesen, die in ihrem Zusammenspiel zu den sogenannten „Zwillingskrisen“ geführt haben, auf die in den folgenden Abschnitten noch ausführlicher eingegangen werden soll.

Tabelle 1.1 bietet einen kurzen chronologischen Überblick über die wichtigsten Ereignisse in den Entwicklungs- und Übergangsländern⁶. Als Ausgangspunkt der Krisen gilt – wie in der Tabelle dargestellt - gemeinhin die Entscheidung zum Floaten des thailändischen Baht im Juli 1997, die getroffen wurde, nachdem die internationalen Wechselkursmärkte mehrere Monate unter Druck geraten waren. Die Währungsabwertung in den Wirtschaften anderer Entwicklungsländer (Hongkong, Taiwan, Indonesien, Philippinen und Korea) führte zu schweren Konjunkturerinbrüchen auf den Inlandsmärkten und zu starken Verwerfungen bei den internationalen Handelspreisen und damit auch den Warenströmen. Dadurch eröffneten sich weitere Übertragungskanäle, durch die sich die Krise auf andere Schwellenländer ausweiten konnte, was zu dem sogenannten *Ansteckungseffekt* führte:

Charakteristisch für diese Krisen...war das Übergreifen der Schwierigkeiten von einer Wirtschaft auf die anderen innerhalb der Region und in einigen Fällen auch darüber hinaus im Rahmen eines Prozesses, der seither als ‚Kontagion‘ (Ansteckung) bezeichnet wird⁷.

In der Tat waren die Auswirkungen der vorstehend beschriebenen Krisen nicht auf Asien beschränkt. Auch die Währungen in Lateinamerika, Mittel- und Osteuropa, Russland und Südafrika gerieten unter Druck als es Ende 1997 und Anfang 1998 in einer Reihe von Ländern zu Kapitalabflüssen kam.

Insbesondere die Krisen in Russland zogen die internationalen Märkte extrem in Mitleidenschaft. Renditeaufschläge für Schwellenländeranleihen schnellten in die Höhe, in vielen Schwellenländern verstärkte sich der Währungsdruck und die Aktienkurse gingen sowohl in den Schwellen- als auch in den Industrieländern auf Talfahrt. Durch den dadurch ausgelösten allgemeinen Wettlauf um gute Adressen (Qualität und Liquidität) verschärfen sich die Kreditbedingungen nicht nur für Kreditnehmer in den Schwellenländern, sondern auch für bestimmte Unternehmensschuldner in gesättigten Märkten.

Das letzte größere Opfer dieser „*flight to quality and liquidity*“ wurde – wie in Tabelle 1.1 dargestellt - Ende 1998/Anfang 1999 Brasilien. Wie schon in anderen Schwellenländern zuvor erwies sich das streng kontrollierte Wechselkurssystem vor dem Hintergrund der zunehmenden Verwerfungen in den in- und ausländischen Leistungs- und Kapitalbilanzen als unhaltbar und führte zu einer starken Abwertung und schließlich zum Floaten des brasilianischen Real, zu einem dramatischen Zinsanstieg und zu einer gewaltigen Umkehrung von Kapitalströmen.

⁶ Siehe BIZ, 1998a, 1999a.

⁷ IWF, 1999a, Kapitel 3, S. 66.

Tabelle 1.1: Chronologische Darstellung der jüngsten Finanzkrisen in den Wirtschaften der Schwellenländer

1997	
Februar	Druck auf den thailändischen Baht führt zu erheblichen Interventionen auf den Kassa- und Terminkmärkten.
Mai	Thailand führt Kontrollmechanismen ein mit dem Ziel, die unter den Geltungsbereich der nationalen Banken- und Währungsgesetzgebung fallenden Märkte von den ausländischen Märkten zu trennen, doch der starke Druck hält an (15. Mai).
Juli	Floating des thailändischen Baht (2. Juli). Erweiterung der zulässigen Schwankungen des philippinischen Peso auf unbestimmte Bandbreite (11. Juli). Heraufsetzen der Bandbreite der indonesischen Rupiah von 8 % auf 12 % (11. Juli). Der malaysische Ringgit fällt um 4,8 %.
August	Floating der indonesischen Rupiah (14. Aug.). Verabschiedung eines maßgeblich vom IWF getragenen Unterstützungspakets über 20,1 Mrd. \$ für Thailand (20. Aug.).
Oktober	Einstellung der öffentlichen Stützung des Neuen Taiwan-Dollars, der daraufhin 6 % an Wert verliert (17. Okt.). Starke Einbrüche an den Aktienmärkten in Asien, Lateinamerika und Russland. In Brasilien, Hongkong, Korea und Taiwan baut sich ein starker Wechselkursdruck auf.
November	Unterstützungspaket unter Federführung des IWF über 40 Mrd. \$ für Indonesien (5. Nov.). Anstieg der Zinssätze um 7 % in Russland. Ankündigung der Behörden, das Interventionsband für den Rubel von 5 % auf 15 % heraufzusetzen. Die tägliche Schwankungsbreite des koreanischen Won wird von 2,25 % auf 10 % heraufgesetzt.
Dezember	Unterstützungspaket unter Federführung des IWF über 57 Mrd. \$ für Korea (5. Dez.). Floating des koreanischen Won (6. Dez.). Der Ölpreis fällt innerhalb eines Jahres um 30 %.
1998	
Januar	Der russische Rubel wird mit einer Schwankungsbreite von $\pm 15\%$ an den Dollar angekoppelt (1. Jan.). „Aussetzen“ der indonesischen Unternehmensschulden (27. Jan.). Umschuldungsvereinbarung über 24 Mrd. \$ zwischen Korea und seinen ausländischen Kreditgebern (29. Jan.).
Februar	Vorschlag Indonesiens zur Einrichtung eines Currency Boards.
Mai	Präsidentenwechsel nach Krawallen in Indonesien (21. Mai). Am Ende des Monats erreicht die Refinanzierungsrate in Russland 150 %.
Juni	Indonesien und ein Lenkungsausschuss aus Gläubigern vereinbaren die Umschuldung von 70 Mrd. \$ Auslandsforderungen des privaten Sektors (4. Juni). Unterzeichnung eines neuen Abkommens zwischen dem IWF und Indonesien (24. Juni). Der südafrikanische Rand gerät unter enormen Druck und erfährt eine starke Abwertung. Die brasilianischen Zinssätze kehren auf das Niveau von Anfang Oktober 1997 zurück (26. Juni).
Juli	Unterstützungspaket unter Leitung des IWF über 22,6 Mrd. \$ für Russland für 1998 bis 1999 (wovon 4,8 Mrd. \$ am 20. Juli bereitgestellt werden).
August	Der Yen erreicht den tiefsten Stand der letzten acht Jahre (11. Aug.). Hongkong interveniert auf den Aktienmärkten (14. Aug.). Änderung des Wechselkurssystems in Russland, Aussetzung der Tilgung von kurzfristigen Staatsschulden und Moratorium für die Begleichung von Forderungen aus Warenlieferungen an Nichtgebietsansässige (17. Aug.).
September	Russland stellt Stützung des Rubels ein (1. Sept.). Malaysia koppelt seinen Wechselkurs an den Dollar und verhängt strenge Kapitalkontrollen (1./2. Sept.). In Lateinamerika gehen die Aktienmärkte auf Talfahrt und die Wechselkurse geraten unter Druck: Kolumbien erweitert sein Wechselkursband um 9 % (2. Sept.). Die brasilianischen Zinssätze verdoppeln sich auf knapp 50 % (10. Sept.). In Mexiko erreichen die kurzfristigen Zinssätze mit 48 % einen Rekordstand (11. Sept.). Chile erhöht die Wechselkursbandbreite und die Zinssätze (16. Sept.). China verschärft die

	Devisenbestimmungen (27. Sept.).
Oktober	Im Anschluss an die Präsidentschaftswahlen verkündet Brasilien ein dreijähriges Haushaltsanpassungsprogramm (20. Okt.).
Dezember	Verabschiedung eines maßgeblich vom IWF getragenen Unterstützungspakets über 41,5 Mrd. \$ für Brasilien, einschließlich eines BIZ-Kredits über 13,3 Mrd. \$, der durch die Zentralbanken von 19 Industrienationen gedeckt ist (2. Dez.).
1999	
Januar	Floating des brasilianischen Real (15. Jan.). Die argentinische Zentralbank wirft die Frage der Einführung des Dollars auf (21. Jan.). Die internationale Rating Agentur stuft die staatlichen Schuldtitel Koreas auf erstklassige Anlagepapiere herauf (25. Jan.).
März	Neues IWF-Programm für Brasilien (8. März). Erste Senkung der brasilianischen Zinssätze seit dem Floating (25. März).

Quelle: Nach BIZ, Jahresbericht, 1998, 1999.

1.4.2. Hauptursachen für die starke Umkehrung von Kapitalströmen in den Schwellenländern

Welche Gründe haben zu der massiven Umkehrung von Kapitalströmen geführt, von der in den letzten Jahren verschiedene Länder betroffen waren? Welche Erklärungen gibt es für die jüngste Volatilität der Kapitalströme? Im vorliegenden Abschnitt sollen diese Fragen untersucht werden, um die wichtigsten Elemente herauszuarbeiten, durch die sich die jüngsten Finanzkrisen von denen der vorangegangenen Jahrzehnte unterscheiden (Abschnitt 1.4.3.).

Anders ausgedrückt, müssen die Ursachen für die jüngsten Entwicklungen der Kapitalströmen aufgezeigt werden, um das Verhältnis zwischen der Globalisierung der Finanzmärkte und der Art und Häufigkeit von Krisen in den Schwellenländern richtig ermessen zu können. Tatsächlich wird zunehmend allgemein anerkannt, dass die globale Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte trotz vieler positiver Konsequenzen auch mit größeren Risiken für die Stabilität des globalen Finanzsystems verbunden ist⁸. Daher gilt es herauszufinden, inwieweit die jüngsten Krisen im Wesen der Globalisierung der Kapitalmärkte begründet liegen.

Ohne hier zu sehr auf die vielen unterschiedlichen Theoriemodelle zur Erklärung der in jüngster Zeit beobachteten Umkehrung der Kapitalströme aus den Schwellenländern eingehen zu wollen, lassen sich doch drei klare Argumente herausarbeiten, die in Wirtschaftswissenschaftlerkreisen weitgehend Zustimmung finden⁹.

- I Das bekannteste Argument zur Erläuterung der Umkehrung der Kapitalströme beruft sich ausgehend vom „Krugman-Modell“ (1979) auf das fehlende Vertrauen in die Beständigkeit der nationalen makroökonomischen Politiken, wie z. B. die Monetisierung der anhaltend großen Haushaltsdefizite und die Aufrechterhaltung der an Leitwährungen gekoppelten Wechselkurse. Wenn es dann durch massive Spekulationen zu einer Erosion der internationalen Währungsreserven kommt, sehen sich die Behörden schließlich gezwungen, ihre Währung zu floaten oder den Wechselkurs zu verändern. Durch eine Erweiterung des Krugman-Modells lässt sich auch zeigen, dass massiven Spekulationen

⁸ Siehe Griffith-Jones, S., 1998.

⁹ Siehe: Calvo, G., 1996; Reinhart, C. und Vegh, C., 1996; Lopez-Mejia, A., 1999; Kaminsky, G. und Reinhart C., 1999.

in der Regel reale Wechselkursanpassungen, eine Verschlechterung der Leistungsbilanz innerhalb der Zahlungsbilanz, höhere Realeinkommen und eine geringere Wettbewerbsfähigkeit vorausgehen¹⁰.

- II Die zweite Argumentation beruft sich darauf, dass viele der von den jüngsten Krisen betroffenen Länder, angefangen mit Mexiko, vor dem Einsetzen der massiven Spekulationen keine derartigen politischen Verwerfungen gekannt haben. Dabei kann die Entscheidung der Behörden gegen die für die Aufrechterhaltung eines festen Wechselkurses benötigte Erhöhung der Zinssätze im Lande darauf hindeuten, dass hier noch andere Störfaktoren finanzpolitischer Art im Spiel waren, die einer objektiven Funktionsweise der Behörden entgegenwirkten. Beispielsweise kann eine Regierung neben der Aufrechterhaltung eines festen Wechselkurses gleichzeitig die Senkung ihrer Schuldendienstverpflichtungen, den Abbau der Arbeitslosenrate oder die Rettung eines kurz vor dem Zusammenbruch stehenden Bankensektors im Auge haben. In einem solchen Fall entscheiden sich die Behörden möglicherweise eher für eine Abwertung als für eine Zinserhöhung, um eine Finanzkrise im Lande abzuwenden und die Kosten für Stützungsaktionen zu vermeiden. Bei derartigen theoretischen Erklärungsversuchen kommen immer multiple Gleichgewichte und eine Eigendynamik entwickelnde Krisen zum Tragen. Oder, um mit Calvo (1995) zu sprechen, wenn die Investoren einen für unwürdig halten, werden die Mittel ausbleiben, so dass man in der Tat unwürdig wird.
- III Der dritte Erklärungsversuch für die umfangreichen Umlenkung und die starke Volatilität der Kapitalströme in den Schwellenländern bezieht sich direkt auf den „Ansteckungseffekt“, auf den wir bereits im vorangegangenen Abschnitt eingegangen sind. Als Hauptursache für dieses Phänomen wird die Globalisierung der Finanzmärkte gesehen, die den Anreiz zum Erfassen von Informationen senken und damit den „Herdentrieb“ stärken kann, wenn sich Erwartungen – wie das häufig geschieht – auf der Grundlage von unvollkommenen und asymmetrischen Informationen herausbilden. Der „Herdentrieb“ bei den Investoren ist ein Grund, weshalb Finanzkrisen in Schwellenländern in der Regel gehäuft auftreten. Dabei gibt es zumindest vier weitere Kanäle, über die eine Ansteckung erfolgen kann¹¹. Erstens kann eine solche Ansteckung über das sogenannte Weckruf-Phänomen erfolgen, bei dem der Zusammenbruch einer Währung die Sichtweise der Investoren auf die grundlegenden Wirtschaftsdaten der anderen Länder verändert. Wenn sie dieselben Schwächen bei anderen Ländern entdecken, werden diese heruntergestuft, was zu einer Ausweitung der Krise führt. Als zweiter Übertragungskanal erweisen sich die „finanziellen Verbindungen“ zwischen den Ländern. So kann eine Krise in einem oder mehreren Ländern die Investoren veranlassen, ihre Portfolios aus Gründen des Risikomanagements, der Liquidität oder sonstigen Erwägungen neu zu ordnen, wodurch bestimmte Volkswirtschaften unabhängig von ihren grundlegenden makroökonomischen Daten bestraft werden. Wenn ein Land in einer Finanzkrise steckt, die durch eine deutliche Abwertung seiner Währung gekennzeichnet ist, können andere Länder drittens über den Handel in Mitleidenschaft gezogen werden, da das Krisenland nunmehr über einen Preiswettbewerbsvorteil verfügt. Schließlich können „allgemeine Erschütterungen“, wie der sprunghafte Anstieg der Zinssätze auf den Weltmärkten, das starke Absinken der allgemeinen Nachfrage weltweit, der Niedergang der Rohstoffpreise oder massive Änderungen in den Wechselkursen wichtiger

¹⁰ Siehe Garber, S.M. und Svensson, L.E.O., 1994.

¹¹ Für eine umfassendere und ausführlichere Taxonomie siehe IWF, 1999a, Kapitel 3.

Währungen erheblich dazu beitragen, dass Währungen verschiedener Länder gleichzeitig unter Druck geraten.

Wichtig ist, dass sich die vorstehenden Argumentationslinien nicht gegenseitig ausschließen. Ganz im Gegenteil besteht heute – gestützt auf empirische Belege¹² – weitgehend Konsens dahingehend, dass die massive Umkehrung der Kapitalströme aus Russland, Brasilien und den fünf asiatischen Krisenländern in den vergangenen drei Jahren das Ergebnis einer Kombination der ersten beiden Argumente war, d. h. einer Zahlungsbilanzkrise und einer Bankensektorkrise, die – durch den Ansteckungseffekt verstärkt - zu einem plötzlichen breiten Abzug von Mitteln aus den Schwellenländern allgemein geführt haben. Das heißt – um einen erst kürzlich geprägten Begriff zu verwenden – hier handelte es sich um Zwillingskrisen.

1.4.3. Merkmale der jüngsten Krisen in den Schwellenländern: Zwillingskrisen

Aus der Argumentation des vorangegangenen Abschnitt ist klar ersichtlich, dass sich die auf den globalen Finanzmärkten in den vergangenen Jahren aufgetretenen Krisen stark von den sogenannten Zahlungsbilanzkrisen der siebziger und achtziger Jahre unterscheiden. Diese Krisen sind im Wesentlichen ein Nebenprodukt einer anhaltend unausgewogenen Leistungsbilanz, die im Ergebnis massiver Einbrüche bei den internationalen Währungsreserven schließlich zu einer Aufgabe der Stützungsmaßnahmen führt. Andererseits ist für Zwillingskrisen eine enge Verzahnung der Zahlungsbilanzkrise und der Schwäche des nationalen Finanzsystems, insbesondere des Bankensystems, charakteristisch.

In einer tiefgreifenden empirischen Studie untersuchen Kaminsky und Reinhart (1999) die Merkmale derartiger Krisen, wobei sie die Verbindungen zwischen der Banken- und der Währungskrise genau analysieren. Die Hauptergebnisse ihrer Untersuchung lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- In der Regel gehen einer Währungskrise Probleme im Bankensystem voraus, wobei sich die Bankenkrise durch die nachfolgende Abwertung der Landeswährung weiter zuspitzt, was einen Teufelskreis in Gang setzt. Es gibt Belege dafür, dass die Bankenkrise ihren Höhepunkt zumeist nach einem Währungs-Crash erreicht, was bedeutet, dass ein ohnehin schwacher Bankensektor entweder durch die hohen Zinssätze, die für die Aufrechterhaltung eines festen Wechselkurses benötigt werden, oder die Devisenrisiken der einheimischen Banken mit noch schwerwiegenderen Problemen konfrontiert wird.
- Häufig geht einer Bankenkrise eine nachhaltige Erschütterung der Finanzinstitute - in der Regel in Form einer allgemeinen Liberalisierung des Finanzsektors und/oder eines verstärkten Zugangs zu den internationalen Kapitalmärkten - voraus, wodurch sich die Anfälligkeit der Wirtschaften der Schwellenländern gegenüber Schwankungen auf den Finanzmärkten erhöht. Empirische *Ad-hoc*-Analysen deuten darauf hin, dass die Gründe für die Verschlechterung der Situation im Bankenwesen in starkem Maße auf unzureichende Regulierung und Beaufsichtigung während des Liberalisierungsprozesses zurückgehen¹³.
- Zwillingskrisen geht in der Regel die Verschlechterung einer Vielzahl von ohnehin schwachen grundlegenden Wirtschaftsdaten voraus. So zeigen die verfügbaren Daten zu den asiatischen Ländern ganz eindeutig, dass Krisen dann auftreten, wenn eine

¹² Für einen Überblick siehe das Grundsatzpapier von Kaminsky, G. und Reinhart, C., 1999.

¹³ Siehe Caprio, G. und Klingebiel, D., 1996.

Volkswirtschaft nach einem durch Inlandsausleihungen, umfangreiche Kapitalzuflüsse und eine Überbewertung der Währung geförderten längeren Konjunkturaufschwung in eine Rezessionsphase eintritt.

- Im Vergleich zu Zahlungsbilanzkrisen sind die Auswirkungen von Zwillingskrisen weitaus dramatischer. Dies ist in erster Linie den schwächeren grundlegenden Wirtschaftsdaten der betroffenen Länder geschuldet. Erschwerend kommt dann aber noch der sich selbst verstärkende Teufelskreis aus Währungs- und Bankenkrise hinzu. Andererseits impliziert dies auch, dass Länder mit schwächeren grundlegenden Wirtschaftsdaten oder einem anfälligeren Finanzsektor leichter der Ansteckungsgefahr erliegen als Wirtschaften, die sich auf stärkere Strukturen stützen können.

Bisher haben wir die wichtigsten Ursachen und Folgen der in jüngster Zeit beobachteten Umkehrung von starken Kapitalströmen analysiert und die mit der zunehmenden Globalisierung der Finanzmärkte verbundenen ernststen Gefahren für die Wirtschaften der Schwellenländer aufgezeigt, die zu Zwillingskrisen mit entsprechendem Ansteckungseffekt führen können.

Dabei hat sich klar herauskristallisiert, welcher entscheidender Stellenwert einem Finanzsystem zukommt, das so beaufsichtigt und geregelt ist, dass die Länder die negativen Auswirkungen der Globalisierung der Kapitalmärkte mit Umsicht und dem entsprechenden Wissen meistern können.

1.5. Offene Fragen: Überblick über die politischen Reaktionen auf die jüngsten Ereignisse im Zusammenhang mit Kapitalströmen

Wie nicht anders zu erwarten, wird in der internationalen Gemeinschaft jetzt eine weitreichende Debatte über die Ursachen und Folgen der Krisen in den Schwellenländern sowie über notwendige Schritte zur Vermeidung einer Wiederholung solcher Ereignisse geführt.

Im letzten Abschnitt von Kapitel 1 wollen wir kurz auf die wichtigsten politischen Maßnahmen eingehen, die sowohl auf nationaler als auch auf supranationaler Ebene ergriffen wurden, um die in den letzten Jahren erlebte Umkehrung großer Kapitalströme besser in den Griff zu bekommen¹⁴.

In einem späteren Teil der vorliegenden Studie, d. h. in Kapitel 6, soll diese Frage dann noch einmal kritisch unter die Lupe genommen werden, um zu zeigen, wie die Funktionsweise des internationalen Finanzsystems reformiert werden muss, damit derartige Krisen bei weiterer Nutzung der Vorteile der zunehmenden Integration auf den Weltkapitalmärkten eingeschränkt werden können.

Eine Analyse der in den neunziger Jahren ergriffenen Maßnahmen zur Überwindung der negativen Auswirkungen großer Bewegungen bei den Kapitalströmen zeigt drei Hauptgruppen von möglichen politischen Gegenmaßnahmen – antizyklische Maßnahmen, strukturpolitische Maßnahmen und Kapitalkontrollen - auf die wir im Folgenden genauer eingehen wollen.

¹⁴ Dieser Abschnitt stützt sich im Wesentlichen auf eine umfassende empirische Studie von Lopez-Mejia, 1999.

1.5.1. Antizyklische Maßnahmen

Aus den zahlreichen Maßnahmen dieser Kategorie können folgende ins Auge gefasst werden.

A. Geldpolitische Maßnahmen

In nicht 100%ig flexiblen Wechselkurssystemen können geldpolitische Maßnahmen einen Gesamtnachfragedruck vermeiden, indem sie das durch Akkumulierung von internationalen Währungsreserven verursachte Geldmengenwachstum stilllegen. Je größer die akkumulierten Reserven, desto besser gelingt es den verantwortlichen Stellen, eine Aufwertung des nominalen Wechselkursverhältnisses zu vermeiden.

Dabei lassen sich drei Arten von Stilllegungen unterscheiden: Offenmarktoperationen, Erhöhung der Mindestreserven, wodurch sich das Verhältnis Geldmenge/Geldbasis reduziert, und Kontrolle der Einlagen des öffentlichen Sektors durch ihre Verlagerung vom Bankensektor zur Zentralbank.

Wie in Kapitel 6 noch deutlicher werden wird, haben sich diese Instrumente als nicht sonderlich effizient erwiesen, da sie am Wesen der jüngsten Krisen vorbeigehen und insbesondere ihre Folgen für das inländische Finanz- und Bankensystem außer Acht lassen, dessen Allokationsfunktion und Stabilität z. B. durch eine Erhöhung der Mindestreserven und/oder umfassende Verlagerungen von Bankeinlagen schweren Schaden nehmen könnte.

B. Flexibler nominaler Wechselkurs

Wenn die politischen Entscheidungsträger eine Erweiterung der Geldmengenaggregate im Zusammenhang mit Kapitalzuflüssen vermeiden wollen, können sie die Akkumulation von internationalen Währungsreserven reduzieren, indem sie eine Erhöhung des Wechselkurses zulassen. Diese antizyklische Maßnahme hat den Vorteil, dass sie die Geldmenge aus Kapitalzuflüssen isoliert. Je flexibler der Wechselkurs, desto größer die Isolierung eines Teils der Geldmenge und desto stärker die Autonomie der Geld- und Kreditpolitik. Zudem bringt die Flexibilität des nominalen Wechselkurses gewisse Unsicherheiten mit sich, die kurzfristige spekulative Kapitalzuflüsse von dem Lande fernhalten können.

Diese Maßnahmen haben jedoch den großen Nachteil, dass durch die Zulassung einer Erhöhung des nominalen Wechselkurses die Rentabilität des Handelssektors Schaden nimmt. Wichtige Wirtschaftsbranchen, so z. B. die nichttraditionellen Exportbranchen, geraten in eine Schieflage, wenn die Kapitalströme andauern und die Erhöhung des realen Wechselkurses auf Dauer angelegt zu sein scheint.

Zur Senkung der mit einem reinen Floating verbundenen Risiken sowie der Kosten für die Akkumulation von internationalen Währungsreserven haben verschiedene Länder ein flexibel zu handhabendes Wechselkurssystem eingeführt („schmutziges Floaten“).

C. Haushaltsmaßnahmen

Als dritte antizyklische Maßnahme kommt eine strengere Haushaltspolitik insbesondere bei den öffentlichen Ausgaben in Betracht, um die Gesamtnachfrage zu verringern und die Inflationwirkung der Kapitalzuflüsse zu senken. Diese Maßnahme tritt an die Stelle der Wechselkursflexibilität als Stabilisierungsinstrument. Durch Kürzung der öffentlichen Ausgaben bestehen gute Chancen für eine Begrenzung der realen Wechselkursaufwertung, da nichthandelsfähige Güter häufig einen erheblichen Anteil an den öffentlichen Ausgaben ausmachen.

Allerdings sind Haushaltsbeschränkungen nicht flexibel genug einsetzbar, um Schwankungen

der Kapitalströme entgegenzuwirken. Erstens sind für eine strengere Haushaltspolitik Änderungen in der einzelstaatlichen Gesetzgebung sowie politisch problematische Einschnitte erforderlich, die sich nicht von heute auf morgen realisieren lassen. Zweitens gilt es falsche Signale zu vermeiden, könnten kurzfristige politische Veränderungen von den Wirtschaftsakteuren doch als langfristige Absichten der Regierungen gedeutet werden.

1.5.2. Strukturelle Maßnahmen

Mit Hilfe folgender Schritte können – sofern sie ordnungsgemäß eingesetzt werden – größere mit antizyklischen Maßnahmen verbundene Probleme vermieden werden.

A. Handelspolitische Maßnahmen

In einer Periode der Kapitalzuflüsse kann die Handelsliberalisierung dazu genutzt werden, die Aufwertung des realen Wechselkurses abzubauen, um auf diese Weise einer späteren Währungskrise – und eventuellen Bankenkrise – vorzubeugen. Dies ist in erster Linie dadurch möglich, weil ein solcher Schritt ähnlich wie eine strenge Haushaltspolitik den auf der Volkswirtschaft lastenden Druck durch eine Verlagerung der Ausgaben hin zu handelsfähigen Gütern verringert¹⁵.

Allerdings ist die Wirksamkeit von handelspolitischen Eingriffen umstritten. Erstens gibt es Belege dafür, dass die Folgen der Handelsliberalisierung für die Handelsbilanz widersprüchlich sind¹⁶. Zweitens kann eine Liberalisierung der Leistungsbilanz weitere Kapitalzuflüsse auslösen, wenn dadurch das Vertrauen der ausländischen Investoren in das makroökonomische Management im Lande steigt, und damit die Konjunkturachterbahn möglicherweise erst richtig in Schwung bringen. Als Strukturmaßnahme sollte die Handelsliberalisierung zudem im Einklang mit den langfristigen Zielen und nicht als antizyklische Intervention entwickelt werden.

B. Beaufsichtigung und Regulierung des Bankensektors

Da die in den Sog der Zwillingskrisen geratenen Länder – wie im vorigen Abschnitt gezeigt – über ein schwaches Finanzsystem verfügten, lassen sich starke Kapitalbewegungen kaum allein durch makroökonomische Schritte stoppen, wenn nicht gleichzeitig die Rahmenbedingungen im Lande und hier insbesondere der Finanzsektor gestärkt werden.

Ohne hier in die Einzelheiten gehen zu wollen, muss doch betont werden, dass der Regulierung und Beaufsichtigung des Bankensektors bei unzureichender interner Governance und Marktdisziplin - wie sie häufig in Schwellenländern anzutreffen sind – ein entscheidender Stellenwert zukommt. Da aber selbst die meisten führenden Industrienationen noch über kein gut ausgebautes, flächendeckendes Bankenaufsichtssystem verfügen, zeigen sich verschiedene Beobachter skeptisch im Hinblick auf die Rolle, die die laufende Marktregulierung und Beaufsichtigung in volatilen Märkten spielen können¹⁷. Wie in Kapitel 6 deutlich gezeigt wird, ist es nunmehr an der Zeit, die „Architektur“ der internationalen Finanzsysteme vollkommen neu zu gestalten.

¹⁵ Siehe Corbo, V. und Hernandez, L., 1996.

¹⁶ Siehe Montiel, S., 1995.

¹⁷ Siehe Lopez-Mejia, A., 1999.

1.5.3. Kapitalkontrollen

In der Theorie besteht weitgehend Übereinstimmung dahingehend, dass sich der Zustand einer von Verwerfungen gekennzeichneten Wirtschaft durch Kapitalkontrollen verbessern lässt¹⁸. Von jeher werden zwei Argumente zur Verteidigung der Wirksamkeit von Kapitalkontrollen ins Feld geführt. Da durch Kapitalkontrollen ein Keil zwischen in- und ausländische Zinsraten getrieben wird, gelten sie erstens als eine Möglichkeit, die zuständigen Stellen dabei zu unterstützen, die geldpolitische Lage im Lande im Zusammenhang mit der Festlegung oder Lenkung des Wechselkurses in den Griff zu bekommen. Zweitens verzeichnen Länder mit Kapitalkontrollen in der Regel höhere Inflationsraten, größere Inflationseinnahmen und geringere reale Zinssätze als Länder, die auf solche Maßnahmen verzichten. In diesen Ländern gelten Kapitalkontrollen als ein Instrument zur Sicherung hoher staatlicher Einnahmen und zur Senkung der staatlichen Schuldendienstkosten.

In den letzten zehn Jahren wurde mit Kapitalkontrollen jedoch ein anderer Zweck verfolgt: Sie dienen der Eindämmung des Geldmengenwachstums und der Kreditschöpfung in Zeiten von Kapitalzuflüssen, um so die destabilisierende Wirkung der Kapitalzuflüsse zu reduzieren und damit den traumatischen Auswirkungen von Kapitalabflüssen vorzubeugen.

Die Beschränkungen der Kapitalmobilität untergliedern sich in zwei Grundkategorien: Erstens quantitative Eingriffe zur Regulierung des Volumens der Kapitalströme und zweitens explizite Steuern oder steuerähnliche Interventionen. In der Vergangenheit dienten quantitative Maßnahmen hauptsächlich der Verhinderung von Kapitalabflüssen, wobei sie mit administrativen Kontrollen einhergingen. Sie erforderten einen erheblichen bürokratischen Aufwand, verleiteten zu ihrer Umgehung und griffen in den internationalen Handel ein. In den neunziger Jahren wird mit quantitativen Kontrollen nunmehr aber dasselbe Ziel wie mit expliziten Steuer- oder steuerähnlichen Maßnahmen verfolgt, d. h. der Umfang der Kapitalströme soll eingedämmt werden, wobei insbesondere die kurzfristigen Kapitalströme ins Visier genommen werden, die als besonders volatil und destabilisierend gelten.

In unserem Jahrzehnt sind Kapitalkontrollen in verschiedenen Formen und sehr unterschiedlichen Ländern eingesetzt worden: Mexiko (1992), Malaysia (1994), Indonesien (1995), Thailand (1995) und Chile (1996). Allerdings lässt sich klar belegen, dass durch diese Maßnahmen der Umfang der Kapitalzuflüsse nicht reduziert und die anschließenden Währungs- und Banken Krisen nicht abgewendet werden konnten.

* * *

Als Fazit aus diesem Überblick über die unterschiedlichen Interventionsmöglichkeiten der nationalen und supranationalen Behörden lässt sich in erster Linie feststellen, dass die Effektivität der Maßnahmen unterschiedlich ist. Als am wenigsten geeignet erscheinen dabei antizyklische Maßnahmen, da sie am Wesen der jüngsten Zwillingskrisen -der Bankensektor- und Währungskrise - vorbeigehen. Andererseits sind auch Kapitalkontrollen, wenngleich sie eine gewisse Wirkung unter Beweis gestellt haben, eher eine „Notlösung“, da sie bei bereits laufenden umfangreichen Kapitalbewegungen wenig ausrichten können. Am vielversprechendsten scheinen schließlich die strukturellen Maßnahmen zu sein, wenngleich die Behörden zur Entfaltung ihrer vollen Wirkung - insbesondere auf internationaler Ebene - noch ein gutes Stück Arbeit leisten müssen, um ein internationales Finanzsystem zu schaffen,

¹⁸ Siehe Dooley, M., 1996.

das robust, stabil und fähig ist, das der globalen Wirtschaft innewohnende Phänomen der schnell wachsenden und sich rasch verändernden Kapitalströme in den Griff zu bekommen.

Literaturverzeichnis

- BACCHETTA, P. & VAN WINCOOP, E. (1988), *Capital flows to emerging markets liberalisation, overshooting and volatility*, w.p. 6530, NBER, MA.
- BIÖNDAL, S. & CHRISTIANSEN, H. (1999), *The recent experience with capital flows to emerging market economies*, OECD Working Paper, Nr. 211.
- BIS, IWF, OECD, World Bank, *Joint statistics on external debt*, Basel, 1997, 1998, 1999.
- BIS (1997a), (1998a), (1999a), *Annual Report*, Basel.
- BIS (1997b), (1998b), (1999b), *International Banking and Financial Market Developments*, "BIS Quarterly Review".
- BIS (1999c), *Statistics on External Indebtedness*, Nr. 22.
- BIS (1995), *The BIS Statistics on International Banking and Financial Market Activities*, Basel.
- BUSSIÈRE, M. & MULDER, C. (1999), *External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion*, IMF Working Paper, Nr. 88.
- CAILLOUX, J. & GRIFFITH-JONES, S. (1997), *International Capital Flows, What Do We Know about Their Volatility?*, Institute of Development Studies, University of Sussex, Mimeo.
- CALVO, S. & REINHART, C. (1996), "Capital flows to Lateinamerika: Is There Evidence of Contagion Effect?", in GOLDSTEIN M., (Hrsg.), *Private Capital Flows to Emerging Markets*, Institute of International Economics, Washington.
- CALVO, G. (1995), *Varieties of Capital-Market Crises*, University of Maryland.
- CAPRIO, G. & KLINGEBIEL, D. (1996), "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?", in BRUNO, M. & PLESKOVIC (Hrsg.), *Annual World Bank Conference on Development Economics*, World Bank, Washington.
- CHUCHAN, I.; PEREZ-WUIROS, G. & POPPER, H. (1996), *International Capital Flows: Hot or Cold*, Policy Research Working Paper, Nr. 1669, World Bank.
- CLAESSENS, S.; DOOLEY, M. & WARNER, A. (1995), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", *The World Bank Economic Review*, Nr. 1.
- CORBO, V. & HERNANDEZ, L. (1996), *Macroeconomic Adjustments to Capital Inflows: Latin American Style versus East Asian Style*, The World Bank Research Observer, Band 1.
- DENNIS, G.E.J. (1984), *International financial flows*, Graham & Trotman Ltd., London.
- DOOLEY, M. (1996), *A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions*, Staff Papers, IMF, Band 43.
- ECONOMIST, *Country Surveys*, 1998, 1999.

- GARBER, P.M. & SVENSSON, L.E.O. (1994), *The Operation and Collapse of Fixed Exchange Rate Regimes*, NBER Working Paper, Nr. 4971, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- GLICK, R. (1998), *Managing capital flows and exchange rates*, Cambridge University Press, Cambridge.
- GRIFFITH-JONES, S. (1998), *Global capital flows*, MacMillan Press Ltd., London.
- IIF (1999), *Capital Flows to Emerging Market Economies*, September.
- IWF (1997a), *World Economic Outlook*, Washington, DC.
- IWF (1998b, 1999b), *International Financial Statistics*, Washington, DC.
- IWF (1998a), (1999a), (1999c), *International Capital Markets*, World Economic and Financial Surveys, Washington, DC.
- KAMINSKY, G. & REINHART, C. (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, Nr. 3.
- KIM, W. & WEI, S. (1999), *Foreign Portfolio Investors Before and During A Crisis*, OECD Working Paper, Nr. 210.
- KRUGMAN, P. (1979), "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Band 11.
- LEVICH R. (1998), *Emerging market capital flows*, Kluwer Academic Publishers, Norwell, MA.
- LOPEZ-MEJIA, A. (1999), *Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses*, IMF Working Document, Nr. 17.
- MONTIEL, P. (1995), *Managing Economic Policy in the Face of Large Capital Inflows: What Have We Learned?*, Institute for International Economics und Österreichische Nationalbank, Wien.
- REINHART, C. & VEGH, C. (1995), "Nominal Interest Rates, Consumption Booms and Lack of Credibility: A Quantitative Examination", *Journal of Development Economics*, Nr. 46.
- TAMIRISA, N.T. (1999), *Trade in Financial Services and Capital Movements*, IMF Working Paper, Nr. 89.
- TURNER, P. (1991), *Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends*, BIS Economic Papers, Nr. 30.
- WHITE, W.R. (1999), *Evolving International Financial Markets: Some Implications for Central Banks*, BIS Working Papers, Nr. 6.
- WORLD BANK (1999), *Global Development Finance 1999*, World Bank Group, Washington, DC.
- WORLD BANK (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries*, Oxford University Press, New York.

Kapitel 2

Die Rolle von Derivatmärkten und stark fremdfinanzierten Instrumenten

Zu den Ursachen der Turbulenzen und Volatilität von internationalen Finanzmärkten zählen Beobachter in der Regel auch bestimmte „mikroökonomische“ Faktoren wie die Funktionsweise von Derivatmärkten und die Investitionsstrategien von Hedging-Fonds. Häufig wird argumentiert, dass der Einsatz von Derivaten und die damit verbundene Möglichkeit einer erhöhten Fremdkapitalaufnahme mit Handelsverlusten für international agierende Finanzinstitutionen und somit mit der Gefahr eines Systemrisikos verbunden sein kann. Zudem werden die spekulativen Investitionsstrategien von Hedging-Fonds häufig als Ursache für die Volatilität von Finanzmärkten genannt.

Ziel des vorliegenden Kapitels ist es, Antworten auf einige dieser Fragen zu geben. In den Abschnitten 1 und 2 sollen die Derivatmärkte, d. h. OTC- und börsennotierte Derivate, untersucht werden. Dabei werden die Ursachen für Risiken sowie die zu ihrer Messung und Bewältigung herangezogenen Methoden einer kritischen Analyse unterzogen. Am Ende beider Abschnitte werden die wichtigsten offenen Fragen sowie Vorschläge für politische Lösungsansätze aufgezeigt.

Im Abschnitt 3 wird die Entwicklung des Hedging-Fonds-Sektors und seine Rolle in den jüngsten Finanzkrisen unter die Lupe genommen. Abschließend erfolgt eine Bewertung des ordnungspolitischen Umfeldes für Hedging-Fonds und es werden Anregungen für Effektivierungsmöglichkeiten gegeben.

2.1. Der Markt für OTC-Derivate

2.1.1. Haupttypologien der Risikoverbreitung durch OTC-Derivate

Im Mittelpunkt der Betrachtungen dieses Abschnitts stehen die OTC-Derivate (over-the-counter), d. h. privatgehandelte Kontrakte, die anders als börsengehandelte standardisierte Kontrakte direkt vom Händler an den Endkunden gelangen. Wie allgemein bekannt, wird bei derivativen Kontrakten mit Finanzrisiken gehandelt, gleichzeitig können sie aber auch selbst Auslöser für unterschiedliche Arten von Risiken - *Marktrisiken*, *Kreditrisiken*, *operativen und rechtlichen Risiken* - sein.

- Die **Marktrisiken** von derivativen Kontrakten ergeben sich aus ihrem Preisverhalten bei Veränderungen der Marktbedingungen.
- Das **Kreditrisiko** besteht darin, dass Verluste auftreten, wenn ein Partner seinen Verpflichtungen aus dem derivativen Kontrakt nicht nachkommt. Dabei ist zwischen zwei Arten von Kreditrisiko zu unterscheiden:
 - Dem **Pre-Settlementrisiko**, das sich auf die Möglichkeit bezieht, dass die Gegenpartei vor Eintritt des Fälligkeitsdatums (oder Abrechnungsdatums) ihren Vertragsverpflichtungen nicht nachkommt.
 - dem **Settlementrisiko** (oder „Herstatt-Risiko“), d. h. der Möglichkeit, dass die

Gegenpartei zum Fälligkeitsdatum (oder Abrechnungsdatum) ihren Vertragsverpflichtungen nicht nachkommt.

- **Operative Risiken** beziehen sich auf unerwartete Verluste in Folge von unzureichenden Systemen und Kontrollen, menschlichem Versagen oder Managementfehlern. Derartige Risiken sind auch im Wertpapier- und Kreditgeschäft gut bekannt. Allerdings ist es aufgrund der komplexen Struktur von OTC-Derivaten erforderlich, angemessenen Personen- und Systemkontrollen ein besonderes Gewicht beizumessen, um die Transaktionen und Positionen der Händler zu validieren und zu überwachen.
- Das **rechtliche Risiko** betrifft die Gefahr eines Verlustes, wenn ein Kontrakt wegen unzulänglicher Dokumentation, unzureichender Fähigkeiten oder Befugnisse eines Vertragspartners, unsicherer Rechtslage, Bankrott oder Zahlungsunfähigkeit nicht durchsetzbar ist.

2.1.2. Bewertung und Management des Kreditrisikos bei OTC-Derivaten

Beim Umgang mit Gegenparteirisiken bei OTC-Derivaten ergeben sich zwei Hauptprobleme: Erstens die *Bewertung* und zweitens das *Management* dieser Risiken.

Wenn es um *Fragen der Bewertung von Kreditrisiken* geht, muss zuerst einmal die Bedeutung von aktuellen und potentiellen Risiken klar herausgearbeitet werden. Bei den *aktuellen Risiken* handelt es sich um den aktuellen Marktwert der Derivate zu einem bestimmten Zeitpunkt, d. h. die Kosten für die Wiederbeschaffung des verbleibenden Cash-Flows zu dem Preis und den Marktzinssätzen, die zum Zeitpunkt des Ausfalls des Vertragspartners gelten¹⁹.

Demgegenüber beschreibt das *potentielle Risiko* die vorab gehegten Vorstellungen im Hinblick auf eine potentielle Werterhöhung. Kurz gesagt, ist das potentielle Risiko nichts anderes als eine Schätzung der *künftigen* Wiederbeschaffungskosten. Diese lassen sich jedoch nur schwer bestimmen und erfordern die Einbeziehung von stochastischen Elementen. Derartige Analysen gehen in der Regel von einer Hypothese über die Volatilität der zugrunde liegenden Kapitalströme aus und bewerten die Auswirkungen von Schwankungen auf den Wert der Derivate-Transaktionen²⁰.

¹⁹ Das aktuelle Risiko wird auch als *aktuelle Wiederbeschaffungskosten*, *aktuelles Risiko abzüglich Besicherung* und *aktuelles Liquidationsrisiko* betrachtet. Dabei werden die *aktuellen Wiederbeschaffungskosten* zum Marktpreis bemessen, um den Nutzen von Netting-Vereinbarungen zu berücksichtigen, sofern diese mit hoher Sicherheit durchsetzbar sind, aber ohne Berücksichtigung von entsprechenden Sicherheiten. Das *aktuelle Risiko abzüglich Besicherung* bemisst sich aus den aktuellen Wiederbeschaffungskosten abzüglich des Nettowertes der Besicherung, in deren Durchsetzbarkeit und Sicherungsrecht hohes Vertrauen gesetzt wird. Das *aktuelle Liquidationsrisiko* bemisst sich als aktuelles Risiko abzüglich Besicherung auf der Grundlage von Schätzungen der liquiditätsbereinigten Kontraktwiederbeschaffungskosten, dem Liquidationswert der erhaltenen Sicherheiten und den Erwerbskosten der Pfandeffekten.

²⁰ Gemeinhin werden bei der Messung potentieller Risiken zwei Größen erfasst: Das „erwartete“ und das „maximale“ Risiko. Dabei ist das erwartete Risiko der geschätzte Durchschnitt der Marktwerte (die nicht negativ sein dürfen) für die (verbleibende) Dauer der Transaktion. Im Zusammenhang mit geschätzten Werten zur Ausfallwahrscheinlichkeit kann das erwartete Risiko herangezogen werden, um den Preis des Kreditrisikos festzulegen. In Kombination mit den erwarteten Ausfallraten lässt sich ein Schätzwert des erwarteten Verlustes anhand eines vorgegebenen Niveaus des erwarteten Risikos ableiten. Demgegenüber ist das Maximalrisiko (das auch als „worst case“ oder „Höchstrisiko“ bezeichnet wird) das geschätzte künftige maximale Risiko für die (verbleibende) Transaktionsdauer, das mit Hilfe der statistischen Analyse anhand von vorbestimmten Vertrauensintervallen ermittelt wird. Das Maximalrisiko wird gemeinhin für die Festlegung von Obergrenzen und im Zusammenhang mit Ausfallwahrscheinlichkeiten für die Bewertung der Risikointensität von

Die Risikobewertung stellt das A und O der Kreditrisikoanalyse von OTC-Derivaten dar. Daher werden die vorstehenden Methoden auch als *Risikobemessungsmethoden* bezeichnet. In einigen Fällen wurde angeregt, das von einem OTC-Derivatkontrakt ausgehende Kreditrisiko als ein *herkömmliches äquivalentes Kreditrisiko* zu interpretieren. Zu den wichtigsten Methoden gehören dabei:

- a) Die *Ursprungsrisikomethode*, die in der Vergangenheit von Aufsichtsbehörden zur Festlegung der Kennzahlen zur Kapital- und Liquiditätsausstattung von Kreditinstituten herangezogen wurde;
- b) Risiko als Marktwert plus „*Add-on*“;
- c) Risiko als Marktwert plus potentiell Risiko anhand von *stochastischen Methoden* wie der analytischen Methode, der historischen Simulation und der Monte-Carlo-Simulation;
- d) Risiko als Marktwert plus potentiell Risiko einschließlich *Stress-Test*.

Am einfachsten ist die erstgenannte Methode, die in der Vergangenheit breite Anwendung fand. Sie bewertet das Kontraktisiko als festen Prozentsatz des fiktiven Kontraktwertes. Gleichzeitig dient sie zur Festlegung der Kennzahlen zur Kapital- und Liquiditätsausstattung von Kreditinstituten für aufsichtsrechtliche Zwecke. Seit der Einführung von Eigenkapitalquoten zum Schutz vor Marktrisiken wird diese Methode nicht mehr für aufsichtsrechtliche Zwecke genutzt. Auch weist sie folgende klare Schwachstellen auf:

- 1) keinerlei Betrachtung des Marktwertes des Kontrakts;
- 2) keinerlei Berücksichtigung der grundlegende Marktdaten;
- 3) ein- und dieselbe Methode für unterschiedliche Typen von Derivaten;
- 4) eine *statische, nicht nach vorn schauende* Philosophie.

Effektiver ist da die Kreditrisikobewertungsmethode, die das Risiko auf der Grundlage des „*Marktwertes plus Add-on*“ bemisst. Auch von internationalen Aufsichtsbehörden wird diese Methode befürwortet. Dabei ist das globale Risiko die Summe aus dem aktuellen Risiko, welches dem Marktwert des Kontrakts entspricht, und dem potentiellen Risiko, das als Prozentsatz des fiktiven Kontraktwertes ermittelt wird. Dieser letzte Faktor bildet den sogenannten Add-on oder Risikoaufschlag. Wirtschaftlich wird mit einem solchen Aufschlag das Ziel verfolgt, unvorhergesehene Risikoerhöhungen in der Zeit zwischen der Festlegung der Eigenkapitalquoten bzw. zwischen einem Krisenereignis und der Intervention der Aufsichtsbehörden abzudecken. Damit wird der größte Schwachpunkt der Ursprungsrisikomethode überwunden, da das aktuelle Risiko betrachtet wird. Dennoch bleiben bestimmte Schwächen bestehen, wie z. B. die mangelnde Flexibilität im Hinblick auf konkrete grundlegende Marktdaten oder Kontraktmerkmale. Allerdings bietet diese Methode die Grundlage für weitere komplexere Analysen.

Die nachfolgenden Methoden (Punkt c. und d.) bestimmen das globale Risiko durch Addition des Marktwertes und des mittels *stochastischer Methoden* ermittelten potentiellen Risikos bzw. durch Addition des Marktwert und des durch *Stress-Tests* ermittelten potentiellen Risikos.

Transaktionen herangezogen. Dabei darf auch nicht vergessen werden, dass bei den Modellen zur Bewertung von Kreditrisiken das potentielle und das erwartete Risiko abzüglich der Einschusspflicht berechnet werden. Somit wird mit dem besicherten Risiko (besichertes potentiell Risiko und besichertes erwartetes Risiko) das künftige Kreditrisiko eines Portfolios unter Berücksichtigung der an ein Portfolio angelegten Sicherheitsbedingungen bemessen.

Bei der ersten Methode erfolgt die Bewertung des potentiellen Risikos mittels stochastischer Methoden, die in gewissem Maße mit der zur Bewertung von Marktrisiken verwendeten VAR-Methode vergleichbar sind²¹.

Beim *Stress-Test* der OTC-Derivate wird das Kreditrisiko schließlich durch Simulation extremer Hypothesen zu den Entwicklungen der grundlegenden Marktdaten und ihrer Folgen für den Marktwert von Derivaten oder Derivatportfolios, gemessen. Der Vorteil dieser Methode liegt unter anderem darin, dass die Bewertung des potentiellen Risikos für die oberste Führungsebene transparent ist. Als Nachteil erweisen sich die Schwierigkeiten bei der Festlegung der einzelnen Szenarien.

Bezüglich des *Managements* bzw. der *Reduzierung des Kreditrisikos* lassen sich die am stärksten verbreiteten Methoden zur Bewältigung von Kreditrisiken der OTC-Derivate in *interne* und *externe Methoden* unterteilen. Bei den internen Methoden handelt es sich um von Finanzmittlern erarbeitete Systeme zur schnelleren und präziseren Erfassung und Bewältigung von Kreditrisiken. Zur Entwicklung von präzisen Kreditrisikomodellen müssen *komplexe und stark quantitativ ausgerichtete Risikobewertungsmethoden*, die das ganze Spektrum möglicher Auswirkungen auf den Wert eines Portfolios erfassen, mit einer *tiefgreifenden Analyse des Gegenparteikreditrisikos*, welche die Wahrscheinlichkeit einer Verschlechterung der Kreditqualität und eines Kreditausfalls feststellt, kombiniert werden. Bisher fehlt es an einem allgemein anerkannten Ansatz für die Entwicklung von Modellen zur Darstellung des Kreditrisikos. Allerdings haben sich zwei unterschiedliche Prozesse herauskristallisiert: *Risikoinanspruchnahme* und die *Kapitalallokation*.

Im Zuge der Verbesserung der vertraglichen Beziehungen zu den Gegenparteien wurden externe Methoden des Kreditrisikomanagements entwickelt. Sie ermöglichen ein höheres Maß an Schutz und eine Reduzierung sowohl der Ausfallwahrscheinlichkeit als auch des erwarteten Verlustes. Zu diesen Methoden gehören in erster Linie:

- a) *Netting-Vereinbarungen* (sowohl *bilateral*er als auch *multilateral*er Art);
- b) *Rahmenvereinbarungen*;
- c) *Einschussgarantien* und *Recouping*;
- d) *Kreditauslöser* und *Optionen einer vorzeitigen Fälligkeitstellung*.

*Netting-Vereinbarungen*²² gelten als wirksame Methode zur Reduzierung des Kreditrisikos von Kontrahenten bei OTC-Derivatkontrakten. Auch wenn multilaterale Vereinbarungen mittlerweile an Bedeutung gewonnen haben, sind bilaterale Vereinbarungen zwischen Marktteilnehmern und Aufsichtsbehörden am häufigsten anzutreffen. Dabei liegt das Hauptaugenmerk auf der rechtlichen Struktur des Kontrakts, damit die Vereinbarung juristisch durchsetzbar ist. Für internationale Aufsichtsbehörden ist diese Frage von besonderem Belang.

*Rahmenvereinbarungen*²³ werden von den meisten Händlern in allen G-10-Staaten

²¹ Für weitere Einzelheiten siehe Abschnitt 3.2.2.

²² Durch derartige Vereinbarungen können die beiden Vertragspartner sich gegenseitig die Möglichkeit der Verrechnung von Aktiva und Passiva einräumen, so dass lediglich die Netto-Cash-Flows ausgetauscht werden.

²³ In einer Rahmenvereinbarung werden die Bedingungen geregelt, die für alle oder eine bestimmte Untergruppe der zwischen den Vertragspartnern vorgenommenen Transaktionen gelten, einschließlich Glatstellung und andere Formen der bilateralen Aufrechnung.

eingesetzt, um die Bedingungen für OTC-Derivattransaktionen mit anderen Händlern und Endkunden festzuschreiben. Dabei bietet der Handel auf der Grundlage von Rahmenvereinbarungen folgende Vorteile:

- a) Effektivere Abwicklung durch raschere Aushandlung der rechtlichen Bestimmungen und Kreditbedingungen bei mehreren Transaktionen;
- b) Senkung des Gegenparteirisikos bei offenen Transaktionen durch Glattstellungsklauseln. Zumeist verwenden die Händler standardisierte Vereinbarungen. Am weitesten verbreitet sind die Standardvereinbarungen der ISDA (Vereinigung von Swap- und Derivative-Händlern).

Einschussgarantien sollen das Kreditrisiko für OTC-Derivate auf dieselbe Weise reduzieren, wie dies bei börsengehandelten Terminkontrakten geschieht. Sie sollten auf Anfangseinschusszahlungen und der Anhebung/Senkung dieser Zahlungen entsprechend einer Marktvertriebsmethode beruhen. Durch die Einführung derartiger Methoden auf OTC-Märkten könnte eine Art „OTC-Börse“ entstehen. Allerdings ist dies zur Zeit lediglich eine theoretische Möglichkeit.

Schließlich könnten *Kreditauslöser* und *Optionen einer vorzeitigen Fälligestellung* die Kreditrisiken bei OTC-Derivaten auf dieselbe Weise reduzieren wie vertragliche Vereinbarungen, die es einem Vertragspartner gestatten, den Kontrakt vor dessen Ablauf abzuwickeln. Eine solche Option kann entweder auf Wunsch eines Vertragspartners oder bei Eintritt bestimmter Umstände – wie z. B. einer Verschlechterung der Kreditwürdigkeit eines Partners – ausgeübt werden.

2.1.3. Beaufsichtigung der OTC-Derivatmärkte

Bei den auf diesem Gebiet getroffenen Maßnahmen kann zwischen institutionellen Initiativen und Initiativen von Marktteilnehmern unterschieden werden. Im Zusammenhang mit institutionellen Initiativen wird insbesondere die Frage der Stärkung der Rolle von supranationalen Institutionen (wie dem Baseler Bankenausschuss) und einer koordinierten internationalen Beaufsichtigung erörtert. Vor diesem Hintergrund kommt dem Baseler Ausschuss ein wichtiger Stellenwert im Hinblick auf die Methoden sowohl der Bewertung als auch der Bewältigung von Kreditrisiken zu.

Im Zusammenhang mit *Verfahren zur Kreditbewertung* hat der Baseler Ausschuss ursprünglich sowohl die Methode des „Ursprungsrisikos“ als auch die des Marktwertes plus „Add-on“ empfohlen. In jüngster Zeit gestattet der Ausschuss Banken oder Finanzintermediären aber auch die Verwendung von „internen“ Modellen zur Bewertung ihrer *Marktrisiken*.

Bezüglich der *Verfahren des Kreditrisikomanagements* lässt der Ausschuss bilaterale Netting-Vereinbarungen als Instrumente zur Verringerung des Kreditrisikos bei OTC-Derivaten zu und empfiehlt die Verwendung von Sicherheiten und die Einführung von multilateralen Netting-Vereinbarungen für OTC-Derivatkontrakte.

In jüngster Zeit hat der Ausschuss eine Reihe von Veröffentlichungen zur Frage des Managements und der Offenlegung von Kreditrisiken und der Erarbeitung entsprechender Modelle herausgegeben²⁴.

²⁴ Siehe Baseler Ausschuss für die Bankenaufsicht, (1999f), (1999d), (1999e).

Darüber hinaus ist auch die Gruppe der Dreißig²⁵ an der Beaufsichtigung der weltweiten OTC-Derivat-Verhandlungen beteiligt. Von ihr werden im Wesentlichen folgende Empfehlungen an Gesetzgebungsorgane, Regulierungs- und Aufsichtsbehörden gerichtet:

- a) Anerkennung von Close-out-Netting-Vereinbarungen und Änderung der Baseler Übereinkunft, so dass sie die Vorteile derartiger Vereinbarungen in den Eigenkapitalregelungen für Banken deutlich macht;
- b) Arbeit mit Marktteilnehmern, um rechtliche und ordnungspolitische Unsicherheiten im Zusammenhang mit Derivaten aus dem Weg zu räumen;
- c) Festlegung umfassender und systematischer Leitlinien für die Rechnungslegung und Berichterstattung im Hinblick auf Derivate und sonstige Finanzinstrumente.

Bei den Initiativen der Marktteilnehmer ist insbesondere auf eine Studie der Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG) hinzuweisen, die im Juni 1999 unter dem Titel „Improving counterparty risk management practices“ erschienen ist. Ziel der Studie war es, die internen Verfahren des Managements von Gegenpartei- und Marktrisiken zu verbessern. Die Ergebnisse der Gruppe sind in eine Liste von Empfehlungen eingeflossen, die sich folgendermaßen zusammenfassen lässt:

1. *Transparenz und Gegenparteiriskobewertung* auf der Grundlage von Informationsaustausch, Vertraulichkeit und Überwachung des Verhältnisses von Fremdkapital zu Eigenkapital, des Marktrisikos und der Liquidität.
2. *Interne Risikoquantifizierung, -steuerung und -berichterstattung* auf der Grundlage der Bewertung des Gegenparteiriskos, von Stress-Tests der Markt- und Kreditrisiken, Verbreitung von Kreditpraktiken, Risikobewertung und -management und schließlich Management-Reporting.
3. *Marktpraktiken und Vereinbarungen* zur Verbesserung der Dokumentationsverfahren unter besonderer Berücksichtigung des Inhalts und der Harmonisierung der Dokumentation.
4. *Berichterstattung an die Regulierungsbehörde*, d. h. die Vorlage von Berichten sowohl zu qualitativen als auch zu Gegenparteirisiken.

2.1.4. Offene Fragen

Zusammen mit den Folgen wird auch die Bedeutung der Verbreitung von OTC-Derivaten für die Stabilitäts- und systemischen Risiken des Finanzwesens betrachtet.

Im Hinblick auf die Wirksamkeit der vorstehend genannten *Methoden zur Bemessung des Gegenparteiriskos* sind bei den jüngsten Marktkrisen vier Faktoren augenfällig, die besondere Aufmerksamkeit verdienen:

1. In einigen Fällen stellten die Messungen des aktuellen Risikos (abzüglich Besicherung) keine realistische Schätzung des Wiederbeschaffungswertes (oder des Liquidationswertes der Sicherheiten) dar angesichts der Folgen, die der Umfang und die Illiquidität des Kontrakts (und der Sicherheiten) für die Marktpreise haben würde, wenn eine sofortige Wiederbeschaffung (Liquidation) erforderlich wäre.
2. Die Methoden zur Bewertung des Risikos bei Kreditbedarfsspitzen erwiesen sich

²⁵ Für die europäischen Behörden erfolgt die Regulierung von OTC-Derivaten indirekt über die Bankenaufsichtsrichtlinien.

allgemein als unzuverlässig, da sie weder den beträchtlichen Umfang der Marktbewegungen noch die Fähigkeiten zur Beschaffung von Sicherheiten angemessen in Rechnung stellten.

3. Bei den Messungen des Risikos abzüglich Besicherung wurden weder die operativen noch die rechtlichen Risiken im Zusammenhang mit den Sicherheiten oder die Möglichkeiten einer nur eingeschränkten Verfügbarkeit der Sicherheiten berücksichtigt.
4. Die in der Regel zugrunde gelegten Prämissen, dass die Markt- und Kreditrisikokomponenten voneinander unabhängig seien, haben sich als unzureichend erwiesen, da sich in einer Reihe von Fällen sehr hohe und sich verstärkende Korrelationen zwischen der Größe des Gegenpartekreditrisikos und der Unfähigkeit der jeweiligen Gegenpartei, ihren Verpflichtungen während der Risikoexposition nachzukommen, gezeigt haben. Im letztgenannten Fall verschärfte sich die Situation noch durch die Konzentration gleichartiger Risiken bei in starken Wechselverhältnissen stehenden Gegenparteien aus derselben Branche bzw. demselben Land.

Bei *Kreditrisikomodellen* wird bei der Bemessung der Kreditrisiken gemeinhin strikt auf die Methoden der Risikoinanspruchnahme und der Kapitalallokation zurückgegriffen, die aber jede für sich genommen kein umfassendes Bild vermitteln können. Gerade bei der Risikoinanspruchnahmemethode, die ja stark auf die Gegenpartei abstellt, erweist sich ein Vergleich der Risikobemessungen oder der Risikoaggregation auf unternehmensweiter Portfoliobasis - anders als beim Kapitalallokationsmodell - als schwierig. Auch eine Rentabilitätsanalyse wird von ihr nicht unterstützt. Dennoch ist ein solches Modell aufgrund des starken Fokus bei der Risikoinanspruchnahme auf spezifische Handels- und Gegenparteiernkmale nützlich, kann es doch große potentielle Risiken aufzeigen und Unternehmen vor katastrophalen Verlusten bewahren, wobei es gleichzeitig einen Rahmen für die Risikoinanspruchnahme und -steuerung bietet.

Neben den offenen fachspezifischen Fragen besteht aber auch noch eine Reihe *allgemeiner offener Fragen*. Hier sind in erster Linie zu nennen:

- a) die Konzentration des OTC-Derivatmarktes;
- b) die Vergütungssysteme und das Risikoverhalten der Händler;
- c) der Mangel an Transparenz;
- d) das Fehlen oder die geringe Verbreitung von Rahmenvereinbarungen zur Steuerung des OTC-Kreditrisikos.

Der hohe *Konzentrationsgrad* des OTC-Derivatmarktes resultiert aus der hohen Integration der Märkte (Kassa- und Terminmärkte, börsengehandelte Wertpapiere und OTC-Derivate usw.) und der Finanzintermediäre (sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Angebotsseite). Ausschlaggebend ist hier, dass 7-10 führende Finanzintermediäre den größten Teil des Marktes beherrschen. Dadurch erhöht sich das Risiko, dass im Falle von Ausfallproblemen eines dieser Intermediäre die Krise rasch auf die anderen Finanzintermediäre übergreifen kann.

Hinzu kommt noch, dass die *Vergütungs- und Prämiensysteme* dieser führenden Finanzintermediäre die Händler zumeist zu risikoorientierten Verhaltensweisen veranlassen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass den Händlern häufig „Prämien“ gewährt werden, die proportional mit den Renditen ihrer Geschäfte steigen und über die Verhandlungen von Finanzprodukten erzielt werden.

Der *Mangel an Transparenz* sowohl bei internen als auch externen Offenlegungsverfahren verhindert Krisenpräventionsmechanismen und erhöht das Risiko bei den Finanzintermediären auf allen Ebenen (Kreditrisiken, operative Risiken). Dabei verschärft sich die Situation noch durch das *Fehlen* oder die *geringe Verbreitung von Rahmenvereinbarungen*.

Sowohl die offiziellen Institutionen als auch die Marktteilnehmer suchen derzeit nach einem gangbaren Weg, um diese Probleme auf globaler Ebene in den Griff zu bekommen.

2.1.5. Politische Gegenmaßnahmen

Die allgemeinen Empfehlungen beziehen sich ausschließlich auf die vorstehend beschriebenen offenen Fragen, wobei der Schwerpunkt auf Problemen allgemeiner Art liegt.

Angesichts des Grads der Konzentration und Integration bietet es sich an, die Wettbewerbsmechanismen in den OTC-Derivatmärkten zu verbessern. Die Regulierungsbehörden sollten versuchen, den „*lauteren Wettbewerb*“ zu stärken, um *ein ungesundes Anwachsen der Marktanteile* der mit OTC-Derivaten handelnden Finanzmittlern zu unterbinden.

Im Zusammenhang mit dem zweiten Punkt sollten sich die Aufsichtsbehörden dessen bewusst sein, dass die organisatorischen Aspekte einer ebenso ernsthaften Überwachung bedürfen wie technische Fragen. Anders ausgedrückt, können die *Methoden der Risikobewertung und –steuerung nur dann wirklich effektiv funktionieren, wenn die oberste Führungsebene*

- a) genau über die internen organisatorischen Verfahren Bescheid weiß, die von den Händlern bei der Verhandlung von OTC-Derivatkontrakten zugrunde gelegt werden;
- b) die Händler über ihre allgemeine und konkrete Risikotoleranz in Kenntnis setzt;
- c) gegen unangemessene Verhaltensweisen ihrer Mitarbeiter einschreitet.

Mit Blick auf den letzten Punkt sind zwei Maßnahmen allgemeiner Natur denkbar:

- die Einführung von *angemessenen Vergütungssystemen* und Prämiensystemen für Händler, um ein auf Extraprofit abzielendes Verhalten zu unterbinden, welches zwangsläufig hochriskante Operationen bedingt, und
- die *Restrukturierung der Aufgabenverteilung zwischen Front- und Back-Office*, um eine klare Trennung zwischen den direkt mit dem Handel befassten und den für Unterstützungsaufgaben zuständigen Mitarbeitern zu erreichen.

Bezüglich des dritten Aspekts, d. h. des *Mangels an Transparenz*, muss es vor allem darum gehen, die Instrumente und Methoden zur Bewertung und Steuerung des Kreditrisikos zu verbessern. Dazu gehören:

- a) die tägliche Bewertung des Marktwertes von offenen Positionen (Markt-zu-Markt-Systeme), durch die es möglich wird, das aktuelle und potentielle Gegenparteiisiko für jede Rating-Klasse und Fälligkeit zu berechnen und
- b) die tägliche Bewertung des Risikopotentials mit Hilfe von VaR-Betrachtungen (Value at Risk)), die eine systematische und belastbare Risikomessung erlauben.

Schließlich wäre eine *verstärkte Verbreitung sowohl von bilateralen als auch von multilateralen Netting-Systeme* wünschenswert. Bei den bilateralen Netting-Systemen ist es

wichtig, dass alle Händler von OTC-Derivaten ein und dieselbe „Rahmenvereinbarung“ für die einzelnen Gegenparteien verwenden. Auf diese Weise wäre eine Zusammenfassung (mit anschließender Saldierung) aller bestehenden Positionen gegenüber diesem Kontrahenten möglich. Die Empfehlungen der Gruppe der Dreißig scheinen mit dieser Schlussfolgerung konform zu gehen, wenngleich die Gruppe bilaterales Netting nur im Hinblick auf aktuelle Risiken empfiehlt. Die *multilateralen Netting-Systeme* sollten wie die von Börsen (Clearingstellen) verwendeten Systeme funktionieren. Im Zusammenhang mit der Einführung derartiger Mechanismen sind zahlreiche Probleme zu lösen.

Kurz gesagt, werden die multilateralen Netting-Systeme erst dann funktionieren, *wenn* alle vorstehend genannten Probleme (Abbau der Marktkonzentration, belastbare organisatorische Verfahren, angemessene Vergütungssysteme, mehr Transparenz und bessere Offenlegungsverfahren) einer Lösung zugeführt wurden.

Seitens der Aufsichtsbehörden scheint der in den letzten Jahren an den Tag gelegte allgemeine Widerstand nachzulassen. So sind sie inzwischen zu der Schlussfolgerung gelangt, dass sich durch die Ausdehnung der Clearingstellen auf OTC-Derivate auch die Gegenpartei-Risiken senken lassen. Sie erkennen die Vorteile des Clearing angesichts der Effektivität der Risikomanagement-Verfahren von Clearingstellen und der Auswirkungen des Clearings von Kreditrisiken in Hinblick offene Kontrakte an. Die einzelstaatlichen Behörden sollten sicherstellen, dass keine unnötigen rechtlichen oder ordnungspolitischen Hindernisse einem Clearing entgegenstehen und dass die Clearingstellen effektive Sicherheitsmechanismen im Hinblick auf das Risikomanagement einrichten.

2.2. Die Rolle von börsengehandelten Finanzderivaten

2.2.1. Die Rolle von börsengehandelten Derivaten bei den jüngsten Turbulenzen auf den Finanzmärkten

Der Handel von derivativen Finanzinstrumenten an geregelten Börsenmärkten ist für Finanzmarktteilnehmer von entscheidender Bedeutung, da er eine der Hauptmöglichkeiten für die rasche Glättstellung von Positionen der weniger liquiden Instrumente bietet. Zudem vertreten Finanzmarktteilnehmer häufig die Meinung, dass selbst wenn durch eine höhere Preisvolatilität die Liquidität der OTC-Derivativmärkte sinkt, dies keinen Einfluss auf die börsengehandelten Derivativmärkte hat und diese liquide bleiben. Folglich geraten die Märkte in Zeiten finanzieller Turbulenzen, in denen der Umfang der täglichen Geldgeschäfte im Schnitt zumeist recht niedrig ist, unter enormen Druck²⁶, wenn die Händler mit einer zunehmenden Liquiditätsnachfrage konfrontiert werden.

Im Mittelpunkt des Netzwerkes, das für ein reibungsloses Funktionieren der Clearing- und Abrechnungsregelungen sorgt, befindet sich eine zentrale Gegenpartei: die Clearingstelle, die bei jeder Transaktion zwischen die beiden Partner tritt. Kontrakte werden bilateral abgeschlossen und dann der Clearingstelle übermittelt. Auf diese Weise werden Kredit- und Liquiditätsrisiken zusammengefasst und der Clearingstelle übertragen, deren finanzielle Integrität für das Funktionieren des Markts von ausschlaggebender Bedeutung ist. Die Clearingstelle muss dann in der Lage sein, alle Verluste, die ihr durch den Ausfall einer oder mehrerer Gegenparteien entstehen, abzudecken. Zudem übernimmt sie die geldliche Abrechnung, auf der die Liquidität des Marktes beruht, wobei sie der Zuverlässigkeit und

²⁶ In der Vergangenheit verzeichneten die Abrechnungsvolumen während des Aktienmarkt-Crashes im Oktober 1987, an entscheidenden Wendepunkten der Rentenmärkte oder im Anschluss an bedeutende Wechselkursanpassungen Rekordhöhen.

Belastbarkeit der Bankabrechnungen besonderes Augenmerk widmet und alles in ihren Kräften Stehende unternimmt, um die Abrechnungsregelungen zu stärken.

Aus den mittlerweile drei großen Krisen der Derivatmärkte lassen sich zwei wichtige Lehren ableiten. Erstens der Liquiditätsbedarf der Händler ist nur dann gesichert, wenn den Clearing- und Abrechnungsverfahren gemeinhin mehrere Risikoquellen gegenüberstehen. Zweitens ist die Bereitschaft der Börsen-Clearingstellen zur Ergreifung von Maßnahmen von entscheidender Bedeutung, wenn es darum geht, eine Verschärfung der Krise zu vermeiden. Daher sollen im Folgenden kurz die Risikoquellen, mit denen sich Clearingstellen auseinandersetzen müssen, und deren Risikomanagement-Verfahren beschrieben werden. Dabei werden verfahrenstechnische Schwachpunkte aufgezeigt und Empfehlungen zu ihrer Überwindung gegeben.

2.2.2. Die grundlegende Struktur der Clearing- und Abrechnungsverfahren bei börsengehandelten Derivaten

Das Risikomanagement der Clearingstellen erfolgt durch die Errichtung verschiedener Sicherheitsmechanismen gegen den Ausfall oder die Insolvenz von Mitgliedern und Marktteilnehmern. Um Zugang zu einer Clearingstelle zu erhalten, müssen Unternehmen (Clearing-Mitglieder) bestimmte Auflagen, die gemeinhin strenger als für Börsenmitglieder sind, und andere Ausgangsbedingungen erfüllen, so dass ein Mindeststandard der Kreditwürdigkeit gewährleistet ist. Börsenmitglieder, die den Anforderungen der Clearingstellen nicht gerecht werden, und daher ihre Dienstleistungen nicht in Anspruch nehmen können (Börsenmitglieder ohne Clearingstellenzugang) müssen ihren Handel über ein Clearing-Mitglied abwickeln, welches die finanzielle Verantwortung für ihre Transaktionen sowie für die von ihnen im Auftrag von Nichtbörsenmitgliedern betriebenen Handelsgeschäfte übernimmt.

Die Positionen der Clearing-Mitglieder werden durch Einschusszahlungen besichert, die entweder in bar oder durch qualitativ hochwertige Anleihen entrichtet und zur Deckung aktueller und möglicher künftiger Handelsverluste verwendet werden. Zumeist ergehen Nachschussforderungen ein Mal pro Tag. In bestimmten Fällen können sie aber auch öfter erfolgen, insbesondere dann, wenn es zu hohen Kursauschlägen kommt. Ist ein Marktteilnehmer nicht in der Lage, einer Nachschussforderung nachzukommen, und kann er die Verluste aus allen Positionen nicht durch Auflösung der von ihm gestellten Sicherheiten decken, so werden diese Verluste den Marktteilnehmern über die eigenen Ressourcen der Clearingstelle (von den Clearing-Mitgliedern eingebrachte Aktiva) entweder direkt oder indirekt zugewiesen.

Als zweites relevantes Merkmal der Organisationsstruktur von börsengehandelten Derivatmärkten ist die geldliche Abrechnungsstruktur zu nennen. Die Abrechnung erfolgt entweder über die Zentralbank oder über eine oder mehrere Privatbanken (Abrechnungsbanken). Wenn die Clearingstelle bzw. viele Mitglieder keinen Zugang zu einem Zentralbankkonto haben, stellt die geldliche Abrechnung über Privatbanken die einzige Möglichkeit der Abrechnung von Transaktionen dar.

2.2.3. Risikoquellen und –arten der Clearingstellen

Clearingstellen tragen Kredit-, Liquiditäts-, Liefer- und Settlementrisiken, die aus möglichen Vertragswidrigkeiten von Clearing-Mitgliedern und Abrechnungsbanken resultieren. Sie können unter keinen Umständen aus den Vertragsverpflichtungen aussteigen, wenn eines ihrer Mitglieder einer Nachschussforderung nicht nachkommt, weil die Position des Clearing-Mitglieds auf der anderen Seite des ursprünglichen Vertrages noch offen ist.

Folglich werden sie in der Regel bemüht sein, den Kontrakt, bei dem das Clearing-Mitglied seinen Verpflichtungen nicht nachgekommen ist, durch direkten Handel mit einem identischen Kontrakt auf dem Markt zu ersetzen. Die Höhe des Wiederbeschaffungsrisikos hängt von der Zeit des Ausfalls und den Abrechnungsverfahren der Börse ab. Zudem muss eine Clearingstelle auch dann, wenn ein Clearing-Mitglied ausfällt, ihren Verpflichtungen gegenüber den anderen vertragsgemäß handelnden Mitgliedern pünktlich nachkommen und die entsprechenden Mittel entweder durch Auflösung der Sicherheiten des in Verzug geratenen Mitglieds oder durch eigene Finanzmittel aufbringen. Große Kreditrisiken können auch am Abrechnungstag auftreten, wenn der Kontrakt eine physische Lieferung vorsieht. Wenn die beiden Geschäftspartner nicht gleichzeitig handeln, kann der Fall eintreten, dass die zuerst zahlende/liefernde Seite die entsprechende Zahlung/Lieferung der Gegenseite nicht erhält.

Bei Ausfall einer Abrechnungsbank muss die Clearingstelle das Kredit- und Liquiditätsrisiko nur übernehmen, wenn ihr Konto bei dieser Abrechnungsbank unwiderruflich kreditiert wurde, da die Clearing-Mitglieder in einem solchen Fall von allen Verpflichtungen gegenüber der zentralen Gegenpartei freigestellt sind. Durch Abrechnungsvereinbarungen lässt sich der auf der Clearingstelle lastende Verlust- und Liquiditätsdruck erheblich senken, entweder indem das Risiko des Ausfalls einer Abrechnungsbank auf die anderen Abrechnungsbanken verlagert wird, bei denen die Clearingstelle ein Konto eröffnet hat, oder durch Glattstellung der Guthaben und Verbindlichkeiten der Clearingstelle auf jedem Konto, so dass das Verlustrisiko der Clearingstelle auf die Nettoaktiva der Clearing-Mitglieder beschränkt ist.

Clearingstellen verfügen gemeinhin über eine hohe Kapitalisierung, um für Ausfälle und Liquiditätsengpässe gerüstet zu sein. Selbst wenn Clearingstellen ihre Mittel in kurzfristige Bankeinlagen investieren oder in hoch liquiden Wertpapieren mit geringem Marktrisiko anlegen, bleiben sie doch gewissen Kredit- und Liquiditätsrisiken ausgesetzt.

Schließlich sind Clearingstellen operativen und rechtlichen Risiken ausgesetzt. Operative Risiken bestehen darin, dass es aufgrund von Systemunzulänglichkeiten (z. B. Ausfall von Software, Hardware und Kommunikationssystemen, wodurch die Clearingstelle die Abrechnungssysteme nicht mehr ordnungsgemäß steuern und überwachen kann), unzureichenden Kontrollen, menschlichem Versagen und Managementfehlern zu Kreditverlusten und Liquiditätsproblemen kommen kann. Rechtliche Risiken beziehen sich darauf, dass die Rechte der Clearingstelle auf gesetzlichem Wege angefochten werden können. Zwar schützt die einzelstaatliche Gesetzgebung in der Regel die Rechte von Clearingstellen, wenn für die Vermögenswerte der ihren Verpflichtungen nicht nachkommenden Gegenpartei jedoch ein ausländischer Gerichtsstand gilt, kann es zu Rechtskonflikten kommen.

2.2.4. Risikomanagementansätze und potentielle Schwachstellen von Risikomanagement-Verfahren

Zur Steuerung der im vorangegangenen Abschnitt herausgearbeiteten Risikoquellen (Ausfall von Clearing-Mitgliedern, Abrechnungsbanken und operativen Systemen sowie Managementfehler und rechtliche Risiken) greifen Clearingstellen auf verschiedene Sicherheitsmechanismen zurück.

Wie bereits erwähnt, fordern Clearingstellen von Unternehmen, die ihre Dienstleistungen in Anspruch nehmen wollen, dass sie bestimmte Mitgliedskriterien erfüllen. Allerdings können Auflagen für Mitglieder nicht verhindern, dass ein Clearing-Mitglied dennoch ausfällt. Auch

sind sie zumeist nicht dafür ausgelegt, Verluste aus starken Kursbewegungen zu decken. Sehr strenge Auflagen könnten ohnehin nur von einer kleinen Zahl von Institutionen erfüllt werden. Würden sie dennoch gefordert, wäre die zentrale Gegenpartei aufgrund der höheren Risikokonzentration einem größeren statt einem geringeren Kreditrisiko ausgesetzt. Aus diesem Grunde werden Einschussauflagen und Positionsbeschränkungen zusätzlich zu den allgemeinen Mitgliederanforderungen herangezogen.

Bei den Clearing-Mitgliedern handelt es sich gemeinhin um regulierte Kreditinstitute, deren finanzielle Solidität von öffentlichen Behörden überwacht wird. In der Regel wird von ihnen jedoch lediglich die Erfüllung bestimmter anfangs bzw. laufend einzuhaltender Mindesteigenkapitalstandards verlangt, wohingegen keine Liquiditätsauflagen erhoben werden. (Allerdings prüfen einige Clearingstellen in regelmäßigem Abstand den Zugang ihrer Mitglieder zu Finanzierungsmitteln). Informationen über die Einhaltung der Eigenkapitalanforderungen erfolgen lediglich monatlich oder quartalsweise. Im Rahmen ihrer Beaufsichtigung ist es der Clearingstelle daher nicht möglich, die Risikoposition der Clearing-Mitglieder in der Periode zwischen zwei Berichtszeiträumen festzustellen. Aus diesem Grunde werden auch Angaben zu den über die zentrale Gegenpartei abgerechneten Börsenhandelsgeschäften der Mitglieder erfasst, um auf diese Weise die laufende Kontrolle des Ausfallrisikos zu verbessern. Zudem können die Clearingstellen von ihren Mitgliedern auch verlangen, dass sie umfangreiche Handelsgeschäfte ihrer Kunden melden, um so Kenntnisse über die Ausfallrisiken von Marktteilnehmern zu erhalten, die keine Clearing-Mitglieder sind. In dieser Hinsicht befindet sich eine einzelne Gegenpartei, die ihre Dienste auf verschiedenen Märkten anbietet, in einer stärkeren Position bei der Überwachung der Gesamthandelsbestände der Marktteilnehmer als eine einzelne Börsen-Clearingstelle. Allerdings werden immer häufiger Vereinbarungen über den Austausch von Informationen zwischen Börsen, Clearingstellen und Regulierungsbehörden der Finanzmärkte abgeschlossen, damit alle Clearingstellen Informationen über gemeinsame Mitglieder erhalten. Da zu den Positionen in OTC-Märkten jedoch keine zuverlässigen und zeitnahen Informationen zur Verfügung stehen, ist es nahezu unmöglich, eine zuverlässige Analyse der finanziellen Gesamtsituation von Clearing-Mitgliedern anzufertigen²⁷.

Neben finanziellen und Datenanforderungen müssen Clearing-Mitglieder zudem Standards bezüglich der Zuverlässigkeit ihres operativen Geschäfts erfüllen, wie Einhaltung enger Termine bei der Berichterstattung über Handelsaktionen an die zentrale Gegenpartei sowie bei der Erfüllung von Abrechnungsverpflichtungen. Zur Absicherung von operativen Risiken wird von Clearing-Mitgliedern auch immer häufiger verlangt, dass sie für ihre wichtigsten operativen Systeme Back-up-Systeme errichten. Des Weiteren wird das Kredit- und Liquiditätsrisiko von Clearingstellen durch Festlegung von Obergrenzen für die Zahl der Kontrakte bzw. die Gesamtzahl der offenen Kontraktpositionen, die ein einzelner Marktteilnehmer haben darf, eingeschränkt.

Durch Einschusserfordernisse sollen die Clearingstellen Sicherheiten für die Deckung aktueller und möglicher künftiger Verluste aus offenen Positionen erhalten. Allerdings wird ihre Höhe zumeist anhand einer statistischen Analyse der potentiellen Verluste über einen Zeitraum von einem Tag ermittelt und berechnet, während gleichzeitig versucht wird, ein optimales Verhältnis zwischen einer umfassenderen Deckung der Risiken der zentralen Gegenpartei und den Kosten aus den Einschussauflagen für die Clearing-Mitglieder zu erreichen. Daher sind die Einschusszahlungen nicht für extreme Kursschwankungen ausgelegt. (Einige Clearingstellen können allerdings den Handel einstellen, wenn die Preise

²⁷ Siehe Abschnitt 2.2.5

eine bestimmte Schwankungsobergrenze erreichen). Zudem sind die Einschusshöhen so berechnet, als ob die Clearingstelle die Position des seinen Verpflichtungen nicht nachkommenden Mitglieds innerhalb eines Handelstages nach der letzten Nachschussforderung glattstellen könnte. In den meisten Clearingstellen erfolgt eine Routineabrechnung pro Tag. Wenn also die endgültige Abrechnung der Bandbreite erst nach Öffnung der Börse am nächsten Tag erfolgt, kann mehr als ein Handelstag vergehen, bevor der Verzug des Clearing-Mitglieds sichtbar wird. Bis zur Glattstellung der entsprechenden Position kann dann noch weitere Zeit verstreichen. Dies ist im Allgemeinen dann der Fall, wenn ein großer Marktteilnehmer ausfällt, während die Liquidität des Marktes versiegt.

Darüber hinaus hängt die Fähigkeit der zentralen Gegenpartei zur Verlustdeckung auch von der Liquidität der von den Clearing-Mitgliedern als Sicherheiten gestellten Vermögenswerte ab. Gemeinhin akzeptieren Clearingstellen Barmittel, kurzfristige inländische Staatstitel sowie bestimmte Bankgarantien (Kreditbesicherungsgarantien).

Die Abrechnungshäufigkeit ist die dritte maßgebliche Sicherheitsmaßnahme, auf die Clearingstellen zur Beschränkung des Kreditrisikos über das Einschusssystem zurückgreifen können. Durch häufigere Nachschussforderungen lässt sich das Kreditrisiko der Clearingstelle gemeinhin reduzieren, da auf diese Weise eine Verlustakkumulation vermieden wird. Da der Parkett-Handel allmählich durch den Bildschirmhandel abgelöst wird, können die Clearingstellen neue Technologien nutzen, um die Positionen ihrer Mitglieder in Echtzeit zu verfolgen. Andererseits sind sie dadurch höheren operativen Risiken ausgesetzt. Zudem senkt eine häufigere Abrechnung die Risiken nur dann, wenn es sich um endgültige Transfers handelt.

Die zentrale Gegenpartei kann unbesicherte Verluste aus eigenen Mitteln decken, was allerdings gewisse Risiken birgt.

Erstens ist es angesichts ihrer Größe unmöglich, die Integrität des Marktes zu schützen, da sich die Faktoren, die zu einem zusätzlichen Mittelbedarf führen, nur sehr schwer quantifizieren lassen.

Zweitens hängt ein effektiver Einsatz der Eigenmittel der Clearingstelle von deren Liquidität ab. Andererseits sind die Clearing-Mitglieder dann direkt den Verlusten der zentralen Gegenpartei ausgesetzt, wodurch ihre Anreize zum Eingehen überhöhter Handelsrisiken sinken. Auch haben die Marktteilnehmer dadurch einen Grund, sich für die Risikomanagement-Verfahren der zentralen Gegenpartei zu interessieren. Eine Überwachung der von der Clearingstelle verwendeten Risikomanagement-Verfahren durch die Clearing-Mitglieder kann somit die operativen Risiken verringern.

Erfolgt die geldliche Abrechnung über eine oder mehrere private Abrechnungsbanken, so müssen die Clearingstellen unter Umständen auch das Ausfallrisiko der Abrechnungsbanken tragen. Im Allgemeinen sind Abrechnungsbanken Kreditinstitute mit einem hohen Rating. Zudem nutzen Clearingstellen in der Regel verschiedene Banken, um das Kreditrisiko zu diversifizieren. Daraus ergibt sich die Notwendigkeit für Transfers zwischen den Banken, um die Konten der Clearingstelle bei jeder Abrechnungsbank auszugleichen. Da derartige Interbankentransfers aber über nationale Zahlungsverkehrssysteme erfolgen, sind die Abrechnungen in der Regel erst dann endgültig, wenn die Schlussabrechnung in diesem Zahlungsverkehrssystem erfolgt. Da eine Risikodiversifizierung keinen ausreichenden Schutz bietet, versuchen die Clearingstellen - wie bereits erwähnt - ihre Risiken mit Hilfe vertraglicher Vereinbarungen zu minimieren. Da aber die Zahl der an diesen Vereinbarungen beteiligten Partner - einschließlich aller Clearing-Mitglieder, Abrechnungsbanken und der Clearingstelle - sehr groß sein kann, können derartige Vereinbarungen außerordentlich komplex strukturiert sein.

Besteht mangelnde Klarheit über die von den verschiedenen Teilnehmern im Abrechnungsprozess zu erfüllenden Verpflichtungen, kann die Clearingstelle die potentiellen Verluste bei Ausfall einer Abrechnungsbank leicht erheblich unterschätzen.

2.2.5. Herausforderungen an die Risikomanagement-Verfahren der Clearingstelle

Eine weitere Triebkraft für die Umstrukturierungswelle auf den Börsenmärkten für Derivate ist neben den bereits erwähnten Risikoquellen der Wettbewerb durch die Betreiber von elektronischen Kommunikationsnetzen, die einen kostengünstigen Handel anbieten. Vor diesem Hintergrund ist es dringend erforderlich, die Risikomanagement-Verfahren der Clearingstelle zu stärken. Durch Fusionen und gemeinsames Vorgehen, durch die Kunden ihre Einschusspflichten verbinden und Handelskosten einsparen können, entstehen globale Handelsplattformen. Dadurch kommt es für die jeweilige zentrale Gegenpartei zu einer erhöhten Risikoexposition infolge höherer operativer und rechtlicher Risiken.

Es gibt es zwei Arten von Verbindungen zwischen Clearingstellen: Clearing-Verbindungen und gegenseitige Verrechnungssysteme. Im ersten Fall sind eine „Heimat-“ Börse für den Handel des jeweiligen Kontrakts und eine „auswärtige“ Börse, deren Mitglieder den Kontrakt ebenfalls handeln können, beteiligt. Wenn die Transaktion zuerst von den Mitgliedern der auswärtigen Börse auf den Weg gebracht wird, fungiert die auswärtige Clearingstelle als Gegenpartei. Danach wird die auswärtige Clearingstelle durch die einheimische Clearingstelle ersetzt. Im Rahmen eines gegenseitigen Verrechnungssystems können die Börsenmitglieder Handel an beiden beteiligten Börsen treiben, während ihre Positionen in einer einzigen Clearingstelle gehalten werden. Somit führen derartige Verbindungen zu Problemen bei der gegenseitigen Verlustübernahme. In gegenseitigen Verrechnungssystemen kann eine Clearingstelle auch einem Verlustrisiko durch Ausfälle anderer Clearingstellen ausgesetzt sein. Verbindungen entstehen durch technische Netze, mit deren Zuverlässigkeit die Fähigkeit der mit Derivaten handelnden Börsen, starke Stress-Situationen für ihre Clearing-Systeme in Zeiten turbulenter Finanzmärkte auszuhalten, steht und fällt. Auch ein wirksames grenzüberschreitendes Clearing ist nur möglich, wenn der Ausgleich im Fall des Konkurses eines Mitglieds gesichert ist. Andernfalls könnte die finanzielle Solidität der zentralen Gegenpartei durch Rechtsstreitigkeiten Schaden nehmen. Da an solchen Transaktionen verschiedene Zahlungsverkehrssysteme beteiligt sein können, erhöhen sich die Settlement-Risiken noch dadurch, dass verschiedene Standards und Verfahren zum Tragen kommen.

Daraus ergeben sich für die Regulierungsbehörden von Finanzmärkten neue Herausforderungen: Die Entwicklungen in der Branche erfordern eine Annäherung der einzelstaatlichen ordnungspolitischen Standards und eine enge Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden untereinander. Während IOSCO lange für eine Koordinierung der Arbeit der unterschiedlichen einzelstaatlichen Aufsichtsbehörden eingetreten ist, hat der jüngste Eurex-Fall die Schweizer und deutschen Regulierungsbehörden veranlasst, eine gemeinsame Verantwortung bei der Börsenaufsicht zu vereinbaren. Da Börsen aber nicht nur im Hinblick auf die Kosten und Effizienz ihrer Clearing-Systeme, sondern auch bei den Vertriebsnetzen (in anderen Ländern operierende Börsen errichten sowohl in den EU-Mitgliedstaaten als auch in den USA Fernterminals) miteinander in Wettbewerb stehen, ließe sich die Überwachung der Kreditwürdigkeit von ausländischen Mitgliedern und der Veränderung ihrer finanziellen Lage durch einen Informationsaustausch zwischen den Aufsichtsbehörden der Finanzmärkte und den Marktbehörden verbessern.

2.2.6. Maßnahmen zur Verbesserung der Risikomanagement-Verfahren von Clearingstellen

Der Wettbewerbsdruck im Derivathandel hat zweierlei Auswirkungen. Einerseits lässt er die Börsen bei der Festlegung strenger Auflagen für ihre Mitglieder zögerlicher vorgehen, da Kosteneinsparungen für ihren Weiterbestand entscheidend sein können. Andererseits erkennen sie aber auch, dass sie ihre Dienste nur durch sicheres und effektives Clearing von denen der Betreiber elektronischer Kommunikationsnetze abheben können. Daher messen sie nunmehr den Risikomanagement-Verfahren einen höheren Stellenwert als in der Vergangenheit bei und sind möglicherweise auch eher zu einem Informationsaustausch mit den Aufsichtsbehörden bereit. Dank neuer Technologien, die eine bessere Überwachung der Positionen und Datenerfassung ermöglichen, können die Clearingstellen die Ausgangsanforderungen an ihre Mitglieder herabsetzen. Allerdings ließe sich der Schutz der finanziellen Stabilität der zentralen Gegenpartei durch folgende Maßnahmen weiter vervollständigen:

1. regelmäßige Neubewertung des zusätzlichen Mittelbedarfs der Clearingstelle zur Deckung des Ausfallrisikos ihrer Mitglieder. Bisher konnten noch keine entsprechenden Bewertungsverfahren vereinbart werden;
2. stärkere Kontrolle der untertägigen Risiken und Einführung von Stress-Testverfahren zur Berechnung der Einschusshöhe;
3. Überwindung von Schwachstellen in den Abrechnungsregelungen. Durch Nutzung von Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen, die die Endgültigkeit der Mitteltransfers in Echtzeit bzw. am selben Tage gewährleisten, und durch Beseitigung von Unklarheiten im Hinblick auf die Verpflichtungen der verschiedenen Beteiligten an Abrechnungsvereinbarungen im Falle des Ausfalls der Clearingstelle oder der Abrechnungsbank lässt sich eine Senkung des Risikos erreichen.

Auch durch eine stärkere internationale Zusammenarbeit zwischen Regulierungsbehörden und Börsen bei der Beaufsichtigung der finanziellen Aktivitäten von Mitgliedern, Marktteilnehmern, Kunden und Abrechnungsbanken in rechtlichen Angelegenheiten sowie bei der Börsenbeaufsichtigung ließe sich die Effektivität und Effizienz von grenzüberschreitenden Transaktionen und Clearing-Vereinbarungen verbessern.

2.3. Fremdfinanzierte Hedging-Fonds

2.3.1. Stark fremdfinanzierte Instrumente: allgemeine Merkmale

Die jüngsten Turbulenzen auf den Finanzmärkten haben Fragen im Zusammenhang mit der Sicherheit und Solidität der Investitionsstrategien bestimmter Finanzinstitute insbesondere im Hinblick auf Hedging-Fonds aufgeworfen. Letztere gelten gemeinhin als eine der Hauptursachen für die Instabilität der Finanzmärkte. Allerdings belegen zahlreiche Studien, dass die Merkmale der Investitionsstrategien von Hedging-Fonds nicht auf diese beschränkt sind, sondern auch bei anderen großen institutionellen Finanzinvestoren (z. B. in den Handels- und Derivatabteilungen von Banken und Wertpapierfirmen) anzutreffen sind. Hinzu kommt, dass Hedging-Fonds - trotz ihrer Größe in absoluten Zahlen und dem bedeutenden Wachstum der letzten beiden Jahrzehnten - nach wie vor im Vergleich zu anderen institutionellen Investoren wie Banken, Pensionsfonds oder Investmentfonds Zwerge sind (siehe Tabelle 2.1).

Um uns ein umfassendes Bild über die großen Akteure machen zu können, die hinter den Kapitalströmen während der jüngsten Finanzkrise standen, werden wir uns die BIZ-

Definition²⁸ zu Eigen machen, die alle Institute einschließt, die:

- a) keiner oder nur einer sehr geringen Beaufsichtigung unterliegen;
- b) sehr begrenzten Offenlegungspflichten unterliegen;
- c) fremdfinanziert sind.

In diese breite Kategorie fallen Hedging-Fonds, da es sich bei ihnen um privatwirtschaftliche Einheiten handelt, für die allgemein nur sehr eingeschränkte Offenlegungspflichten (im Vergleich zu regulierten Finanzinstituten und/oder börsengehandelten Unternehmen) gelten, und da sie keinem Rating durch Rating-Agenturen für das Kreditgewerbe unterliegen. Sie nehmen auf verschiedenen Wegen erhebliches Fremdkapital auf (insbesondere durch Rückkaufvereinbarungen, Verkaufspositionen, Derivatkontrakte und Direktfinanzierung). Allerdings ist in diesem Zusammenhang anzumerken, dass es angesichts der starken Zersplitterung und sehr unterschiedlichen Strategien der Branche schwierig ist, allgemeingültige Aussagen über den Einsatz von Fremdkapital bei Hedging-Fonds zu treffen²⁹.

2.3.2. Hedging-Fonds

Wenngleich es keine allgemein anerkannte Definition für Hedging-Fonds gibt, können sie doch als stark fremdfinanzierte Instrumente (HLI) mit folgenden zusätzlichen Merkmalen beschrieben werden:

- Sie bedienen sich einer leistungsabhängigen Honorarstruktur, wobei die Vergütung des Fondsverwalters in erster Linie in Abhängigkeit von der Rentabilität der Fonds erfolgt;
- Neben der Verwaltung des Fonds als unbeschränkt haftender Gesellschafter ist der Fondsmanager generell auch - als beschränkt haftender Gesellschafter - Investor des Fonds.

Hedging-Fonds sind privatwirtschaftliche Zusammenschlüsse von Investoren, die in der Regel als Kommanditgesellschaften (Gesellschaften mit beschränkter Haftung) arbeiten, so dass sie weitgehend von den USA-Aufsichtsregelungen ausgenommen sind³⁰.

Hedging-Fonds lassen sich in verschiedene Kategorien einteilen. Ausgehend in erster Linie von ihren Handelsstrategien werden zwei große Gruppen unterschieden:

- A) Makro- oder Richtungsfonds, die Positionen ausgehend von Annahmen über die wahrscheinliche Höhe und Richtung grundlegender Wirtschaftsdaten aufnehmen;
- B) Relative/Arbitragefonds, die in Gegenpositionen eng miteinander verbundener

²⁸ Baseler Ausschuss für die Bankenaufsicht, 1999a, 1999c.

²⁹ Infolge des LTCM-Debakels im vergangenen Jahr sind verschiedene Wissenschaftler darauf aufmerksam geworden, welche überraschende Unterschiede zwischen Hedging-Fonds beim Einsatz von Fremdkapital bestehen. Nach Aussagen der Zeitschrift „The Economist“ verfügen nur wenige Hedging-Fonds über eine vergleichbar hohe Fremdfinanzierung wie LTCM, die zum Zeitpunkt ihrer Rettungsaktion ca. 50 \$ Fremdkapital für jeden Dollar Eigenkapital aufgenommen hatte. Nach Aussagen des auf Hedging-Fonds spezialisierten Beratungsunternehmens VAN greift knapp ein Drittel aller Hedging-Fonds überhaupt nicht auf Fremdkapital zurück; 54 % beschränken die Fremdkapitalaufnahme auf die Höhe des durch ihre Investitionen generierten Eigenkapitals und bei den übrigen ist eine Fremdmittelaufnahme von mehr als 10 : 1 eine große Seltenheit. Diese Schlussfolgerung wird vom Baseler Ausschuss geteilt. Siehe Baseler Ausschuss für die Bankenaufsicht, 1999a, 1999c.

³⁰ Zwar ist davon auszugehen, dass der US-Markt für Hedging-Fonds einen sehr großen Teil des Gesamtmarktes ausmacht, dennoch wird dieser Frage auch in Europa zunehmend Beachtung geschenkt.

Finanzinstrumente (z. B. Schatzwechsel und Anleihen) investieren, indem sie auf deren relativen Wert setzen³¹.

Bei genauer Betrachtung dieser Untergruppen zeigen sich jedoch enorme Unterschiede. Während einige Makrofonds hauptsächlich in Positionen in gesättigten Märkten investieren, konzentrieren sich andere vor allem auf die Märkte in Schwellenländern. Einige Arbitragefonds haben sich auf Wertpapiere mit festem Ertrag spezialisiert, wohingegen andere hauptsächlich auf Fusionen oder notleidende Wertpapiere aus sind.

2.3.2.1. Das Wachstum der Hedging-Fonds-Industrie

Angesichts des privatwirtschaftlichen Charakters und der ordnungspolitischen Offenlegungspflichten lassen sich kaum belastbare Angaben zur Größe des Marktes und zur Zahl der Hedging-Fonds treffen. Historisch lassen sich die Hedging-Fonds bis Anfang der fünfziger Jahre zurückverfolgen. Damals entstanden sie als Aktienfonds in Form von Kommanditgesellschaften, die in Kaufpositionen und Verkaufpositionen von Wertpapieren investierten, um die Leistungsfähigkeit ihres Portfolios zu verbessern. Seither haben sich diese Fonds jedoch stark verändert, und zwar nicht nur im Hinblick auf ihre Anlagestrategien, sondern auch auf ihre Größe. Nach einigen Jahrzehnten moderaten Wachstums erlebte die Branche in den neunziger Jahren einen enormen Wachstumsaufschwung, der sich künftig noch verstärken dürfte. Für diese Annahme sprechen folgende Gründe:

- zunehmende Akzeptanz von „alternativen“ Investitionsstrategien;
- Erweiterung des Stammes anspruchsvoller Investoren, insbesondere durch finanzstarke Privatanleger. Zu dieser Entwicklung hat auch der Boom bei den Dachfonds beigetragen, bietet er Anlegern doch Zugang zu einem Portfolio von Hedging-Fonds bei einem weitaus geringen Kapitaleinsatz als das bei Direktanlagen der Fall ist;
- Zunehmendes Interesse seitens der institutionellen Anleger, die eine Diversifizierung ihrer Portfolios durch Investitionen anstreben, deren Renditen nicht stark miteinander korreliert sind.³²

Zum besseren Verständnis der Wachstumsaussichten und künftigen Entwicklung der Branche bietet sich ein kurzer Blick auf die aktuelle Marktstruktur der Hedging-Fonds an. Für die Branche scheint im oberen Bereich eine starke Konzentration und im unteren Bereich eine starke Fragmentierung kennzeichnend zu sein. So steht auf der einen Seite eine kleine Gruppe von sehr großen Fonds, die aus den ersten wirklich globalen Makrofonds entstanden ist und deren Vertreter gemeinhin über Aktiva in Höhe von über 5 Mrd. \$ verfügen und extrem hohe Mindestanforderungen sowie lange Bindungsfristen erfüllen müssen. Auf der anderen Seite gibt es eine große Gruppe von kleinen Nischenakteuren mit Vermögenswerten von unter 100 Mio. \$, die von einem Einzelnen oder einer kleinen Gruppe von Personen geleitet werden³³.

Da eine Anwendung der SEC-Regeln weitgehend vermieden werden soll, beschränkt sich die Gemeinschaft der Anleger in Hedging-Fonds in der Praxis auf zwei Gruppen: finanzstarke Privatanleger und institutionelle Investoren (einschließlich Pensions- und Altersvorsorgepläne, Stiftungen, Versicherungsgesellschaften, Banken und Unternehmen). Traditionell stellen finanzstarke Privatanleger einen Anteil von über 80 % an den von

³¹ Arbitragefonds sind in der Regel stärker fremdfinanziert als Makrofonds, da das für die Errichtung einer Position benötigte Kapital gemessen an den von ihnen gehaltenen Instrumenten relativ gering ist.

³² Siehe Fung, W. und Hsieh, D. A., 1997, Bekier, M., 1996.

³³ 57 % aller von Hedging-Fonds global verwalteten Aktiva sind in Fonds angelegt, die Aktiva von über 500 Mio. \$ verwalten, selbst aber nur 4 % der Gesamtzahl der Hedging-Fonds ausmachen. Siehe KPMG, 1998.

Hedging-Fonds verwalteten Aktiva. Allerdings begann sich das Bild in den neunziger Jahren zu wandeln, als immer mehr institutionelle Investoren die Hedging-Fonds für sich entdeckten (siehe Tabelle 2.8). Wenngleich der Markt für finanzstarke Privatanleger nach wie vor erheblich wächst, ist doch anzunehmen, dass institutionelle Investoren künftig eine stärkere Rolle spielen werden, da sie als Gruppe über knapp doppelt so viele Aktiva verfügen, wie die Gruppe der finanzstarken Privatanleger³⁴. Dennoch ist es eher unwahrscheinlich, dass es – zumindest in naher Zukunft – zu einem radikalen Strukturwandel in der Branche kommt, wie der Boom der neuen kleinen Fonds in den neunziger Jahren belegt.

Erst auf lange Sicht, mit zunehmender Globalisierung, Wettbewerbsintensität (und der damit einhergehenden größeren Transparenz³⁵) und Institutionalisierung des Marktes, werden auf die Branche die ersten Konsolidierungswellen zukommen, wie sie die Investmentfonds in den achtziger Jahren erlebt haben. Dann dürfte das institutionelle Kapital eine Schlüsselrolle bei der Sicherung eines nachhaltigen Wachstums der Vermögenswerte übernehmen.

2.3.2.2. Die Rolle der Hedging-Fonds in der jüngsten Finanzkrise

Bei jeder Instabilität der internationalen Finanzmärkte gerät die Rolle der institutionellen Investoren und insbesondere der Hedging-Fonds verstärkt in das Blickfeld der Regierungen. Weit verbreitet ist die verallgemeinernde Annahme, dass Hedging-Fonds flink und sehr reaktionsschnell sind. Ihre Verwalter stehen in dem Ruf, besonders clever zu sein. Somit kann schon das Gerücht, dass Hedging-Fonds in eine Position investieren, dazu führen, dass andere Investoren es ihnen gleichtun. Unabhängig davon gibt es aber auch berechtigte Zweifel, inwieweit Hedging-Fonds wirklich immer als Speerspitze von Marktbewegungen zu sehen sind. Hedging-Fonds haben niedrige Gemeinkosten. Ein geringer Personalbestand bedeutet aber auch begrenzte Kapazitäten für die gleichzeitige Überwachung zahlreicher Märkte. So sind viele von ihnen eher Konsumenten als Produzenten von Informationen. Wenn andere institutionelle Investoren über besseren Zugang zu Informationen und umfangreichere Analysekapazitäten verfügen, ist es ebenso gut möglich, dass sich Hedging-Fonds deren Beispiel anschließen.

Zu diesem Thema sind verschiedene Studien erarbeitet worden. Da es aber keine umfassenden Daten über den Umfang der Tätigkeit von Hedging-Fonds gibt, besteht auch kein Konsens dahingehend, welche besondere Rolle den Hedging-Fonds bei dem auf Finanzmärkten zu beobachtenden Herdenverhalten zukommt. Nach Meinung verschiedener wissenschaftlicher Studien haben Hedging-Fonds bei der Verbreitung der Finanzmarktkrisen der letzten Jahre keine besondere Rolle gespielt³⁶.

2.3.2.3. Offenlegung und Berichterstattung

Wie für andere institutionelle Investoren auch, können für Hedging-Fonds drei Arten von aufsichtsrechtlichen Regelungen gelten:

- 1) Regeln zum Schutz von Investoren;

³⁴ Siehe KPMG, 1998.

³⁵ Für den guten Ruf wird es immer wichtiger, zu einem von unabhängigen Beratungsunternehmen veröffentlichten speziellen Sektorindex zu gehören. Zur Aufnahme in den neuen CSFB-Hedging-Fonds-Index von Tremont Advisers sind geprüfte Abschlüsse und Garantien für eine monatliche Berichterstattung vorzulegen.

³⁶ Siehe Wei, S. und Kim, J., 1997, Krodes, L.E und Pritsker, M., 1997, Eichengreen, B. und Mathieson, D., 1998.

- 2) Regeln zur Sicherung der Marktintegrität;
- 3) Regeln zur Eindämmung des Systemrisikos.

Regelungen zum Schutz der Investoren finden dann Anwendung, wenn die Behörden der Meinung sind, dass die Anleger nicht über das notwendige Know-how verfügen, um bestimmte Arten von Transaktionen oder Instrumenten zu durchschauen, oder keine ausreichenden Informationen haben, um eine entsprechende Bewertung vorzunehmen. Daher zielen die entsprechenden Regelungen im Allgemeinen darauf ab, ausreichende Informationen offenzulegen bzw. bestimmte Anlegertypen von der Teilnahme an bestimmten Investitionen auszuschließen. Da sich die Teilnahme an Hedging-Fonds ohnehin weitgehend auf finanzstarke Privatanleger beschränkt, sind diese Fonds im Allgemeinen von dieser Art von Regelungen ausgenommen. Nicht einmal die Turbulenzen auf den Finanzmärkten des vergangenen Jahres haben direkten Anlass dazu gegeben, verstärkt über eine Verbesserung des Schutzes von Investoren nachzudenken³⁷.

Bei den Regelungen zum Schutz der Marktintegrität geht es darum, die Märkte so strukturieren, dass die Preisfestlegung relativ effizient erfolgen kann und eine Konzentration von Marktmacht und damit die Möglichkeit für Manipulationen vermieden wird. Derartige Regelungen (Beschränkungen des Insider-Handels, Positionsobergrenzen, Auftragsausführungsprioritäten usw.) gelten für alle Marktteilnehmer, also auch für Hedging-Fonds.

Durch die Finanzkrisen der letzten zehn Jahre sind besonders die Devisenmärkte in den Blickpunkt gerückt³⁸. Hedging-Fonds müssen selbst dann, wenn sie von Offshore-Bankplätzen aus operieren, sobald sie auf USA-Terminmärkten agieren, die Regeln der Registrierung, Offenlegung und Führung von Unterlagen zur Einsichtnahme durch die Commodity Futures Trading Commission (CFTC)³⁹ einhalten. Sie unterliegen dem FED-Berichtswesen für umfangreiche Fremdwährungspositionen⁴⁰ und können vom USA-Finanzministerium zur Vorlage von Informationen über Positionen zu den in letzter Zeit emittierten Wertpapieren aufgefordert werden⁴¹. Wenngleich diese Auflagen der Regulierungsbehörde in Zeiten von Marktturbulenzen wahrscheinlich nicht umfassend genug sind, gibt es nicht viele Argumente, die für die Verabschiedung zusätzlicher aufsichtrechtlicher und ordnungspolitischer Auflagen speziell für Hedging-Fonds sprechen, bedenkt man zudem, dass die Positionen von Hedging-Fonds im Vergleich zu den von anderen institutionellen Investoren aufgenommenen Positionen - selbst unter Berücksichtigung der Fremdkapitalaufnahme - kaum ins Gewicht fallen⁴².

³⁷ Das breite Anlagepublikum ist dem Risikopotential der Hedging-Fonds eher indirekt ausgesetzt, da es in börsennotierte Unternehmen oder öffentliche Investitionsprogramme investiert, die ihrerseits als institutionelle Anleger in Hedging-Fonds oder als Anleger in Unternehmen, die als Gegenpartei von Hedging-Fonds fungieren, auftreten. Mit Zunahme dieses indirekten Risikopotentials wird es auch notwendig werden, sich mit den daraus resultierenden Risiken auseinander zu setzen.

³⁸ Für Analysen der Rolle der Hedging-Fonds in den jüngsten Krisen siehe Eichengreen, D. und Mathieson, D., 1998.

³⁹ Gleiches gilt für das Vereinigte Königreich und die Financial Services Authority.

⁴⁰ In den USA wird lediglich bei großen Handelstransaktionen und Positionen ab mindestens 50Mrd. \$ eine wöchentliche und monatliche Berichterstattung verlangt. Allerdings hat sich dieser Schwellenwert nicht als wirklich effektiv erwiesen, da er die meisten Fremdwährungsgeschäfte von Hedging-Fonds nicht erfasst.

⁴¹ Im Vereinigten Königreich ist die Bank of England befugt, die Akteure auf den Geld-, Devisen- und Goldmärkten um Vorlage von Informationen zu ausgewählten Bereichen ihrer Geschäftstätigkeit zu ersuchen.

⁴² Siehe Tabelle 2.1, Anhang 2.

2.3.2.4. *Beaufsichtigung*

Eine dritte Kategorie von Regelungen hat den Schutz vor unvorsichtigen Kreditverlängerungen zum Ziel, durch die das Finanzsystem Schaden nehmen könnte. Dazu gehören Einschusserfordernisse, Sicherheitsanforderungen und Risikoobergrenzen für einzelne Gegenparteien. Derartige Regelungen haben Auswirkungen auf die Geschäfte von Hedging-Fonds mit Banken, Händlern und anderen Gegenparteien. Zu diesen Fragen fand bereits vor dem LTCM-Debakel vom vergangenen Jahr eine eingehende Debatte statt⁴³. Viele der im Zusammenhang mit Hedging-Fonds laut gewordenen Befürchtungen sind auch für andere große Marktteilnehmer, einschließlich regulierte Wertpapierfirmen, Banken und Versicherungsgesellschaften, relevant. Allerdings kommen sie bei Hedging-Fonds stärker zum Tragen, da

- a) Hedging-Fonds anders als regulierte Unternehmen keinen speziellen Eigenkapitalanforderungen und auch nicht der direkten Beaufsichtigung durch Regulierungsbehörden unterliegen und die Angemessenheit ihrer internen Risikomanagementsysteme nicht kontrolliert wird;
- b) Hedging-Fonds zumeist weitaus weniger stark diversifiziert sind als regulierte Unternehmen⁴⁴;
- c) die Probleme von Hedging-Fonds durch die fehlende Transparenz von Finanzdaten verstärkt werden⁴⁵.

Vor dem Hintergrund der enormen Zersplitterung der Hedging-Fonds-Branche und der Schwierigkeit, zu einer einheitlichen Definition zu gelangen, haben die internationalen Regulierungsbehörden auf Befürchtungen, dass die Aktivitäten der Hedging-Fonds (oder der stark fremdfinanzierten Instrumente (HLI - allgemein) zu systemischen Risiken führen könnten, mit strengeren Bestimmungen zum Risikomanagement in Wertpapierfirmen reagiert⁴⁶. Im Rahmen dieses indirekte Beaufsichtigungsprozesses ist es z. B. möglich:

- Informationen über die Exposition von regulierten Unternehmen gegenüber den Risiken von Hedging-Fonds zu erlangen;
- die Angemessenheit und Einhaltung von Risikomanagement-Verfahren in diesen risikogefährdeten regulierten Unternehmen zu bewerten⁴⁷;

⁴³ Im Jahr 1994 haben die Arbeitsgruppe des Präsidenten und die Stock Exchange Commission als Antwort auf die damals laut gewordenen Befürchtungen eine Untersuchung zum Ausfall von drei Hedging-Fonds durchgeführt.

⁴⁴ Hedging-Fonds sind Handelseinheiten, deren Aktiva im Allgemeinen nur den aktuell vorhandenen Cashbestand, die Forderungen aus ihren Handelsgeschäften und die Finanzinstrumente ihres Handelsbestands umfassen. In Zeiten, in denen keine Kreditlinien mehr zur Verfügung stehen, kann der Fall eintreten, dass einem Hedging-Fonds zur Sicherung seines Finanz- oder Liquiditätsbedarfs als einzige direkte Maßnahme nur noch eine Anpassung seiner Positionen übrig bleibt, was zu Verwerfungen auf den Finanzmärkten führen kann.

⁴⁵ Hedging-Fonds stellen Gegenparteien generell Finanzdaten zur Verfügung. Allerdings kann sich ihre finanzielle Lage rasch ändern. Die laufende Überprüfung dieser Daten ist für regulierte Unternehmen, die als Gegenparteien von Hedging-Fonds auftreten, ein kostenspieliges, aber notwendiges Unterfangen.

⁴⁶ Als jüngste internationale ordnungspolitische Initiativen sind zu nennen: Baseler Ausschuss für die Bankenaufsicht, 1999a, 1999c. Arbeitsgruppe des Präsidenten zu Finanzmärkten, 1999, IOSCO-Ausschuss, 1999 und Baseler Ausschuss für die Bankenaufsicht, 1999b.

⁴⁷ IOSCO hat 1999 den bestehenden Zielkonflikt zwischen der regulären Berichterstattung von regulierten Unternehmen, die mit Hedging-Fonds zu tun haben, und einer flexibleren fallbezogenen Vorgehensweise

- häufigere oder ausführlichere Informationen von Unternehmen abzufordern, die aufgrund von Managementschwächen als stark risikogefährdet gelten;
- höhere Eigenkapitalanforderungen zu stellen oder Unternehmen den Handel mit Hedging-Fonds, die keine ausreichenden Informationen unterbreiten, sogar ganz zu untersagen.

Neben diesem indirekten Ansatz haben die internationalen Regulierungsbehörden die Bedeutung von mehr Transparenz in der Geschäftstätigkeit von Hedging-Fonds betont. Während Aufsichts- und Marktbehörden zu Informationen über Positionen von Hedging-Fonds, die im Rahmen geregelter Börsen agieren, Zugang haben, sind Informationen über die Tätigkeit und Risikoexposition von Hedging-Fonds in unregulierten Märkten schwerer zu beschaffen. Das Fehlen von ausreichenden Informationen wird als eine Ursache für systemische Risiken gesehen, hindert es doch die Marktteilnehmer daran, die im Markt wahrgenommenen Risiken angemessen zu bewerten⁴⁸. In diesem Zusammenhang verwies die IOSCO im November 1999 auf die Notwendigkeit, die Positionen von Hedging-Fonds einer anderen Stelle als den Gegenparteien, z. B. Aufsichts- oder Marktbehörden, regelmäßig und zeitnah offenzulegen. Auf diese Art und Weise könnten sich die Regulierungsbehörden eine Meinung darüber bilden, inwieweit eine bestimmte Transaktion von Hedging-Fonds der Stabilität oder Integrität des Marktes Schaden zufügen kann, und eine entsprechende neue regulatorische Gegenmaßnahmen ergreifen. Diese Informationen können die Regulierungsbehörden aus zwei Quellen erhalten:

- von regulierten Unternehmen im Rahmen der aufsichtsrechtlichen Überwachung der Risikomanagementsysteme⁴⁹;
- von den Hedging-Fonds direkt⁵⁰.

Bei beiden Berichtsarten sind gewisse praktische Effektivitätsprobleme zu erwarten:

- Die generierten Informationen können leicht unvollständig sein, da zahlreiche Hedging-Fonds international operieren, die Zuständigkeit der Regulierungsbehörde jedoch national begrenzt ist.;

betrachtet und die Vor- und Nachteile von standardisierten Datenanforderungen aufgezeigt: Einerseits vereinfacht sich für Hedging-Fonds die Erarbeitung von Informationen für ihre unterschiedlichen Gegenparteien; durch standardisierte Formate sind die Daten für die Regulierungsbehörden leichter einsetzbar und können in Notfällen besser mit internationalen Regulierungsbehörden ausgetauscht werden. Andererseits können bei solch einer Schablone leicht qualitative Informationen zu den Geschäftszielen und der Riskophilosophie unter den Tisch fallen, die für das Verständnis der gemeldeten Zahlen in den Finanzabschlüssen und -plänen wichtig sind.

⁴⁸ In diesem Zusammenhang wird argumentiert, dass es infolge von Informationsasymmetrien geschehen kann, dass andere Investoren auf ein rasches Nachgeben der Positionen von Hedging-Fonds mit Verkäufen reagieren, wodurch der Markt schließlich unter Druck geraten kann.

⁴⁹ Die Erfassung von Informationen über regulierte Firmen statt direkt von den Hedging-Fonds bietet den Vorteil, dass die Regulierungsbehörde über weitaus klarere Befugnisse verfügt, um die regulierten Firmen zur Bereitstellung von Informationen zu zwingen. Auch dürften bei regulierten Unternehmen, die bereits über entsprechende Berichtssysteme verfügen, die zusätzlichen Kosten für die Datenbereitstellung geringer sein. Gleichzeitig birgt ein solches Vorgehen aber auch eine Reihe von Nachteilen: Angesichts der unterschiedlichen Grundlagen, auf denen die Datenerfassung in regulierte Unternehmen erfolgen kann, könnte es sehr schwierig werden, vergleichbare Daten zeitnah zu erhalten.

⁵⁰ Eine Abforderung dieser Informationen von den Hedging-Fonds direkt wirft eine Reihe von Fragen auf. Selbst wenn ein Hedging-Fonds vielleicht nur zögerlich zur Bekanntgabe bestimmter sensibler Wettbewerbsinformationen bereit wäre, könnte er doch auf die Zusage der Marktbehörde eingehen, bei der Veröffentlichung der Daten seine Identität nicht preiszugeben.

- Durch die Zusammenarbeit verschiedener Marktbehörden könnte es sich - trotz der im Rahmen von Informationsaustauschvereinbarungen möglicherweise erreichten Verbesserungen - als unmöglich erweisen, sich herausbildende Trends auf den Märkten rechtzeitig und präzise zu erkennen⁵¹;
- Wenn Risiken festgestellt werden, kann es den Regulierungsbehörden an den für wirksame Gegenmaßnahmen erforderlichen Befugnissen mangeln.

Als Befürworter einer direkten Berichterstattung durch die Hedging-Fonds unterstreicht die IOSCO jedoch gleichzeitig die Notwendigkeit, die Aktivitäten von Hedging-Fonds gegenüber den Marktteilnehmern transparenter zu gestalten (Offenlegung).

2.3.3. Offene Fragen

Durch das LTCM-Debakel im vergangenen Jahr und die damit einhergehenden potentiellen Verwerfungen der Finanzmärkte wurden einige Fragen im Hinblick auf politische Gegenmaßnahmen aufgeworfen, die unbeantwortet geblieben sind. Dies gilt z. B. für die Überwachung und vielleicht sogar Steuerung der Fremdfinanzierung von Marktteilnehmern, um hier zu einem ausgewogenen Verhältnis zwischen den Vorteilen der Fremdfinanzierung für den Markt und den potentiellen Risiken einer hohen Fremdfinanzierung zu gelangen⁵².

Eine direkte Beschränkung der Fremdfinanzierung birgt gewisse Probleme. Angesichts der großen Unterschiede in der Risikoexposition von Investoren und in ihren Beziehungen zu anderen Marktteilnehmern erscheint die Festlegung einer einheitlichen bilanzbezogenen Fremdkapitalfinanzierung für alle Anleger keine angemessene Lösung⁵³.

Durch hohe Eigenkapitalanforderungen auf der Grundlage von Bilanzkonzepten allein könnten Fondsverwalter in dem Bestreben, die Renditeziele für das geforderte Kapital zu erreichen, ihre risikoreichen Transaktionen auf spekulativere Handelsstrategien verlagern. Eine Alternative zur bilanzwirksamen Fremdkapitalaufnahme stellt das Verhältnis der potentiellen Gewinne und Verluste zum Eigenkapital dar. Ein solch statistisches Maß bietet den Vorteil, dass es die Auswirkungen der Aufnahme von Fremdmitteln auf das Risiko besser beschreibt.

⁵¹ Um besser zu verstehen, wie schnell es zu einer dramatischen Veränderung der finanziellen Bedingungen von Hedging-Fonds (und damit zu systemischen Risiken für die Finanzmärkte) kommen kann, sollte man sich ins Gedächtnis rufen, dass im Falle von LTCM 84 % der Gesamtverluste zwischen Januar und August des letzten Jahres im August aufgetreten sind.

⁵² Wie andere Marktteilnehmer auch, spielen Hedging-Fonds, die eine hohe Risikotoleranz aufweisen, eine wichtige Rolle bei der Verteilung der Finanzmarktrisiken, indem sie Positionen zu den relativen Preisen der entsprechenden Aktiva aufnehmen, wenn diese relativen Preise von ihren historischen Normen oder den angesichts grundlegender makroökonomischer Gegebenheiten gerechtfertigten Preisen abweichen. Damit stellen diese Investoren den Märkten Liquidität zur Verfügung, da sie entgegen der herrschenden Marktstimmung Aktiva kaufen und verkaufen und damit vorübergehende Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage abmildern.

⁵³ Siehe IOSCO, 1999.

Literaturverzeichnis

- AGORWAL, V. & NAIK, N. (1998), *On taking the "Alternative" route: Risks, reward Style and Performance persistence of Hedge Funds*, LBS.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, (1999a), *Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions*, Nr. 45, Januar.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999b), *Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and securities*, Nr. 48, Februar.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999c), *Sound Practices for Banks' Interactions with highly Leveraged Institutions*, Nr. 46, Januar.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999d), *Best Practices for Credit Risk Disclosure*, Nr. 53, Juli.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999e), *Credit Risk Modelling: Current Practices and Applications*, Nr. 49, April.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999f), *Principles for the Management of Credit Risk*, Nr. 54, Juli.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999g), *Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Nr. 60, Oktober.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT (1999h), *The global OTC derivatives market at end-December 1998*, in Regular OTC Derivatives Market Statistics, Juni.
- BATES D., R. CRANE (1998), *Valuing the Futures Market Clearinghouse's Default Exposure during the 1987 Crash*, NBER Working Paper 6505.
- BEKIER M. (1996), *Marketing of Hedge Funds*, University of St. Gallen, Verlag Paul Haupt, Bern.
- BROWN, S.; GOETZMANN. W. & PARK, J. (1998), *Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997*.
- BROWN, S.; GOETZMANN, W. & IBBOTSON, R. (1998), "Offshore Hedge Funds: Survival & Performance 1989-1995", in *Journal of Business*, 1998.
- COMMITTEE ON PAYMENT and SETTLEMENT SYSTEMS - BIS (1997), *Clearing arrangements for exchange-traded derivatives*, Nr. 23, März.
- COMMITTEE ON PAYMENT and SETTLEMENT SYSTEMS and THE EURO-CURRENCY STANDING COMMITTEE-Joint report (1998), *Report on OTC Derivatives: Settlement procedures and counterparty risk management*, Nr. 27, September 1998.
- COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP-CRMPG (1999), *Improving counterparty risk management practices*, Juni.
- DERIVATIVES POLICY GROUP-DPG (1995), "Una proposta di autoregolamentazione degli strumenti derivati *over the counter*", *Banca Impresa e Società*, Nr.3.
- EICHENGREEN, B. & MATHIESON, D. (1998), *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, Occasional paper IMF.

- FUNG, W. & HSIEH, D. (1997), "Empirical characteristics of dynamic trading strategies: The case of hedge funds", in *Review of financial studies*, Band 10 (Sommer).
- GROSS, F., *Systematic risk in the derivatives market*,
http://econ.duke.edu/Journals/dje/dje_96/mac7/.html.
- GROSS, M. (1995), "Funds of funds", in: Lederman, J./Klein R., *Hedge Funds: Investment and portfolio strategies for the institutional investor*, Irwin Professional Publishing.
- GROUP OF THIRTY, GLOBAL DERIVATIVES STUDY GROUP (1993), *Derivatives: practice and principles*, Juli.
- HILLS, B.; RULE, D. & PARKINSON, S. (1999), "Central counterparty clearing houses and financial stability", in *Financial Stability Review*, Juni 1999.
- IOSCO COMMITTEE, (1999), *Hedge Funds and other HLIs*.
- ISDA (1992), *Confirmation for OTC Equity Index Option Transactions*, in www.isda.org.
- ISDA (1994), *Confirmation of OTC Single Share Option Transaction*, in www.isda.org.
- ISDA, *Confirmation of OTC Credit Swap Transaction - Single Reference Entity - Non-Sovereign*, in CREDIT DERIVATIVES DOCUMENTATION in www.isda.org.
- KODRES, L.E. & PRITSKER, M. (1997), *Directionally-Similar Position Taking and Herding by Large Futures Market Participants*, Washington, International Monetary Fund and Board of Governors of the Federal Reserve System.
- KPMG (1998), *The coming evolution of the Hedge Fund Industry*, RR Capital Management Corp.
- KUPIEC, P.H. (1997), *Margin requirements, Volatility and Market Integrity: What have we learned since the Crash?*, Federal Reserve Board of Governors Working Paper, April.
- NICHOLAS, J. (1995), "Structuring a Hedge Fund Investment Portfolio", in: Lederman J. & Klein R., *Hedge Funds: Investment and portfolio strategies for the institutional investor*, Irwin Professional Publishing.
- REPORT OF THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS (1994), *An Assessment of Developments with Potential Implications for Market Price Dynamics and systemic Risk*.
- REPORT OF THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, DEPARTMENT OF THE TREASURY, BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (1999), *Hedge funds, Leverage, and the Lessons of LTCM*.
- REPORT OF THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (1999), *Hedge Funds and other Highly Leveraged Institutions*, November.
- SCHNEEWEIS, T. (1998), "Dealing with Myths of Hedge Fund Investment", *The Journal of alternative Investment*, Winter.
- SHEN, P. (1997), "Settlement risk in Large-Value Payment Systems", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Second Quarter.
- TELSER, L. (1981), "Margins and futures contracts", in *Journal of Futures Markets*, Nr. 1.

WEI, S. & KIM, J. (1997), *The Big Players in the Foreign Exchange Market: Do they Trade on Information or Noise ?*, NBER Working Paper 6256.

YOSHIKUNI REPORT (1996), *Proposals for improving global derivatives market statistics*, Nr. 6, Juli.

Presseartikel

“Hedge funds seek respectability”, *The Economist*, 20.-26. November, 1999;

“A hitchhiker’s guide to hedge funds”, *The Economist*, 13.-19. Juni, 1998;

“Turmoil in Finanzmärkte”, *The Economist*, 17.-23. Oktober, 1998;

“Hedge funds”, *Financial Times*, 4. Juni 1999;

“Funds of the future”, *Financial Times*, 9. August 1999;

“Hedge funds set to bloom”, *Financial Times*, 28. Juli 1999;

“Hedge funds target Europäischen Pensions”, *The Wall Street Journal Europa*, 19. November 1999;

“Merger-Arbitrage funds gain popularity in Europa”, *The Wall Street Journal Europa*, 14. Dezember 1999.

Kapitel 3

Markttransparenz sowie Messung und Steuerung von Risiken

3.1. Markttransparenz

3.1.1. Probleme der Markttransparenz aus unterschiedlicher Sicht

Die Offenlegung von Information über die finanzielle Lage von Ländern und die Risikoexposition von Banken und Wertpapierfirmen ist in jüngster Zeit wieder stärker in den Blickpunkt gerückt. Dabei besteht Einstimmigkeit im Hinblick auf die Notwendigkeit zur Verbesserung der Transparenz.

Dem liegt vor allem der Gedanke zugrunde, dass „gut informierte Investoren, Einleger, Kunden und Gläubiger ein Kreditinstitut zur Einhaltung einer strengen Marktdisziplin beim Management seiner Geschäfte und Risiken veranlassen können ...“⁵⁴. Anders ausgedrückt, stellt die Transparenz eine notwendige Ergänzung der Beaufsichtigung dar, die sie zugleich stärkt, indem sie zur Verbesserung der finanziellen Solidität von Kreditinstituten und zu mehr öffentlicher Rechenschaftspflicht beiträgt. Mittlerweile laufen eine Reihe von internationalen und einzelstaatlichen Initiativen auf diesem Gebiet, die vom Baseler Ausschuss, den Finanzministern der G7-Gruppe, den Bankpräsidenten der G10-Gruppe sowie internationalen Finanzinstitutionen wie dem Internationalen Währungsfonds und der Weltbank ins Leben gerufen wurden. Alle diese Initiativen haben zu Fortschritten auf diesem Gebiet aufgerufen.

In den folgenden Abschnitten soll ein Überblick über die verschiedenen zur Zeit laufenden Initiativen vermittelt werden. Die Frage der Offenlegung von Informationen wird sowohl aus makro- als auch aus mikroökonomischer Sicht beleuchtet. Bei einer mikroökonomischen Betrachtungsweise ist es hilfreich, die Standpunkte sowohl der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden von Banken und Wertpapierfirmen als auch der Gremien für Grundsätze der Rechnungslegung in die Erörterungen einzubeziehen.

Als besonders kritisch hat sich in den letzten Jahren die Frage der Offenlegung von Informationen in den Bereichen Wertpapierhandel, Derivate und Kredite im Zusammenhang mit Portfolio-Management und Kreditrisikobewertung erwiesen.

Angesichts der Anzahl der beteiligten Institutionen besteht das Ziel darin, einen klaren und umfassenden Überblick nach dem aktuellen Stand der Technik zu vermitteln und die Schlüssigkeit der verwendeten Verfahren zu bewerten. Auf diese Weise hoffen wir, die Aufmerksamkeit der Leser auf die derzeit auf dem Prüfstand stehenden Fragen sowie auf mögliche Änderungen zu lenken, damit sich die Vertreter der Europäischen Gemeinschaft besser in die Arbeit der entsprechenden Arbeitsgruppen und Entscheidungsgremien einbringen können.

⁵⁴ Siehe Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht und Technischer Ausschuss der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden, 1999.

3.1.2. Bekanntgabe von makroökonomischen Informationen

Die Veröffentlichung von umfassenderen makroökonomischen Informationen und Finanzdaten gilt als wichtiger Schritt auf dem Wege zu einem effizienteren und stabileren internationalen Finanzsystem und somit als ein Instrument für solidere makroökonomische Politik. Innerhalb der internationalen Gemeinschaft besteht weitgehend Konsens darüber, dass die Transparenz und Datenqualität verbessert werden muss. Schwerpunktbereiche für eine Offenlegung der Finanzdaten sind dabei die internen Rückstellungen, die Auslandsverschuldung, die Kapitalströme sowie die Kennzahlen zur Stabilität des Finanzsektors der Länder.

In den letzten Jahren wurden verschiedene Initiativen zur Erreichung dieser Ziele ins Leben gerufen.

A) Traditionelle Instrumente: SDDS und GDDS

Im März 1996 verabschiedete der IWF einen spezielle Standard für die Veröffentlichung von Daten Special Data Dissemination Standard (SDDS) und im Dezember 1997 etablierte er ein Allgemeines System zur Datenveröffentlichung General Data Dissemination System (GDDS) – mit dem Ziel, die Verfügbarkeit von zeitnahen und umfassenden Statistiken zu verbessern und diese öffentlich zugänglich zu machen⁵⁵. Mit der Existenz dieses zweistufig aufgebauten Systems mit parallelen Gremien, die auf dem Gebiet der Datenveröffentlichungsstandards tätig sind, wird anerkannt, dass der Entwicklungsstand der Statistiksysteme in den einzelnen Ländern unterschiedlich sein kann. Folglich werden auch unterschiedliche Bezugsrahmen benötigt.

Während der SDDS-Standard für Länder bestimmt ist, die bei der Datenqualität bereits hohen Anforderungen gerecht werden, und den Schwerpunkt auf die reale Wirtschaft, den öffentlichen Sektor, den Finanzsektor und die Außenwirtschaft legt, ist das GDDS-System breiter angelegt und umfasst auch soziodemographische Daten.

Dabei ist davon auszugehen, dass diese beiden Systeme in regelmäßigen Abständen überprüft und angepasst werden müssen, um den Veränderungen im globalen Umfeld Rechnung tragen zu können. Die jüngsten internationalen Finanzkrisen haben auch die Notwendigkeit von Veränderungen deutlich gemacht⁵⁶. Folglich vereinbarte das Exekutivdirektorium des IWF im Dezember 1998 und im März 1999 den SDDS-Standard im Hinblick auf Fremdfinanzierung und internationale Währungsreserven auszubauen und Monitoring-Verfahren zu entwickeln⁵⁷.

⁵⁵ Seit September 1996 informiert der IWF über die Standards der Datenveröffentlichung im Internet auf Bulletin Boards (www.dsbb.IWF.org) Beide Systeme entstanden im Anschluss an einen umfassenden weltweiten Konsultationsprozess mit Anbietern von statistischen Daten und Nutzergruppen. Durch die öffentliche Bereitstellung von umfassenden und zeitnahen Daten sollen Marktteilnehmer in die Lage versetzt werden, die Daten der potentiellen Kreditnehmer mit vereinbarten Benchmark-Kennziffern zu vergleichen. Damit sollen fundiertere Kredit- und Investitionsentscheidungen sowie eine stärkere Rechenschaftspflicht der Entscheidungsträger gefördert werden, um so die wirtschaftliche Leistungskraft zu stärken.

⁵⁶ In ihrer Erklärung vom 30. Oktober 1998 billigen die Finanzminister und der Rat der Gouverneure der Zentralbank die aktuellen Bemühungen des IWF zur Stärkung des SDDS-Systems, einschließlich der Bereitstellung von umfassenderen Informationen zu Rückstellungen und besseren Statistiken zur Auslandsverschuldung sowie zu den internationalen Investitionspositionen der Länder. Selbst im Bericht der G7-Finanzminister an den Kölner Wirtschaftsgipfel (Juni 1999) spielte die Frage der Verbesserung von Transparenz und der Verbreitung von nachahmenswerten Praktiken eine Rolle.

⁵⁷ Der erweiterte SDDS-Standard tritt im April 2000 in Kraft.

Mit dem neuen IWF-Fianzierungsmechanismus der vorsorglichen Kreditlinien (CCL) wurde ein starker Anreiz zur Einhaltung von international anerkannten Offenlegungsstandards geschaffen. Er bietet eine vorsorgliche Kreditlinie zur Abwehr des Übergreifens von Ansteckungsprozessen der internationalen Finanzmärkten, ist aber auf die Mitglieder beschränkt, die die Datenveröffentlichungsstandards erfüllen. Diese Lösung findet bei verschiedenen Akteuren starke Unterstützung⁵⁸.

B) Ein neues Instrument: die „Transparenz-Berichte“

Die Souveränität von Staaten bedingt jedoch, dass kein Land zur Offenlegung von Informationen gezwungen werden kann. Da Transparenz nicht zwingend vorgeschrieben werden kann, wird ersatzweise auf das Prinzip der „Transparenz über die Transparenz“ zurückgegriffen. Auf dieser Grundlage empfiehlt der G22-Bericht, dass der IWF – im Rahmen seiner Artikel-4-Konsultationen – für jedes Land einen Transparenz-Bericht erstellt, in dem dargelegt wird, inwieweit die Wirtschaft den Offenlegungsstandards und Verhaltenskodexen gerecht wird. Vom IWF sind bereits Testberichte über die Einhaltung von Standards und Kodexen (ehemals als „Transparenz-Berichte“ bezeichnet)⁵⁹ herausgegeben worden, wobei die Fallstudien vom IWF in Zusammenarbeit mit den zuständigen Länderbehörden und in einigen Fällen mit Unterstützung der Weltbank erarbeitet werden.

C) Veröffentlichung von Daten zur Fremdwährungsliquiditätsposition öffentlicher Stellen

Im Hinblick auf statistische Informationen, die den Finanzmarktteilnehmern einen genaueren Einblick in die Fremdwährungsliquiditätssituation von öffentlichen Stellen vermitteln würden, hat der Ständige Euro-Währungsausschuss im vergangenen Jahr einen Vorschlag unterbreitet⁶⁰. Dabei wird davon ausgegangen, dass eine Verbesserung der Offenlegungspolitik der G10-Länder ähnliche Verhaltensweisen in den Schwellenländern befördern könnte.

Im März 1999 wurde das SDDS-System des IWF durch die Einführung einer Schablone zur Offenlegung der Nettodevisenreserven und der kurzfristigen Fremdwährungspassiva von Zentralregierungen gestärkt.

D) Veröffentlichung von Daten zur Auslandsverschuldung

Schließlich haben BIZ, IWF, OECD und Weltbank auf Forderungen zur Veröffentlichung von mehr Daten zur Auslandsverschuldung mit einer gemeinsamen Initiative reagiert⁶¹.

⁵⁸ Aus den Kommentaren und Vorschlägen im Anschluss an die Berichte über die internationale Finanzarchitektur vom Oktober 1998 hat sich die Notwendigkeit von Maßnahmen zur Durchsetzung internationaler Standards als eines von zwei Hauptproblemen herauskristallisiert. So empfiehlt der KMU-Sektor die Einführung von Sanktionen, indem z. B. die Gewährung von IWF-Finanzhilfen an ein Land von der Einhaltung internationaler Standards abhängig gemacht wird.

⁵⁹ Bisher wurden Pilotberichte zur Transparenz im Vereinigten Königreich und in Argentinien veröffentlicht, denen weitere folgen werden. Von Australien wurde ein eigener Transparenz-Bericht herausgegeben, in dem die Lage im Land aus australischer Sicht eingeschätzt wird.

⁶⁰ Siehe Ständiger Euro-Währungsausschuss, 1998a; 1998b und 1999.

⁶¹ Ziel der Initiative ist es, den Zugriff zu einem einzigen Datensatz zu erleichtern, der all die Daten vereint, die bisher von den beteiligten Institutionen separat erfasst und veröffentlicht werden. Das Projekt wird von der institutionsübergreifenden Task Force für Finanzstatistik durchgeführt, die unter Vorsitz des IWF steht und der neben der BIZ, dem IWF, der OECD und der Weltbank auch die Vereinten Nationen, die Europäische Zentralbank und Eurostat angehören.

Angesichts des bereits erwähnten Bedarfs umfasst die Veröffentlichung auch Angaben zu den internationalen Währungsreserven.

E) Transparenz und Rechenschaftspflicht internationaler Finanzinstitutionen

Ein spezifischeres und seit kurzem stark beachtetes Problem ist die Transparenz und Rechenschaftspflicht von internationalen Finanzinstitutionen⁶². Von ihnen wurden verschiedene Maßnahmen eingeleitet, um ihre Glaubwürdigkeit als Beförderer der Transparenz sowie ihre Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit zu stärken. Dabei finden diese Positionen starke Unterstützung, wie die Kommentare zu den Berichten über die Internationale Finanzarchitektur (August 1999) und die positive Resonanz auf Appelle der internationalen Finanzinstitutionen für mehr Transparenz belegen⁶³. Mittlerweile haben die internationalen Finanzinstitutionen verschiedene Maßnahmen zur Verbesserung ihrer Glaubwürdigkeit als Befürworter von Transparenz und zur Erweiterung ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit durchgeführt⁶⁴.

3.1.3. Probleme im Zusammenhang mit dem zunehmenden Bedarf nach Offenlegung und Transparenz

Das Prinzip der „Transparenz über die Transparenz“ und die Veröffentlichung der „Transparenz-Berichte“ können zu einem typischen Interessenskonflikt führen, wenn der IWF einerseits als vertraulicher Berater fungiert und gleichzeitig seine Einschätzungen veröffentlicht.

Eine andere offene „technische“ Frage bezieht sich auf die Entwicklung von Standards und die Überwachung ihrer Erfüllung. Dabei handelt es sich um eine anspruchsvolle Aufgabe, die erhebliche Mittel in erster Linie vom IWF, aber in bestimmtem Maße auch von allen anderen Beteiligten erfordern kann. Um eine höchstmögliche Effektivität der Offenlegungsinitiativen und des Einsatzes der knappen Mittel zu gewährleisten, bedarf es einer engen Koordinierung dieser unterschiedlichen Instrumente. Gleichzeitig sollten sich die Ergebnisse möglichst gut ergänzen.

Offen ist noch die Frage der Einbeziehung der Weltbank in die Erarbeitung von Fallstudien und die Durchsetzung von Standards außerhalb der IWF-Kerngebiete, um eine effektive Funktionsweise der Finanzsysteme zu gewährleisten.

Um feststellen zu können, ob sich die Mandate der internationalen Finanzinstitutionen überschneiden, ist es wichtig die jeweiligen Verantwortungsbereiche klar abzustechen.

Für den Erfolg des Vorhabens ist zudem die Zusammenarbeit aller Institutionen entscheidend. In ihrer Erklärung vom Oktober 1998 haben die Finanzminister der G-7 und die Gouverneure der Zentralbank den IWF, die Weltbank, die OECD sowie die internationalen Regulierungs- und Aufsichtsinstitutionen aufgerufen, eng zusammenzuarbeiten, um die Länder zu beraten und gegebenenfalls bei der Erfüllung von international vereinbarten Kodexen und Standards zu unterstützen. Ein interessantes Beispiel für Anreize zur Verbesserung der Offenlegungspolitik ist die Anerkennung internationaler Standards bei der Gewichtung von Risiken⁶⁵.

⁶² Siehe Bericht der Arbeitsgruppe zu Transparenz und Rechenschaftspflicht, Oktober 1998, Kapitel 4.

⁶³ Von den betroffenen Parteien wurden zahlreiche Vorschläge unterbreitet. Siehe „Comments on the Reports on the International Financial Architecture“, August 1999.

⁶⁴ Bezüglich des IWF siehe „Efforts to Improve Transparency and Accountability“ in IMF 1999a, 1999b.

⁶⁵ Siehe Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, 1999c, Anhang 2. In Artikel 9 vertritt der Ausschuss die Ansicht, dass die Banken nicht auf externe Bewertungen eines souveränen Kreditnehmers zurückgreifen sollten, wenn dieser keine ausreichenden Angaben zu seiner finanziellen und wirtschaftlichen Situation unterbreitet.

3.1.4. Offenlegungspolitik und Risikobewertung der Finanzinstitute aus dem Blickwinkel der Aufsichtsbehörde

In den Märkten wirken Disziplinierungsmechanismen, die die Maßnahmen der Aufsichtsbehörden begünstigen können, indem sie Banken, die ein effektives Risikomanagement betreiben, belohnen und andere, die auf diesem Gebiet inkompetent oder nachlässig handeln, bestrafen. In Anbetracht dieser Tatsache wurden die Offenlegungsanforderungen für Abteilungen von Finanzinstituten (in erster Linie Banken und Wertpapierfirmen) verschärft. Dies geschah im Rahmen eines breiten Projekts zur Stärkung der Architektur des internationalen Finanzsystems unter besonderer Berücksichtigung des privatwirtschaftlichen Sektors.

Die Fragen der Offenlegung und Bereitstellung von Daten, die die Sicherheit und Solidität von Bankensystemen befördern, an die Aufsichtsbehörden werden vom Baseler Ausschuss für die Bankenaufsicht ausführlich erörtert⁶⁶. Das Dokument soll Bankaufsichtsbehörden, Gesetzgebern und andere Institutionen, die mit der Festlegung von Standards befasst sind, eine allgemeine Richtschnur bei ihren Bemühungen zur Festlegung der ordnungspolitischen Rahmenbedingungen für die Offenlegungspolitik und die Berichterstattung an die Aufsichtsbehörden in die Hand geben. Darüber hinaus ist es auch als Richtschnur für den Bankensektor direkt gedacht.

Vor diesem Hintergrund wird Transparenz definiert als „die Offenlegung von belastbaren und zeitnahen Informationen, die die Nutzer dieser Informationen in die Lage versetzen, ein von der Bank verwendetes Verfahren präzise zu bewerten“. Diese Definition beinhaltet, dass Offenlegung allein nicht automatisch zu Transparenz führt.

Allen vorstehend genannten Empfehlungen zur Verbesserung der Transparenz im Bankensektor sind zwei Grundsätze gemein:

- i) der Umfang und Inhalt der Informationen und die Desaggregierungsebene und Detailgenauigkeit müssen der Größe und der Art der Bankgeschäfte angemessen sein,
- ii) die Messmethoden sind abhängig von den geltenden Rechnungslegungsstandards. Hier bedarf es sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene weiterer Anstrengungen.

Auch der Bericht der Arbeitsgruppe zu Transparenz und Rechenschaftspflicht enthält in einem Abschnitt, der sich mit Fragen der Transparenz und Rechenschaftspflicht des privatwirtschaftlichen Sektors beschäftigt, ausgehend von einer klaren Einschätzung der Schwachpunkte und Verbesserungsmöglichkeiten Empfehlungen für die weitere Verbesserung der Offenlegungspolitik von Banken und sonstigen Finanzmittlern. Dabei wird auch die Frage der Diskrepanzen zwischen Rechnungslegungsgrundsätzen und –standards angesprochen⁶⁷ und die hohe Priorität der Etablierung zuverlässiger Verfahren der Kreditbewertung, Dotierung von Rückstellungen für Kreditverluste und der Offenlegung von Kreditrisiken herausgestellt.

Demzufolge ist der Ausschuss der Meinung, dass ein souveräner Kreditnehmer nur dann auf eine Risikogewichtung von unter 100 % Anspruch hat, wenn er sich zur Einhaltung der SDDS-Standards des IWF verpflichtet, in denen die Veröffentlichung von Wirtschafts- und Finanzstatistiken durch die teilnehmenden Länder einschließlich für die internationalen Finanzmärkte geregelt ist.

⁶⁶ Siehe BIZ-Ausschuss zum globalen Finanzsystem, 1998.

⁶⁷ Für Einzelheiten siehe Abschnitt 3.1.4.

Gleichzeitig werden Initiativen unter Einbeziehung des privatwirtschaftlichen Sektors zur Verbesserung der internationalen Bankenstatistiken sowie der Informationen über die internationalen Risiken von Investitionsbanken, Hedging-Fonds und sonstigen institutionellen Anlegern gefordert. Schließlich erwähnt der Bericht auch noch die Notwendigkeit der Schaffung von Anreizen zur Nutzung diesbezüglicher Informationen, auf die in den Berichten der beiden anderen Arbeitsgruppen ausführlicher eingegangen wird.

Schließlich wird in den Kernprinzipien für effektive Bankenaufsicht die Rolle der Offenlegungspolitik von Banken als Grundsatz 21 festgeschrieben⁶⁸. Von Beratungsunternehmen für Aufsichtsbehörden wurden davon ausgehend zwei Fragen genauer unter die Lupe genommen:

- die Offenlegung der Handels- und Derivatgeschäfte von Banken und Wertpapierfirmen;
- die Offenlegung des Kreditrisikos und die Rechnungsführung und Offenlegung bei Darlehensgeschäften.

Zur ersten Frage können der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht und der Technische Ausschuss der IOSCO langjährige Erfahrungen bei der Überwachung und Behandlung des Problems einbringen. Beide Ausschüsse haben kürzlich ein Dokument mit dem Ziel veröffentlicht, die Transparenz aller wichtigen Handels- und Derivatgeschäfte von großen Banken und Wertpapierfirmen durch Leitlinien für eine angemessene Offenlegungspolitik zu befördern.

Bei der zweiten Frage, d.h. der Offenlegung des Kreditrisikos und der Rechnungsführung und Offenlegung bei Darlehensgeschäften, handelt es sich um ein Thema, das im Bankensektor und in den aufsichtrechtlichen Verfahren schon längere Zeit eine Rolle spielt. In diesem Zusammenhang wird der Vermittlung von nachahmenswerten Praktiken Bedeutung beigemessen, da das Zusammenspiel von geringer Kreditqualität und schlechtem Kreditrisikomanagement nach wie vor ein entscheidender Faktor bei Banken Krisen und Bankenzusammenbrüchen ist.

Zudem ist das Kreditrisiko nicht auf die Kreditgewährung beschränkt, sondern es kommt auch bei anderen Bankgeschäften Handel, Investitionstätigkeit, Liquiditätstransaktionen, Finanzierungen und Vermögensverwaltung – zum Tragen. Innovative Finanzverfahren führen zu neuen Kreditrisikomerkmale. Dadurch erhöht sich die Notwendigkeit, ein geeignetes Modell zur Bewertung dieser Risiken und zur Gewährleistung einer zeitnahen und korrekten Offenlegung der entsprechenden Daten zu entwickeln.

Zum Thema Kreditrisiko und den damit verbundenen Fragen hat der Baseler Ausschuss in jüngster Zeit eine Reihe von Dokumenten herausgegeben⁶⁹. All diese Dokumente verfolgen ein gemeinsames Ziel, nämlich zu gewährleisten, dass die Aktiva und Einkünfte der Banken fair und sorgfältig angegeben werden, um so zu einer korrekten Kapitalbewertung zu gelangen.

In diesem Zusammenhang stellen sich Fragen nach einer Rechnungslegung auf der Grundlage

⁶⁸ Dieser Grundsatz besagt, dass die Bankenaufsicht davon ausgehen können muss, dass jede Bank über eine ordnungsgemäß Buchführung in Übereinstimmung mit schlüssigen Rechnungslegungsverfahren und –methoden verfügt, die es der Aufsichtsbehörde ermöglicht, sich ein korrektes und faires Bild von der finanziellen Situation dieser Bank und der Rentabilität ihrer Geschäftstätigkeit zu machen und dass die Bank regelmäßig Finanzabschlüsse veröffentlicht, die ihre Verhältnisse angemessen widerspiegeln. Siehe Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, 1999a.

⁶⁹ Siehe Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, 1999d, 1999e, 1999f, 1999g.

des „*fair value*“ (Marktwertes) der Finanzinstrumente, einschließlich Darlehensportfolio und Offenlegung des „*fair value*“ sowie nach neuen Ansätzen der Rückstellungsdotierungen für Kreditrisiken ausgehend von internen Kredit-Ratings. Diese aufsichtsrechtlichen Prinzipien können nicht losgelöst von den Rechnungslegungsverfahren und –kriterien betrachtet werden, die von zuständigen Standardisierungsgremien auf internationaler und nationaler Ebene festgelegt werden.

3.1.5. Rechnungslegungsinitiativen auf internationaler Ebene

Die Qualität von Rechnungslegungsstandards hat direkten Einfluss auf die Zuverlässigkeit der verfügbaren Finanzinformationen auf nationaler und internationaler Ebene. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Informationen die Zunahme bestimmter Finanzgeschäfte - der derivativen Kontrakte - an den internationalen Märkten betreffen.

Auf internationaler Ebene könnte man die Problematik der Bilanzierung von Derivaten unterteilen in institutionelle und private Initiativen. Einerseits kommen die sachdienlichsten Beiträge von den UNCTAD-Foren und den Veröffentlichungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Andererseits ist auf zwei supranationale Einrichtungen zu verwiesen, die eine Reihe privater Vereinigungen vertreten: das in den USA ansässige Financial Accounting Standard Board (FASB) und das International Accounting Standard Committee (IASC) mit Sitz in Europa. Diese Organisationen haben zwei Gruppen von Rechnungslegungsstandards veröffentlicht, die Fragen der Offenlegung und der Bilanzierung von Finanzinstrumenten betreffen. Die in den USA geltenden Standards beziehen sich vor allem auf den Statement of Financial Accounting Standard (FAS) Nr. 133 und Nr. 137, während für Europa der International Accounting Standard (IAS) Nr. 32 und Nr. 39 maßgeblich ist. Diese Standards schließen die Lücke bei den Regelungen für die Bilanzierung von Derivaten und stellen Grundsätze für die Erkennung und Bewertung derivativer Kontrakte bereit, die insgesamt kohärent sind. Damit die betreffenden Regelungen wirksam werden können, gilt es jedoch noch eine Reihe von Hindernissen zu überwinden.

Einige der in diesem allgemeinen Überblick enthaltenen Beiträge zur Frage der Bilanzierung von Derivaten auf nationaler Ebene beruhen auf den in Frankreich, Japan, Kanada und im Vereinigten Königreich gemachten Erfahrungen⁷⁰. Abgesehen von diesen weitreichenden Initiativen ist es auch sehr interessant, die Rolle und den Beitrag von Fachverbänden zu betrachten, die in einigen Fällen einen Oppositionskurs gegenüber den Kriterien der einschlägigen Standardisierungsgremien vertreten.

3.1.5.1. Die Position der Vereinten Nationen zur Offenlegung von Finanzdaten durch Banken und die Initiativen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich

Kürzlich hat die UNCTAD ein Dokument mit den Tagungsberichten eines UNCTAD-Forums zur Problematik der Offenlegung von Finanzdaten durch Banken herausgegeben⁷¹.

⁷⁰ Siehe „The Handbook of the Canadian Institute of Chartered Accountants Section 3860, Financial Instruments - Disclosure and presentation“; Guideline D-6 „Derivative Disclosure“ des Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI), Oktober 1995. Siehe die Richtlinien Frankreichs für die Offenlegung von Marktdaten des Nationalen Rates für Rechnungslegung (CNC), Mitteilung Nr. 98/05 und Empfehlung Nr. 98.R.01. Siehe „Neue Regelungen für die Bilanzierung von Börsengeschäften nach dem Marktwert“, Schweiz: „Leitlinien für das Risk Management Trading und die Verwendung von Derivaten“, 1996. Siehe auch „Derivatives and other financial instruments: disclosure“, Financial Reporting Standard (FRS) Nr. 13, UK Accounting Standard Board, September 1998.

⁷¹ Siehe: UNCTAD, 1997.

Das Hauptanliegen, das diesem Dokument zugrunde liegt, wird wie folgt zusammengefasst:

Rechnungslegungsgrundsätze zwingen zur Offenlegung, und eine bessere Offenlegung fördert ein besseres Management und stellt die für die Risikosteuerung benötigten Informationen bereit. Deshalb kann die Verwendung internationaler Standards zur finanziellen Stabilität und Solidität des Bankensektors beitragen.

Dieser Satz zeigt, dass man weltweit von der Bedeutung eines in sich geschlossenen, einheitlichen und international annehmbaren Regelwerks für Verfahren zur Bilanzierung von Finanzinstrumenten und Derivaten überzeugt ist. Daher sollen durch die Transparenz und Offenlegung von Finanzabschlüssen die Systemrisiken an den internationalen Finanzmärkten verringert und weltweite Wirtschafts- und Finanzkrisen verhindert werden.

Die BIZ-Initiativen auf dem Gebiet der Rechnungslegungspflichten bei Derivaten lassen sich zwei Hauptrichtungen zuordnen. Dabei kommt den Aktivitäten der BIZ-Arbeitsgruppe für Transparenz und Rechenschaftspflicht ein hoher Stellenwert zu. Die Arbeitsgruppe hat im Oktober 1998 ein Dokument mit Berichten über die internationale Finanzarchitektur) herausgegeben. Das wichtigste Ergebnis dieses Dokuments war eine Reihe von Offenlegungsempfehlungen für den privatwirtschaftlichen Sektor, die nationalen Behörden und die internationalen Finanzinstitutionen⁷². Insbesondere was den privatwirtschaftlichen Sektor betrifft, wird in dem Dokument nachdrücklich darauf verwiesen, dass es wichtig ist, *die Sachdienlichkeit, Zuverlässigkeit, Vergleichbarkeit und Verständlichkeit der vom privatwirtschaftlichen Sektor offengelegten Informationen zu verbessern*⁷³. Dies zielt offensichtlich darauf ab, *der Befolgung qualitativ anspruchsvoller Rechnungslegungsgrundsätze Vorrang einzuräumen*. Die Rechnungslegungsgrundsätze und -standards müssen eine *nützliche, sinnvolle und verständliche* Offenlegung unterstützen. Zu diesem Zweck muss die Offenlegung auf fünf Eckpfeilern beruhen:

- 1) *Aktualität;*
- 2) *Vollständigkeit;*
- 3) *Einheitlichkeit;*
- 4) *Risikomanagement;*
- 5) *Prüfungs- und Kontrollverfahren.*

Darüber hinaus empfiehlt die Arbeitsgruppe, dass Unternehmen des privatwirtschaftlichen Sektors die nationalen Rechnungslegungsvorschriften einhalten. Dies ist ein weiterer Beleg für die Anerkennung der maßgeblichen Rolle der International Accounting Standards.

Auch der gemeinsame Bericht des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht und des Technischen Ausschusses der IOSCO sollte berücksichtigt werden. In ihrer jüngsten Veröffentlichung vom Oktober 1999 gaben die beiden Institutionen eine Reihe von Empfehlungen, die Banken und Wertpapierunternehmen übermittelt wurden. Dabei handelte es sich unter anderem um Empfehlungen zu Rechnungslegungs- und Bewertungsmethoden⁷⁴, die sich auf Aufgaben im Zusammenhang mit offen zu legenden Informationen über die

⁷² Daher erscheint die Verbreitung von allgemein anerkannten internationalen Rechnungslegungsstandards gerechtfertigt. In Anhang 1, Kasten 3.1.1 sind die wichtigsten Empfehlungen dieser Arbeitsgruppe zusammengefasst.

⁷³ Siehe: BIS Working Group on Transparency and Accountability, 1998.

⁷⁴ In Anhang 3, Kasten 3.1.2 sind diese Empfehlungen im Überblick dargestellt.

Verwaltung und Bilanzierung von Derivaten beziehen (Bilanzierungsstrategien und Methoden der erfolgswirksamen Verbuchung von Derivaten im Handelsbestand bzw. Derivaten, die nicht zum Handelsbestand gehören, Kriterien für das „Hedge Accounting“, Strategien und Verfahren zur Verrechnung der Verbindlichkeiten aus Derivat-Geschäften...).

3.1.5.2. Financial Accounting Standard - (FAS) Nr. 133 und Nr. 137

Das Financial Accounting Standards Board (FASB) ist die zur Festlegung von Rechnungslegungs- und Bilanzierungsstandards in den Vereinigten Staaten befugte Organisation des privatwirtschaftlichen Sektors. Ziel des FASB ist die Erarbeitung und Weiterentwicklung von Rechnungslegungs- und Bilanzierungsstandards, um der Öffentlichkeit, einschließlich Emittenten, Prüfern und Nutzern von Finanzinformationen, eine Richtschnur in die Hand zu geben und Einblicke in die Problematik zu vermitteln.

Im Juni 1998 nahm das FASB den „Statement of Financial Accounting Standard“ Nr. 133 mit dem Titel „Accounting for derivatives instruments and hedging activities“ (Bilanzierung von derivativen Finanzinstrumenten und Absicherungsgeschäften) an⁷⁵. Dieser hätte am 15. Juni 1999 in Kraft treten sollen, aber sein Inhalt war so innovativ, dass das Board beschloss, ein weiteres Dokument herauszugeben (FAS Nr. 137), um den Zeitpunkt des Inkrafttretens zu verschieben. Tatsächlich setzte das Financial Accounting Board das Statement Nr. 133 über derivative Finanzinstrumente und Hedging erst für die nach dem 15. Juni 2000 beginnenden Geschäftsjahre in Kraft unter Hinweis auf Befürchtungen, dass die Unternehmen nicht in der Lage sein könnten, rechtzeitig ihre Informationssysteme umzustellen und ihre Führungskräfte zu schulen. Der mit dem FASB Statement Nr. 137 bekannt gegebene Aufschub gilt für Quartals- und Jahresabschlüsse.

Statement Nr. 133 legt Rechnungslegungs- und Bilanzierungsstandards für derivative Finanzinstrumente - einschließlich einiger derivativer Finanzinstrumente, die in anderen Kontrakten enthalten sind (insgesamt als „Derivate“ bezeichnet) - und für das Hedging fest. Sein Inhalt umfasst im Wesentlichen folgende Punkte:

- a) die *Definition* der Begriffe „*financial/derivative instruments*“ (*Finanzinstrumente/Derivate*) und „*fair value*“;
- b) die *Erfassung* dieser Instrumente in den Bilanzen/Jahresabschlüssen;
- c) die *laufende Bewertung* dieser Instrumente und
- d) die *Bilanzierung von Absicherungsgeschäften (Hedging)*.

Derivative Finanzinstrumente stellen Rechte bzw. Verpflichtungen dar, die die Definition von Forderungen bzw. Verbindlichkeiten erfüllen und in den Jahresabschlüssen auszuweisen sind. Jedes Unternehmen muss Derivate entweder als Forderungen oder als Verbindlichkeiten verbuchen und zum „*fair value*“ bewerten. Darüber hinaus ist jedes Unternehmen verpflichtet, offen zu legen, aus welchen Gründen es Derivate hält oder ausgibt. Es sollte seine Risikomanagementstrategien darlegen und die Positionen bzw. Geschäfte nennen, die abgesichert werden sollen. Derivate können ausgewiesen werden als:

- a) Absicherung des Risikos von Änderungen des „*fair value*“ verbuchter Forderungen bzw. Verbindlichkeiten oder nicht eingestellter fester Übernahmeverpflichtungen;

⁷⁵ Vor dem Erlass des Standards wurde das Diskussionspapier „Accounting for derivatives and similar financial instruments and for hedging activities“ veröffentlicht, das zu einer Reihe von Kommentaren Anlass gab. Siehe hierzu: Boyd, J.F. et al., 1996, Sharpe, M., 1996.

- b) Absicherung des Risikos von Cash-Flow-Schwankungen geplanter Transaktionen;
- c) Absicherung des Währungsrisikos von Nettoinvestitionen in Auslandsgeschäfte, nicht verbuchten festen Übernahmeverpflichtungen, handelbaren Wertpapieren oder geplanten Fremdwährungstransaktionen.

Für jedes derivative Finanzinstrument, das nicht der Risikoabsicherung dient, ist der Zweck des betreffenden Kontrakts zu nennen. Je nach der ausgewiesenen Verwendung der Derivate ist die entsprechende Verbuchung vorgegeben. Schließlich sind die Erträge aus den einzelnen Derivaten offen zu legen.

3.1.5.3. *International Accounting Standards (IAS) Nr. 32 und Nr. 39*

Das International Accounting Standard Committee ist eine unabhängige Organisation des privaten Sektors, der Vertreter von 143 Organisationen der wirtschafts- und steuerberatenden Berufe aus 103 Ländern angehören. Die Europäische Kommission hat Beobachterstatus im IASC-Board, das die International Accounting Standards (IAS) verabschiedet. Im Juni 1995 hat das International Accounting Standard Committee (IASC) den International Accounting Standard (IAS) Nr. 32 herausgegeben. Er enthält:

- a) die Klassifikation von Finanzinstrumenten und Verbindlichkeiten bzw. Eigenkapital nach den Emittenten und die Klassifikation der daraus resultierenden Zinsen, Dividenden, Gewinne und Verluste;
- b) die Verrechnung der finanziellen Vermögenswerte und der finanziellen Verbindlichkeiten;
- c) die Offenlegungserfordernisse in Bezug auf
 - Konditionen und Bilanzierungsverfahren für Finanzinstrumente;
 - Angaben über das Zinsänderungsrisiko und das Kreditrisiko;
 - den „fair value“ von bilanzwirksamen und bilanzunwirksamen Finanzinstrumenten.

Eine konsolidierte Fassung dieses Dokuments wurde im Dezember 1998 herausgegeben. Damals nahm das IASC-Board den IAS Nr. 39, „Financial Instruments: recognition and measurement“ (Finanzinstrumente: Erfassung und Bewertung) an. Dieser Standard legt Offenlegungsanforderungen im Hinblick auf die Ziele und Strategien des finanziellen Risikomanagements fest. Ziel des Dokuments ist es, *Grundsätze für die Verbuchung, Bemessung und Offenlegung von Informationen über finanzielle Vermögenswerte und finanzielle Verbindlichkeiten festzuschreiben*. Dabei handelt es sich um den ersten umfassende Standard des IASC zu diesem Thema. Er gilt für Finanzabschlüsse zu am 1. Januar 2001 oder danach beginnende Geschäftsjahre. Vor diesem Zeitpunkt darf der Standard nur ab Beginn eines Geschäftsjahres angewandt werden, das nach dem Datum seines Erscheinens, d. h. dem 15. März, endet

Da es im Bereich der Rechnungslegung zwei Standardisierungsgremien gibt (eins in Europa und eins in den USA), die umfassende Standards für die Bilanzierung und Bewertung von Finanzinstrumenten annehmen, steht im Mittelpunkt der internationalen Debatte die Frage, worin die Unterschiede und die Gemeinsamkeiten dieser Standards bestehen. Aus Tabelle 3.1.3. ist unschwer zu erkennen, dass die IASC- und FASB-Standards nur sehr geringe Unterschiede aufweisen. Darüber hinaus betreffen die Unterschiede eher *formale* als *inhaltliche* Aspekte (z. B. den Unterschied bei der Bilanzierung von Absicherungsmaßnahmen gegen Cash-Flow-Risiken). Die Hauptsäulen sind:

- a) die Verbuchung von derivativen Kontrakten als Finanzinstrumente, die *in der Bilanz zu erfassen sind*, und
- b) die Bewertung von derivativen Kontrakten ebenso wie die der meisten anderen Finanzinstrumente zum „*fair value*“.

Für viele Länder sind diese Standards sehr innovativ. In einigen Fällen können erhebliche (und kostenaufwändig) Änderungen der Informationssysteme und Rechnungslegungsverfahren erforderlich sein, was seinen Ausdruck in der Ablehnung vieler Berufsverbände gegenüber dem „*fair value*“ als Bewertungskriterium für derivative Kontrakte findet,

3.1.5.4. Initiativen der Berufsorganisationen

Dieser Abschnitt enthält eine kurze Beschreibung der wichtigsten Initiativen großer Berufsorganisationen, die sich mit Fragen der Bilanzierung von Derivaten befassen.

Das *International Accounting Practices Committee (IAPC) der IFAC* überarbeitet derzeit die in seinen *International Standards on Auditing (ISA)* enthaltenen Verweise auf Derivate. Das Projekt soll in einem Jahr abgeschlossen sein. Im September gab das *Financial and Management Accounting Committee (FMAC)* des IFAC die Studie Nr. 4 mit dem Titel „*Reporting Treasury Performance - A Framework for the Treasury Practitioner*“ (Die Bilanzierung von Finanzergebnissen - Ein Rahmen für den Finanzpraktiker) heraus. Das Dokument enthält eine kurze Beschreibung der Derivate und der mit ihnen verbundenen Risiken (Kontrahentenrisiko und Marktrisiko). Das IFAC verweist darauf, dass Rechnungslegungsstandards sowie Fragen im Zusammenhang mit der Offenlegung in den Zuständigkeitsbereich des *International Accounting Standards Committee (IASC)* fallen.

Der Verband *International Association of Treasurers (IT)* hatte sich als einer der ersten Verbände dafür ausgesprochen, das Inkrafttreten des FAS Nr. 133 zu verschieben⁷⁶. Um dieser Forderung Nachdruck zu verleihen, führte er Ende November 1998 eine Erhebung (unter der Bezeichnung „*FAS 133 Survey*“) durch, um zu klären, inwieweit die Finanzabteilungen der Unternehmen auf diesen Schritt vorbereitet wären. Gleichzeitig ging es darum, einige der unmittelbaren Auswirkungen des neuen Standards zu bewerten. Die Ergebnisse, die auf den Antworten einer repräsentativen Stichprobe führender multinationaler Konzerne aus den USA beruhen, zeigen im Wesentlichen folgende Trends auf:

- a) Die meisten Unternehmen planten, FAS 133 fristgerecht, jedoch nicht vorfristig einzuführen (Siehe Diagramm 3.1.3.).
- b) Die überwältigende Mehrheit der Finanzabteilungen verfügte nicht über Systeme, die die Anwendung von FAS 133 unterstützen, und ging zumeist davon aus, die bestehenden Systeme aufrüsten zu müssen (Siehe Diagramm 3.1.4.);
- c) Die meisten Befragten rechneten damit, ihre Risikomanagementstrategie ändern zu müssen, um den Anforderungen von FAS 133 zu entsprechen, und äußerten die Vermutung, dass der Standard eher einem buchtechnischen als einem betriebswirtschaftlichen Hedging Vorschub leisten würde.
- d) Die meisten Finanzmanager sahen Unterschiede bei den Verfahren zur Umsetzung der Bilanzierung von Derivaten (schwieriger bei Swaps, einfacher und wesentlich interessanter bei Termingeschäften).

⁷⁶ Siehe: www.fas133.com.

Darüber hinaus legte der Verband International Association of Treasurers dem FASB in einem Schreiben die wichtigsten Gründe dar, weshalb die Unternehmen Schwierigkeiten haben könnten, den FAS 133 rechtzeitig zum vorgesehenen Termin am 1. Januar 2000 umzusetzen, und schlugen Alternativen zu einer vollständigen Verschiebung des Inkrafttretens vor. Ferner stellte der Verband Nachforschungen bezüglich der voraussichtlichen Auswirkungen des Standards FAS 133 auf die Risikomanagement-Verfahren an und kam dabei zu folgenden Schlussfolgerungen:

- a) In den meisten Unternehmen ist das Projekt FAS 133 das größte Einzelprojekt der Finanzmanager für 1999, und
- b) es wird, obwohl es taktischer Art ist, umfangreiche Ressourcen und viel Zeit von Führungskräften binden.

Die meisten Unternehmen waren, insbesondere wenn das Geschäftsjahr am 30. Juni endete, nicht auf die Umsetzung von FAS 133 vorbereitet, und in den meisten Fällen war nicht mit einer fristgerechten Umsetzung zu rechnen⁷⁷.

Der *ISDA (International Swap and Derivatives Association)* obliegt es, im Interesse einer verbesserten Offenlegung und Transparenz bezüglich der Verwendung von Derivaten Standardkontrakte für die Marktteilnehmer herauszugeben, d. h. so genannte „Rahmenverträge“, die allgemeine Festlegungen zu den Konditionen von mit Händlern oder Endkunden getätigten OTC-Derivatgeschäften enthalten.

Anfang Oktober 1999 gab die *Joint Working Group of Banking Associations on Financial Instruments (JWG-BA)* ein Dokument mit dem Titel „Accounting for financial instruments for banks“ (Bilanzierung von Finanzinstrumenten durch Banken) als Grundlage für die Diskussion mit der *Joint Working Group of Standard Setters (JWG-SS)*⁷⁸ heraus. Die Arbeitsgruppe der Bankenverbände wurde speziell für die Diskussion mit den Standardisierungsgremien (d. h. mit der JWG-SS und zuvor mit dem IASC) geschaffen. Maßgeblich für die Herausgabe des JWG-BA-Dokuments war die

zunehmende Erkenntnis innerhalb des Bankgewerbes, dass die Standardisierungsgremien nicht erkannt haben, welche schwerwiegenden Bedenken in Bezug auf ihre radikalen Vorschläge für die Bilanzierung von Finanzinstrumenten bestehen. Die der Arbeit dieser Institutionen zugrunde liegende Prämisse, dass die Bewertung zum „fair value“ in jedem Fall die „überlegene“ Methode ist, wird von den Banken nicht akzeptiert. Ferner glauben die Banken nicht, dass seitens der öffentlichen oder professionellen Nutzer eine Notwendigkeit für dieses radikale Programm besteht.

Kurz gesagt, ist die JWG-BA also der Meinung, dass den Bedürfnissen der Nutzer von Finanzabschlüssen der Banken bereits mit den bestehenden Bilanzierungs-, Bewertungs- und Offenlegungspraktiken des Bankgewerbes Genüge getan wird.

Die *Fédération des Experts Comptables Européens (FEE)*⁷⁹ schließlich hat im Verlauf der

⁷⁷ Die Gründe für die Forderung nach Aufschub sind in Anhang 3, Kasten 3.1.5 dargestellt.

⁷⁸ Am 31. August 1999 gab diese Arbeitsgruppe ein Dokument mit dem Titel „Financial Instruments - Issues relating to Banks“ (Finanzinstrumente – bankenspezifische Fragen) heraus, um a) auf die allgemeine Bedeutung des „fair value“ gegenüber kostenorientierten Bemessungsgrundlagen für Finanzinstrumente, b) die Durchführbarkeit einer zuverlässigen Bewertung nach dem „fair value“, und c) die Unterschiede zwischen den Banken hinzuweisen. Wichtigstes Ergebnis dieses Dokuments war die Bestätigung der theoretischen und operativen Anwendung des „fair value“ als Bewertungsgrundlage für Derivative.

⁷⁹ Die *Fédération des Experts Comptables Européens (FEE)* ist eine repräsentative Organisation der wirtschafts-

Jahre sehr unterschiedliche Standpunkte zu diesen Fragen vertreten. In den Jahren 1996 und 1997 stand im Mittelpunkt der Diskussion insbesondere die Verschiedenheit der in den USA und in der EU angewandten Bilanzierungsverfahren für Derivate⁸⁰. Aus diesem Grund gab die FEE ein Dokument mit dem Titel „Accounting Treatment of Financial Instruments - a European perspective“ (Die Bilanzierung von Finanzinstrumenten - eine europäische Perspektive) heraus, das Empfehlungen für eine Änderung der EU-Richtlinie über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstitutionen im Hinblick auf eine genauere Verbuchung, Bewertung, Offenlegung und Ausweisung von Derivaten enthielt.

Diese Diskussion dauerte bis zur Veröffentlichung des „*FEE Discussion Paper on a Financial Reporting Strategy within Europe*“ (FEE-Diskussionspapier über eine Bilanzierungsstrategie in Europa) am 8. Oktober 1999 an. In diesem Dokument vertrat die FEE vehement einen sehr innovativen Standpunkt, d.h. sie unterstützte die *Arbeit des IASC* und äußerte die Überzeugung,

dass die IAS derzeit die beste Möglichkeit darstellt, eine welt- und europaweite Harmonisierung der Bilanzierungsstandards zu erreichen. Durch die Schaffung zusätzlicher Standardisierungsgremien auf regionaler Ebene oder durch Bilanzrichtlinien, die nicht mit den internationalen Entwicklungen Schritt halten, würde die Aussicht auf Verwirklichung dieses Ziels untergraben.

Daher kommt die FEE zu dem Schluss, dass den Unternehmen die Verwendung der IAS *anstelle der* nationalen GAAP (General Accepted Accounting Procedures) gestattet werden sollte, *ohne die Einhaltung der Bilanzrichtlinien zu fordern*. Zur Erreichung dieser Ziele schlägt die FEE die Schaffung einer neuen Einrichtung des Europäischen Beirats zur Koordinierung von Bilanzierungsfragen vor.

In Anbetracht all dieser Aspekte ergibt sich das ernst zu nehmende Problem, dass internationale Standards und Richtlinien der Europäischen Kommission nicht dieselbe Verbindlichkeit aufweisen. Mit der künftigen Empfehlung der Europäischen Kommission zur Offenlegung von Informationen über Finanzinstrumente wird die Sache noch komplizierter werden.

3.1.6. Rechnungslegungsinitiativen auf der Ebene der Europäischen Union

In diesem Abschnitt geht es um die Beschreibung der wichtigsten Initiativen der Institutionen der Europäischen Union in Bezug auf Grundsätze und Methoden zur Bilanzierung von derivativen Kontrakten. Die allgemeinen Grundsätze für Jahresabschlüsse und Rechnungslegungsstandards sind in folgenden Dokumenten verankert:

- a) Richtlinie Nr. 660 von 1978 über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen (Gesellschaftsrechtsrichtlinie);
- b) Richtlinie Nr. 635 vom 08.12.1986 über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten (Bankbilanzrichtlinie);
- c) Richtlinie Nr. 117 von 1989 über die Offenlegungspflichten der Zweigniederlassungen

und steuerberatenden Berufe in Europa, der derzeit die 38 wichtigsten Organisationen aus 26 Ländern, einschließlich der 15 EU-Mitgliedstaaten, Islands, Israels, Maltas, Monacos, Norwegens, Rumäniens, der Schweiz, Sloweniens, der Tschechischen Republik, Ungarns und Zyperns angehören.

⁸⁰ Siehe Azevedo, M. P., Lindley, D.M., 1997.

von Kreditinstituten und Finanzinstituten und

- d) Dokument Nr. 338 der Europäischen Kommission vom 24.07.1996, auch als „Grünbuch über Rolle, Stellung und Haftung des Abschlussprüfers in der Europäischen Union“ bekannt.

Die Bankbilanzrichtlinie schreibt vor, dass Banken und andere Finanzinstitute im Hinblick auf die Offenlegung einzelner Geschäfte eine einheitliche Behandlung in der Bilanz auch unter dem Strich gewährleisten müssen. In dieser Richtlinie schreiben die Mitgliedstaaten den Finanzinstituten vor, *„im Anhang alle unwiderruflichen Verpflichtungen zu erfassen, die Anlass zu einem Kreditrisiko geben können“*, und *„Art und Höhe jeder Verpflichtung anzugeben, die in Bezug auf die Gesamttätigkeit des Instituts von Bedeutung ist“*. Darüber hinaus sind die berichtenden Kreditinstitute verpflichtet, *„eine Aufstellung über die Arten von am Bilanzstichtag noch nicht abgewickelten Termingeschäften“* anzufertigen und offen zu legen, ob diese zur Deckung von Marktrisiken eingesetzt werden⁸¹.

Zudem ist die künftige Empfehlung der Europäischen Kommission zur „Offenlegung von Informationen über Finanzinstrumente“ zu berücksichtigen. Bekanntermaßen ist die Europäische Kommission verpflichtet, mit den internationalen Entwicklungen auf dem Gebiet des Rechnungswesens Schritt zu halten. Dieser Verpflichtung kommt sie mit einer Empfehlung zur Festlegung von Grundsätzen und Verfahren für die Verbesserung der Offenlegung von Informationen über Finanzinstrumente im Rahmen des Jahresabschlusses von Banken und anderen Finanzinstitutionen nach.

Nun besteht das Problem wie bereits in dem oben erwähnten jüngsten Dokument der FEE vorausgesagt – darin, die Bilanzierungsvorschriften für Derivate in den Richtlinien der Europäischen Kommission mit den einschlägigen Vorschriften der International Accounting Standards zu koordinieren,.

3.1.7. Offene Fragen

In den achtziger Jahren und Anfang der neunziger Jahre wiesen die in den USA und in Europa angewandten Systeme zur Bilanzierung von Derivaten zahlreiche Mängel auf, wie zum Beispiel:

- a) eine unvollständige Bilanzierung - viele Unternehmen führen Derivate außerhalb der Bilanz, unabhängig davon, ob sie Teil der Hedging-Strategie sind;
- b) eine uneinheitliche Bilanzierung - Bilanzbuchhalter bewerten Derivate in Anwendung verschiedener Rechnungslegungsstandards oftmals unterschiedlich und bilanzieren sie nach der Art des für das Hedging angewandten Instruments und des zu deckenden Risikos;
- c) ihre Kompliziertheit - in Ermangelung eines einheitlichen, umfassenden Rechnungslegungsansatzes für Derivate ergeben sich Schwierigkeiten bei der Bilanzierung;
- d) ihre fehlende Transparenz - in den derzeit geltenden Standards fehlen die Verfahren, die erforderlich sind, um sicherzustellen, dass die Ergebnisseite von Derivaten stets ordnungsgemäß in den Bilanzen ausgewiesen wird⁸².

⁸¹ Siehe Azevedo, M.P., Lindley, D.M., 1997.

⁸² Siehe Azevedo, M.P., Lindley, D.M., 1997.

Seit 1995 beschäftigen sich zahlreiche Behörden, Standardisierungsgremien und Berufsverbände mit dieser Problematik. Dadurch kam es in einigen Fällen zu einer „Überregulierung“. Klärungsbedarf besteht derzeit noch im Hinblick auf:

- a) die Notwendigkeit einer Harmonisierung des USA- und EU-Ansatzes bei den Verfahren zur Bilanzierung von Derivaten (mit FAS 133 und IAS 39 zu einem großen Teil bereits verwirklicht);
- b) die Notwendigkeit der Harmonisierung von Regelungen mit unterschiedlicher Verbindlichkeit: Internationale Standards, Bilanzrichtlinien der Europäischen Union, einzelstaatliche Buchführungs- und Bilanzierungsvorschriften (GAAP);
- c) Kosten und Verfügbarkeit von Bilanzierungssystemen, die eine Bewertung zum „fair value“ ermöglichen, insbesondere für Finanzinstitutionen und
- d) die Aussagekraft von auf der Bewertung zum „fair value“ beruhenden Bilanzierungssystemen bezüglich der Ertragssituation von Finanzinstitutionen (die sehr stark durch kurzfristige Kursschwankungen beeinflusst werden).

Wichtig ist auch die Frage, wie die nebeneinander bestehenden Standards von unterschiedlicher Verbindlichkeit (in Europa z. B. die Bilanzrichtlinien der Europäischen Kommission und die International Accounting Standards) koordiniert werden können. Außerdem finden die jüngsten Rechnungslegungsstandards für Derivate nicht die uneingeschränkte Zustimmung einiger Berufsverbände.

Die Diskussion geht also weiter.

3.1.8. Vorschläge für eine Strategie

Es spricht einiges für die Notwendigkeit der Ausarbeitung einer Strategie durch die internationale Gemeinschaft, die darauf gerichtet ist, die Länder zur Einführung der IASC-Standards zu bewegen und deren Umsetzung zu überwachen. Dabei sollten jedoch die Standpunkte der Zielgruppen dieser Standards eingehende Berücksichtigung finden.

Wir empfehlen den europäischen Behörden, das Verfahren zum Erlass entsprechender Vorschriften zu beschleunigen, um den Anforderungen des Marktes gerecht zu werden und deren rasches Veralten zu vermeiden.

3.2. Risikobewertung und -kontrolle

3.2.1. Einführung

In den letzten Jahren haben sich die Komplexität der von den Institutionen gehaltenen Handelsbestände und die Volatilität der Finanzmärkte erheblich verstärkt. Während Banken Krisen in der Vergangenheit zumeist durch Kreditrisiken hervorgerufen wurden, haben in den letzten zwanzig Jahren oftmals mit der Übernahme eines überhöhten Marktrisikos verbundene Geschäfte zu erheblichen Verlusten und Insolvenzkrisen im Banken- und Finanzsektor geführt. Zu den jüngsten Beispielen zählen der Konkurs der britischen Barings-Bank, die beträchtliche Verluste beim Handel mit Aktienindex-Futures und -optionen zu verzeichnen hatte, und die Krise von Long Term Capital Management (LTCM), eines in den USA ansässigen Hedging-Fonds, der durch ein Rettungspaket der Federal Reserve vor dem Konkurs bewahrt wurde, um eine Infektion des Bankensystems zu vermeiden.

Diese Trends haben ihrerseits deutlich gemacht, dass die Geschäftsführungen von Banken auf

exakte Analysen der Marktrisiken angewiesen sind. Geeignete Verfahren zur Abschätzung des Marktrisikos haben entscheidende Bedeutung erlangt, nicht nur im Hinblick auf die Risikokontrolle, sondern auch für risikoberichtigte Performancemessung und effiziente Kapitalallokation. Die Verwendung von Value-at-Risk-Modellen (VaR) wird diesen Anforderungen am ehesten gerecht. Gemeinhin bewerten derartige Modelle die Markt- oder Kursrisiken eines Finanzanlagen-Portfolios - d. h. das Risiko, dass der Marktwert des Portfolios infolge der Änderung eines Marktfaktors (Zinssätze, Wechselkurse, Aktienkurse, Rohstoffpreise) absinkt - als potentiellen Verlust vor dem Hintergrund der Portfolio-Sensitivität, der Volatilität der Marktfaktoren und der Korrelationen. Genauer gesagt, ist der VaR ein Maß für den potentiellen Verlust, wobei der Verlust in direktem Zusammenhang mit der Wahrscheinlichkeit des Eintretens der simulierten Bewegungen bei den Risikofaktoren steht. VaR-Modelle dienen im Wesentlichen vier Anwendungszwecken: Festlegung von Obergrenzen für Risikoträger, risikoberichtigte Performancemessungen, Festlegung von Konditionen für Finanzgeschäfte und Bereitstellung von Kapital für die verschiedenen Abteilungen der betreffenden Bank.

VaR-Modelle haben nach ihrer Einführung Anfang der achtziger Jahre durch einige führende Finanzinstitute der USA rasch ein beträchtliches Wachstum erfahren: Eine neue Software-Generation wurde - begünstigt durch die Einführung der von der US-amerikanischen Geschäftsbank J.P. Morgan erstellten RiskMetrics-Datenbank - eigens dafür geschaffen. Großbanken nicht nur im angelsächsisch-amerikanischen Raum, sondern auch in Europa und Asien führten VaR-Modelle für ihre Handelstätigkeit ein, und selbst Industrieunternehmen begannen, zur Erzielung von Wettbewerbsvorteilen VaR-Modelle zu verwenden.

Die vor kurzem erfolgte Anerkennung durch die Aufsichtsbehörden weltweit war ein wichtiger Schritt im Hinblick auf eine zunehmende Nutzung dieser Modelle. In seinem 1995 veröffentlichten Vorschlag für die Festlegung der Eigenkapitalquoten auf der Grundlage des Marktrisikos unterstützte der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht die Verwendung dieser Modelle⁸³ in Abhängigkeit von bedeutenden qualitativen und quantitativen Standards. Ein inzwischen von Paul Kupiec und James O'Brien (1995) von der US Federal Reserve vorgelegter Vorschlag zur Abschaffung dieser Mindeststandards fand die Unterstützung der Aufsichtsbehörden der USA.

Es liegt zwar auf der Hand, dass VaR-Modelle die Risikomanagement-Praktiken und -Verfahren in großen Finanzinstitutionen verbessert haben, inwieweit sie jedoch auf Systemebene eine Verbesserung darstellen, ist weniger sicher. In jüngster Zeit werden Zweifel an der Rolle von VaR-Modellen im Hinblick auf die Stabilität der Finanzsysteme laut. Dabei werden hauptsächlich die folgenden beiden Argumente ins Feld geführt:

- a) Risikobewertungsmodelle tendieren dazu, potentielle Verluste bei erheblichen Markterschütterungen zu unterschätzen;
- b) Auf VaR-Modellen beruhende Risikoobergrenzen führen bei erheblichen Markterschütterungen häufig zu einer Angleichung der Verhaltensweisen der Marktteilnehmer und können dadurch die Instabilität der internationalen Finanzmärkte erhöhen.

3.2.2. Risikomanagementmodelle und -praktiken: ein Überblick

VaR-Modelle definieren das Risiko als den größtmöglichen Verlust, der bei einem gegebenen Konfidenzniveau innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens (t) eintreten kann. Bei einem

⁸³ Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, 1995b.

Portfolio mit einem VaR von 1 Mio. Euro pro Tag, das mit einem Konfidenzniveau von 99 % bewertet wird, liegt die Wahrscheinlichkeit, dass am jeweils folgenden Tag ein Verlust von über 1 Mio. Euro eintreten kann, bei lediglich 1 %.

Es gibt im Wesentlichen zwei Ansätze, um den VaR eines Portfolios zu ermitteln: den Varianz-Kovarianz- bzw. parametrischen Ansatz und den Simulationsansatz. Der Varianz-Kovarianz-Ansatz beruht im Allgemeinen auf drei grundsätzlichen Annahmen: Die Marktfaktorserträge sind normal verteilt und seriell unabhängig, und die Preissensitivitäten der Einzelpositionen sind linear. Die Prämisse der Normalität ermöglicht es dem Risikomanager, dem VaR ein Konfidenzniveau zuzuordnen, da davon ausgegangen wird, dass alle Perzentile bekannte Vielfache der Standardabweichung sind. Somit können mit Hilfe einer einzigen Volatilitätsschätzung mehrere Konfidenzniveaus ermittelt werden. Die Annahme der seriellen Unabhängigkeit ermöglicht es dem Risikomanager, unter Verwendung einer einzigen Volatilitätsschätzung den VaR für verschiedene Zeithorizonte (Haltedauern) zu berechnen: Wenn die Marktfaktorserträge seriell unabhängig sind, dann kann die Volatilität für einen Zeitraum von t Tagen durch einfache Multiplikation der täglichen Volatilität mit der Quadratwurzel aus t ermittelt werden. Die Annahme der Linearität vereinfacht die Berechnung des VaR, da so die Verwendung von höheren Sensitivitätskoeffizienten als solchen erster Ordnung vermieden wird und die Besonderheiten von Optionsportfolios ignoriert werden können, die eine nicht linear, oftmals sogar eine nicht monoton zunehmende oder abnehmende Sensitivität aufweisen.

Was die Simulationsansätze betrifft, so ist derzeit im Wesentlichen zwischen zwei Verfahren zu unterscheiden:

- historische Simulationen und
- Monte-Carlo-Simulationen.

Bei **historischen Simulationen** erfolgt die Abschätzung des VaR auf der Grundlage von in der Vergangenheit verzeichneten Veränderungen bei den Marktfaktoren. Anstelle historischer Beobachtungen zur Schätzung von Volatilität und Korrelationen der Marktfaktoren werden historischen Simulationen aktueller Perzentile vergangener Marktfaktoränderungen zugrunde gelegt. Wenn also der in der Vergangenheit liegende Beobachtungszeitraum 200 Daten umfasst, dann wird der auf einer historischen Simulation mit einem Konfidenzniveau von 95 % basierende VaR durch eine komplette Neubewertung des aktuellen Portfolios zu den elftschlechtesten Marktfaktoränderungen der Vergangenheit ermittelt, weil 5 % der Stichprobe, die den Risikomaßstab überschreiten dürfen, zehn Verlusten entsprechen. Deshalb lässt sich mit historischen Simulationen das Problem der „Fat Tails“ und der nicht linearen Sensitivität überwinden, wenn sie, wie dies oft der Fall ist, mit einer kompletten Portfoliobewertung gekoppelt werden.

Monte-Carlo-Simulationen beruhen auf einem Zufallsgenerationsprozess, der dazu dient, die Entwicklung der Marktfaktoren zu simulieren. Im Allgemeinen werden zwei Eingabegrößen benötigt, um die Entwicklung der Marktfaktoren zu modellieren: der stochastische Prozess, dem die Marktfaktoren folgen, und die statistischen Parameter, wie zum Beispiel die Mittelwerte, Varianzen und Kovarianzen zwischen verschiedenen Marktfaktoren. Nach Ermittlung der möglichen Entwicklungspfade der entsprechenden Marktfaktoren ist es möglich, durch einfache Neubewertung des Portfolios anhand der simulierten Marktfaktorniveaus und Kappen der Verteilung der Portfolio-Werte am entsprechenden Randbereich („Tail“) den Value at Risk zu ermitteln, der dem gewünschten Konfidenzniveau entspricht.

Banken verwenden VaR-Modelle hauptsächlich zu vier Zwecken:

- i) Festlegung von Risikoobergrenzen für Risikoträger;
- ii) risikoberichtigte Performancemessungen⁸⁴;
- iii) Festlegung der Konditionen für Finanzgeschäfte und
- iv) effizientere Risikokapitalallokation.

Die Festlegung von als Value at Risk ausgedrückten Obergrenzen zeigt den einzelnen Risikoträgern an, ein wie hohes Risiko sie eingehen dürfen, und gibt dem Management zugleich die Möglichkeit, Grenzen festzulegen, die das entsprechende Risikoprofil der jeweiligen Finanzposition voll und ganz widerspiegeln. Ein großer Vorteil von VaR-Obergrenzen ist, dass sie bei erheblichen Änderungen der Marktfaktorvolatilität nicht aktualisiert werden müssen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass eine Änderung der Marktfaktorvolatilität automatisch die fiktive Position verringert, die ein Händler nach einer einzigen VaR-Obergrenze aufnehmen darf. Somit kann dieselbe VaR-Obergrenze aufgrund der unterschiedlichen Volatilität der Marktfaktoren in verschiedenen Zeiträumen unterschiedliche fiktive Positionen bedingen.

Der zweite Zweck der VaR-Modelle lässt sich relativ einfach erklären: Die Kenntnis des Risikos, das eine einzelne Abteilung einer Bank eingeht, ermöglicht es dem Management, eine risikoberichtigte Performancemessung vorzunehmen, indem sie einfach die von der betreffenden Abteilung erzielten Erträge durch ihre VaR-Obergrenze dividiert⁸⁵. Da die VaR-Obergrenzen der verschiedenen Risikoträger einer Bank als Ersatzindikatoren für das der betreffenden Abteilung zugewiesene Kapital betrachtet werden, bezeichnet man diese Leistungskennzahlen im Allgemeinen als risikoberichtigte Kapitalrendite (*risk adjusted return on capital* - RAROC) oder *Rendite des risikoberichtigten Kapitals* (*return on risk adjusted capital* - RORAC). Durch den Vergleich dieser Leistungskennzahlen mit den Eigenkapitalkosten der betreffenden Bank kann das Management einschätzen, ob durch einen Geschäftsbereich, einen Risikoträger oder auch ein einzelnes Geschäft Shareholder Value geschaffen oder vernichtet wird.

Zugleich können VaR-Modelle zur Festlegung von Konditionen für Finanzgeschäfte herangezogen werden, bei denen die betreffende Bank die Preise vorgibt. Dies ist dann der Fall, wenn die Bank Geschäfte mit Kontrahenten tätigt, deren Nachfrage nach Finanzdienstleistungen relativ unelastisch ist. Zur Ermittlung eines dem von der Bank übernommenen Risiko angemessenen Preises werden die Höhe des Value at Risk bei dem betreffenden Geschäft sowie die Eigenkapitalkosten der Bank benötigt. Als Beispiel könnte man ein Devisentermingeschäft mit einem inländischen Importeur nennen, der sein Kursrisiko durch den Kauf von Termindevisen absichert. In diesem Fall würde die Bank einen Devisenterminkurs angeben, der sich aus der entsprechenden Interbankenrate zuzüglich einer Spanne zusammensetzt, die dem Produkt aus dem mit der Transaktion verbundenen Risikobetrag (VaR) und den Eigenkapitalkosten der Bank entspricht.

Schließlich können VaR-Modelle vom Management als Grundlage für die effiziente Allokation einer knappen Ressource - der Risikoübernahmekapazität der betreffenden Bank oder, was gleichbedeutend ist, ihres Eigenkapitals - an die verschiedenen Risikoträger verwendet werden. Dies ist gewöhnlich der Fall, wenn Abteilungen, die voraussichtlich eine

⁸⁴ Siehe Zaik, E., et al., 1996.

⁸⁵ Siehe Bralver, C. und Kuritzkes, A., 1993.

höhere risikoberichtigte Performance erbringen, mehr Kapital zugewiesen wird. Dabei wird im Allgemeinen ein hierarchischer Ansatz verwandt: Zunächst wird das Kapital den verschiedenen Geschäftsbereichen der Bank (Kreditabteilung, Handelsabteilung, Vermögensverwaltung usw.) zugewiesen, die die knappe Ressource dann auf die verschiedenen Risikoträger aufteilen können.

3.2.3. Eigenkapitalregelung: vom Standard-Ansatz zu bankinternen Modellen

Die Eigenkapitalregelung in Form von Mindestkapitalanforderungen wurde auf internationaler Ebene ursprünglich im Januar 1987 eingeführt, als die Aufsichtsbehörden der USA - das Board of Governors des Federal Reserve System (FRB), das Office of the Comptroller of the Currency (OCC) und die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) - gemeinsam mit der Bank of England einen Vorschlag zur Festlegung von Mindestkapitalstandards für die Geschäftsbanken in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich herausgaben⁸⁶. Die Umsetzung dieses Vorschlags wurde verschoben, um anderen Ländern die Teilnahme zu ermöglichen. Im Dezember 1987 veröffentlichte der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht ein Konsultationspapier zur risikobasierten Eigenkapitalausstattung. Dies führte zu der Eigenkapitalvereinbarung vom Juli 1988, die anschließend von den meisten OECD-Ländern und mit geringfügigen Änderungen von der EWG-Richtlinie über einen Solvabilitätskoeffizienten für Kreditinstitute übernommen wurde. Die Eigenkapitalregelung der BIZ von 1988 basiert auf dem Verhältnis zwischen dem Eigenkapital einer Bank und ihren risikogewichteten Aktiva, wobei das Kreditrisiko im Mittelpunkt steht⁸⁷.

Im März 1993 wurde eine EWG-Richtlinie zur Erweiterung der Mindesteigenkapitalquote um den Bereich der Marktrisiken erlassen⁸⁸. Im Jahre 1995 schlug der Baseler Ausschuss vor, die Eigenkapitalanforderungen auf die Marktrisiken auszuweiten⁸⁹. Bei diesem Vorschlag ging es vor allem darum, Eigenkapitalanforderungen für offene Positionen bei Schuldverschreibungen und Anteilspapieren des Handelsbestandes (im Gegensatz zum Bankenbuch) sowie bei Fremdwährungen festzulegen. Die Vorschläge für Schuldtitel und Anteilspapiere basieren auf dem so genannten Bausteinprinzip („*building block*“ approach), bei dem zwischen dem titelspezifischen Risiko und dem allgemeinen, auch bei anderen Titeln bestehenden Risiko unterschieden wird. Für Schuldverschreibungen gilt zur Absicherung gegen spezifische Risiken ein Unterlegungssatz von 0 % bis 8 % der offenen Nettoposition, je nachdem, ob sie den Kategorien „Staat“, „qualifizierte Emittenten“ oder „sonstige Emittenten“ zugeordnet werden. Die drei Klassifikationen stehen für die allgemeine Kreditrisikobewertung. Im Hinblick auf das allgemeine Risiko wird ein auf der Einstufung der Positionen nach einer Reihe verschiedener Laufzeitbänder beruhendes Standardverfahren angewandt, um das Zinsänderungsrisiko des Anleiheportfolios zu ermitteln. Bei diesem Verfahren wird das Niveau des Marktrisikos in einem Portfolio zinsreagibler Positionen durch Multiplikation der Nettoposition für jedes einzelne Laufzeitband mit einem Risikofaktor ermittelt, der seinerseits von der modifizierten durchschnittlichen Laufzeit und Zinsvolatilität des Bandes abhängt.

Für Eigenkapitalpositionen wird in den Baseler Vorschlägen von 1993 zur Absicherung gegen spezifische Risiken ein Eigenkapitalunterlegungssatz von 8 % der Bruttoposition

⁸⁶ Siehe auch Kapitel 5 dieses Berichts.

⁸⁷ Siehe Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, 1988.

⁸⁸ Siehe Richtlinie 93/6/EWG.

⁸⁹ Siehe Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, 1995a.

- d. h. der Summe der Kaufpositionen und Verkaufpositionen - pro Bestand vorgeschrieben. Darüber hinaus geben sie den nationalen Aufsichtsbehörden die Möglichkeit, für Portfolios, die liquide sind und einen hohen Diversifikationsgrad aufweisen, geringere Anforderungen festzulegen. Zur Absicherung gegen das allgemeine Marktrisiko ist gegen die Nettoposition ein weiterer Unterlegungssatz von 8 % für jeden Aktienmarkt vorzuhalten. Schließlich soll gemäß dem Vorschlag für das Währungsrisiko eine Eigenkapitalunterlegung von 8 % der offenen Nettoposition in Fremdwährungen dotiert werden, die als die jeweils größere Summe der Nettokauf- und der Nettoverkaufspositionen in den einzelnen Währungen definiert ist.

Auf diese Vorschläge hin gingen in der Zeit von April bis Dezember 1993 Stellungnahmen von Marktteilnehmern ein. Auf der Grundlage dieser Stellungnahmen veröffentlichte der Baseler Ausschuss im Januar 1996 einen neuen Vorschlagsentwurf. Die wichtigste Änderung besteht darin, dass es den Banken nunmehr gestattet ist, ihre eigenen internen Modelle zur Berechnung der Eigenkapitalausstattung zu verwenden. Die Möglichkeit der Verwendung bankinterner Modelle zur Berechnung der Eigenkapitalunterlegung des Marktrisikos ist Banken vorbehalten, die strenge quantitative und qualitative Kriterien erfüllen: Der tägliche Value at Risk ist unter Verwendung einer zweiwöchigen (zehntägigen) Haltedauer und eines 99%igen Konfidenzniveaus zu schätzen, Volatilität und Korrelationen sind vierteljährlich auf der Grundlage der historischen Daten von mindestens einem Jahr zu aktualisieren. Es muss eine unabhängige Risikomanagementeinheit geschaffen werden. Gleichzeitig sind regelmäßige Stress-Tests durchzuführen. Wenn der ermittelte Value at Risk all diese Kriterien erfüllt, berechnet sich die Eigenkapitalanforderung einer Bank zur Absicherung des Marktrisikos aus dem höheren der folgenden Beträge: dem Value at Risk des Vortages oder einem Vielfachen des Durchschnitts des täglichen Value at Risk der vergangenen 60 Tage.

Gemäß dem Rückvergleichs-Ansatz des Baseler Ausschusses zur Bewertung der Genauigkeit von bankinternen Modellen, hängt der Wert des Multiplikationsfaktors von der Anzahl der Ausnahmen ab, die definiert ist als die Anzahl der Tage, an denen die Verluste des Handelsbestands den entsprechenden VaR-Wert der vorangegangenen 250 Börsentage überschreiten: Bei einem soliden VaR-Modell mit einem Konfidenzniveau von 99 % dürfte sich die Zahl der Ausnahmen auf 1 % der Größe der Stichprobe belaufen (zwei oder drei Ausnahmen). In diesem Fall beträgt der Multiplikationsfaktor 3. Bei einer höheren Zahl von Ausnahmen kann der Multiplikationsfaktor bis auf 4 ansteigen.

3.2.4. Value-at-Risk-Modelle: potentielle Schwächen

Die Schwächen von VaR-Modellen lassen sich in zwei Kategorien unterteilen:

- „inhärente“ Schwächen, die zumeist mit den expliziten oder impliziten Annahmen zusammenhängen;
- „systemische“ Schwächen, die zumeist mit der Art und Weise der Nutzung der sich aus den Modellen ergebenden Kennzahlen durch die Marktteilnehmer der Finanzmärkte sowie mit den Folgen ihrer Anwendung auf der Ebene des Finanzsystems zusammenhängen.

Die Schwächen der ersten Kategorie sind hauptsächlich auf folgende Annahmen zurückzuführen:

- die serielle Unabhängigkeit der Marktfaktorerrträge;
- die normale Verteilung der Marktfaktorerrträge;
- die Stabilität der Volatilität und der Korrelationen der Marktfaktorerrträge.

Diese Annahmen halten starken Erschütterungen an den Finanzmärkten zumeist nicht stand.

Tatsächlich weisen die Marktfaktorserträge im Verlauf solcher Ereignisse gewöhnlich eine serielle Korrelation auf, sowohl die Volatilität als auch die Korrelationen erhöhen sich beträchtlich, und die Erschütterungen erscheinen zehn bis fünfzehn Mal höher als die historischen Standardabweichungen und liegen somit beträchtlich über dem Wert, von dem bei einer normalen Verteilung auszugehen wäre.

Im Hinblick auf die „systemischen“ Schwächen ist auf zwei potentielle Probleme hinzuweisen:

- Wenn alle Marktteilnehmer zur Begrenzung der Risikopositionen das gleiche Risikomodell anwenden, so kann es zu einer Angleichung ihrer Verhaltensweisen kommen, was sich destabilisierend auf die Finanzmärkte auswirken könnte.
- Wenn Banken und andere Finanzinstitutionen ihre Entscheidungen bezüglich einer angemessenen Eigenkapitalausstattung auf VaR-Modelle stützen, ohne dabei mit Hilfe von Stress-Tests extreme Markterschütterungen in Betracht zu ziehen, kann es im Falle von Markterschütterung zu einer Unterkapitalisierung kommen.

3.2.5. Offene Fragen

Zusätzlich zu den oben genannten möglichen Problemen erscheinen im Hinblick auf das Marktrisikomanagement vor allem zwei Fragen von Belang. Die erste Frage hängt mit dem Grad der Offenlegung der sich aus den VaR-Modellen ergebenden Risikokennzahlen zusammen. Allgemein wird eine Stärkung der Marktdisziplin als notwendiger Bestandteil eines Risikosteuerungssystems für das Verhalten der Banken angesehen. Hierfür ist es erforderlich, durch explizite Offenlegungsanforderungen in Bezug auf Risikopositionen und Ergebnisse von Value-at-Risk-Modellen eine größere Transparenz zu erzielen.

Die zweite Frage hängt mit dem effektiven Einsatz von VaR-Kennzahlen zur Risikosteuerung zusammen. Viele Großbanken und Finanzinstitutionen haben ausgereifte Risikobewertungsmodelle entwickelt, aber kein Risikomanagementsystem eingeführt. Das bedeutet im Klartext, dass es weder ein auf VaR-Obergrenzen für die Händler beruhendes Risikosteuerungssystem noch ein risikoberichtigtes leistungsabhängiges Prämiensystem gibt. Deshalb sind im Interesse einer größeren Stabilität der Finanzmärkte explizite Festlegungen in Bezug auf die tatsächliche Verwendung der VaR-Kennzahlen für Risikokontroll- und -managementzwecke erforderlich.

3.2.6. Vorschläge für politische Maßnahmen

Aufsichtsbehörden, Wissenschaftler sowie verschiedene Arbeits- und Studiengruppen haben zahlreiche verschiedene Maßnahmen vorgeschlagen, um die oben genannten Schwächen und offenen Fragen in den Griff zu bekommen. Diese Vorschläge sind zumeist auf eine Verbesserung der Marktdisziplin durch folgende Maßnahmen ausgerichtet:

- einheitlichere und homogenere Regelungen für die *Offenlegung der von den Banken eingegangenen Marktrisiken*; dies gilt insbesondere für Banken in den Ländern, in denen die tägliche Neubewertung der Handelsbestände und die Bereitstellung detaillierter Informationen (Fristen- und Währungsinkongruenz, Sensitivität gegenüber vorbestimmten Parallelverschiebungen der Zinskurve) über das Risikoprofil des Bankbetriebs weniger entwickelt sind;
- eine ausdrückliche Auflage für international tätige Banken, *nachgeordnete Schuldtitel* auf revolvingender Basis zu emittieren und ihre Kosten explizit von der Höhe des von der Bank eingegangenen Risikos abhängig zu machen (Evanoff, 1992);

- ein ausdrückliches *Verbot von Sanierungsmaßnahmen* für insolvente Banken, insbesondere wenn diese durch eine zu große Risikobereitschaft in Schwierigkeiten geraten sind.

Diese drei Maßnahmen sind eng miteinander verknüpft. Die erste Maßnahme würde dem Markt angemessene Informationen für die Analyse der Risikoprofile von Großbanken bereitstellen, während die zweite und dritte Maßnahme den Marktteilnehmern (Inhabern nachgeordneter Schuldtitel, Kapitaleignern und unversicherten Gläubigern allgemein) einen Anreiz zur Überwachung und kohärenten Bewertung des Bankrisikos bieten würden.

Darüber hinaus wäre eine stärkere *Verbindung zwischen den Risikoabschätzungs- und den Risikomanagement-Methoden* erforderlich. Dies könnte erreicht werden, indem international agierenden Banken die ausdrückliche Auflage erhalten, sich bei ihren laufenden risikoträchtigen Geschäften auf VaR-Modelle zu stützen (Risikoobergrenzen, risikoberichtigte Performancemessung usw.), eine Änderung der Organisationsstruktur entsprechend der Risikomanagementpolitik der betreffenden Banken erfolgt und das Management ausdrücklich in diesen Prozess einbezogen wird.

Literaturverzeichnis

- AVEZEDO, M. P. & LINDLEY, D.M. (1997), *Divergence in proposed EU and US derivatives accounting procedures*.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999a). *The Core Principles Methodology*, Nr. 61, Oktober.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999b), *Supervisory lessons to be drawn from the Asian crisis*, Working Papers, Nr. 2, Juni.
- BASEL COMMITTEE ON THE BANKING SUPERVISION (1999c), *A new capital adequacy framework*, Nr. 50, Juni.
- BASEL COMMITTEE ON THE BANKING SUPERVISION, (1999d), *Credit Risk Modelling: Current Practices and Application*, Nr. 49, April.
- BASEL COMMITTEE ON THE BANKING SUPERVISION, (1999e) *Principles for Management of Credit Risk*, Nr. 54, Juli.
- BASEL COMMITTEE ON THE BANKING SUPERVISION, (1999f), *Best Practices for Credit Risk Disclosure*, Nr. 53, Juli.
- BASEL COMMITTEE ON THE BANKING SUPERVISION, (1999g), *Sound Practices for Loan Accounting and Disclosure*, Nr. 55, Juli.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1995b), *An internal model-based approach to market risk capital requirements*, Nr. 17, April.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1995a), *Proposal to issue a supplement to the Basel Capital Accord to cover market risks*, Nr. 15, April.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1988), *International convergence of capital measurement and capital standards*, Nr. 4, Juli.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION AND THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE „IOSCO“-Joint Report (1999a) *Trading and Derivatives Disclosures of banks and Securities Firms. Result of the survey of public disclosures in 1998 annual reports*, Nr. 64, Dezember.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION AND THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE „IOSCO“-Joint report (1999b), *Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, Nr. 48, Februar.
- BIS-COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (1998), *Enhancing Transparency Regarding the Authorities' Foreign Currency Liquidity Position*, Nr. 9, November.
- BIS-COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (1998), *Review of the Disclosure Template Regarding the Authorities' Foreign Currency Liquidity Position*, Nr. 9a, Dezember.
- BIS-COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (1999), *Data Template on International Reserves/Foreign Currency Liquidity*, Nr. 9b, März.

- BIS WORKING GROUP ON TRANSPARENCY AND ACCOUNTABILITY (1998) *Reports on the international financial architecture*, Oktober.
- BOYD, J.F., et al., (1996), „A review of industry reaction to proposed changes in derivatives accounting”, in *Journal of International Financial Management and Accounting*.
- BRALVER, C. & KURITZKES, A., „Risk Adjusted Performance Measurement in the Trading Room”, in *Journal of Applied Corporate Finance, Continental Bank*, Band 6, Nr. 3.
- DRAGE, J. & MANN, F. (1999), „Improving the Stability of the International Financial System”, in *Financial Stability Review*, Juni.
- EUROPEAN COMMISSION (1999), *Disclosure of information on financial instruments*, Informal draft.
- FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS (1996), *Accounting Treatment of Financial Instruments- A European perspective*.
- FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS (1998), *Comments on E62*, Oktober.
- FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS (1997), *Comments on the IASC Discussion Paper in Financial Instruments*, August.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB) (1998), *Statement of Financial Accounting Standard n. 133, Accounting for derivatives instruments and hedging activities*, Juni.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD-FASB (1999), *Statement of Financial Accounting Standard n. 137*, Juni.
- GROUP OF THIRTY, GLOBAL DERIVATIVES STUDY GROUP (1993), *Derivatives: practice and principles*, Juli.
- IMF (1999a), *A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, April.
- IMF (1998), *Toward a Framework for Financial Stability*, Washington, Januar.
- IMF (1999a) *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, April 26.
- IMF (1999b), *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, September 24.
- IMF (1999c), *Progress Report. Developing International Standards*, März.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (1999), *Report of the Working Group on Transparency in Emerging Markets Finance*, März.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (1998), *International Accounting Standard - IAS 39, Financial Instruments: recognition and measurement*.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (1995), *International Accounting Standard- IAS 32, Financial Instruments: disclosure and presentation*.
- ISDA (1996), *Equity Derivatives Definitions*, in www.isda.org.
- ISDA (1994a), *Equity Option Definitions*, in www.isda.org.

ISDA (1992), *Confirmation for OTC Equity Index Option Transactions*, in www.isda.org.

ISDA (1994b), *Confirmation of OTC Single Share Option Transaction*, in www.isda.org.

SHARPE, M. (1996), „The International Accounting Standards Committee: a progress report”, *Journal of International Financial Management and Accounting*.

UNCTAD (1997), *Financial Disclosure by banks: proceedings of an UNCTAD forum*.

ZAIK, E., WALTER, J.; KELLING, G. & JAMES, C. (1996), „RAROC at Bank of America”, in *Journal of Applied Corporate Finance*, Band. 9, Nr. 2, Sommer.

Kapitel 4

Aufsichtsaspekte und ihre Auswirkungen auf das internationale Währungssystem: Lehren aus der Finanzkrise der aufstrebenden Märkte

4.1. Einführung und Methodik

Die Abwertung des thailändischen Baht am 2. Juli 1997 leitete eine Zeit finanzieller Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten ein, die noch stärkere Auswirkungen hatten als die mexikanische Krise von 1994. Der Ansteckungsprozess verlief sehr rasch, und in den darauf folgenden Monaten kam es auch in anderen Wirtschaften des Fernen Ostens zum Zusammenbruch der Finanzmärkte und zur Währungsabwertung. Die finanzielle Instabilität wirkte sich unmittelbar auf die Bankensysteme aus, über die sich die Krise weiter ausbreitete und verstärkte. Außerhalb Asiens waren die verheerendsten Folgen der Krise ab dem zweiten Halbjahr 1998 in Russland, Brasilien und Argentinien zu verzeichnen. Die zunehmende Integration und Globalisierung der internationalen Finanzmärkte verstärkte die Ausbreitung in so fernen Regionen und Wirtschaftssystemen. Im Gegensatz zu den Ereignissen von 1994 wurden die Bankensysteme in Lateinamerika und Osteuropa jedoch nur in geringem Maße durch die Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen.

Die Unterschiede bei den Auswirkungen der Krise auf die drei geographischen Regionen und bei der Erholungsfähigkeit werden mit der Verschiedenartigkeit der Finanzstrukturen erklärt. Daher erscheint es bedeutsam, die Schwächen und Mängel bei den Regelungen oder Aufsichtspraktiken aufzuzeigen, die die Stabilität einzelner Länder sowie des gesamten internationalen Finanzsystems beeinträchtigen könnten.

Aus diesem Grund gehen wir von einem empirischen Ansatz aus und analysieren die Verbindung zwischen den Aufsichtspraktiken und -regelungen und der finanziellen Stabilität in einigen Wirtschaften von Schwellen- und Übergangsländern, die die drei wichtigsten von der jüngsten Krise betroffenen Regionen repräsentieren⁹⁰. Dabei untersuchen wir die Entwicklung bestimmter Aspekte des Bankensystems der einzelnen Länder und zeigen die Bereiche auf, die während der jüngsten Krise (1997-1998) unter Druck gerieten. Anhand dieser Analyse lassen sich die anfälligsten und schwächsten Bereiche ausmachen, in denen mögliche Korrekturmaßnahmen ansetzen könnten, um die Länder bei der Erholung von der Krise zu unterstützen und einer weiteren Instabilität vorzubeugen⁹¹. Dies wird dann das Hauptthema des nächsten Kapitels sein, in dem innenpolitische Maßnahmen erörtert werden.

Bei der Analyse der Finanzsysteme legen wir das Hauptaugenmerk auf den Bankensektor. Die Bewertung der Solidität und Stabilität der Bankensysteme ist für das Verständnis des Prozesses der Ressourcenverteilung sowie der Funktionsweise und des Wachstumspotentials moderner Wirtschaften von ausschlaggebender Bedeutung. Dies gilt insbesondere für Entwicklungs- und Übergangsländer, in denen die Rolle der Kapitalmärkte noch begrenzt ist

⁹⁰ Siehe Anhang 4.1.

⁹¹ Es sei darauf hingewiesen, dass wir nicht untersuchen, wie die Ausbreitung einer Krise auf verschiedene Wirtschaftsbereiche verursacht wird. Wenn es sich zeigt, dass ein Bereich unter Druck geraten ist, dann kann dies entweder auf eine bevorstehende Krise hindeuten oder die Folge einer bereits eingetretenen Krise sein.

und die Kreditinstitute das Rückgrad des Finanzsystems darstellen. Darüber hinaus ist die jüngste Krise in den Entwicklungsländern eher mit der Schwäche des Bankensystems als mit Verschuldungs- oder Leistungsbilanzproblemen verbunden (siehe Abschnitt 1.4).

Das vorliegende Kapitel ist wie folgt gegliedert. Zunächst schätzen wir ein, welcher Stellenwert den Bankensystemen in den einzelnen Wirtschaften zukommt, um einen Maßstab für die möglichen Folgen ihrer Instabilität zu haben. Im dritten Abschnitt erfolgt eine umfassende Analyse der Bankensysteme unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zwischen Aufsichtsaspekten und finanzieller Instabilität, um auf diese Weise mögliche Stress-Situationen aufzuzeigen. Im vierten Abschnitt werden die Auswirkungen „außergewöhnlicher“ Faktoren auf die finanzielle Stabilität untersucht. Abschließend sollen im fünften Abschnitt mögliche Interventionsbereiche vorgeschlagen und offene Probleme aufgezeigt werden.

4.2. Die Rolle der Bankensysteme in Osteuropa, Asien und Lateinamerika

Die Auswirkungen einer Instabilität des Bankensektors auf das Wirtschaftssystem insgesamt hängen genau genommen davon ab, inwieweit die Banken im Hinblick auf Fristendiversifizierung und Kreditgeschäfte von der jeweiligen Wirtschaft in Anspruch genommen werden⁹². Eine starke Diversifizierung der Anlagefristen in Verbindung mit hohen Ausleihquoten könnte ein Anzeichen dafür sein, dass die Wirtschaft in hohem Maße auf Banken als Finanzmittler zurückgreift, während die Kapitalmärkte nur begrenzt als Finanzierungsquelle dienen. Dies kann besonders riskant sein, wenn es Anzeichen für eine Krise gibt. In einer solchen Situation schränken die Banken früher oder später die Vergabetätigkeit ein, und es kommt zu einer Kreditverknappung. Dann stellen sich bald weitverbreitete Illiquidität und Zahlungsunfähigkeit ein, die die anfängliche Instabilität zu einer ernsthaften Wirtschaftskrise werden lassen.

Um einschätzen zu können, inwieweit die Banken gemessen an der Fristendiversifizierung und den Kreditgeschäften von der jeweiligen Wirtschaft in Anspruch genommen werden, betrachten wir die Entwicklung zweier unterschiedlicher Kennzahlen⁹³: M2/BIP, und das Verhältnis zwischen inländischer Kreditgewährung an den privatwirtschaftlichen Sektor und dem BIP.

4.2.1. Einschätzung der Diversifizierung der Anlagefristen

Ein typisches Maß für die relative Größe des formellen Finanzvermittlungssektors ist das Verhältnis zwischen der Geldmenge im weiteren Sinne (Geld plus Quasigeld) und dem BIP, das die finanzielle Entwicklung oder die Fristendiversifizierung erklärt. Die finanzielle Entwicklung wirkt sich auf zweierlei Weise aus:

- ein niedriges Niveau der finanziellen Entwicklung beeinträchtigt das potentielle Wirtschaftswachstum und

⁹² In diesem Abschnitt erörtern wir Variablen, die aufgrund der vorherrschenden Rolle dieser Institutionen in den untersuchten Ländern und der verfügbaren Daten nur die Währungsbehörden und die Depotbanken berücksichtigen. Außerdem beruht die Bilanzanalyse der nachfolgenden Abschnitte hauptsächlich auf Daten der Geschäftsbanken.

⁹³ Alle erörterten Indikatoren werden entsprechend dem BIP gemessen, so dass die Entwicklung dieser Variablen den Wert der Kennzahl beeinflusst. Insbesondere nach der Krise von 1997 kam es infolge des drastischen Rückgangs der Wirtschaftstätigkeit im Jahr 1998 dazu, dass unsere Kennzahl aufgrund der Dynamik des BIP anstieg (bzw. dem Rückgang zuwiderliefen), weil die anderen Variablen nicht vollständig an das BIP gekoppelt sind. Darüber hinaus könnten unsere Kennzahlen durch die Inflation verzerrt sein, da sie das Ergebnis des Verhältnisses zwischen Bestandsgrößen und Stromgrößen sind.

- ein hohes Niveau der finanziellen Entwicklung und Liberalisierung⁹⁴ vergrößert die Gefahr der Instabilität des Finanzsektors und der Ansteckung aus dem Ausland.

Der erste Faktor ist mittel- und langfristig gesehen von größerer Bedeutung, während der zweite kurzfristig gesehen eine stärkere Rolle spielen könnte.

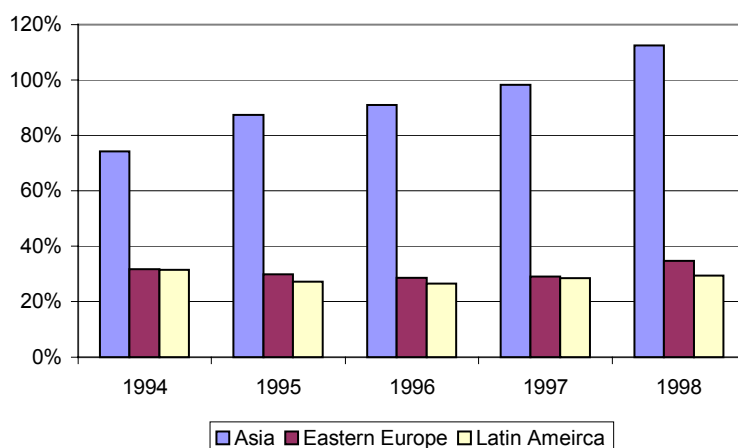
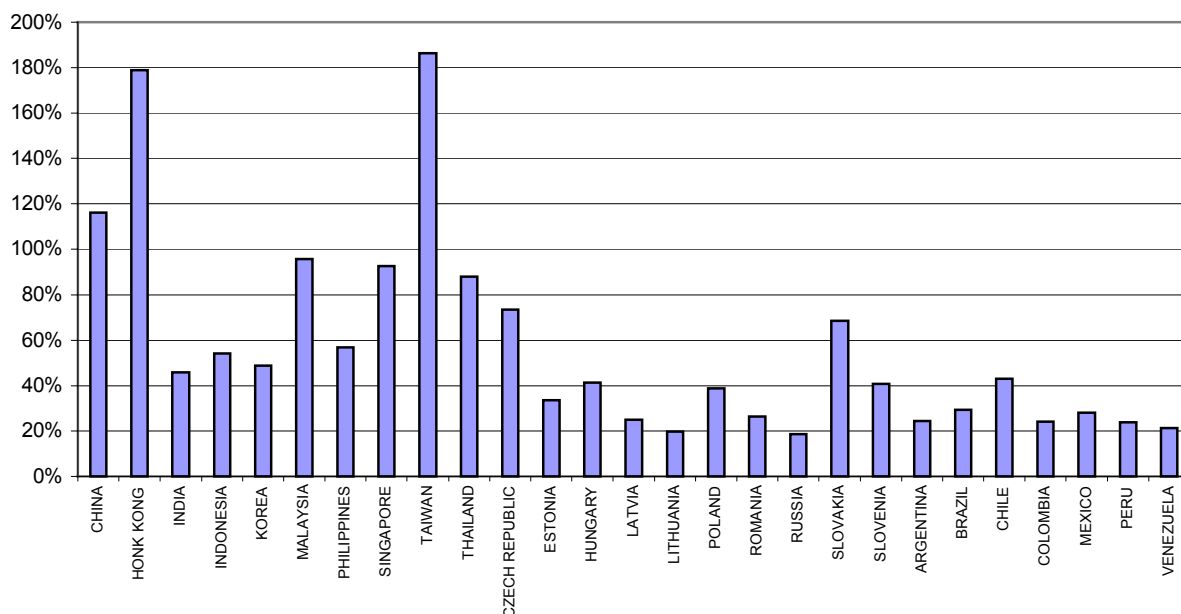
Aus den Abbildungen 4.1 und 4.2 wird ersichtlich, dass sich Asien⁹⁵ insbesondere gegenüber Lateinamerika und Osteuropa⁹⁶ durch eine starke Diversifizierung der Anlagefristen auszeichnet. Setzt man ein Niveau von 60 % der Variablen als Schwellenwert an, dann ist zu beobachten, dass die meisten Wirtschaften, die dieses Niveau überschreiten, in Asien angesiedelt sind (China⁹⁷, Hongkong, Malaysia, Singapur, Taiwan und Thailand). In Osteuropa liegen nur die Tschechische Republik und die Slowakei (aus historischen Gründen) über diesem Stand, während Chile mit einem Wert von 43 % das lateinamerikanische Land mit dem höchsten Niveau der finanziellen Entwicklung ist.

⁹⁴ Diese zwei Variablen sind normalerweise eng miteinander verbunden.

⁹⁵ Der Durchschnittswert von 1995-1998 entspricht 97,2 %.

⁹⁶ Ein Durchschnittswert von 27,9 % bzw. 30,6 %.

⁹⁷ Im Fall von China ist die starke Diversifizierung der Anlagefristen nicht durch einen finanziellen Liberalisierungsprozess bedingt, da das Finanzsystem nach wie vor fast vollständig unter staatlicher Kontrolle steht.

Abbildung 4.1 – Entwicklung des Verhältnisses M2/BIP**Abbildung 4.2 – Durchschnittswert des Verhältnisses M2/BIP in einzelnen Ländern 1995-1998**

4.2.2. Einschätzung der Rolle von Bankensystemen bei der Finanzierung des privatwirtschaftlichen Sektors

Als Größenindikator analysieren wir die inländische Kreditgewährung⁹⁸ an den privatwirtschaftlichen Nichtbankensektor im Verhältnis zum BIP. Mit dieser Kennzahl Indikator wird die Kreditvergabe an den privatwirtschaftlichen Sektor (bei der die Fähigkeiten eines Finanzmittlers zur Einschätzung und Überwachung wichtiger sind) getrennt von der Kreditvergabe an den Staat und an öffentliche Wirtschaftsunternehmen dargestellt.

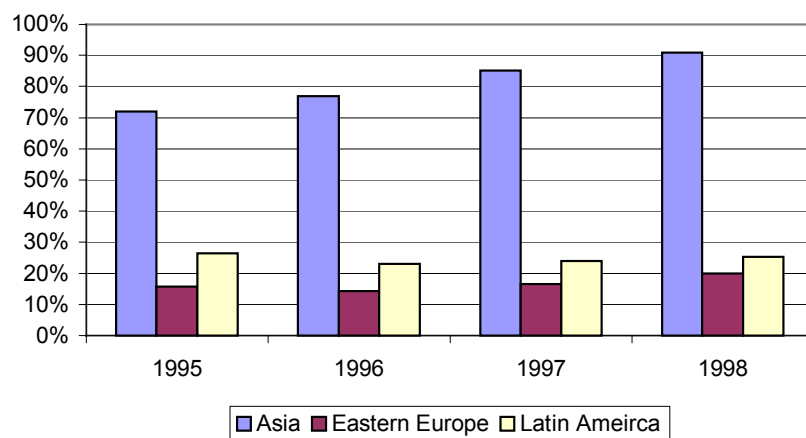
Abbildung 4.3 bestätigt, dass in den asiatischen Ländern die Inanspruchnahme der Banken bei Geldgeschäften bei weitem am höchsten ist (während des Zeitraums 1995-1998 betrug

⁹⁸ Durch Girogeldgeschäfte von Banken und durch die Währungsbehörden.

der Anteil durchschnittlich 81,2 % im Vergleich zu 16,7 % in Osteuropa und 24,7 % in Lateinamerika). In den meisten lateinamerikanischen und osteuropäischen Ländern investieren die Banken gewöhnlich eher in Staatsanleihen als in Darlehen an den privatwirtschaftlichen Sektor⁹⁹, während in Asien der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand gewöhnlich begrenzt ist. Was Osteuropa betrifft, so haben die Verzögerungen beim Übergangsprozess möglicherweise die Größe des Bankensystems insgesamt beeinflusst. Die Banken in dieser Region lassen sich nur ungern auf Kreditgeschäfte ein, da die Bonität der Kunden und die Kapazität zur Prüfung von Kreditanträgen gering sind und es gewinnträchtigere Geschäfte als die Kreditvergabe gibt. Die herausragende Rolle, die die Banken bei der Finanzierung des privatwirtschaftlichen Sektors in Asien spielen, schließt ein, dass sie sehr anfällig gegenüber Wirtschaftskrisen sind und die Privatwirtschaft somit anfällig gegenüber Krisen des Bankensektors ist.

Bei den osteuropäischen Ländern wird der Durchschnittswert der inländischen Kreditgewährung im Verhältnis zum BIP durch das schlechte Ergebnis Russlands (mit einem Durchschnittswert von 9,4%¹⁰⁰, der jedoch in der Region mit über 50 % gewichtet wird) gedrückt. Die besten Ergebnisse der Region kann die Tschechische Republik vorweisen (mit einem Durchschnittswert von 61 %). In Lateinamerika ist Chile das Land, in dem diese Variable den höchsten Wert aufweist (durchschnittlich 58 %). In Asien liegt die Kreditvergabe an den privatwirtschaftlichen Sektor in allen Ländern mit Ausnahme von Indien auf hohem Niveau. In Hongkong beträgt sie über 160 %. Interessanterweise kann China einen Wert von fast 100 % vorweisen.

Abbildung 4.3 – Inländische Kreditvergabe (DC) an den privaten Sektor/BIP



4.2.3. Werden durch den Bankensektor Krisen übertragen?

Tabelle 4.1 zeigt eine zusammenfassende Darstellung der Ergebnisse. Daraus ist ersichtlich, welche Länder einen hohen Stand der finanziellen Entwicklung (d. h. einen Durchschnittswert der M2/BIP von über 60 % im Zeitraum 1995-1997) und eine hohe Quote der inländischen Kreditgewährung an den privatwirtschaftlichen Sektor (über 60 %) aufweisen. Wie bereits erwähnt, besteht in diesen Ländern eine potentielle Anfälligkeit in den Beziehungen zwischen dem Bankensektor und der Realwirtschaft.

Höchst interessant ist die Feststellung, dass außerhalb von Asien lediglich die Tschechische

⁹⁹ Dies wirkt sich nachteilig auf die Verfügbarkeit von Krediten für den privaten Sektor aus.

¹⁰⁰ In Russland haben die Banken in großem Umfang in Staatspapiere (GKO) investiert.

Republik und in geringerem Maße die Slowakei einen hohen Grad der Inanspruchnahme der Banken bei Geldgeschäften und somit auch eine potentielle Anfälligkeit aufweisen. In Asien besteht dieses Problem hingegen in den meisten der untersuchten Länder. Daher ist es möglich, dass die schwerwiegenden Auswirkungen der jüngsten Krise zumindest teilweise durch die starke Inanspruchnahme der Banken seitens der betreffenden Wirtschaften bedingt waren.

Tabelle 4.1: Finanzielle Entwicklung und Inanspruchnahme der Banken: potentielle Anfälligkeit

Land	M2/BIP (>60%)	DC/BIP (>60%)
	Durchschnitt 1995-1998	Durchschnitt 1995-1998
China	116,35%	98,37%
Hongkong	179,01%	165,07%
Korea	48,84%	68,49%
Malaysia	95,60%	98,94%
Singapur	92,56%	99,57%
Taiwan	186,41%	k. A.
Thailand	87,94%	107,81%
Tschechische Republik	73,45%	61,03%
Slowakei	68,40%	34,67%

4.3. Bankensysteme und Aufsichtsaspekte

Als Zweites werden im Rahmen der Analyse die Hauptmerkmale der Bankensysteme untersucht unter besonderer Berücksichtigung der Faktoren, die mit Aufsichtsfragen zusammenhängen. Wir zeigen die schwächsten und anfälligsten Bereiche auf, in denen mögliche Korrekturmaßnahmen getroffen werden könnten, um die Länder bei der Erholung von der Krise zu unterstützen und künftiger Instabilität vorzubeugen. Insbesondere untersuchen wir die Kapitalausstattung, die Qualität der Aktiva und die Liquidität, um zu erkennen, inwieweit eine angespannte Lage besteht, und ob eine strengere Regulierung und Überwachung angebracht ist. Darüber hinaus analysieren wir die Rentabilität, die - obgleich sie nicht direkt mit dem Aufsichtswesen in Verbindung steht - ein wichtiger Indikator für die Effizienz des Bankensektors ist. Dieser Analyse liegen die aggregierten Daten der Londoner Rating-Agentur für das Kreditgewerbe (IBCA) auf Sektorebene zugrunde (siehe Anhang 4.1).

In Ermangelung entsprechender Daten werden wir uns auf Ersatzwerte für die wichtigsten Regulierungsvariablen stützen. Anhand von Vergleichen zwischen verschiedenen Zeiträumen und Ländern können wir uns damit zu den wesentlichen Fragen ein Bild machen. Bei der deskriptiven Analyse werden die wichtigsten Entwicklungen im Zeitraum 1995 – 1998 untersucht. Bei der Erörterung von Stress-Bedingungen werden wir unser Augenmerk jedoch ausschließlich auf den Zeitraum der jüngsten Wirtschaftskrise (1997 – 1998) richten.

4.3.1. Kapitalausstattung

Das Fehlen einer Regelung der Kapitaladäquanz zumindest nach dem Baseler Standard (8 %) dürfte einer angemessenen Eigenkapitalausstattung nicht förderlich sein, und kann somit zu einer verstärkten Anfälligkeit der Banken gegenüber Erschütterungen führen. Die ausgewiesene Kapitaladäquanz-Kennzahl kann jedoch im Falle von Mängeln bei den

Tabelle 4.2: Kennzahlen zur Kapital- und Liquiditätsausstattung der Kreditinstitute

	Kapital (% der risikogewichteten Aktiva)	Mindestkapitalausstattung	Liquiditätsquote	Vorgeschriebene Mindestreserve
China	8	1 Mrd. RMB	25	8
Indien	9 (per März 2000)	1 Mrd. Rupien	25	10
Hongkong	10-12	150 Mio. HK\$	25	0
Indonesien	12 (per Ende 2001)	3000 Mrd. Rupiah		3-5
Korea	8	100 Mrd. Won (national); 25 Mrd. Won (regional)	30	3
Malaysia	10 (per Ende 1999)	20 Mio. Ringitt	15	4
Philippinen	10	2-5 Mrd. Peso	7	7-10
Singapur	12	1,5 Mrd. S\$	18	3
Thailand	8,5		6	0
Argentinien	11,5	5-15 Mio. US\$	20	
Brasilien	11	9,3 Mio. Real	Keine	75 (Sichteinlagen) 20 (befristete Einlagen)
Chile	8	25 Mio. US\$	100% Sichteinlagen in Höhe des 2,5fachen des Eigenkapitals; 10% auf Fremdwährungseinlagen	9 (Sichteinlagen) 3,6 (befristete Einlagen)
Kolumbien	9	24 Mio. US\$		2,5 (mittelfristig)
Mexiko	8	13 Mio. US\$	10% der Einlagen in Rücklagen bis in Höhe des Eigenkapitals	0
Peru	9 (per Ende 1999)	16,9 Mio. NS	8 (Landeswährung) 20 (Fremdwährung)	7 (Landeswährung) 38 (Fremdwährung)
Venezuela	8	1,2-3 Mrd. Bs	Keiner	19
Tschechische Republik	8	500 Mio. Kronen		5
Ungarn	8	2 Mrd. Forint		12
Polen	8	5 Mio. Euro		
Russland	8	5 Mio. Euro		

Quelle: Hawkins und Turner (1999), S. 86

Rückstellungs- und Klassifizierungsregelungen zu hoch angesetzt sein, da sich der Baseler Standard auf risikogewichtete Aktiva bezieht.

Bei der Bewertung des Bankkapitals geht es uns darum zu erkennen, inwieweit das Risikokapital einer Bank ausreicht, um potentielle Darlehens- und Wertpapierverluste sowie nicht bilanzwirksame Geschäfte abzudecken. Wichtig ist dabei, dass eine geringe Eigenkapitalausstattung zwar die Fähigkeit einer Bank zur Erfüllung ihrer Hauptverpflichtungen einschränken kann, eine extrem hohe Eigenkapitalausstattung – die

weit über dem gesetzlich vorgeschriebenen Niveau liegt – jedoch ein Beleg für mangelnde Effizienz oder für Risikoexposition sein kann. Tatsächlich bedeuten hohe Rückstellungen, dass Mittel aus dem Kreditgeschäft zu Lasten der Rentabilität der Bank abgezogen werden.

Fast alle größeren Schwellenländer haben Standards für die Mindestkapitalausstattung verabschiedet, die den Anforderungen der Baseler Eigenkapital-Übereinkunft entsprechen, und in einigen Ländern liegen die vorgeschriebenen Kennzahlen über der Grundnorm¹⁰¹ (Tabelle 4.2). Interessant ist die Feststellung, dass im Anschluss an die jüngsten Turbulenzen die Eigenkapitalanforderungen in Asien auf ein sehr hohes Niveau angehoben wurden. Durch unzureichende Rechnungslegungsvorschriften könnten jedoch potentiell instabile Situationen unerkannt bleiben (siehe Abschnitt 6.3). Des Weiteren gibt es in jüngster Zeit Diskussionen darüber, dass die bestehenden Standards möglicherweise für Entwicklungsländer unzureichend sind.

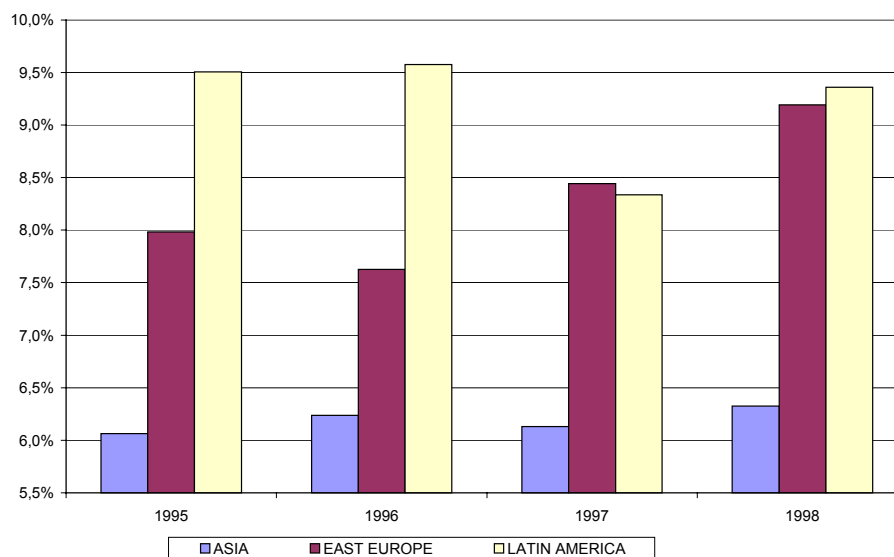
Aus Gründen der Verfügbarkeit entsprechender Daten wurde das Verhältnis des Eigenkapitals zu den Gesamtaktiva als Ersatzkennzahl für die Eigenkapitalausstattung von Banken betrachtet, ohne jegliche Bewertung des Risikos der Aktiva. Aus Abbildung 4.4 ist das niedrige, wenngleich im Anstieg begriffene Niveau der Eigenkapitalausstattung der asiatischen Bankensysteme gegenüber denen Lateinamerikas und Osteuropas ersichtlich. Besonders riskant stellt sich die Lage in Indonesien dar, wo das Verhältnis des Eigenkapitals zu den Gesamtaktiva 1998 infolge zahlreicher Bankenzusammenbrüche mit –51,4 % in die roten Zahlen rutschte. Elf der 24 1998 insgesamt betrachteten Banken weisen aufgrund der Ausschöpfung sämtlicher Rücklagen und ausstehenden Einlagen in Verbindung mit einem negativen Jahresergebnis ein negatives Verhältnis des Eigenkapitals zu den Gesamtaktiva aus.

Kennzeichnend für die osteuropäischen Länder ist eine in der Tendenz zunehmende Eigenkapitalausstattung der Banken, die durch die striktere Anwendung der Aufsichtsaspekte im Zuge des fortschreitenden Übergangs bedingt ist. Das extrem hohe Niveau der Eigenkapitalausstattung, durch das sich die rumänischen Banken auszeichnen (19 % im Jahr 1998) ist jedoch eher ein Beleg für mangelnde Effizienz und für das mit ihren Geschäften verbundene Risiko als für Solidität und Stabilität. Dabei ist anzumerken, dass die meisten osteuropäischen Banken (d. h. die in Bulgarien und in den drei baltischen Staaten ansässigen Kreditinstitute) aufgrund ihrer nationalen Vorschriften wegen des risikoreicheren Geschäftsumfelds eine striktere Eigenkapitalquote einhalten müssen als im Baseler Standard vorgegeben.

Die 1997 in Lateinamerika zu verzeichnende Absenkung des Eigenkapital-Gesamtniveaus im Verhältnis zu den Gesamtaktiva ist auf das Verhalten der argentinischen und kolumbianischen Bankensysteme zurückzuführen (die sich schon immer durch ein außerordentlich hohes Niveau der Kapitalausstattung auszeichneten). 1997 erfolgte auch im mexikanischen Bankensystem eine drastische Reduzierung der Eigenkapitalausstattung im Ergebnis des nach der Krise von 1994 eingeleiteten Umstrukturierungsprozesses.

¹⁰¹ Dies könnte durch die Tatsache gerechtfertigt sein, dass für die Wirtschaften der Schwellenländer ein höheres Risiko und größere Volatilität kennzeichnend sind.

Abbildung 4.4 – Die Eigenkapitalausstattung der Bankensysteme: Verhältnis Eigenkapital/Gesamtaktiva in Asien, Lateinamerika und Osteuropa



4.3.2. Die Qualität der Aktiva

Eine geringe Qualität der Aktiva kann die Eigenkapitalausstattung aushöhlen und somit die Anfälligkeit gegenüber externen Erschütterungen erhöhen. Es gibt verschiedene Faktoren, die eine geringe Qualität der Aktiva bedingen können: ein besonders dramatischer makroökonomischer Abschwung, übereilte Kreditvergabe, staatliche Eingriffe in die Kreditvergabe oder ein unzulänglicher Rechtsrahmen.

Das Fehlen einer einheitlichen Definition des Begriffs „notleidender Kredit“ stellt ein ernsthaftes Problem dar, wenn es darum geht, die Qualität der Aktiva im internationalen Rahmen zu vergleichen. Die Definition der „Kreditausfälle“ ist von Land zu Land unterschiedlich, vor allem dann, wenn bewährte internationale Verfahren nicht zur Anwendung kommen (siehe Abschnitt 3.1). In diesem Fall werden die Länder, die sich nicht an internationale Regelungen halten, selbst wenn sie einen schwachen Bankensektor haben, mit größerer Wahrscheinlichkeit geringe Kreditausfälle ausweisen. Dies ist im Hinblick auf die Stabilität des gesamten Finanzsystems ein bedeutsames Problem, weil dadurch potentiell instabile Situationen auf Landesebene verborgen bleiben können. In Tabelle 4.3 sind die Regelungen zur Klassifizierung notleidender Kredite in einigen Schwellen- und Übergangsländern dargestellt.

Tabelle 4.3: Die Klassifizierung notleidender Kredite

	Unzureichend besichert	Zweifelhaft	Ausfall
China	<i>Überfällig</i>		
Indien	7 M	25 M (19 M ab März 2001)	Ausfall festgestellt, aber nicht abgeschrieben; keine Sicherheit; Betrug
Hongkong	3 M	Einziehung des vollständigen Betrags unwahrscheinlich	
Indonesien	3 M	6 M	9 M
Korea	3 M	Voraussichtlicher Ausfall	
Malaysia	6 M	9 M	12 M
Philippinen	3 M bzw. wenn Forderung Gegenstand eines Rechtsstreits		
Singapur	3 M bzw. bei schlechter finanzieller Lage des Kreditnehmers	Vollständige Tilgung fraglich	Uneinbringliche Forderungen
Thailand	3 M	6 M	12 M
Argentinien	3 M	6 M	12 M
Brasilien	2 M	6 M	12 M
Chile	1 M (Hypothekenkredite). 2 M (Verbraucher kredite)	7 M (Hypothekenkredite). 4 M (Verbraucher kredite)	5 M (Verbraucher kredite)
Kolumbien	4 M (Wohnungsbau kredite). 1 M (sonstige)	6 M (Wohnungsbau kredite). 4 M (Geschäftskredite). 3 M (sonstige)	12 M (Wohnungsbau- und Geschäftskredite). 6 M (sonstige)
Mexiko	6 M (Hypothekenkredite). 3 M (sonstige)		
Peru	3 M (Hypothekenkredite). 1 M (Verbraucher kredite). 2 M (Geschäftskredite)	4 M (Hypothekenkredite). 3 M (Verbraucher kredite). 4 M (Geschäftskredite)	12 M (Hypothekenkredite). 4 M (Verbraucher kredite). 12 M (Geschäftskredite)
Venezuela	„überfällig“ = 1 M		
Tschechische Republik	3 M	6 M	12 M
Ungarn	<i>Internationale Norm</i>	<i>Internationale Norm</i>	<i>Internationale Norm</i>
Polen	1 M bzw. bei schlechter Lage des Kreditnehmers	3 M	6 M; Kreditnehmer in Konkurs

Quelle: Hawkins und Turner (1999). S. 25

Als Maß für die Qualität der Aktiva verwenden wir das Verhältnis zwischen Rückstellungen für Kreditausfälle und Bruttokreditvergabe, das sich positiv auf die Stabilität des Bankensektors auswirken dürfte, da Banken, die Kredite von minderer Qualität vergeben, das Risiko durch höhere Einzahlungen in den Fonds für Kreditausfälle ausgleichen. Hierbei handelt es sich jedoch um ein indirektes Maß für die Qualität der Aktiva, da die meisten der von der IBCA bereitgestellten Bilanzen keine umfassenden Informationen über Kreditausfälle enthalten und die aggregierten Daten demzufolge nicht zuverlässig sind.

Die Rückstellungen für Kreditausfälle hängen von den internen Vorschriften der einzelnen Banken zur Risikobeschränkung und von den einzelstaatlichen Rechtsvorschriften in Form von gesetzlich vorgeschriebene Rückstellungspflichten entsprechend der Klassifizierung von Krediten ab. Auch wenn die nationalen Rechtsvorschriften sehr unterschiedlich sind, bestehen die Bestimmungen üblicherweise darin, dass für ordnungsgemäß bediente Kredite ein geringer Betrag einzustellen ist, während sich die Rückstellungen für unzureichend besicherte Kredite auf 20 %, für zweifelhafte Kredite auf 50 % und für Ausfälle auf 100 % belaufen. Es liegt auf der Hand, dass angesichts der erheblichen Unterschiede bei der Definition der einzelnen Kreditkategorien die Höhe der vorgeschriebenen Rückstellungen

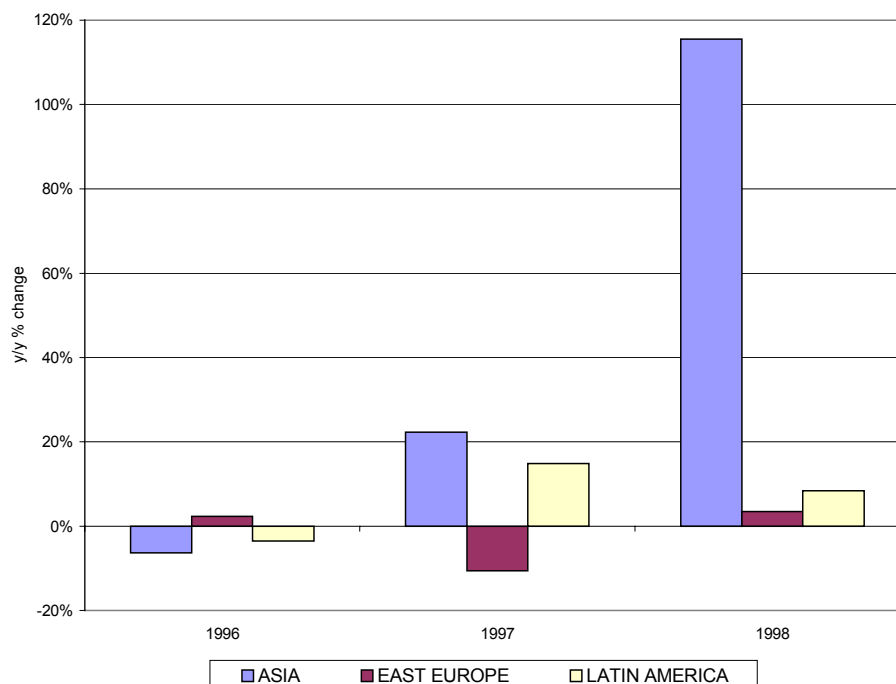
stark voneinander abweichen kann.

Vergleicht man die Entwicklung des Verhältnisses zwischen den Rückstellungen für Kreditausfälle und der Gesamtkreditvergabe seit 1995 in den drei Regionen, die Gegenstand dieser Untersuchung sind, so fällt sofort ins Auge, dass bei sämtlichen asiatischen Bankensystemen ein rasches Wachstum zu verzeichnen ist. Die Ursachen hierfür sind:

- die Verschlechterung der Kreditportfolios (offiziellen Angaben zufolge belaufen sich die Kreditausfälle im Verhältnis zur Gesamtkreditvergabe in den asiatischen Ländern im Durchschnitt auf 10 % und erreichten 1998 in Indonesien und Thailand einen Höchststand von 45 %);
- die extrem geringen Rückstellungen zu Beginn der Krise (1,66 % im Jahr 1997), die eher auf eine unzureichende Risikoabsicherung als auf eine hohe Qualität der ausstehenden Kredite zurückzuführen war.

In den von der Krise besonders stark betroffenen Ländern erhöhte sich die Quote der Rückstellungen für Kreditausfälle am stärksten: In Indonesien stieg sie von 3,1 % im Jahr 1997 auf 43,7 % im Jahr 1998 an, in Thailand war ein Anstieg von 2,8 % im Jahr 1996 auf 10,7 % im Jahr 1998 zu verzeichnen, während sie sich in Malaysia von 2,9 % auf 5,9 % und in Korea von 1,4 % auf 5,6 % erhöhte. Sogar im Bankensystem von Singapur war 1997 infolge der gestiegenen Kreditrisiken in Verbindung mit einem sehr geringen Rückstellungsniveau 1996 (die Rückstellungen für Kreditausfälle entsprachen einer Quote von 0,08 %) ein beträchtlicher Anstieg der Rückstellungen für Kreditausfälle festzustellen.

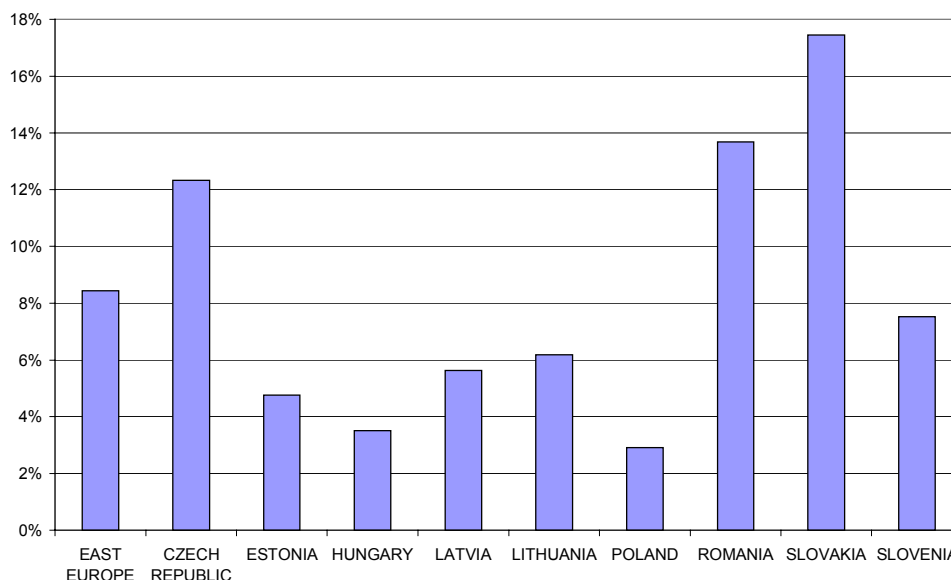
Abbildung 4.5 - Die Qualität der Aktiva: Wachstumsrate des Verhältnisses zwischen den Rückstellungen für Kreditausfälle und der Bruttokreditvergabe in Asien, Lateinamerika und Osteuropa



In Osteuropa zeichnen sich die Aktiva durch eine wesentlich stabilere Qualität aus. Das Niveau der Rückstellungen im Verhältnis zum Bruttokreditvolumen war aufgrund einer von

jeher risikoreicheren Kreditvergabe und eines strengeren Aufsichtswesens stets höher als in Asien. Polen und Ungarn sind die zwei Länder, in denen die Quote der Rückstellungen für Kreditausfälle am niedrigsten ist, während das Kreditgeschäft in der Tschechischen Republik, der Slowakei und Rumänien mit einem beträchtlichen Risiko behaftet ist. Ein erheblicher Anstieg der Rückstellungsquote war in Rumänien (bei einer Wachstumsrate von 144 % 1996) und in Estland (124 % 1998) zu verzeichnen, der auf eine Zunahme der Instabilitätsrisiken hindeutet.

Abbildung 4.6 - Die Qualität der Aktiva in Osteuropa im Jahr 1998: Rückstellungen für Kreditausfälle im Verhältnis zur Bruttokreditvergabe



In allen untersuchten lateinamerikanischen Ländern war aufgrund der Verschlechterung der Kreditqualität bei der Rückstellungsquote für Kreditausfälle ein Anstieg zu verzeichnen. Hohe Wachstumsraten wurden in Brasilien (41,6 %) im Jahr 1997 sowie in Kolumbien (60,5 %), Peru (45,3 %) und Venezuela (68 %) im Jahr 1998 verbucht¹⁰². Eine Sonderstellung nahm dabei das argentinische Bankensystem ein, wo es im Zeitraum 1995 - 1998 zu einer Verringerung der Rückstellungen kam. Wegen des hohen Anteils notleidender Kredite an der Bruttokreditvergabe (1998 waren es bei allen Banken unserer Stichprobe 24,8 %) ist diese Verringerung der Rückstellungen eher auf eine Verlustberichtigung als auf eine Erhöhung der Kreditqualität zurückzuführen.

In Abbildung 4.7 sind all die Länder dargestellt, in denen sich die Rückstellungsquote für Kreditausfälle 1997 und 1998 drastisch erhöhte. Dabei wurden die jeweils höchste Wachstumsrate für die einzelnen Bankensektoren während dieser zwei Jahre ausgewählt und all die Länder berücksichtigt, in denen die Werte in einem dieser zwei Jahre über 40 %¹⁰³ lagen. Das indonesische Bankensystem nimmt aufgrund des extrem raschen Anstiegs seiner Rückstellungsquote einen herausragenden Platz ein. Infolge des Problems mit notleidenden Krediten, das durch die Wirtschafts- und Finanzkrise bedingt war, erhöhte sich diese Quote

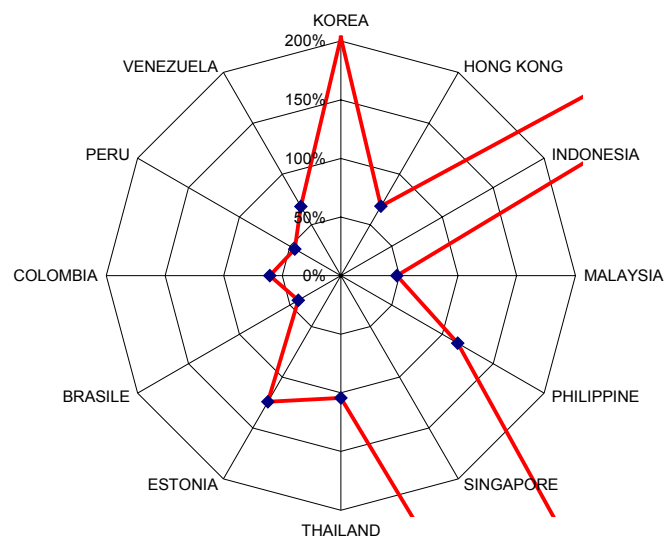
¹⁰² Im Durchschnitt lag die Rückstellungsquote für Kreditausfälle in Lateinamerika 1995 bei 7,2 % und 1998 bei 8,7 %.

¹⁰³ Der vorgeschlagene Wert wurde willkürlich festgelegt und sollte mit dem absoluten Niveau der Quote der Rückstellungen für Kreditausfälle abgewogen werden. Obwohl die Erhöhung der Rückstellungen viele Ursachen haben kann, einschließlich einer Änderung der aufsichtsrechtlichen Regelungen, betrachten wir einen Anstieg von 40 % innerhalb eines Jahres als Signal für ein zunehmendes Risiko bezüglich der Aktivaqualität.

von 3,1 % im Jahr 1997 auf 43,7 % im Jahr 1998. In anderen asiatischen Ländern wie Korea, Malaysia, den Philippinen, Thailand und Hongkong war ebenfalls ein gewaltiger Anstieg der Rückstellungsquote zu verzeichnen.

In Osteuropa kam es lediglich im estnischen Bankensystem 1998 zu einer beträchtlichen Erhöhung dieser Quote. Wie schon erwähnt, lagen jedoch die Rückstellungen in der gesamten Region stets auf einem höheren Niveau, was auf die mit dem Geschäftsumfeld der Banken verbundenen Risiken zurückzuführen ist. In Lateinamerika waren bei den Rückstellungen hohe Wachstumsraten zu verzeichnen: in Brasilien 1997 und in Kolumbien, Venezuela und Peru 1998.

Abbildung 4.7 – Probleme bezüglich der Qualität der Aktiva: maximale jährliche Wachstumsrate der Rückstellungsquote für Kreditausfälle im Zeitraum 1997 - 1998



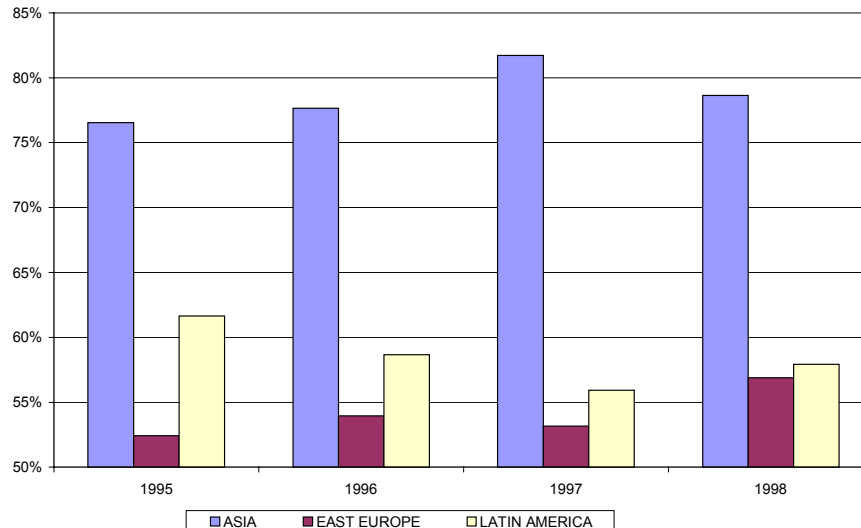
4.3.3. Liquidität

Die Liquidität des Bankensystems wirkt sich auf die Fähigkeit der Banken aus, sich in einer angespannten Lage zu finanzieren. Besonders bedeutsam ist die Liquidität in den Wirtschaften der Schwellen- und Übergangsländer, in denen das Geschäftsumfeld in hohem Maße instabil ist und wo viele Banken ungünstige finanzielle Rahmendaten aufweisen.

Als Liquiditätsindikator verwenden wir das Verhältnis zwischen Nettokreditvergabe und Kundengeldern sowie kurzfristigen Mitteln. Eine hohe Kennzahl kann Rückschlüsse darauf zulassen, in welchem Umfang die Banken auf nichttraditionelle Finanzierungsquellen zurückgreifen. Bei einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Bedingungen, wenn die Liquidität der Banken infolge von Erschütterungen auf ein niedriges Niveau absinkt, kann sie auf ein höheres Fälligkeitsrisiko hindeuten.

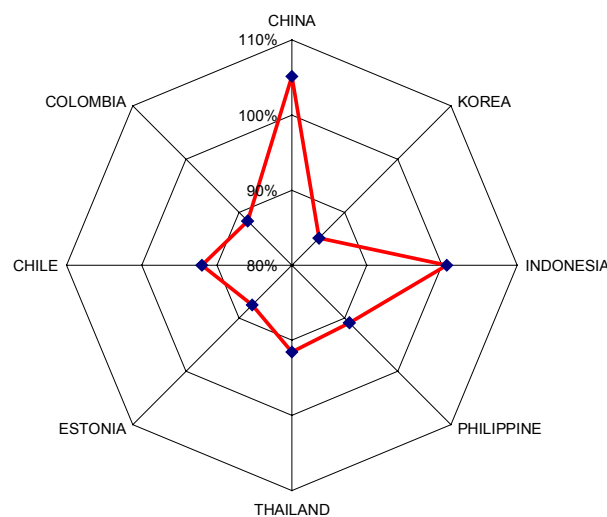
Aus Abbildung 4.8 wird ersichtlich, dass die Bankensysteme in Asien durch ein niedriges Liquiditätsniveau gekennzeichnet sind, insbesondere im Vergleich zu dem hohen Niveau in Lateinamerika und Osteuropa.

Abbildung 4.8 - Liquidität der Bankensysteme: Nettokreditvergabe im Verhältnis zu Kundengeldern und kurzfristigen Mitteln in Asien, Lateinamerika und Osteuropa



Die Analyse auf Länderebene für den Zeitraum 1997-1998 (Abbildung 4.9) zeigt, dass im asiatischen Raum die geringe Liquidität für die Bankensysteme in China, Thailand, den Philippinen, Indonesien und Korea als Problem anzusehen ist. In Lateinamerika gibt es Liquiditätsprobleme in Kolumbien und Chile, während in Osteuropa nur in Estland diesbezüglich Schwierigkeiten bestehen.

Abbildung 4.9 – Liquiditätsprobleme: Höchstwert der Nettokreditvergabe im Verhältnis zu Kundengeldern und kurzfristigen Mitteln im Zeitraum 1997 - 1998



4.3.4. Währungsrisiken und diesbezügliche Regelungen

Die Instabilität der Bankensysteme ist in hohem Maße dem Wechselkursrisiko geschuldet. Wie die jüngsten Erfahrungen in den asiatischen Ländern zeigen, sind internationale Banken in den entwickelten Ländern stets dazu bereit, Banken in den Entwicklungsländern Kredite zu gewähren. Das Missverhältnis zwischen kurzfristigen Valutaverbindlichkeiten (Fremdwährungskredite haben in der Regel eine kurze Laufzeit) und langfristigen Anlagen in der jeweiligen Landeswährung kann bei unvorhersehbaren starken Wechselkursschwankungen schlagartig zu Problemen führen. Darüber hinaus ist zu

berücksichtigen, dass sich auch aus umfangreichen Valutakreditaufnahmen des privatwirtschaftlichen Sektors potentielle Risiken ergeben. Bei einer starken Abwertung könnten die Kreditnehmer Probleme bei der Tilgung bekommen, und dies könnte auf das Bankensystem übergreifen, selbst wenn es keine Valutaverbindlichkeiten eingegangen ist.

Dem Währungsrisiko wird in der Regel mit Beschränkungen gegengesteuert, die als Prozentsatz des Eigenkapitals ausgedrückt werden (Tabelle 4.4). In einigen Ländern gibt es sehr detaillierte Regelungen, die - wenn sie mit einer wirksamen Aufsicht einhergehen - diese Risiken begrenzen können. Doch nur in wenigen Ländern bestehen Vorschriften für die Fremdwährungskreditaufnahme durch Kunden, und dies kann zu Verwerfungen führen.

In Abbildung 4.13 sind die Tendenzen bei der Kreditvergabe der internationalen Banken in den drei Regionen dargestellt¹⁰⁴. Die starke Zunahme der Kapitalströme in die asiatischen Länder vor der Krise hat diese anfälliger gemacht. Wie riskant die Lage war, wurde erst durch die Währungsabwertung im Jahr 1997 und den dadurch bedingten starken Rückgang der internationalen Kreditströme deutlich (-21 % im Jahr 1998 und -4 % im ersten Halbjahr 1999).

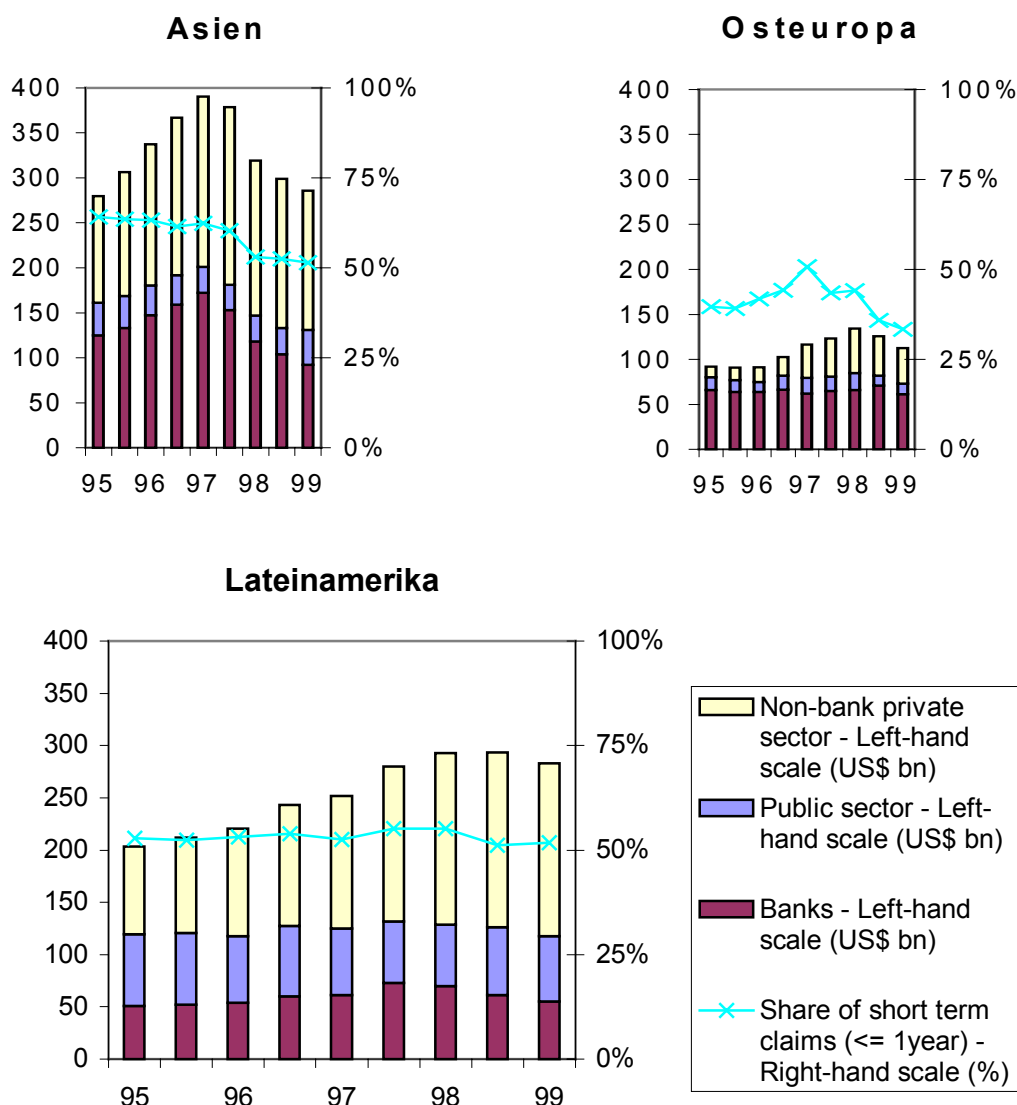
¹⁰⁴ Zwar analysieren wir die regionale Entwicklung, doch oftmals bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern.

Tabelle 4.4 – Bankaufsichtliche Regelungen in Bezug auf das Fremdwährungsrisiko

Indien	<i>Die Bank muss eine Genehmigung für die Obergrenzen der OP einholen.</i>
Hongkong	<i>Tages-OP (außer Positionen in HK\$/US\$) inländischer Banken $\leq 5\%$ des K (bei etablierten Institutionen 15%)</i>
Indonesien	<i>Netto-OP maximal 20% des K</i>
Korea	<i>15% des K (Überhang an Kaufpositionen oder Verkaufpositionen)</i>
Malaysia	<i>Jede Bank hat eigene Obergrenzen für Netto-OP.</i>
Philippinen	<i>Obergrenze für Verkaufpositionen von 20% des K vorübergehend ausgesetzt; Obergrenze für Kaufpositionen 5%</i>
Singapur	<i>Keine offiziellen Obergrenzen; die Banken müssen selbst Obergrenzen festlegen, überwachen und melden.</i>
Thailand	<i>Überhang an Kaufpositionen maximal 15% des K; Überhang an Verkaufpositionen maximal 15%</i>
Argentinien	<i>Keine offiziellen Leitlinien; K-Anforderungen im Verhältnis zu fx-Positionen</i>
Brasilien	<i>Obergrenzen für Kauf- und Verkaufpositionen. Im Rahmen einer neuen Maßnahme soll das fx-Risiko mit den K-Anforderungen ins Verhältnis gebracht werden.</i>
Chile	<i>Absoluter gewichteter Betrag der Nettodevisenpositionen $< 20\%$ des K, wobei die Gewichtung die Kursschwankungsintensität und die Bewertung des Emissionslandes widerspiegelt</i>
Kolumbien	<i>OP zwischen -5% und 20% des K</i>
Mexiko	<i>Obergrenze in Höhe des $1,83$fachen des Kern-K</i>
Peru	<i>Nettoverbindlichkeiten $\leq 2,5\%$ des K; Nettovermögen $\leq 100\%$ des K</i>
Venezuela	<i>OP maximal 15% des K</i>
Tschechische Republik	<i>OP in jeder beliebigen Währung $\leq 15\%$ des K; OP in nichtkonvertiblen Währungen $\leq 2\%$ des K; OP insgesamt $\leq 20\%$ des K</i>
Ungarn	<i>Absoluter Betrag der OP $\leq 30\%$ des K</i>
Polen	<i>Obergrenze von 15% des K für jede beliebige Währung; Obergrenze von 30% für Gesamtnettopositionen; Obergrenze von 40% für den absoluten Betrag der OP</i>
Russland	<i>OP maximal 30% des K</i>
K = Kapital; fx = Fremdwährung; OP = offene Positionen	

Quelle: Hawkins und Turner (1999). S. 92

Abbildung 4.10 – Kreditvergabe internationaler Banken¹⁰⁵ in Asien, Osteuropa und Lateinamerika



Legende:

Privatwirtschaftlicher Nichtbankensektor – Linke Achse (in Mrd. US\$)

Öffentlicher Sektor – Linke Achse (in Mrd. US\$)

Bankensektor – Linke Achse (in Mrd. US\$)

Anteil kurzfristiger Forderungen (<= 1 Jahr) – Rechte Achse (in %)

Was die Auslandskreditvergabe an den Bankensektor betrifft, so geht der Löwenanteil an die osteuropäischen Banken (während des Untersuchungszeitraums durchschnittlich 60,1 %¹⁰⁶). In Asien nahm das Bankensystem in großem Umfang Auslandskredite in Anspruch (durchschnittlich 40,4 %). Für die Positionen der asiatischen Banken war, da die

¹⁰⁵ Gemessen als internationale Forderungen der zum Berichtsgebiet der BIZ gehörenden Banken gegenüber einzelnen Ländern (Stand per Ende des Berichtszeitraums).

¹⁰⁶ Von 1995 bis Mitte 1999.

Kreditbestände überwiegend auf Landeswährung lauteten und - wie aus Abbildung 4.10 ersichtlich - ein großer Teil ihrer Fremdwahrungsschulden (mehr als 60 %) kurzfristig angelegt war, eine hohe Anfälligkeit kennzeichnend. Auch beruhten sie auf der Prämisse stabiler Wechselkurse. Die Abwertung der Währungen stellt einen schweren Schlag für das Bankensystem dar. Darüber hinaus wurde die finanzielle Lage der Banken indirekt durch die beträchtliche Inanspruchnahme von Auslandskrediten durch den privaten Nichtbankensektor und die damit verbundenen negativen Auswirkungen der Abwertung beeinträchtigt. Im Anschluss an die Krise ging der Anteil des Bankensystems am Gesamtkreditvolumen der zum Berichtsgebiet der BIZ gehörenden Banken zurück (was zum Teil auf die allgemeine Tendenz des öffentlichen Sektors zur Übernahme von Fremdwährungsverbindlichkeiten zurückzuführen ist), und die Fristenstruktur verschob sich hin zu längeren Laufzeiten.

In Lateinamerika war die Vergabe von Auslandskrediten an das Bankensystem mit durchschnittlich 23,6 % während des Untersuchungszeitraums geringer ausgeprägt. Demgegenüber stellte sich die Fristenstruktur mit einem konstanten Wert von etwa 50 % (siehe auch Abschnitt 1.3.3) nur geringfügig vorteilhafter als in Asien dar.

4.3.5. Rentabilität

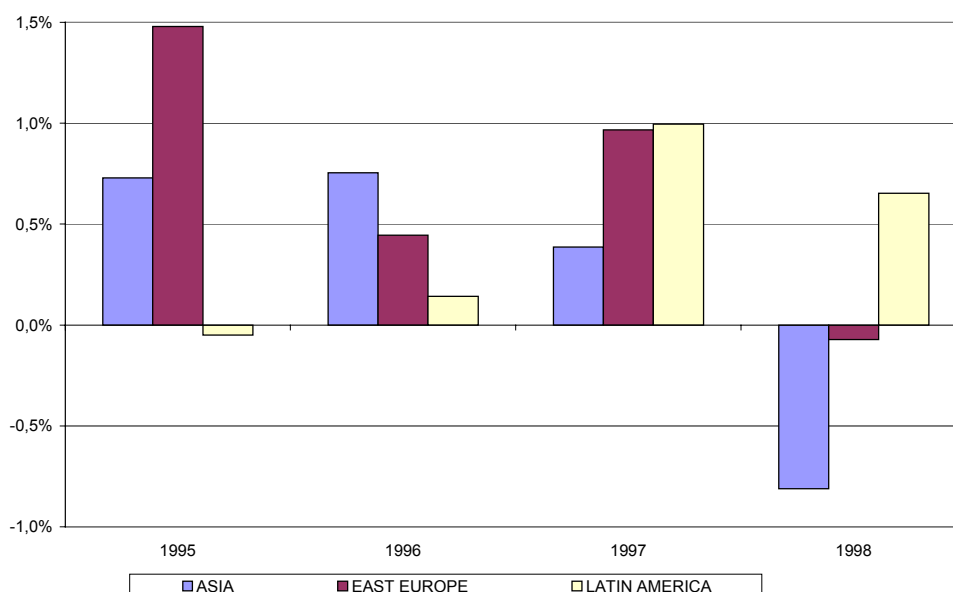
Inwiefern Banken zahlungs- und überlebensfähig bleiben, hängt auch von ihrer Rentabilität ab. Rentable Banken können sich mit den entsprechenden Rückstellungen gegen schwierige Situationen absichern, ihr Kapital erhöhen und das Vertrauen der Anleger gewinnen, indem sie attraktive Dividenden zahlen, während Banken, die Verluste machen, ihr Kapital aufzehren. Als Rentabilitatsindikator wurde die Gesamtkapitalrentabilität (return on average assets - ROA¹⁰⁷) zugrunde gelegt. Ist diese Kennzahl niedrig (insbesondere wenn sie in den negativen Bereich absinkt) und in ihrer Tendenz rückläufig, so kann dies auf Probleme bezüglich der Solidität eines Finanzsystems hindeuten.

In Abbildung 4.11 ist die Entwicklung der Rentabilität der Bankensysteme in Asien, Lateinamerika und Osteuropa seit 1995 dargestellt. Die insgesamt rückläufige Tendenz der Gesamtkapitalrentabilität in Asien und das Absinken des Wertes 1998 in den negativen Bereich, sind Ausdruck der beginnenden Solvenzprobleme bei indonesischen, thailändischen und koreanischen Banken (bei all diesen Bankensystemen lag die Gesamtkapitalrentabilität 1998 im negativen Bereich).

¹⁰⁷ Bei Untersuchungen der Übergangs- und Schwellenländer sollte der Gesamtkapitalrentabilität (ROA) der Vorzug vor der Eigenkapitalrentabilität (return on equity - ROE) gegeben werden, und zwar aus zwei Gründen:

- Die Höhe des Eigenkapitals einer Bank wird von den mit ihrem Geschäftsumfeld zusammenhängenden Risiken über die Höhe der zu bildenden Rücklagen beeinflusst. Daher können Banken, die in einem risikotrachtigeren Umfeld tätig sind, bei sonst gleichen Bedingungen ein höheres Eigenkapital und somit eine geringere Eigenkapitalrentabilität aufweisen.
- Eine positive Eigenkapitalrentabilität könnte das Ergebnis negativer Renditen sein, die negativen Eigenkapitalwerten gegenübergestellt werden. In diesem Fall kann es dazu kommen, dass Bankensysteme, denen es an jeglicher Stabilität mangelt, als rentabel eingestuft werden. Dieser Fehler lässt sich vermeiden, indem man bei der Untersuchung die Gesamtkapitalrentabilität zugrunde legt.

Abbildung 4.11 – Die Rentabilität der Bankensysteme: Gesamtkapitalrentabilität (ROA)

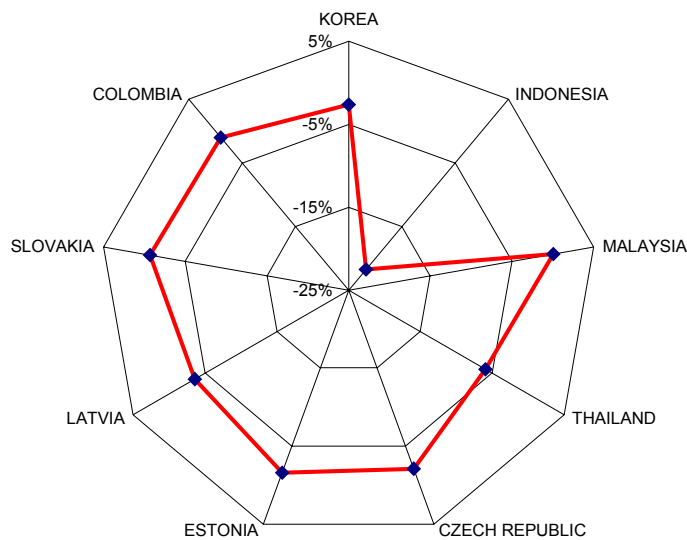


In Osteuropa war die 1998 zu verzeichnende negative Rentabilität auf die geringer Leistungsfähigkeit der Bankensysteme der Tschechischen Republik, Lettlands, Estlands und der Slowakei zurückzuführen, die durch Verzögerungen im Übergangsprozess bedingt war. Auswirkungen der Krise Russlands machten sich lediglich in den baltischen Ländern bemerkbar. In Litauen kam es in Ermangelung eines angemessenen Aufsichtswesens aufgrund der engen wirtschaftlichen Verbindungen zu Russland und des Engagements der Banken in russischen Staatspapieren (GKO), im vergangenen Jahr zum Konkurs zweier Banken.

In Lateinamerika wies während des Untersuchungszeitraums lediglich das kolumbianische Bankensystem eine negative Rentabilität auf. Die Ursache hierfür war eine Zunahme der Kreditausfälle, die zu einer Verringerung der Zinsspannen führte.

Wie bereits erwähnt, deuten eine geringe Rentabilität und drastisch rückläufige Trends auf eine problematische finanzielle Lage hin. Aus diesem Grund haben wir Bankensysteme, die eine sehr niedrige oder negative Gesamtkapitalrentabilität aufweisen und/oder deren Rentabilität sich drastisch verschlechtert (d.h. deren jährliche Wachstumsrate unter -90% liegt) als in einer Stress-Situation befindlich eingestuft. Übrigens haben wir festgestellt, dass alle Bankensektoren, in denen die Rentabilität während des Berichtszeitraums in den negativen Bereich abgesunken war, auch eine hohe negative Wachstumsrate bei der Gesamtkapitalrentabilität (ROA) aufwiesen. Daher haben wir uns entschieden, Stress-Situationen anhand des Rentabilitätsniveaus und nicht anhand der Rentabilitätsentwicklung darzustellen.

Abbildung 4.12 –Rentabilitätsprobleme: negative Gesamtkapitalrentabilität (ROA) im Zeitraum 1997 - 1998 (Minimalwert)



4.4. Kriminelle und illegale Faktoren

In diesem Abschnitt gehen wir auf die potentiellen Einflüsse von „außergewöhnlichen“ Ursachen für die Instabilität ein. Eine Analyse der Hauptursachen der jüngsten Finanzkrisen in Schwellenländern gibt Anlass zu der Annahme, dass kriminelle und illegale Faktoren (organisiertes Verbrechen, Korruption, Steuerflucht) und die damit verbundenen Einnahmen in der Wirtschaft weit genug verbreitet waren, um die Krisenentwicklung zu beeinflussen bzw. zu beschleunigen. Die Infiltration illegalen und kriminellen Kapitals in die Finanzsysteme dürfte sich in den letzten Jahren verstärkt haben.

Die Rolle illegaler Kapitalbewegungen kann unter zwei Aspekten betrachtet werden:

- Verzerrungen der normalen und ordnungsgemäßen Verhaltensweisen am Finanzmarkt und
- Glaubwürdigkeit der Vermittler und der beteiligten Institutionen.

Verschiedenen offiziellen Quellen zufolge ist der Bankensektor von jeher der wichtigste Kanal für Geldwäsche. Deshalb konzentrieren die Aufsichtsbehörden in den meisten Ländern ihre Aufmerksamkeit auf diesen Bereich.

Dabei ist es den kriminellen Organisationen nur selten möglich, ihre Einnahmen mit Hilfe von Kreditinstituten zu waschen, ohne dass die betreffenden Institutionen davon Wind bekommen, dass es sich um Schwarzgeld handelt. Immer häufiger schließt die Beteiligung einer Bank ihre mehr oder weniger explizite Mittäterschaft ein. Dies scheint ein immer wiederkehrender Trend zu sein: die Bank als korrumpierte oder von Kriminellen kontrollierte Institution.

Nach Aussage von Experten ist die Kontrolle von Banken durch kriminelle Gruppen oder Elemente mit kriminellen Verbindungen besonders beunruhigend. So wird beispielsweise angenommen, dass viele der 2 000 Banken in Russland von der „Mafia“ kontrolliert werden. Bevor die Zentralbank jüngst die Eigenkapitalanforderungen anhub, war es billiger, eine Bank zu kaufen als einen Luxuswagen. Die Mafia hat auch versucht, beträchtliche Beteiligungen an kleinen oder in der Provinz angesiedelten Banken zu erwerben, um ihre Vertreter dort zum

Zwecke der Geldwäsche unterzubringen.

Einige Banken in Osteuropa stehen ebenfalls unter dem Verdacht, von kriminellen Elementen beeinflusst oder kontrolliert zu werden. Doch von der Kontrolle durch die Mafia einmal abgesehen, machen viele Banken in Osteuropa tatsächlich keinen Unterschied zwischen legalen und illegalen Geldern.

Dies geschieht nicht nur in Russland, sondern auch in Kreditinstituten, die in Ländern ansässig sind, in denen der Staat nicht über das rechtliche Instrumentarium und die entsprechenden Durchsetzungsbefugnisse zur Bekämpfung der Geldwäsche verfügt, sowie in Kreditinstituten, die aufgrund von unternehmensrechtlichen oder das Bankgeheimnis betreffenden Vorschriften nicht bei der Ermittlung des wahren Eigentümers der Mittel kooperieren.

Repräsentanzen scheinen ebenfalls ein beliebtes Instrument für Geldwäsche zu sein. Hierbei handelt es sich um Büros, die eine ausländische Bank vertreten, welche in einem bestimmten Land keine Niederlassung hat. Da sie nicht den Status einer Bank haben, ist es ihnen untersagt, echte Bankgeschäfte durchzuführen, wie zum Beispiel die Führung einer Gläubigerkartei (Kontoinhaberkartei). Derartige Büros können jedoch Geldbeträge über die Korrespondenzbank an die Mutterbank weiterleiten. Bei den Repräsentanzen gibt es keine Buchführung, so dass Durchsuchungen keinerlei Erfolgsaussichten haben und die einschlägigen Unterlagen sich nicht zurückverfolgen lassen. Durch die Ausstellung einer Quittung an den Kunden, der die Einzahlung tätigt, versetzt die Mutterbank ihn in die Lage, sich das Geld im Ausland auszahlen zu lassen. Somit können Repräsentanzen Teil der Geldwäschekette sein, und vor kurzem hat sich herausgestellt, dass einige in der Türkei und Marokko ansässigen Repräsentanzen in solche kriminellen Geschäfte verwickelt sind.

Da strengere Rechtsvorschriften die Kreditinstitute nunmehr in die Lage versetzen, solche illegalen Handlungen zu verhindern, verlegen sich die Geldwäscher zunehmend auf den Erwerb bzw. die Kontrolle von Finanzinstituten aus dem Nichtbankensektor. Diese Institutionen unterliegen oft nicht denselben Berichtspflichten wie Banken und können effektive Kanäle zum Waschen von Einnahmen aus kriminellen Geschäften sein, mit denen ein Großteil der Devisenbestimmungen und Berichtspflichten umgangen werden kann.

Offenbar greifen sowohl die neu in Erscheinung tretenden als auch die traditionellen Geldwäscher in zunehmendem Maße auf dieselben Finanzinstrumente zurück, die Tag für Tag auch vom regulären Unternehmenssektor in Anspruch genommen werden. Einige dieser Instrumente sind besser geeignet bzw. werden von Geldwäschern bevorzugt, weil sie problemlos in Anspruch genommen werden können bzw. es ihnen einfacher machen, die ursprüngliche Herkunft der von ihnen verwalteten Mittel zu verschleiern.

Zur Bewertung der Anfälligkeit verschiedener Länder gegenüber illegalen Kapitalbewegungen können wir das so genannte Geldwäschemultiplikatormodell verwenden. Anhand unserer qualitativen Analyse lässt sich feststellen, dass die Geldwäsche eine Multiplikatorwirkung für die wirtschaftliche – und folglich auch die politische – Macht krimineller Organisationen hat. Dies ist deshalb der Fall, weil die Geldwäsche wirtschaftlich insbesondere die Aufgabe verfolgt, Kapital aus illegalen Quellen, das nur eine potentielle Kaufkraft besitzt, in reale Kaufkraft umzuwandeln und somit denjenigen zu nützen, die über das gewaschene Geld verfügen können.

Die Multiplikatorwirkung der Geldwäsche für die wirtschaftliche Macht von Kriminellen beruht darauf, dass ausgehend von den ursprünglichen Verbrechen und illegalen Handlungen, aus denen „schmutzige“ Einkünfte erwachsen, durch den Prozess der Geldwäsche dieses Kapital abzüglich der dabei entstehenden Kosten in legale und illegale Wirtschaftsbereiche

reinvestiert werden kann. Der Teil, der in den illegalen Sektor fließt, wird zusätzliche illegale Einkünfte generieren, die gewaschen werden müssen. Damit ist der Geldwäschezyklus in Gang gesetzt, und jeder Schritt trägt – vorausgesetzt der Prozess verläuft ungehindert – dazu bei, die wirtschaftliche und finanzielle Macht von Kriminellen zu stärken.

Die Geldwäsche kann zumindest in dreierlei Hinsicht zu einer gefährlichen Unterminierung führen:

- Sie kann den Grad der *Unterminierung des Finanzsektors* verstärken, da der Prozess der Geldwäsche die Einbeziehung von Banken und Finanzintermediären erfordert, die sich mehr oder weniger über die Situation im Klaren sind;
- Sie kann durch die Förderung illegaler Einkünfte und Geldvermögen auch das Ausmaß der *Unterminierung der realen Wirtschaft* erhöhen, da sie es Kriminellen ermöglicht, das betreffende Kapital zu reinvestieren;
- Eine größere wirtschaftliche Macht krimineller Organisationen führt unvermeidlich dazu, dass sich ihr Einfluss auf das soziale und politische Leben eines Landes verstärkt, was eine *Unterminierung der sozialen Standards* zur Folge hat.

Bei anderweitig gleichen Bedingungen dürften diese Unterminierungsfaktoren die Wahrscheinlichkeit der Instabilität des Finanzwesens erhöhen.

Es gibt derzeit keine systematische Bewertung der Instabilitätsrisiken infolge krimineller und illegaler Aktivitäten. Im Hinblick auf politische Entscheidungen wird es daher in Zukunft von ausschlaggebender Bedeutung sein, spezielle internationale Studien zu diesem wichtigen Thema zu fördern, da die zunehmende Verbreitung internationaler Finanzmittler im Zuge des Globalisierungsprozesses Kriminellen Möglichkeiten zur Expansion bietet.

Aus einem besseren Verständnis der Zusammenhänge zwischen finanzieller Instabilität und illegalen Aktivitäten heraus werden sich Anhaltspunkte für die Ausarbeitung von Rechtsvorschriften gegen die Geldwäsche ergeben, wobei der Mittelknappheit, den begrenzten technischen Möglichkeiten und unerwünschten Auswirkungen auf das legale Umfeld Rechnung zu tragen ist.

Daher ist es wichtig, das Multiplikatormodell für die Geldwäsche sorgfältig auszuarbeiten, um über einen theoretischen Rahmen für die Auswahl der Finanzinstrumente, Märkte und Institutionen zu verfügen, die kontrolliert und mit Aufgaben der Bekämpfung der Geldwäsche betraut werden sollten.

Tatsächlich sollten politische Maßnahmen nicht zwangsläufig die Finanzinstrumente ins Visier nehmen, deren Nutzung am weitesten verbreitet ist, sondern diejenigen, die am gefährlichsten sind. Wenn sich die Strafverfolgung und der Einsatz von Ressourcen vor allem auf diejenigen Finanzinstrumente, Märkte und Institutionen konzentrieren, die am stärksten zum Wachstum der kriminellen Systeme beitragen, dann kann sich dies in dreierlei Hinsicht vorteilhaft auswirken:

- a) Verringerung der Kosten, die einem großen Teil des (in aller Regel von ganz normalen Bürgern genutzten) Finanzsystems durch Rechtsvorschriften auferlegt werden;
- b) Konzentration der Bemühungen auf genau festgelegte und abgegrenzte Ziele, unter besserer Nutzung von Größenvorteilen und Erkennung kumulativer Effekte bei der Strafverfolgung;
- c) Beschränkung der Möglichkeiten für Kriminelle, von regulierten zu unregulierten Finanzeinrichtungen überzuwechseln. Tatsächlich sollten nur die (für kriminelle

Geschäfte) wirtschaftlich eher ungeeigneten Finanzeinrichtungen von der Kontrolle ausgenommen bleiben.

4.5. Schlussfolgerungen

Im vorliegenden Kapitel haben wir das Verhältnis zwischen Aufsichtsaspekten und der Stabilität des Bankensektors in den Wirtschaften einiger Schwellen- und Übergangsländer in einem Zeitraum untersucht, der von allgemeinen Turbulenzen im weltweiten Finanzsystem geprägt war. Die Verbindung der beiden Variablen hat sich insbesondere während der jüngsten Krise als maßgeblicher Stabilitätsfaktor erwiesen. Tatsächlich besteht allgemein Übereinstimmung dahingehend, dass einzelne Länder aufgrund von internen Mängeln nicht in der Lage waren, auf den Druck von außen zu reagieren, so dass die Bankensysteme zu Instrumenten der Verbreitung und Verstärkung der Krise wurden.

Unsere Analyse ergab eine Reihe von Instabilitätsfaktoren im Zusammenhang mit dem Aufsichtswesen. Insbesondere bei asiatischen Banken wurde die Krise des Bankensektors unter anderem durch ein zu geringes Eigenkapital, eine niedrige Liquidität und ein hohes Risiko im Zusammenhang mit Fremdwährungskrediten verursacht. Andererseits erklären die Unterschiede im Wesen der lateinamerikanischen und osteuropäischen Banken ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber der sich ausbreitenden Krise. Ferner haben wir die Bedeutung krimineller und illegaler Aktivitäten erörtert, die das Finanzsystem entscheidend destabilisieren können.

Generell haben wir Schwachstellen im Zusammenhang mit einem unzureichenden Aufsichtswesen aufgezeigt, die im Interesse einer größeren Stabilität der nationalen und internationalen Finanzsysteme überwunden werden sollten. Die großen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern im Hinblick auf Regelungen und Definitionen haben schwerwiegende Folgen, nicht nur für die Wirksamkeit des Aufsichtswesens, sondern auch für die komparative Bewertung der Lage in verschiedenen Ländern. Deshalb ist die Festlegung internationaler Normen im Bereich des Aufsichtswesens – aber auch in anderen Bereichen wie dem Rechnungswesen – eine maßgebliche Voraussetzung für bessere Entscheidungen internationaler Investoren (siehe Abschnitt 3.1). In diesem Zusammenhang darf nicht vergessen werden, dass ein angemessenes ordnungspolitisches Umfeld nur dann Sinn macht, wenn es leistungsfähige Aufsichtsbehörden gibt, die auch über die notwendigen Instrumente verfügen, um zu verhängen.

Wichtig ist dabei die Struktur des Finanzsystems, da – wie wir festgestellt haben – eine zu große Abhängigkeit vom Bankensystem im Falle einer Krise des Bankensektors verheerende Auswirkungen auf die Wirtschaft haben kann. Deshalb ist es entscheidend, ein diversifizierteres und ausgewogeneres Finanzsystem unter Einbeziehung sowohl der Kapitalmärkte als auch einer Vielfalt von intermediären Finanzinstitutionen (Leasing- und Factoringunternehmen sowie Wagniskapitalgesellschaften, Merchant Banks, Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen, Investmentfonds) zu entwickeln.

Gleichzeitig ist es wichtig, die Risiken zu berücksichtigen, die mit der Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte verbunden sind. Ein stärkerer Wettbewerb führt zu einer Verringerung des Franchise-Werts von Finanzinstitutionen und verstärkt den Anreiz, höhere Risiken einzugehen. Dabei muß nochmals betont werden, dass die Liberalisierung mit einer effektiven Regulierung und Überwachung einhergehen muss.

Schließlich haben wir die mögliche Rolle außergewöhnlicher Faktoren (kriminelle und illegale Aktivitäten) als Ursachen für Instabilität analysiert. Dabei haben wir festgestellt, dass

es keine systematische Bewertung von Instabilitätsrisiken aufgrund krimineller oder illegaler Handlungen gibt. Als einschlägige Maßnahmen empfehlen wir daher die Förderung spezieller internationaler Studien zu diesem Thema. Ein besseres Verständnis der Zusammenhänge zwischen finanzieller Instabilität und illegalen Aktivitäten dürfte sich bei der Ausarbeitung von Rechtsvorschriften zur Bekämpfung der Geldwäsche unter Berücksichtigung der Mittelknappheit, der begrenzten technischen Möglichkeiten und der unerwünschten Auswirkungen auf das legale Umfeld als nützlich erweisen. Ferner sollte das Multiplikatormodell für die Geldwäsche sorgfältig weiterentwickelt werden, um über einen theoretischen Rahmen für die Auswahl der Finanzinstrumente, Märkte und Institutionen zu verfügen, die kontrolliert und mit Aufgaben bei der Bekämpfung der Geldwäsche betraut werden sollten. Die Erreichung dieser Ziele ist außerordentlich wichtig, ist es doch im Zuge des Globalisierungsprozesses zu einer stärkeren Verbreitung der Finanzintermediäre gekommen ist, was Kriminellen die Möglichkeit zur Ausweitung ihrer illegalen Geschäfte in der Zukunft bietet.

Literaturverzeichnis

- BARTH, J. R., CAPRIO, G. UND LEVINE, R. (1999), *Financial regulation and performance*, Milken Institute
- DAVIS, P. (1999), „Financial data needs for macroprudential surveillance – what are the key indicators of risks to domestic financial stability?“, *Handbooks in Central Banking*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Lecture Series Nr. 2.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. UND DETRAGIACHE, E. (1997), *The determinants of banking crisis: evidence from developed and developing countries*, World Bank Working Paper Nr. 1828
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. UND DETRAGIACHE, E. (1998), *Financial liberalisation and financial fragility*, World Bank Working Paper, Nr. 1917
- GOLDSTEIN, M. UND TURNER, P. (1996), *Banking crisis in emerging economies: origins and policy options*, BIS Economic Papers, Nr. 46, Oktober
- HAWKINS, J. UND TURNER, P. (1999), *Bank restructuring in practice: an overview*, in „Bank restructuring in practice“, BIS, Policy Papers, Nr. 6
- HONOHAN, P. (1997), *Banking system failures in developing and transition countries: diagnosis and prediction*, BIS Economic Papers, Nr. 39, Januar
- LEVINE, R. (1997), „Financial development and economic growth: views and agenda“, *Journal of Economic literature*, Bd. XXXV
- LINDGREN, C.J., GARCIA, G. UND SAAL, M. (1996), *Bank soundness and macroeconomic policy*, IMF
- ROSSI, M. (1999), *Financial fragility and economic performance in developing economies: do capital controls, prudential regulation and supervision matter?*, IMF Working Paper, WP/99/66
- THE BANKER, verschiedene Ausgaben, Financial Times edition.

Kapitel 5

Verfügbare innenpolitische Instrumente

5.1. Einführung

Angesichts des sprunghaften Anstiegs des Volumens der Finanzgeschäfte, der größeren Komplexität moderner Finanzinstrumente und der realen Kosten von Finanzkrisen steht die *Stabilität der Finanzwirtschaft* nunmehr ganz oben auf der Tagesordnung der politischen Entscheidungsträger. Die wachsende Zahl von Finanzgeschäften und die Integration der Kapitalmärkte haben die gegenseitige Abhängigkeit der Finanzinstitutionen erhöht und die Frage des systemischen Risikos in den Vordergrund gerückt. Wenngleich die internationalen Kapitalströme die effiziente Allokation von Spareinlagen und Kapitalanlagen im Allgemeinen verbessern, können sie auch die nationalen Wirtschaftspolitiken untergraben und die Finanzsysteme destabilisieren.

Ein solides Finanzsystem liegt vor allem aus zwei Gründen im öffentlichen Interesse:

Erstens neigt das Finanzsystem, wenn es sich selbst überlassen bleibt, zu Instabilitätsschüben.

Zweitens kann diese Instabilität zu erheblichen Nebenwirkungen (externen Effekten)¹⁰⁸ führen, deren Relevanz Grund genug sein dürfte, die Schaffung und Aufrechterhaltung von Stabilität zu einem Ziel der öffentlichen Ordnung zu machen.

Dennoch ist es schwierig zu entscheiden, auf welche Weise die staatlichen Behörden die Stabilität fördern sollten. Insgesamt sollten sie die Notwendigkeit der finanziellen Stabilität gegen den Wunsch nach einem innovativen und effizienten Finanzsystem abwägen.

In diesem Kapitel geht es um die Gestaltung von Strategien zur Gewährleistung eines sicheren, effizienten und stabilen Finanzsystems und um Gegenmaßnahmen im Falle von Finanzkrisen. Während dabei die Rolle der innenpolitischen Instrumente herausgestellt wird,

¹⁰⁸Genauer gesagt, verursacht der Zusammenbruch eines Finanzunternehmens den Betroffenen direkte Kosten: den Anteilseignern, die ihre Anteile einbüßen, den Beschäftigten, die ihre Arbeit verlieren sowie den Sparern und ungesicherten Gläubigern, deren Ansprüche verfallen können. Dies sind die direkten bzw. privaten Kosten der Instabilität, und hierin unterscheiden sich Finanzunternehmen und -märkte qualitativ nicht von anderen Wirtschaftssektoren. Darüber hinaus wird unabhängig von dem stets bestehenden Druck zum Ausgleich privater Verluste generell davon ausgegangen, dass dem öffentlichen Interesse am besten gedient ist, wenn man der Marktdisziplin freien Lauf lässt, solange es keine Anzeichen für ein Marktversagen gibt. Die Gründe, weshalb Schwierigkeiten in einem Finanzunternehmen Anlass für Bedenken bezüglich der öffentlichen Ordnung geben können, dürften auf folgende (sich überschneidenden) Faktoren zurückzuführen sein: (1) Verluste von Sparern und anderen Gläubigern können dadurch verschlimmert werden, dass es in der Kreditwirtschaft besonders leicht zu einem Ansturm oder „Run“ auf die Banken kommen kann. (2) Hohes Risiko, dass sich die Verluste durch „Ansteckung“ oder direkte Exposition auf andere Finanzinstitutionen ausweiten. (3) Entstehen von Haushaltsbelastungen, weil es für notwendig erachtet wird, die Sparern zu schützen oder die in Schwierigkeiten geratenen Institutionen zu retten. (4) Die Instabilität im Finanzsektor kann zu weitreichenden makroökonomischen Folgen führen. (5) Der Verlust des Vertrauens in die Finanzmittler kann eine finanzielle „Repression“ und somit ein suboptimales Niveau der Spareinlagen sowie eine Fehlleitung von Investitionen zur Folge haben. Die beiden erstgenannten Punkte können Auslöser für eine Instabilität des Finanzsystems sein, während die drei letztgenannten Punkten die externen Kosten betreffen, die durch eine solche Instabilität verursacht werden.

erörtern wir in Kapitel 6 Fragen im Zusammenhang mit der internationalen Dimension der Stabilität des Finanzwesens und der Notwendigkeit einer Reform der internationalen Finanzarchitektur. Im weiteren Verlauf dieses Kapitels geht es dann um folgende Themen. In Abschnitt 5.2 werden das Aufsichtswesen und finanzielle Sicherheitsnetze als grundlegende Instrumente zur Förderung der Stabilität des Finanzwesens dargestellt. Im Anschluss an einen kurzen Überblick über den theoretischen Rahmen der finanziellen Stabilität wird in Unterabschnitt 5.2.2 die Funktionsweise des USA-Modells beschrieben, während Unterabschnitt 5.2.3 die Anwendbarkeit dieses Modells auf die Euro-Zone behandelt und komplizierte Fragen im Hinblick auf die finanzielle Stabilität in Europa beleuchtet. In Unterabschnitt 5.2.4. geht es schließlich um Aufsichtswesen und „Sicherheitsnetze“ in Entwicklungsländern. Abschnitt 5.3 hat die Rolle ausländischer Banken bei der Förderung der Funktionsfähigkeit und Stabilität von Finanzsystemen zum Thema, während in Abschnitt 5.4 die Wahl des Wechselkurssystems analysiert wird, das während der jüngsten Asienkrise eine wichtige Variable darstellte.

5.2. Strategien zur Aufrechterhaltung der Stabilität des Finanzsektors: Aufsichtswesen und finanzielle Sicherheitsnetze

5.2.1. Institutioneller Rahmen für finanzielle Stabilität: Lehren aus der Theorie

Die normative Antwort zur Vermeidung von finanzieller Instabilität in den Industrieländern ist ein institutioneller Rahmen, der sich auf zwei Säulen stützt:

- das Aufsichtswesen und
- finanzielle Sicherheitsnetze.

Im Allgemeinen versteht man unter *Aufsichts- und Überwachungsmaßnahmen* offizielle Maßnahmen (Gesetze, Verordnungen und amtlich sanktionierte Strategien und Verfahren), welche

- (1) die finanzielle Solidität der einzelnen Institutionen fördern, indem sie ein angemessenes Risikomanagement durchsetzen, für eine effektive interne Verwaltung sowie die Einhaltung der Marktdisziplin sorgen und
- (2) Anleger vor Betrug und irreführenden Praktiken schützen, indem sie sicherstellen dass die Finanzinstitutionen ihrer treuhänderischen Verantwortung gerecht werden.

Insbesondere sollten mit Hilfe des Aufsichtswesens

- (1) für Banken (und andere Akteure des Finanzsektors) mehr individuelle Anreize geschaffen werden, die von ihnen eingegangenen Risiken zu erfassen, und
- (2) die Behörden in die Lage versetzt werden, potentielle Bedrohungen für die Systemstabilität zu überwachen, so dass erforderlichenfalls Korrekturmaßnahmen eingeleitet werden können.

Umfang und Inhalt von Aufsichtsmaßnahmen und -verfahren sind weltweit in einem bedeutsamen Entwicklungsprozess begriffen, bei dem es unter anderem um die Aktualisierung der Verfahren zur Erkennung, Bemessung und Bewältigung finanzieller Risiken sowie um die zunehmende Notwendigkeit geht, die Überwachungsansätze auf internationaler Ebene zu harmonisieren.

In den letzten Jahren waren die Finanzregelungen zur Förderung der Systemstabilität vorrangig auf die *am Risiko orientierte Eigenkapitalausstattung* ausgerichtet (siehe auch

Abschnitt 3.2). Liberalisierung und Deregulierung haben zu einer Verschärfung des Wettbewerbs geführt, was zu einer Unterminierung der Bankenrentabilität und der Franchise-Werte geführt hat. Daher ist es nicht länger möglich oder akzeptabel, die Stabilität des Finanzsystems mit Regelungen zur Begrenzung des Wettbewerbs und zur Stützung der Rentabilität von Finanzinstituten zu sichern. Anstatt die Aktivitäten der Banken zu beschränken, versuchen Aufsichtsbehörden sicherzustellen, dass die Eigenkapitalausstattung der Banken¹⁰⁹ dem von ihnen eingegangenen Risiko angemessen ist. Diese Philosophie liegt einer Reihe von Dokumenten des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht zugrunde: Die Aufsichtsorgane haben die Aktiva in verschiedene Risikoklassen eingeteilt und den für die einzelnen Klassen vorzuhaltenden Eigenkapitalbetrag festgelegt. Obwohl dieser Ansatz einige Vorteile birgt, haben sich bei seiner Umsetzung bestimmte nachteilige Aspekte herausgestellt, die in zunehmendem Maße erkannt werden.

Im Ergebnis dieser festgestellten Mängel wird nunmehr stärker darauf geachtet, mit der Regulierung auf eine bessere Nutzung der Marktanreize zur Förderung der Stabilität hinzuwirken. Anders ausgedrückt, sollte die Regulierung möglichst darauf ausgerichtet sein, die Selbstregulierung des Marktes zu stärken. Das bedeutet weniger dogmatische Vorschriften und ein größeres Vertrauen in die internen Kontrollen der Marktteilnehmer (siehe auch Abschnitt 3.2), unterstützt durch Mechanismen, die umsichtigeres Verhalten fördern. Die Selbstregulierung stellt in jedem Markt eine mächtige Kraft dar. Den stärksten Anreiz für ein umsichtiges und integriertes Vorgehen haben diejenigen, die andernfalls am meisten zu verlieren haben. Daher denkt man in jüngster Zeit gezielt darüber nach, wie für die einzelnen Institutionen stärkere Anreize für eine umsichtige Abwicklung ihrer eigenen Geschäfte und für ihre Vertragspartner stärkere Anreize für angemessene Disziplin geschaffen werden können. Im Fachjargon nennt man das „anreizkompatible Finanzaufsicht“ (*incentive-compatible financial regulation*).

Aus diesem Grund scheint sich in der Diskussion eine Unterscheidung herauszukristallisieren zwischen *Risikobemessung*, die am besten von denjenigen vorgenommen wird, die dem Portfolio am nächsten stehen und über das einschlägige Instrumentarium verfügen, und der

¹⁰⁹ Für die Auffassung, dass Banken bei der Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität eine Sonderbehandlung erfordern, werden gewöhnlich zwei Gründe angeführt. Der erste Grund ist, dass Bankverbindlichkeiten bei Aufforderung zum Nennwert rückzahlbar sind, während ihre Aktiva in der Regel vergleichsweise illiquide sind. Dadurch sind Banken (im Falle von Ereignissen, die das Vertrauen untergraben) in stärkerem Maße einem Ansturm durch ihre Kunden ausgesetzt, der zu Illiquidität, ja sogar zu Insolvenz führen kann. Der zweite Grund besteht darin, dass Banken nach wie vor für die Verwaltung des Zahlungsverkehrssystems verantwortlich sind. Daher werden Schwierigkeiten in einer Institution fast automatisch auf das übrige Finanzsystem übertragen, wobei es im Extremfall zu einem Zusammenbruch der Zahlungsverkehrssysteme kommen kann. Beide Gründe sind weiterhin gültig, wenngleich vielleicht in etwas abgeschwächter Form. Banken weisen nach wie vor die Besonderheit auf, dass eine Instabilität des Bankensystems leichter auf das gesamte System übergreift als Schwierigkeiten in anderen Bereichen des Finanzsektors. Angesichts der Tatsache, dass Probleme bei wichtigen Institutionen des Nichtbankensektors ebenfalls zunehmend auf andere Bereiche übergreifen, verschwimmen die Unterschiede jedoch mehr und mehr.

Die Größe einer Institution ist für die Bestimmung ihrer Bedeutung für das System in vielerlei Hinsicht wichtiger geworden als ihr formaler Charakter. Von den Aufsichtsbehörden wird häufig geäußert, dass bestimmte Institutionen einfach zu groß seien, um sie in Konkurs gehen zu lassen. Dies ist durchaus verständlich, da ein offenes Bekenntnis zu einem solchen Vorgehen dem subjektiven Risiko Vorschub leisten würde. Dennoch ist es nur realistisch anzuerkennen, dass bestimmte Institutionen von so zentraler Bedeutung für das Finanzsystem sind, dass ihr Zusammenbruch eine systemische Krise auslösen würde. Ihre Verpflichtungen gegenüber ihren Kontrahenten sind so umfangreich, dass im Falle ihrer Nichterfüllung weite Bereiche in Mitleidenschaft gezogen würden. Zu dieser Gruppe gehören sowohl Institutionen des Bankensektors als auch des Nichtbankensektors.

Risikokapitalisierung, bei der Entscheidungen zu treffen sind, die Fragen des öffentlichen Interesses berühren. Da die Behörden, indem sie die Bürgschaft für die Stabilität des Finanzsystems übernehmen, die Finanzinstitutionen im Wesentlichen gegen eine Katastrophe absichern, ist es ihr gutes Recht, die Inanspruchnahme einer solchen Versicherung durch Festlegung von Mindesteigenkapitalanforderungen zu begrenzen.

Es ist denkbar, hier sogar noch einen Schritt weiter zu gehen und die Verantwortung für die Entscheidung darüber, wie viel Eigenkapital vorgehalten wird, ebenfalls dem privatwirtschaftlichen Sektor zu übertragen. Diese Philosophie liegt dem „*pre-commitment approach*“ zugrunde (siehe auch Kapitel 3). Die Institution entscheidet selbst, wie viel Kapital sie zur Abdeckung des Risikopotentials ihres Portfolios einstellt. Wenn die Verluste über die veranschlagte Wahrscheinlichkeit hinausgehen, würde ihr eine Art Vertragsstrafe auferlegt.

Auch die Vorschläge der „Gruppe der Dreißig“ zur Entwicklung von Standards für Risikomanagement, interne Betriebskontrollen und Offenlegung (siehe auch Abschnitt 3.1) unter Federführung der Branche basieren auf der Idee, die Kräfte der Selbstdisziplin zu nutzen. Indem die Branche effizientere Möglichkeiten der Risikominderung vorschlagen kann, sinkt die Gefahr, dass Unternehmen lästige amtliche Regelungen einfach umgehen. Allerdings hat sich – vielleicht mit Ausnahme Neuseelands, wo besondere Umstände gelten – bisher kein Land den Standpunkt zu eigen gemacht, dass man sich allein auf die Marktkräfte als Garanten der Stabilität von Finanzinstitutionen verlassen kann¹¹⁰.

Unter *finanziellen Sicherheitsnetze* versteht man im Allgemeinen eine Reihe von Institutionen, Gesetzen und Verfahren, die die Fähigkeit des Finanzsystems stärken, einem Ansturm auf die Banken und anderen Systemstörungen standzuhalten. Im Idealfall sollte ein Sicherheitsnetz bewirken, dass sich die Marktteilnehmer so verhalten, als wäre es überhaupt nicht da. In der Realität müssen die Komponenten eines guten Sicherheitsnetzes – darunter Einlagensicherung, Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz und damit verbundene Eigenkapitalanforderungen, Aufsicht und Vorschriften für die Schließung und Rekapitalisierung – so ausgewogen sein, dass das vom Staat zu übernehmende Risiko kontrollierbar ist. Zwar sehen die Aufsichtsregelungen nicht in jedem Fall ausdrücklich die Schaffung eines Sicherheitsnetzes vor, in Krisenzeiten kommt es jedoch infolge der

¹¹⁰ Während eine reine Marktlösung von amtlicher Seite nur in begrenztem Maße befürwortet wird, erfuhr sie von jeher in akademischen Kreisen starke Unterstützung.

Zusammenfassend lässt sich die Argumentation zugunsten einer reinen Marktlösung wie folgt darstellen: Wenn sich alle Marktteilnehmer, einschließlich der Einleger, Kontrahenten, Manager und Anteilseigner von Finanzinstitutionen der Tatsache bewusst sind, dass sie „auf sich allein gestellt“ sind, dann werden sie sehr viel umsichtiger handeln, und die Finanzinstitutionen werden demzufolge gezwungen sein, bei ihrer Geschäftstätigkeit mehr Seriosität und Sorgfalt walten zu lassen. Die Wahrscheinlichkeit des Zusammenbruchs einer einzelnen Institution wird sich verringern, und das Risiko einer Ausweitung auf das System wird nahezu ausgeschlossen. Das mit einer amtlichen Intervention verbundene subjektive Risiko entfällt, was sich vorteilhaft auf die Effizienz der Mittelbewirtschaftung auswirkt.

Die Argumentation gegen eine solche Lösung ist vielschichtig. Grundsätzlich wird darauf verwiesen, dass es sehr seltene unvorhersehbare Ereignisse gibt, die, wenn sie nicht verhindert werden, das Finanzsystem destabilisieren können. Prosaischer ausgedrückt, kann es, wie von Goodhart und anderen geltend gemacht, den gewählten Instanzen durch politischen Druck sehr schwer gemacht werden, Institutionen die Unterstützung zu versagen, deren Einleger einen mächtigen Einfluss auf den Ausgang von Wahlen haben. Da dies den meisten Marktteilnehmern bekannt ist, mangelt es jeder Vorabankündigung von Regierungen, das Finanzsystem nicht zu unterstützen, an Glaubwürdigkeit. Das subjektive Risiko wird demzufolge nicht ausgeschlossen. Deshalb akzeptieren die meisten Beobachter, dass es zwar eine reizvolle Idee ist, sich auf die Marktkräfte zu verlassen, dass dies jedoch allein nicht ausreicht, um die Stabilität unter allen Umständen zu gewährleisten.

staatlichen Regulierung des Finanzsystems häufig zu staatlichen Interventionen, selbst wenn dies offiziell gar nicht Aufgabe des Staates ist.

Die Einlagensicherung ist eine Form des Sicherheitsnetzes, bei dem die Einleger unbegrenzt oder bis zu einem bestimmten Betrag gegen Verluste infolge eines Bankzusammenbruchs abgesichert sind. In der Regel wird ein Einlagensicherungssystem von einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft betrieben, an die die Versicherten (Mitgliedsbanken) regelmäßig Prämien abführen müssen. Diese Einzahlungen fließen in einen Fonds und werden im Falle eines Bank-Crashes zur Entschädigung der Einleger verwendet. Der problematischste Aspekt der Einlagensicherungssysteme ist (wie bei jedem Versicherungsvertrag) wahrscheinlich die Prämienfestlegung: Während die Einstufung bei den meisten Systemen größenabhängig ist (d. h. die Höhe der Prämien hängt von der Größe der Bank ab), ist es günstiger, die Prämien nach dem Risikoprofil des einzelnen Versicherungsnehmers zu bemessen.

Die Einlagensicherung ist nicht das einzige Sicherheitsnetz, das den Einlegern vom Staat bereitgestellt wird. Oftmals erhalten inländische Banken, auf die ein Ansturm ihrer Kunden eingesetzt hat, staatliche Unterstützung, selbst wenn keine Einlagensicherung besteht. Manchmal wird diese Unterstützung den in Schwierigkeiten geratenen Institutionen in Form von Zentralbankkrediten gewährt. Dies wird gemeinhin als die *Rolle der Zentralbank als Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz* („*lender of last resort*“) bezeichnet. In anderen Fällen werden die Mittel den in Schwierigkeiten geratenen Institutionen direkt vom Staat zur Verfügung gestellt, oder diese Institutionen werden vom Staat übernommen, der den Einlegern garantiert, dass sie ihr Geld in voller Höhe zurück bekommen.

Wenngleich ein staatliches Sicherheitsnetz ein sehr erfolgreiches Mittel zum Schutz der Einleger und zur Verhinderung von Bankenpaniken sein kann, bringt es nicht nur Vorteile mit sich. Der schwerwiegendste Nachteil von Sicherheitsnetzen ergibt sich aus dem subjektiven Risiko, das entsteht, weil die Einleger nicht damit rechnen, beim Zusammenbruch einer Bank Verluste zu erleiden. Dadurch sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass sie die Banken zur Marktdisziplin anhalten, indem sie bei Verdacht eines zu risikoreichen Verhaltens der Bank ihre Guthaben abheben. Folglich sind Banken, die über ein Sicherheitsnetz verfügen, eher geneigt, größere Risiken einzugehen als sie dies andernfalls tun würden.

Eine Möglichkeit, dieses Problem in den Griff zu bekommen, ist die Erhebung risikobezogener Einlagensicherungsprämien (wobei das Vorhandensein eines staatlichen Sicherheitsnetzes den Anreiz der Banken zur Diversifikation ihrer Portfolios in jedem Fall dämpft, selbst wenn die Aufsichtsbehörden risikoberichtigte Einlagensicherungsprämien erheben). Die Wirksamkeit eines institutionellen Sicherheitsnetzes hängt davon ab, inwieweit es in der Lage ist, eine angemessene Kapitalausstattung von Banken und Unternehmen zu fördern, effektive Kontroll- und Aufsichtsmechanismen zu schaffen und im Falle der Inanspruchnahme des Sicherheitsnetzes angemessene Strafen zu verhängen (wie zum Beispiel die Schließung der betreffenden Bank oder die Entlassung der Geschäftsführung). Darüber hinaus sollten Sicherheitsnetze die Rolle von privatem Kapital, Kontrollen und Schließungsmechanismen stärken und nicht ersetzen.

Die Schließungspolitik ist die Achillesferse aller expliziten oder impliziten staatlichen Sicherheitsnetze für das Finanzsystem. Die Unfähigkeit, in Schwierigkeiten geratene Banken zu schließen, ermöglicht es den Kapitaleignern von Banken, sich auf eine Verlängerung von Kreditausfällen und andere risikoreiche Kreditpraktiken einzulassen, und auf diese Weise Guthaben von anderen Institutionen abzuziehen und die Anreize für risikoreiche Kreditgeschäfte auf das übrige Finanzsystem zu übertragen. Wenn nur einige wenige Banken

in guten Zeiten so vorgehen, kann dies die Widerstandsfähigkeit des ganzen Systems gegenüber starken aggregierten Erschütterungen schwächen.

Dass die Schließungspolitik eine für die Bankenaufsicht so problematische Angelegenheit ist, hat sowohl technische als auch politische Gründe. Aus technischer Sicht wird eine Liquidation im Allgemeinen nur als letzter Ausweg vorgenommen, um einen Verlust des Werts der laufenden Geschäftstätigkeit der betreffenden Bank zu vermeiden. Zwischen den zwei Extremen des Nichtstuns und der Liquidation liegt jedoch ein breites Spektrum von Möglichkeiten, einschließlich der freiwilligen Rekapitalisierung durch die Bankeigentümer, die mit Barmitteln geförderte Übernahme durch eine andere Bank, die vorübergehende Verwaltung durch eine staatliche Sanierungsstelle und Zwangsvermögensabgaben für Einleger¹¹¹.

Eine Bank in Konkurs gehen zu lassen, führt politisch gesehen nicht nur dazu, dass sich der Zorn der unbesicherten Kreditgeber gegen die Bank richtet, sondern läuft auch den Interessen der Politik zuwider, die auf die politische Unterstützung der Bankeigentümer angewiesen ist. Die Architekten von Sicherheitsnetzen stehen also vor dem Problem, dass sie im Voraus Vereinbarungen schaffen müssen, die es im Nachhinein schwierig machen, doch noch ein Rettungspaket für das betreffende Unternehmen zu schnüren. Da der unmittelbar bevorstehende Zusammenbruch einer großen Bank das Zahlungsverkehrssystem zum Erliegen bringen kann, müssen die verschiedenen Interventionsmöglichkeiten bereits im Vorfeld klar und detailliert feststehen, damit die Auflösung der Bank erfolgen kann, ohne dass dann doch noch ein politisch motiviertes Rettungsprogramm für die Bankeigentümer aufgelegt wird.

5.2.2. Ein konkreter und durchgängiger institutioneller Rahmen für die Stabilität des Finanzwesens: das in den Vereinigten Staaten angewandte Modell

Zwar ist finanzielle Instabilität für die Schwellenländer ein besonders großes, weil mit vergleichsweise schwerwiegenden Folgen verbundenes Problem, aber in Industrieländern tritt es ebenso häufig auf. Im Anschluss an die Krise der Savings and Loans Geldinstitute – die den amerikanischen Steuerzahler teuer zu stehen kam – wurde in den Vereinigten Staaten 1991 ein Gesetz - das Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) - erlassen. Damit wurde ein neues Finanzaufsichtsmodell etabliert, das darauf abzielt, die richtigen Anreize für alle Beteiligten zu schaffen. Dieser Regulierungsrahmen hat seither offensichtlich nicht nur gut funktioniert, sondern wurde jüngst in ähnlicher Form in Japan und Kanada eingeführt und scheint nunmehr in den Industrieländern das vorherrschende Modell zu sein.

Das genannte in den USA angewandte Modell beruht im Wesentlichen auf folgenden Eckpfeilern:

- obligatorische risikoabhängige Eigenkapitalanforderungen für Banken (siehe auch Kapitel 3);
- ein System der Bankeinlagensicherung, bei dem die Höhe der Prämien vom Risiko abhängt;
- eine klare Aufteilung der Überwachungsaufgaben zwischen den verschiedenen Aufsichtsbehörden, insbesondere zwischen der FDIC (Federal Deposit Insurance

¹¹¹ Zu den technischen Problemen einer Bankenschließung kommen erschwerend die technischen Probleme aufgrund der Schwierigkeiten bei der Überwachung des tatsächlichen Eigenkapitals von Banken hinzu.

Corporation) und dem Federal Reserve System im Hinblick auf die beiden Hauptkomponenten des finanziellen Sicherheitsnetzes, der Einlagensicherung und der Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz, sowie

- die Einführung klarer Vorschriften zur Schließung von Banken.

Was die Bereitstellung von Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz durch die Zentralbank betrifft, so schränkt das Gesetz die Möglichkeiten des Federal Reserve System ein, durch sein Diskontfenster einer in Schwierigkeiten geratenen Bank *de facto* eine Sonderbehandlung zuteil werden zu lassen, weil sie infolge ihrer Größe nicht in Konkurs gehen darf. Wird es einer Bank gestattet, über das Diskontfenster Kredite aufzunehmen, dann können vor der Auflösung einer in Schwierigkeiten befindlichen Bank ungesicherte Einlagen abgehoben werden, indem die zur Deckung der Abhebungen erforderliche Liquidität bereitgestellt wird. Durch das Gesetz wird die Kreditvergabe an unterkapitalisierte Banken auf 60 Tage innerhalb einer Frist von 120 Tagen beschränkt, sofern nicht vom Federal Reserve System oder der obersten Aufsichtsinstanz der Federal Bank bestätigt wird, dass die betreffende Bank überlebensfähig ist.

Bei Banken, deren Unterkapitalisierung im kritischen Bereich liegt, ist das Federal Reserve System gehalten, die Rückzahlung spätestens innerhalb von fünf Tagen zu verlangen. Wird diese Frist überschritten, haftet das Federal Reserve System gegenüber der FDIC für einen Teil der Mehrkosten, und der Board of Governors der Federal Reserve muss dem Kongress sämtliche gemäß dieser Bestimmung an die FDIC geleisteten Zahlungen melden. In Übereinstimmung mit dem FDICIA-Gesetz verfügt das Federal Reserve System über sein Diskontfenster nach wie vor über weitreichende Rechtsbefugnisse zur Kreditvergabe an Problembanken. Wenn sich das Federal Reserve System jedoch nicht an die mit diesem Teil des Gesetzes verfolgte Absicht hält, wird es im Nachhinein unter erheblichen politischen Druck geraten.

Was die Schließungspolitik betrifft, besteht eine strikte und glaubwürdige Festlegung, die besagt,

- dass Banken von der zuständigen Behörde geschlossen werden können;
- dass sie vor Eintritt der Zahlungsunfähigkeit geschlossen werden können, sofern sie nicht spezielle Auflagen erfüllen (Erhöhung der Eigenkapitalquote, Veräußerung notleidender Kredite unter dem Nennwert, Neuordnung bestimmter Geschäftsbereiche, Einstellung anderer Aktivitäten usw.), und
- dass die Behörde vorschreibt, wann bankaufsichtliche Indikatoren auf eine zunehmend riskante Lage und/oder eine gefährliche Verschlechterung der Rentabilität hindeuten.

Dieses Verfahren zur Überwachung der Finanzinstitutionen, das als „Prompt and Corrective Action“ (PCA) bezeichnet wird, beschränkt die Ermessensfreiheit der Aufsichtsbehörden und soll verhindern, dass sie zu nachsichtig vorgehen, wenn es um Disziplinarmaßnahmen gegen oder die Schließung von Banken geht, die kurz vor der Insolvenz stehen. Der maßgebliche Indikator ist das Verhältnis des Eigenkapitals einer Bank zu den Aktiva, und wenn dieses Verhältnis unter bestimmte Schwellwerte absinkt, werden Korrekturmaßnahmen auferlegt (siehe Tabelle 5.1).

Das PCA-Verfahren ist das wahrscheinlich innovativste Element des in den Vereinigten Staaten angewandten Modells. Nachdem das Verfahren dort 1991 eingeführt worden war, stellte es sich auch für Japan und Kanada als vielversprechender und reizvoller Ansatz dar, die Mitte der neunziger Jahre ähnliche Aufsichtsverfahren einführten.

5.2.3. Systemstabilität im Euro-Raum

In diesem Abschnitt wird die Frage erörtert, inwiefern der komplexe, aber offenbar in sich stimmige Regulierungsrahmen, der in den Vereinigten Staaten angewandt wird, auf die Europäische Union übertragbar ist. Zwar könnte die EU von der Anwendung des in den Vereinigten Staaten entwickelten Modells profitieren, doch müßten die europäischen Politiker zuvor einige schwierige Fragen erörtern, wie die grundlegenden Komponenten des oben genannten Regulierungsansatzes (d.h. das Aufsichtswesen und die finanziellen Sicherheitsnetze) sowie die in Europa bestehende Notwendigkeit, die Aufgaben und Zuständigkeiten zwischen den einzelstaatlichen Behörden und der EZB zu koordinieren. Anschließend analysieren wir diese Probleme im Hinblick auf die Frage, ob weitere politische Maßnahmen auf europäischer Ebene erforderlich sind. Schließlich wird darauf verwiesen, dass die Systemstabilität in der Euro-Zone durch das Fehlen eines klar definierten Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz und durch die bestehende Aufteilung der Zuständigkeiten zwischen nationalen und zentralen Behörden im Bereich der Finanzaufsicht beeinträchtigt wird.

Tabelle 5.1– Das in den USA angewandte PCA-Modell

Aufsichtskategorien	Kapitaladäquanz-Kennzahl		Muss-Vorschriften	Kann-Vorschriften
	Risikobasierte Eigenkapitalquote ^a	Verschuldungskoeffizient ^b		
Gute Eigenkapitalausstattung (Zone 1)	$\geq 10\%$	$\geq 5\%$		
Angemessene Eigenkapitalausstattung (Zone 2)	$\geq 8\%$	$\geq 4\%$	Von Maklern vermittelte Einlagen nur mit Genehmigung der FDIC	
Unterkapitalisierung (Zone 3)	$< 8\%$	$< 4\%$	Keine von Maklern vermittelten Einlagen; Aussetzung der Dividenden und Bankmargen; Aufforderung zur Vorlage eines Plans zur Wiederherstellung der Eigenkapitalausstattung; Beschränkung des Vermögenswertzuwachses; Übernahmen, Eröffnung von Filialen und neue Geschäftstätigkeiten nur mit Genehmigung	Anordnung der Rekapitalisierung; Beschränkung der Transaktionen zwischen verbundenen Banken; Beschränkung der Einlagenzinsen; Beschränkung gewisser anderer Aktivitäten; Weitere Maßnahmen zur Erhöhung der Effizienz von raschen Korrekturmaßnahmen.
Erhebliche Unterkapitalisierung (Zone 4)	$< 6\%$	$< 3\%$	Wie für Zone 3; Anordnung der Rekapitalisierung; Beschränkung der Transaktionen zwischen verbundenen Banken; Beschränkung der Einlagenzinsen; Beschränkung der Vergütung der leitenden Angestellten	Alle für Zone 3 festgelegten Kann-Maßnahmen; Vermögensverwaltung bzw. Konkursverwaltung bei Nichtvorlage bzw. Nichtumsetzung des Rekapitalisierungsplans; Alle weiteren für Zone 5 festgelegten Bestimmungen, sofern diese zur Durchführung von raschen Korrekturmaßnahmen erforderlich sind
Kritische Unterkapitalisierung (Zone 5)		$\leq 2\%$	Wie für Zone 4 Vermögens-/Konkursverwalter innerhalb von 90 Tagen; Konkursverwalter, wenn nach vier Quartalen immer noch in Zone 5; Einstellung der	

			Zahlungen für nachgeordnete Verbindlichkeiten; Beschränkung gewisser anderer Aktivitäten	
--	--	--	--	--

Quelle: Board of Governors des Federal Reserve System (1991)

^a Risikoabhängige Eigenkapitalquote: Gesamtkapital, einschließlich Eigenkapital, nachgeordnete Verbindlichkeiten und Vorzugsaktien, geteilt durch die risikogewichteten Aktiva.

^b Verschuldungsgrad: Eigenmittel der Klasse 1, einschließlich Eigenkapital, geteilt durch die Gesamtsumme der durchschnittlichen Aktiva.

Der EU-Rahmen für Finanzstabilität wurde 1985 vorgelegt. In dem ursprünglichen Plan wurden drei Bereiche als maßgeblich für die Stabilität des europäischen Finanzsystems erachtet: die Festlegung von auf dem Bankrisiko basierenden *Mindestanforderungen an die Eigenkapitalausstattung*, die Festlegung zwingend vorgeschriebener *Einlagensicherungssysteme* für Banken in allen Mitgliedstaaten und *Schließungsstrategien* für den Bankensektor.

Die Frage der Mindestanforderungen an die *Eigenkapitalausstattung* wurde in zwei bedeutsamen Richtlinien ausführlich behandelt (89/299/EWG und 89/647/EWG), wobei die Grundsatzrichtlinien recht umfassend angelegt sind. Obwohl jedoch die Eigenkapitalanforderungen für Banken unionsweit einheitlich sind, ist aufgrund der unterschiedlichen Rechnungslegungsmethoden in den einzelnen Ländern keine vollständige Übereinstimmung gegeben. Wir verweisen auf die Erörterung dieser Fragen in Kapitel 3, sind jedoch der Meinung, dass auf diesem Gebiet weitere Koordinierungsbemühungen wünschenswert wären, und dass die EU bei der derzeit stattfindenden Überarbeitung der Baseler Kriterien eine führende Rolle spielen sollte.

Obwohl eine EG-Richtlinie über *Einlagensicherungssysteme* (94/19/EG) verabschiedet wurde, mangelt es dem Aufsichtswesen in Europa an spezifischen Vorschriften über verschiedene Schlüsselaspekte eines Sicherungssystems. Zwar sind in der 1994 verabschiedeten Richtlinie gemeinsame Mindestanforderungen für ein europäisches Einlagensicherungssystem festgelegt, aber die landesspezifischen Sicherungssysteme unterscheiden sich im Hinblick auf:

- den Deckungsgrad (der zwischen 20 000 Euro, dem von der EG-Richtlinie geforderten Mindestdeckungsbetrag und etwa 100 000 Euro, dem im Rahmen des italienischen Sicherungssystems vorgeschriebenen Betrag, schwankt);
- die Rechtsform des Systems (einige Systeme stehen unter staatlicher Verwaltung, während andere von der privater Hand geführt werden) und
- die Art der Prämien (nur wenige Länder erheben risikoabhängige Prämien).

Diese beeindruckende Heterogenität ist darauf zurückzuführen, dass einerseits durch die europäischen Behörden nicht in ausreichendem Maße spezifische Leitlinien festgelegt werden, und andererseits der übliche Mechanismus der Verbindung des Herkunftslandgrundsatzes mit dem Grundsatz der gegenseitigen Anerkennung nicht zu einer *tatsächlichen* Harmonisierung der Einlagensicherungssysteme geführt hat.

Die Richtlinie von 1994 über die Einlagensicherung erfordert noch erhebliche „Feinabstimmung“. Die bestehende Richtlinie stellt keine großen Anforderungen an die Finanzierungsverfahren und die Obergrenze der Sicherung (und somit auch nicht an den

Umfang der Mitversicherung). Um gleiche Bedingungen für alle zu schaffen, müssen kapitalgedeckte Systeme die Regel sein, die Gebühren für die Einlagensicherung müssen in Abhängigkeit vom Gesamtrisiko der einzelnen Banken festgesetzt werden, und es muss eine klare Verbindung zwischen den Vorschriften für die Einlagensicherung und die Eigenkapitalquote hergestellt werden.

Auf dem Gebiet der *Schließungsstrategien* mangelt es der Europäischen Union an einem einheitlichen Rahmen. Zwar hat die Kommission Ende der achtziger Jahre einschlägige Leitlinien ausgearbeitet, eine Richtlinie wurde jedoch nie verabschiedet. In jüngerer Zeit veröffentlichte die Kommission eine Mitteilung an die Mitgliedstaaten, in der sie auf die Notwendigkeit hinwies, einen „Aktionsrahmen“ abzustecken¹¹². Unseres Erachtens können sich auf dem Gebiet der Schließungspolitik die im vorangegangenen Kapitel erörterten Erfahrungen der USA für die EU als sehr nützlich erweisen, insbesondere wenn es darum geht, ein klar definiertes Verfahren zum frühzeitigen Eingreifen und zur Auflösung von Banken in Schwierigkeiten zu verabschieden.

Die Systemstabilität in der Euro-Zone kann durch das Fehlen eines klar definierten Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz ernsthaft beeinträchtigt werden. Tatsächlich gibt es zur Zeit innerhalb der Euro-Zone keine ausdrückliche Vorschrift für diese Funktion. Was die EZB in einer Finanzkrise tun sollte, bleibt weitgehend gefährlich vage. Zur Sicherung des effektiven Einsatzes der Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz bedarf es jedoch eines transparenten und gut strukturierten Verfahrens. Anders ausgedrückt, mangelt es einer Strategie zur Bewältigung von Bankenkrisen wie der europäischen, bei der dem Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz keine explizite, amtliche Rolle zugewiesen ist, an Transparenz und Glaubwürdigkeit. Eine solche Strategie kann - wie nachstehend noch zu zeigen sein wird die Auswirkungen potentieller Interessenkonflikte zwischen nationalen und zentralen Behörden sogar noch verschlimmern und folglich zu Verwerfungen im Verhalten bei der Risikübernahme und zu überhöhten subjektiven Risiken führen.

Während das Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz etwas mit dem Management einer Systemkrise zu tun hat, beugt die Finanzaufsicht einer finanziellen Instabilität normalerweise vor. Für den letztgenannten Bereich trägt die EZB nahezu keine Verantwortung, und es gibt keine Harmonisierung auf europäischer Ebene. Die Aufsicht wird im Wesentlichen den Mitgliedstaaten überlassen, die sich dabei unterschiedlicher Regelungen bedienen. In einigen Ländern ist die nationale Zentralbank (NZB) dafür zuständig, in anderen Ländern eine Regierungsstelle, während in wieder anderen Ländern die NZB und eine Regierungsstelle gemeinsam die Verantwortung tragen. Darüber hinaus sind die bestehenden Vorschriften über die Koordinierung und den Informationsaustausch zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden und der EZB ausgesprochen lasch. Zwar kann die EZB die nationalen Aufsichtsbehörden um Informationen über einzelne Banken ersuchen, diese sind jedoch nicht zu einer lückenlosen Bereitstellung solcher Informationen verpflichtet.

In jüngster Zeit haben verschiedene Autoren darauf hingewiesen, dass die Trennung der Zuständigkeiten im Bereich der Finanzaufsicht die Wahrnehmung der Aufgabe des Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz besonders schwierig macht, da die nationalen Aufsichtsbehörden keinen entsprechenden Anreiz haben, Informationen über in

¹¹² „Finanzdienstleistungen: Abstecken eines Aktionsrahmens“, Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament, 28. Oktober 1998, im Internet abrufbar unter der Adresse http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/general/941.htm.

Schwierigkeiten geratene Banken wahrheitsgetreu zu übermitteln. Das geht so weit, dass eine insolvente Bank so behandelt wird, als wäre sie illiquide, und die Kosten der Insolvenz teilweise auf den Rest der Union abgewälzt werden¹¹³. Obwohl die einschlägigen Informationen innerhalb des Europäischen Zentralbanksystems (EZBS) vorliegen, ist es durchaus möglich, dass diese Informationen bei der Entscheidung über die Bereitstellung von Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz keine Berücksichtigung finden. In der Literatur werden verschiedene Reformvorschläge unterbreitet. Einige Autoren vertreten die Auffassung, dass diese Probleme durch eine Harmonisierung der Aufsichtsverfahren verringert werden könnten. Andere sind überzeugt, dass der fehlende Anreiz zur Bereitstellung von Informationen nur durch eine Zentralisierung der Finanzaufsicht auf europäischer Ebene überwunden werden kann. Auch wenn es sich hierbei um einschneidende Reformen handelt, dürften sie doch ohne förmliche Änderung des Maastricht-Vertrags umsetzbar sein.

5.2.4. Finanzaufsicht und Sicherheitsnetze in Entwicklungsländern

Die Schaffung eines effektiven Systems der Finanzaufsicht und angemessen konzipierter Sicherheitsnetze ist gerade für Entwicklungsländer ein besonders wichtiges Thema, wie die jüngsten Erfahrungen der finanziellen Instabilität weltweit gezeigt haben.

In Kapitel 4 wurde die Bedeutung der inländischen Finanzaufsicht in den Märkten der Schwellenländer untersucht. Dabei haben wir die wichtigsten Schwachpunkte der Bankensysteme in einigen ausgewählten Wirtschaften der Entwicklungs- und Übergangsländer aufgezeigt und uns schwerpunktmäßig mit der Finanzaufsicht befasst. In diesem Zusammenhang haben wir festgestellt, dass zwar auf nationaler Ebene Maßnahmen zur Verhinderung von Instabilität getroffen wurden - wie zum Beispiel risikoabhängige Kapitaladäquanz-Kennzahlen, die inzwischen in einigen Ländern zwingend vorgeschrieben sind - ihr ordnungsgemäßes Funktionieren jedoch durch verschiedene Probleme behindert wird. Wie bereits erwähnt, macht eine angemessene Regelung de facto keinen Sinn, wenn es keine gut funktionierende Aufsichtsbehörde gibt. Darüber hinaus kann die Wirksamkeit der Finanzaufsicht durch das Fehlen angemessener Rechnungslegungs- und Berichtsvorschriften eingeschränkt werden.

Im Hinblick auf diese beiden Aspekte werden bei den meisten Wirtschaften von Entwicklungsländern Mängel festgestellt. Daher ist es möglich, dass Banken, die nach internationalen Maßstäben insolvent sind, ihre Geschäftstätigkeit fortführen und ihre Probleme verschleiern, indem sie die Gestaltungsspielräume der Rechnungslegungspraktiken nutzen oder die Berichterstattung ganz und gar unterlassen.

Ein noch schwerwiegenderes Problem kann sich ergeben, wenn die einzelstaatlichen Vorschriften keine angemessenen Marktaustrittsinstrumente für insolvente Institutionen bereitstellen. So werden durch das Fehlen von Konkursvorschriften, das ein Ausscheiden insolventer Banken aus dem Markt verhindert, die Interventionsmöglichkeiten der betreffenden Zentralbank bei Nichterfüllung der Finanzaufsichtsanforderungen beschnitten, wodurch sich die Instabilität auf systemischer Ebene fortsetzt. Eine solche Situation war in den meisten der Entwicklungsländer während der ersten Jahre des Übergangs weit verbreitet und auch in Asien zu Beginn der jüngsten Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten festzustellen.

¹¹³ Auf dieses Problem haben mehrere Autoren (z. B. Bruni und de Boissieu, 1999) und Organisationen wie der IWF (Prati und Schinasi, 1998), das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Begg und andere, 1998), und das Europäische Zentrum für politische Studien (Lanoo, 1999) hingewiesen.

Auch die Entwicklung von funktionierenden Sicherheitsnetzen, Einlagensicherungssystemen oder Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz stellt in den Wirtschaften der Entwicklungsländer eine besonders dringliche Aufgabe dar. Sowohl die Vorteile von Sicherheitsnetzen, d. h. die Verhinderung eines Systemzusammenbruchs, als auch die Gefahren, nämlich die Erzeugung falscher Anreize, scheinen im Umfeld der Entwicklungsländer verstärkt zum Tragen zu kommen.

Was die Vorbeugung gegen das Systemrisiko betrifft, so sind die Banken in den meisten Entwicklungsländern das Rückgrat des Finanzsystems, da anspruchsvollere Finanzinstrumente nicht in ausreichendem Maße entwickelt wurden. Ein Vertrauensverlust aufgrund eines weltweiten Zusammenbruchs kann der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und der Inanspruchnahme von Finanzinstitutionen bei Geldgeschäften für lange Zeit Schaden zufügen.

In den Wirtschaften der Übergangsländer ist die begrenzte Rolle der Inanspruchnahme von Finanzinstitutionen bei Geldgeschäften, wie sie beispielsweise in sämtlichen baltischen Ländern zu verzeichnen ist, ganz eindeutig die Folge eines Vertrauensverlustes der Öffentlichkeit aufgrund der Konkurse Anfang der neunziger Jahre. Allerdings ist dabei zu beachten, dass in den Wirtschaften bestimmter Entwicklungsländer, in denen die Verflechtung zwischen den Banken und die Inanspruchnahme der unterentwickelten Zahlungsverkehrssysteme begrenzt ist, das direkte Ansteckungsrisiko von einer Bank auf die andere geringer und damit ein Systemzusammenbruch weniger wahrscheinlich ist.

Was die Anreize betrifft, so kann ein falsch konzipiertes Sicherheitsnetz noch verheerendere Auswirkungen haben als in den Wirtschaften der entwickelten Länder. Eine uneingeschränkte und umfassende Absicherung der Einleger hält diese unter Umständen davon ab, ihre Überwachungsfunktion gegenüber den Banken wahrzunehmen, während die Garantie einer Rettungsaktion für insolvente Banken eine totale Verzerrung der Kreditvergabe- und Risikoübernahmestrategien von Banken zur Folge haben kann.

Ein einschlägiges Beispiel bieten hier wiederum die Anfangsjahre des Umschwungs in Osteuropa. Die automatische Intervention der Zentralbank als Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz führte zu einer gewaltigen Zunahme von notleidenden Krediten. Tatsächlich wurden inländische Banken im Vertrauen auf die Rekapitalisierung durch die Zentralbank zur Refinanzierung insolventer Unternehmen eingesetzt. Das Anreizproblem wurde durch die Rolle des Staates als bedeutender Anteilseigner an den inländischen Banken noch verschärft.

In Tabelle 5.2 sind die wichtigsten Fragen im Zusammenhang mit den Einlagensicherungssystemen und der Bereitstellung von Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz in den Wirtschaften der wichtigsten Entwicklungs- und Übergangsländer dargestellt. Dabei ist darauf hinzuweisen, dass die meisten der untersuchten Länder nunmehr Systeme zum Schutz der Einleger eingeführt haben. Die analysierten Maßnahmen sind überwiegend auf Kleinanleger ausgerichtet, sichern jedoch keine Interbanken-Einlagen ab, so dass falsche Anreize begrenzt werden.

Außerdem geht man bei amtlichen Interventionen zur Rettung von in Schwierigkeiten befindlichen Banken allmählich dazu über, anstelle der garantierten Rettungsmaßnahmen für alle Großbanken selektive Maßnahmen zugunsten von stark miteinander verflochtenen illiquiden Banken durchzuführen (wie sich am Beispiel Mexikos zeigt).

Dieser selektive Ansatz bei der Bereitstellung von Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz dürfte das Problem verringern, dass Banken allein aufgrund ihrer Größe vom Konkurs verschont bleiben.

Tabelle 5.2– Die wichtigsten Regulierungsmaßnahmen, die einer Ansteckungsgefahr entgegenwirken

Land	Einlagensicherungssystem	Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz und Rekapitalisierung
China	<i>Informelle Maßnahmen zum Schutz der Interessen der Einleger; formelleres System für kleine und mittlere Finanzinstitutionen, die im Einlagengeschäft tätig sind</i>	
Indien	<i>Einlagenversicherungs- und Kreditgarantiegesellschaft seit 1962</i>	<i>Rekapitalisierung einiger staatseigener Banken durch den Staat</i>
Hongkong	<i>Kein formelles System, aber seit 1995 vorrangig Zahlungen an Kleinanleger</i>	<i>Liquiditätshilfe durch den Exchange Fund; der Staat erwarb drei Banken, um sie zu retten</i>
Indonesien	<i>Informelle Garantiezusage seit Januar 1998, formelles System wird geprüft</i>	<i>Liquiditätshilfe durch die Zentralbank und bei Insolvenz Unterstützung durch die Bankenrestrukturierungsbehörde</i>
Korea	<i>Koreanische Einlagensicherungsgesellschaft seit 1996</i>	<i>Liquiditätshilfe durch die Zentralbank; bei Insolvenz Unterstützung durch die Regierung und den Einlagensicherungsfonds</i>
Malaysia	<i>Kein Sicherungssystem</i>	<i>Sonderbehörde (Danamodal) für Insolvenzfälle</i>
Philippinen	<i>Philippinische Einlagensicherungsgesellschaft</i>	<i>Bereitstellung von Überbrückungsdarlehen durch die Zentralbank zur Vorbeugung von Liquiditätsproblemen</i>
Singapur	<i>Kein Sicherungssystem</i>	
Thailand	<i>Entwicklungsfonds für Finanzinstitutionen</i>	<i>Finanzministerium bei Insolvenzen, Entwicklungsfonds für Finanzinstitutionen bei Liquiditätsproblemen</i>
Argentinien	<i>FGD (Einlagensicherungsfonds für Finanzinstitutionen) seit 1995</i>	
Brasilien	<i>Kreditgarantiefonds für Finanzinstitutionen</i>	<i>Zentralbank als Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz</i>
Chile	<i>Staatliches Einlagensicherungssystem für Termingelder; unbegrenzte Garantie für Sichteinlagen durch die Zentralbank.</i>	<i>Zentralbank bei Liquiditäts- und Insolvenzproblemen</i>
Kolumbien	<i>Garantiefonds für Finanzinstitutionen seit 1985</i>	<i>Zentralbank bei Liquidität und Einlagensicherungsfonds bei Insolvenz</i>
Mexiko	<i>Neues Garantiesystem seit Januar 2000 mit begrenzter Garantie (geringer als die vorher geltende unbegrenzte Garantie)</i>	<i>Einlagensicherungsfonds. Seit Januar 2000 keine automatischen Rettungsmaßnahmen</i>
Peru	<i>Einlagensicherungsfonds seit 1991</i>	<i>Zentralbank als Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz</i>
Venezuela	<i>Bankeinlagensicherungs- und -schutzfonds seit 1985</i>	<i>Einlagensicherungsfonds rettete drei Banken.</i>
Tschechische Republik	<i>Einlagensicherungsfonds seit 1994</i>	<i>Zentralbank als Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz</i>
Ungarn	<i>Nationaler Einlagensicherungsfonds seit 1993</i>	<i>Bei Liquiditätsproblemen werden die Banken von den Mindestreservvorschriften freigestellt, und umfangreiche Interventionen zur Rekapitalisierung unternommen</i>
Polen	<i>Bankgarentiefonds seit 1995</i>	<i>Zentralbankinterventionen bei Liquiditäts- und Insolvenzproblemen</i>

Quelle: Hawkins und Turner (1999), S. 47/48, 56 und 59.

5.3. Die Tätigkeit ausländischer Banken

Die Frage der Liberalisierung der Geschäftstätigkeit ausländischer Banken ist eine weitere politische Weichenstellung mit entsprechenden Auswirkungen auf die Stabilität und Effizienz des Finanzsystems. Dabei handelt es sich ebenso wie bei den vorangegangenen Vorschlägen um ein innenpolitisches Instrument, das sowohl Regierungen von entwickelten Ländern als auch Regierungen von Entwicklungsländern einsetzen können. Die direkten Auswirkungen einer solchen Politik werden wahrscheinlich entsprechend dem jeweiligen wirtschaftlichen Umfeld unterschiedlich sein. Während es die Stabilität vor allem in den Entwicklungsländern befördern dürfte, sind in den stärker entwickelten Wirtschaften eine Verschärfung des Wettbewerbs und Effizienzgewinne zu erwarten. Der Markteintritt ausländischer Banken ist offenbar aufgrund der mit der ersten¹¹⁴ und zweiten¹¹⁵ Richtlinie der Europäischen Union in Gang gesetzten Liberalisierung des Bankensystems, die durch die WWU weiteren Auftrieb erhalten hat, in Europa ein besonders aktuelles Thema.

Unter der Tätigkeit ausländischer Banken verstehen wir die Präsenz von Banken im Ausland durch Erwerb einer Beteiligung an einer inländischen Bank bzw. die Errichtung einer Zweigstelle oder Einsetzung eines Vertreters mit dem Ziel der Erbringung eines umfassenden Spektrums von Dienstleistungen für den Markt des Gastlandes. Dies unterscheidet sich vom grenzüberschreitenden Handel mit Finanzdienstleistungen, d. h. Ausleihungen an ausländische Kreditnehmer und Kapitalströme, die in der Kapitalbilanz erfasst werden (siehe Kapitel 1).

5.3.1. Ausschlaggebende Faktoren für die Tätigkeit ausländischer Banken

Für die Entscheidung von Banken, außerhalb ihrer Herkunftsländer tätig zu werden, sind vor allem zwei Gründe ausschlaggebend:

- Erleichterung der Entwicklung ihrer Auslandsgeschäfte. Dieses Motiv gilt vor allem für die Investitionstätigkeit von Banken, die auf internationale Finanzplätze ausgerichtet ist, an denen der Kapitalmarkthandel gewöhnlich konzentriert ist. Es kann auch im Zusammenhang mit Bankinvestitionen in Steueroasen eine Rolle spielen;
- Anwendung neuer Entwicklungsstrategien. Tatsächlich können sich die Banken angesichts der Globalisierung der Finanzsysteme nicht darauf beschränken, ihre Wettbewerbsstrategien auf das Inland auszurichten, sondern müssen vielmehr weltumspannende Expansionsstrategien verfolgen.

Hultman und McGee (1990) sowie Grosse und Goldberg (1991) analysieren die Tätigkeit ausländischer Banken in den USA mit Blick auf den erstgenannten Grund. Dabei finden sie Belege dafür, dass der Markteintritt ausländischer Banken tatsächlich mit den internationalen Verbindungen des betreffenden Landes zu anderen Ländern sowie mit der Größe des Bankensystems dieser anderen Länder zusammenhängt. Daher ist es wahrscheinlich, dass Direktinvestitionen von Banken in die am stärksten entwickelten Bankensysteme vor allem die eigene Auslandstätigkeit befördern sollen. Fisher und Molyneux (1994), die sich auf die Präsenz ausländischer Banken in London konzentrieren, kommen zu ähnlichen Ergebnissen. Zudem weisen sie nach, dass sowohl die Größe des Bankensektors des Herkunftslandes als auch die Handelsbeziehungen zwischen dem Gastland und dem Herkunftsland für den

¹¹⁴ 77/780 EWG geändert durch 85/345 EWG, 86/137 EWG, 86/524 EWG, 89/646 EWG, 95/26 EC, 96/13 EC, 98/33 EG.

¹¹⁵ 89/646 EWG, seit 1993 umgesetzt.

Markteintritt ausländischer Banken offenbar eine ausschlaggebende Rolle spielen.

Ähnliche Investitionsstrategien lassen sich im Hinblick auf Steuerparadiese oder steuerlich günstige Systeme aufzeigen. Ein Beispiel ist die Entwicklung der Investitionstätigkeit europäischer Banken in Luxemburg und in Irland, den Ländern mit den steuerlich wettbewerbsfähigsten Systemen der Europäischen Union. Darüber hinaus war der in jüngster Zeit zu verzeichnende Rückgang der Zahl der in London tätigen ausländischen Banken, auf den in der Zeitschrift „The Banker“ (November 1999) hingewiesen wurde, zumindest teilweise darauf zurückzuführen, dass japanische Banken ihre Entwicklungsziele im Ergebnis der jüngsten Krisen von der internationalen auf die inländische Geschäftstätigkeit verlagert haben.

Was die neuen Entwicklungsstrategien betrifft, so dürften verschiedene Fragen im Zusammenhang mit der Struktur des internationalen Finanzsystems das Wachstum der Direktinvestitionstätigkeit von Banken beeinflussen. Zentraler Punkt ist dabei der radikale Wandel des Geschäftsumfelds der Banken im Ergebnis der zunehmenden Globalisierung, Liberalisierung und Verschärfung des Wettbewerbs. Dieser Wandel zwingt die Banken dazu, international zu handeln und in andere Märkte vorzudringen, die als eine Erweiterung des inländischen Sektors betrachtet werden können.

Aufgrund der ständigen Weiterentwicklung im IT-Bereich wird die Größe zunehmend zu einer grundlegenden strategischen Variablen in einem zusammenwachsenden Bankensystem, das durch die Nutzung von Größenvorteilen seine Effizienz steigern kann. Folglich ist ein Konzentrationsprozess im Gange, der auch die Expansion auf ausländische Märkte einschließt. Die Expansion von Banken ins Ausland kann auf entwickelte Länder oder auf Entwicklungsländer ausgerichtet sein. Unabhängig von der Zielrichtung sollte zwischen der investierenden Bank und dem Bankensystem des Gastlandes ein Effizienz- bzw. Entwicklungsgefälle bestehen, das die Investitionsentscheidung rechtfertigt.

Im Allgemeinen erfolgt die Ausweitung der Geschäftstätigkeit von Banken auf ausländische Märkte aus folgenden Gründen:

- Das Bestreben, den Kunden zu folgen, d. h. die Banken gehen mit ihren inländischen Kunden, wenn diese sich neue Märkte erschließen. Eine solche Investitionsstrategie bedeutet, dass ausländische Banken zur Erhaltung ihrer ausschließlichen Beziehungen zu den Kunden des Herkunftslandes bereit sind, in neue Märkte vorzudringen, und damit den Handels- und Investitionsströmen der realen Wirtschaft folgen. Diesem Verhalten liegt die Tatsache zugrunde, dass zwischen Banken und ihren Kunden eine besondere Beziehung besteht, die auf einen Informationsvorsprung im Zusammenhang mit bestehenden Kreditverbindungen zurückzuführen ist. Eine Bank muss, um diesen Vorsprung gegenüber anderen Wettbewerbern zu wahren, ein umfassendes Dienstleistungsangebot bereitstellen und dort vor Ort sein, wo sie vom Kunden gebraucht wird. Aus diesem Grund stehen Direktinvestitionen im Bankensektor normalerweise in einem klaren Zusammenhang mit den ausländischen Direktinvestitionen und dem Außenhandel der realen Wirtschaft.
- Ein zweiter Beweggrund für den Eintritt von Banken auf ausländische Märkte hat mit Handelsbeziehungen und kultureller und geographischer Nähe zu tun. Dies kann eine außerordentlich bedeutsame Rolle spielen, wenn der Inlandsmarkt für die inländischen Banken zu klein wird. In einer solchen Situation kann es dazu kommen, dass Banken versuchen, ihre Geschäftstätigkeit auf Länder auszudehnen, die eine größere kulturelle und geographische Nähe zum Inlandsmarkt aufweisen. Für ein solches Verhalten lassen

sich verschiedene Beispiele anführen: die in jüngster Zeit zu verzeichnende Expansionspolitik spanischer Banken in Portugal oder die in der Vergangenheit getätigten Investitionen in Lateinamerika, Investitionen schwedischer und finnischer Banken im Baltikum, Investitionen österreichischer und deutscher Banken in Ost- und Mitteleuropa.

- Das dritte Motiv hängt mit dem Bestreben zusammen, die Möglichkeiten eines neuen Marktes zu nutzen. In diesem Fall sind die im Ausland investierenden Banken gewöhnlich größer und effizienter als die Wettbewerber des betreffenden Landes und bieten innovative bzw. bessere Dienstleistungen und Produkte kostengünstiger an.
- Ein letzter Beweggrund für das Vordringen auf ausländische Märkte kann schließlich mit den Rahmenbedingungen des internationalen Wettbewerbs zusammenhängen. Tatsächlich besteht die Möglichkeit, dass eine begrenzte Zahl großer weltweit tätiger Wettbewerber versucht, im Rahmen oligopolistischer Wettbewerbsstrategien in neue Märkte vorzudringen¹¹⁶.

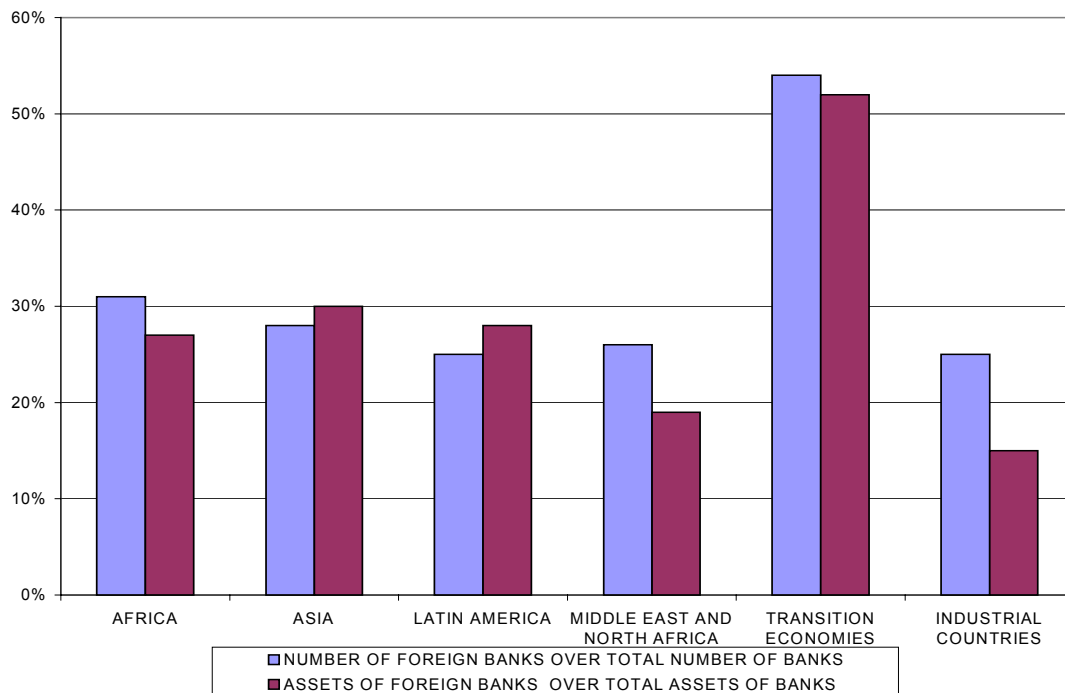
Zwar können diese Beweggründe sowohl für entwickelte als auch für Entwicklungsländer gelten, jedoch dürften die Schwerpunkte unterschiedlich sein. Insbesondere beim Vordringen auf die Märkte von Entwicklungsländern scheint das Bestreben, dem Kunden zu folgen zumindest während der letzten Jahre der vorherrschende Beweggrund zu sein. Ferner können Marktchancen sowie die geographische Nähe eine stärkere Rolle spielen. Dahingegen könnte in den entwickelten Ländern der Wettbewerbsdruck auf nationaler und internationaler Ebene ausschlaggebend sein. So wurde beispielsweise in Europa vor kurzem durch eine starke Zunahme des Wettbewerbs vor allem infolge der WWU ein grenzübergreifender Konzentrationsprozess ausgelöst.

5.3.2 Bankgeschäfte im Ausland

In Abbildung 5.1 ist die Rolle der Tätigkeit ausländischer Banken in verschiedenen geographischen Zonen der Welt dargestellt. Dabei wurden der Anteil ausländischer Banken an der Gesamtzahl der in einem bestimmten Land tätigen Banken sowie der Anteil der dem Auslandskapital zuzurechnenden Aktiva an den Gesamtkтива des inländischen Bankensystems berücksichtigt.

¹¹⁶ Wenn eine solche Bank in einen neuen Markt vordringt, dann werden ihr ihre direkten Wettbewerber folgen.

Abbildung 5.1: Die Rolle ausländischer Banken in verschiedenen geographischen Zonen im Jahr 1998



Quelle: Claessens (1999), Tabelle 4

Am geringsten ist der Einfluss ausländischer Banken auf das inländische Bankensystem in den entwickelten Ländern. Obwohl die Liberalisierung der Finanzdienstleistungen seit zwanzig Jahren besteht, verfolgen die meisten Banken nach wie vor nichtaggressive Strategien gegenüber anderen entwickelten Ländern.

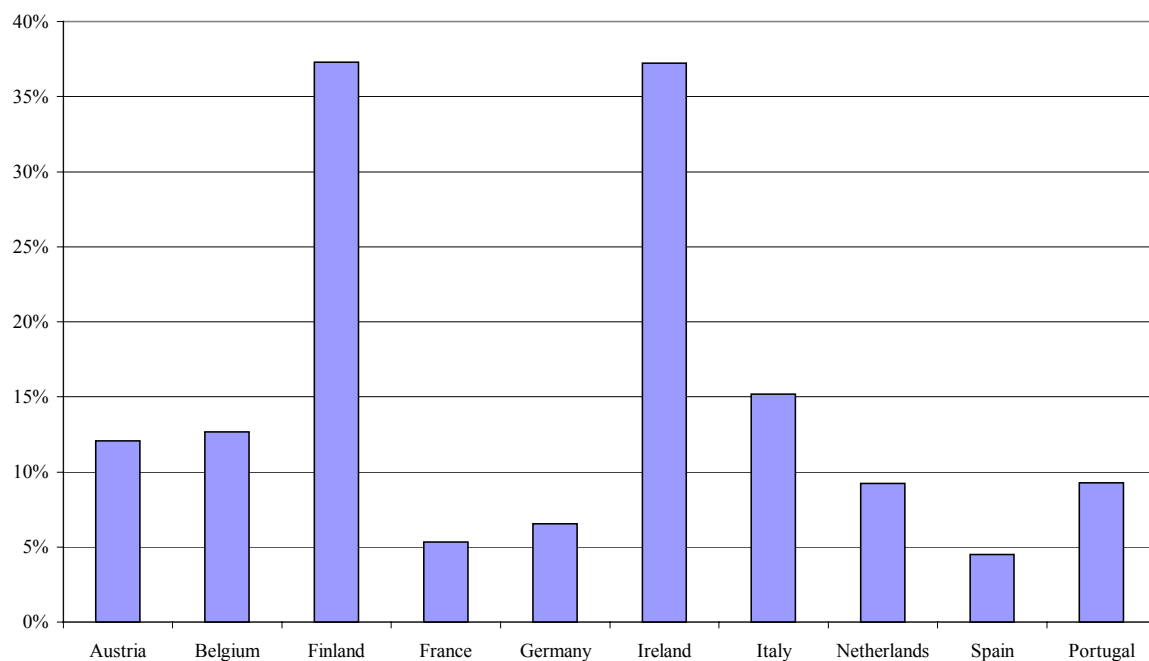
Besonders interessant stellt sich die Lage in Europa dar. Mit der Einführung der Liberalisierung des Handels mit Finanzdienstleistungen und der Niederlassungsfreiheit für Banken war der 1992 geschaffene Binnenmarkt ein erster grundlegender Schritt für die Entwicklung eines integrierten Finanzmarktes in Europa. Aufgrund der nach wie vor bestehenden technischen Hemmnisse (vor allem infolge der unterschiedlichen Währungen, kulturellen Traditionen, steuerlichen Behandlung und ordnungspolitischen Praktiken) konnte die starke Segmentierung des Bankensystems jedoch auch danach noch fortauern. Einzelne europäische Banken waren weiterhin hauptsächlich auf dem Inlandsmarkt tätig und verfolgten Wettbewerbsstrategien, die im Inland hochgradig defensiv und mit Blick auf den Außenmarkt wenig aggressiv waren, um einer direkten wechselseitigen Beeinflussung mit ausländischen Institutionen aus dem Wege zu gehen.

Erst in jüngster Zeit hat sich die Situation mit der Schaffung der Währungsunion und der Einführung des Euro als einheitliche europäische Währung geändert. Die Entwicklung eines vollständig integrierten Marktes, das Entstehen von grenzüberschreitendem Wettbewerbsdruck und die von allen Banken empfundene Notwendigkeit, sich auf dem Markt zu positionieren, um Größen- und Umfangsvorteile zu erzielen, führen zu einer Neuausrichtung sowohl in geographischer Hinsicht als auch was die Geschäftsansiedlung betrifft. Dadurch wird ein Konsolidierungsprozess im Bankensektor in Gang gesetzt. In der ersten Phase sind vor allem inländische Banken von diesem Konzentrationsprozess betroffen. Es steht jedoch zu erwarten, dass es infolge der fortschreitenden Beseitigung der technischen und strategischen Hemmnisse für den internationalen Wettbewerb zu einer

grenzüberschreitenden Neuaufstellung der Banken kommt. Zwar gibt es noch keine Berichte über große grenzüberschreitende Zusammenschlüsse, aber die bereits zu verzeichnende hohe Zahl von Minderheitsbeteiligungen im europäischen Bankensektor ist als Signal für ein zunehmendes Zusammenwachsen des europäischen Bankensystems zu werten.

In Abbildung 5.2 ist der Grad der grenzüberschreitenden Marktdurchdringung im europäischen Bankenwesen anhand des Anteils der dem Auslandskapital (aus einem anderen europäischen Land) zuzurechnenden Aktiva an den Gesamtkтива des inländischen Bankensystems dargestellt. Im irischen und finnischen Bankensystem ist die Internationalisierung gemessen an der Präsenz von Banken aus anderen europäischen Ländern europaweit am stärksten ausgeprägt. In beiden Ländern beläuft sich die Auslandsbeteiligung auf mehr als 40 % der Aktiva des gesamten Bankensystems. Wie bereits erwähnt, ist dies in Finnland darauf zurückzuführen, dass die nordeuropäischen Banken in einen integrierten Markt eingebunden sind, während es im Fall von Irland das Ergebnis der Steuervorteile für den Finanzsektor ist.

Abbildung 5.2: Grad der grenzüberschreitenden Marktdurchdringung im europäischen Bankensektor 1999



In Spanien, Frankreich und Deutschland ist der Anteil ausländischer Banken, die auf dem Markt Fuß gefasst haben, am geringsten. In den drei Ländern beträgt der Anteil der im Besitz ausländischer Anteilseigner befindlichen Aktiva an den Gesamtktiva des Bankensektors gerade einmal 5 %. Was Frankreich betrifft, so ist das Ergebnis vor allem auf den begrenzten Umfang ausländischer Investitionsinitiativen gemessen an der Größe des gesamten Bankensystems zurückzuführen, obwohl Frankreich als Bestimmungsland für Investitionen aus den WWU-Ländern sowohl von der Anzahl als auch vom Volumen her an erster Stelle steht. Bei Deutschland und Spanien hingegen zeigt sich die geringe Marktdurchdringung durch ausländische Banken auch anhand der absoluten Werte.

Die Bankensysteme der Niederlande, Belgiens, Österreichs und Portugals sind mit

Auslandsanteilen in Höhe von 10 % an den Gesamtvermögenswerten des Bankensystems etwas offener. In Italien beläuft sich der Anteil an den Gesamtkтива, der ausländischen Beteiligungen zugeordnet werden kann, auf 15 %. Dies ist ein Beleg für die fortschreitende Internationalisierung im Ergebnis des zunehmenden Interesses ausländischer Investoren an diesem Land.

Kommen wir noch einmal auf Abbildung 5.1 zurück. Es ist interessant festzustellen, welcher Stellenwert ausländischen Banken in den Wirtschaften der Übergangsländer zukommt. In diesen Ländern erforderte der Prozess der Umgestaltung des Wirtschaftssystems eine rasche Umstrukturierung. Ausländische Banken, die die erforderliche Kapitalkompetenz besitzen, spielten dabei eine wichtige Rolle, gleichzeitig wurde die Präsenz ausländischer Banken jedoch durch die Privatisierungs- und Liberalisierungspolitik in einzelnen Ländern begrenzt.

Was die anderen Regionen der Welt betrifft, so ist die Marktdurchdringung durch ausländische Banken in Afrika am stärksten, und zwar aus zwei verschiedenen Gründen: aufgrund der Präsenz ausländischer Banken in Südafrika und der begrenzten Entwicklung anderer Bankensysteme. In Asien entfallen 30 % der gesamten Aktiva auf ausländische Banken, wobei der Anteil innerhalb der Region sehr unterschiedlich ist. Vor der jüngsten Krise war die Marktpräsenz ausländischer Banken in den meisten Ländern extrem eingeschränkt. Erst in jüngster Zeit wurden die meisten Beschränkungen aufgehoben. So wurden beispielsweise in Indonesien sämtliche Auflagen für den Markteintritt ausländischer Banken abgeschafft, in Malaysia ist der Anteil ausländischer Banken auf höchstens 30 % begrenzt, während in Thailand eine Mehrheitsbeteiligung für die Dauer von höchstens 10 Jahren zugelassen ist. In Hongkong und Singapur ist eine Vielzahl ausländischer Banken tätig.

Selbst in Lateinamerika wird die Liberalisierung als Instrument zur Stabilisierung der Bankensysteme angesehen. Nach langen Phasen des Protektionismus hat nunmehr eine beträchtliche Liberalisierung stattgefunden. Beispielsweise wurden im Zuge der jüngsten Rechtsreform in Mexiko Vorschriften außer Kraft gesetzt, durch die ausländische Beteiligungen an inländischen Banken mit einem bedeutenden Marktanteil begrenzt wurden. In Brasilien wurde die Diskriminierung ausländischer Banken abgeschafft und in Argentinien spielen ausländische Banken nunmehr eine bedeutende Rolle am Markt.

Allgemein ist festzustellen, dass der Markteintritt ausländischer Banken, den wir in diesem Abschnitt untersucht haben, mit dem umfassenderen Prozess der Liberalisierung des Handels mit Dienstleistungen im Rahmen des von der WTO abgeschlossenen Allgemeinen Übereinkommen über den Handel mit Dienstleistungen (GATS) verbunden ist. Dieses Übereinkommen enthält einen speziellen Abschnitt zu Finanzdienstleistungen, Versicherungsleistungen, versicherungsbezogenen Dienstleistungen, Bank- und anderen Finanzdienstleistungen. Anlässlich der letzten Verhandlungsrunde Ende 1997 wurde eine Reihe neuer Verpflichtungen in Bezug auf Finanzdienstleistungen festgelegt. Das fünfte Protokoll zum GATS-Übereinkommen enthält die Zeitpläne und die Liste der gemäß der Meistbegünstigungsklausel gewährten Befreiungen der betreffenden Mitglieder. Bisher wurde es von 61 Ländern angenommen und wird voraussichtlich in nächster Zeit von 10 weiteren Ländern ratifiziert.

5.3.3. Argumente für und gegen den Markteintritt ausländischer Banken

Im Hinblick auf den Markteintritt ausländischer Banken beziehen die Länder unterschiedliche Positionen. Dies spiegelt sich auch in der theoretischen Literatur wider, in der wir ein breites Spektrum überzeugender Argumente sowohl für als auch gegen

ausländische Banken finden.

5.3.3.1. Argumente gegen den Markteintritt ausländischer Banken

Die wichtigsten theoretischen Argumente gegen den Markteintritt ausländischer Banken gehen auf staatliche Befürchtungen, die Kontrolle über das Finanzsystem zu verlieren, und die Annahme zurück, die inländischen Banken seien dem Wettbewerbsdruck von außen nicht gewachsen. Diese allgemeinen Argumente schließen eine Reihe spezifischer Fragen ein:

- Weit verbreitet ist das sogenannte generelle „Erziehungszoll-Argument“. Diesem liegt vor allem der Gedanke zugrunde, dass inländische Banken, die im Allgemeinen kleiner und somit auch weniger effizient sind als ausländische, angesichts der Größen- und Umfangsvorteile erheblich unter dem neuen Wettbewerbsdruck leiden würden. Ein allgemeiner Schutz für einen begrenzten Zeitraum würde es ihnen gestatten, die Mindestgröße für die Nutzung von Größen- und Umfangsvorteilen zu erreichen und somit ihre Effizienz zu steigern. Hier lassen sich verschiedene Gegenargumente ins Feld führen. Die Erfahrungen der Vergangenheit haben gezeigt, dass es in geschützten Bankensystemen selten zu Konzentrationsprozessen kommt. Rationalisierung und Konsolidierung finden wesentlich häufiger in Zeiten der Liberalisierung statt, wenn die Angst vor der ausländischen Konkurrenz wächst.
- Ein zweites Argument gegen die Marktpräsenz ausländischer Banken hängt mit den staatlicherseits gehegten Befürchtungen zusammen, die Kontrolle über das Bankensystem zu verlieren. Tatsächlich stand in den meisten Ländern das Bankensystem lange Zeit weitgehend unter direktem oder indirektem staatlichen Einfluss. Auf diese Weise konnte der Staat seine politischen Maßnahmen mit Hilfe einer selektiven Kreditvergabe (an bestimmte Regionen, Marktsegmente usw.) umsetzen. Durch die Präsenz ausländischer Banken würden solche Erscheinungen zurückgehen, so dass die Einflussmöglichkeiten des Staates beschnitten würden. Wahrscheinlich käme es jedoch auch zu einer Verbesserung der Verwaltungseffizienz der Banken, was wiederum eine wirtschaftlich effiziente Ressourcen-Allokation und die Verringerung von Instabilitätsproblemen ermöglichen würde.
- Zudem können ausländische Banken andere Ziele verfolgen und sich anders verhalten als inländische Kreditinstitute. In diesem Zusammenhang wird insbesondere darauf verwiesen, dass ausländische Banken unter bestimmten Umständen Gelder in weniger risikoreiche Gebiete umlenken und somit die Wirtschaft ihrer Innenfinanzierungsmittel berauben. Für diese Behauptung wurden jedoch niemals überzeugende Beweise vorgelegt. Darüber hinaus wird behauptet, dass ausländische Banken sich generell weniger an der Kreditvergabe innerhalb des Gastlandes beteiligen und dadurch die Entwicklung beeinträchtigen. Argentinien, wo sich der Bankensektor zu einem Großteil in ausländischem Besitz befindet, hat eine solche Situation erlebt. Dabei hat das Auslandskapital den Bankensektor teilweise stabilisiert. Allerdings halten sich Banken bei der Kreditvergabe zumeist zurück. Durch Mindestanforderungen der Kreditvergabe für ausländische Banken lässt sich eine solche ineffiziente interne Mittelbereitstellung korrigieren.
- Ein weiteres Argument betrifft das „gefährliche“ Verhalten ausländischer Banken. Bei ihrem Markteintritt tendieren diese mitunter dazu, die gewinnträchtigsten Segmente und Kunden des Marktes abzuschöpfen und den inländischen Banken so die extrem riskanten Geschäftsbereiche zu überlassen. Dagegen kann man jedoch das Argument vorbringen, dass ausländische und inländische Banken unterschiedliche Informationsvorteile haben

und es daher naheliegend ist, dass sie sich auf unterschiedliche Geschäftsbereiche spezialisieren. Insbesondere sollten sich ausländische Banken in erster Linie ausländischen Unternehmen und großen Gesellschaften zuwenden, während inländische Banken im Hinblick auf kleine und mittlere Unternehmen vergleichsweise vorteilhaft dastehen können.

- Ein Argument allgemeinerer Art besagt, dass inländische Banken unter dem Wettbewerbsdruck aus dem Ausland leiden. Das Absinken des Franchise-Wertes infolge des verschärften Wettbewerbs könne die Banken zu einem Abgehen von umsichtigen Verfahrensweisen verleiten, was wiederum die Stabilität des Bankenwesens beeinträchtigen könne.

5.3.3.2. Argumente für das Tätigwerden ausländischer Banken

In der theoretischen Literatur wird eine Reihe potentieller Vorteile genannt, die sich für das Gastland aus der Präsenz ausländischer Banken ergeben, vor allem dann, wenn zwischen dem Bankenwesen des Gastlandes und dem ausländischen Bankensystem Unterschiede im Hinblick auf Entwicklungsstand und Effizienz bestehen.

- Zunächst wird der Markteintritt ausländischer Banken wahrscheinlich den Wettbewerb im Bankensektor des Gastlandes verschärfen. Was die Preispolitik betrifft, bedeutet das eine Verringerung der Zinsspannen und Provisionen der Banken. Obwohl dies sicherlich negative Auswirkungen auf die Rentabilität der Banken haben kann, dürfte es für die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung aufgrund der geringeren Investitionskosten von Vorteil sein. Auch darf nicht vergessen werden, dass die negativen Auswirkungen auf die Rentabilität infolge der Verringerung der Margen durch eine Ausweitung der Geldgeschäfte aufgewogen werden kann. Erreicht werden kann dies durch ein aggressiveres Vorgehen bei der Kreditvergabe (die jedoch mit besseren Praktiken zur Steuerung des Kreditrisikos einhergehen sollte) und der Bereitstellungspolitik bzw. durch die Entwicklung neuer und qualitativ besserer Produkte.
- Ein weiterer Vorteil ergibt sich, wenn der Markteintritt durch die Übernahme einer inländischen Bank erfolgt. In diesem Fall wird der Zugang von ausländischem Kapital wahrscheinlich die Effizienz und Solidität der inländischen Bank erhöhen. Vor allem kann auf diese Weise die Eigenkapitalausstattung der betreffenden Bank und damit ihre Fähigkeit, auf Liquiditätsschocks zu reagieren, verbessert werden. Darüber hinaus dürften durch die Präsenz ausländischer Banken neue Verfahren des Risikomanagements, zusätzliche Qualifikationen und Kompetenzen des Personals, eine effektive Corporate Governance sowie insgesamt effizienterer Methoden in den Sektor gelangen, die mit einer Erhöhung der Rentabilität und Senkung der Kosten einhergehen dürften. Diese Kompetenzen können sich dann auf das gesamte Bankensystem ausbreiten.
- Des Weiteren kann der Markteintritt einer großen ausländischen Institution im Rahmen einer Übernahme, wenn beträchtliche Größen- und Umfangsvorteile im Spiel sind, den inländischen Banken ein Mindestmaß an Nutzen bringen und dabei zur Reduzierung der Kosten und zur Steigerung der Effizienz führen. Dies kommt besonders dann zum Tragen, wenn beträchtliche IT-Investitionen getätigt werden müssen, um das Bankensystem des Gastlandes zu modernisieren.
- Ferner können ausländische Banken neue Dienstleistungen und Produkte bereitstellen, die umfassendere Qualifikationen und Technologien erfordern. Daraus ergeben sich bedeutsame externe Effekte, da die inländischen Banken versuchen können, diese

nachzuahmen. Je nachdem, wie groß das Entwicklungsgefälle zwischen dem Bankensystem des Gastlandes und des Herkunftslandes ist, reichen die neuen Dienstleistungen und Produkte von herkömmlichen Provisionsgeschäften bis zu Internet-Banking.

- Ausländische Banken können dank ihrer Verbindungen zum Finanzmarkt des Herkunftslandes und zu den internationalen Finanzmärkten einen besseren Zugang zu Kapital bieten. Außerdem kann die Präsenz ausländischen Kapitals die Entwicklung effizienter Kapitalmärkte nachhaltig unterstützen.
- Wie Calomiris (1998) feststellt, führt die Öffnung des inländischen Bankensystems für ausländische Wettbewerber in der Regel zu einer Schrumpfung des inländischen Sektors. Daher würden im Falle einer Systemkrise die Kosten für die Rettung von Banken geringer ausfallen.
- Schließlich wird das Argument vorgebracht, dass der Markteintritt ausländischer Banken Anreize für eine umfassende Verbreitung empfehlenswerter Praktiken im Bankengewerbe bieten kann. Mutterunternehmen, die den Ruf finanzieller Vertrauenswürdigkeit haben, werden bestrebt sein, bei ihren ausländischen Partnern (Filialen oder Muttergesellschaften) interne Kontrollen und Rechnungslegungsvorschriften anzuwenden, die dem neuesten Kenntnisstand entsprechen, auch wenn diese nicht gesetzlich vorgeschrieben sind. Levine (1996) weist darauf hin, dass inländische Banken versuchen könnten, das Verhalten ausländischer Banken zu kopieren und sich ihre Verfahren beim Risikomanagement bzw. ihre Umsicht und Sorgfalt zu eigen zu machen. In diesem Fall könnte das gesamte Bankenumfeld sicherer werden, auch ohne obligatorische aufsichtsrechtliche Vorschriften.

5.3.4. Ausländische Banken und das Bankensystem des Gastlandes: empirische Belege und Folgen für die finanzielle Stabilität

Es gibt eine Vielzahl von Studien, in denen versucht wird, die Auswirkungen des Markteintritts ausländischer Banken auf das Bankensystem des Gastlandes sowie auf einzelne inländische Banken aufzuzeigen. In den meisten Fällen handelt es sich um Fallstudien zu einem bestimmten Land, da länderübergreifende Datenbanken nicht ohne Weiteres verfügbar sind. Im Allgemeinen sind die untersuchten Auswirkungen des Markteintritts ausländischer Banken positiv, abgesehen davon, dass einige Aspekte (wie die Auswirkungen auf ordnungspolitische Standards und die Folgen für bestimmte Kundengruppen wie kleine und mittlere Unternehmen) anhand der verfügbaren Daten schwer zu ermitteln sind.

Claessens, Demirgüç-Kunt und Huizinga (1999) untersuchen das unterschiedliche Verhalten ausländischer und inländischer Banken in 80 Ländern zwischen 1988 und 1995. Dabei finden sie heraus, dass sich die Verhaltensweisen ausländischer Banken in Entwicklungsländern von denen ausländischer Banken in entwickelten Ländern unterscheiden. Konkret stellen sie fest, dass ausländische Banken in Entwicklungsländern gewöhnlich höhere Zinsspannen haben und eine höhere Rentabilität aufweisen als die inländischen Banken, und zudem auch höhere Steuern zahlen als diese, während in entwickelten Ländern das Gegenteil der Fall ist. Darüber hinaus ist, wenn sich die Banken zu einem größeren Teil in ausländischem Besitz befinden, eine Verringerung der Rentabilität und der Gesamtkosten der inländischen Banken zu verzeichnen. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich der Markteintritt ausländischer Banken durchaus zum Wohl der Kunden auswirkt. Des Weiteren stellen die Autoren fest, dass die inländischen Banken sofort auf den Markteintritt ausländischer Banken reagieren,

und nicht erst abwarten, bis diese einen beträchtlichen Marktanteil erobert haben.

Papi und Revoltella (1999) analysieren die mittel- und osteuropäische Region und unterscheiden im Gegensatz zu anderen Autoren zwischen verschiedenen Ebenen der Auslandsbeteiligung. Dabei stellen sie fest, dass Beteiligungen ausländischer Banken im Vergleich zu inländischen Banken eine höhere Rentabilität aufweisen, was zum Teil auf eine höhere Kreditqualität zurückzuführen ist. Darüber hinaus weisen sie eine höhere Kosteneffizienz auf, jedoch nur dann, wenn die Auslandsbeteiligung 70 % des Bankkapitals überschreitet. Claessens und Glaessner (1999) stellen in ihrer Untersuchung des Bankensektors in acht asiatischen Ländern fest, dass die Nettomargen und die Rentabilität um so geringer sind, je größer die Offenheit gegenüber ausländischen Finanzdienstleistern ist, was auf einen höheren Wettbewerbsdruck infolge des Markteintritts ausländischer Anbieter hindeutet.

Was konkrete Fallstudien in bestimmten Ländern betrifft, so legen Clarke, Cull, D'Amato und Molinari in ihrer Studie über Argentinien (1999) dar, dass sich die Geschäftstätigkeit ausländischer Banken lediglich auf bestimmte Sektoren konzentriert (wie das verarbeitende Gewerbe und das Hypothekenkreditgeschäft). Die Präsenz auf diesen Märkten führte zu einem Rückgang der Gewinne und einem Anstieg der Gemeinkosten. In anderen Branchen, in denen die ausländischen Banken nicht tätig wurden, kam es nicht zu einer Beeinträchtigung des inländischen Bankengewerbes. Steiner, Barajas und Salazar stellten in einer Studie über Kolumbien (1999) ebenso wie Denizer in einer Studie über die Türkei (1999) fest, dass der Markteintritt ausländischer Banken die Wettbewerbsfähigkeit erhöht, was an einer Verringerung der Zinsspannen und der Rentabilität des gesamten Bankensystems deutlich wird. In Kolumbien sind gewisse Kosten im Zusammenhang mit der Verschlechterung der Kreditqualität und höheren Verwaltungskosten für die inländischen Banken (infolge der Modernisierung der technischen Ausstattung) festzustellen.

Der Prozess der Erweiterung der EU und die damit verbundene Liberalisierung der Finanzsysteme der neuen Mitgliedstaaten für die Tätigkeit ausländischer Banken wurden in mehreren Forschungsarbeiten untersucht. Pastor, Pérez und Quesada weisen für Spanien (1999) ebenso wie Honohan für Griechenland und Portugal (1999) nach, dass sich der Markteintritt ausländischer Banken in allen drei Ländern in Grenzen hielt, dass jedoch insbesondere im Fall von Spanien der Wettbewerbsdruck die inländischen Banken veranlasst hat, ihre Effizienz zu steigern und Größenvorteile zu nutzen (durch Fusionen und Übernahmen), und zwar ohne wesentliche Erhöhung des Risikos.

Allgemein wird anhand empirischer Beweise deutlich, dass der Markteintritt ausländischer Banken zumeist mit einem Anstieg des Wettbewerbsdrucks, aber auch einem Transfer von Qualifikationen, Corporate Governance und Eigenkapitalausstattung sowie einer Verstärkung und Erhöhung der Effizienz einhergeht, die möglicherweise auf das gesamte Bankensystem ausstrahlen. Daher ist der voraussichtliche Nutzen des Markteintritts ausländischer Banken im Allgemeinen größer als die damit verbundenen Kosten, insbesondere wenn zwischen der ausländischen Bank und dem inländischen Bankensektor in technologischer Hinsicht ein großes Effizienzgefälle besteht. Obwohl diese allgemeinen Folgen sowohl für entwickelte als auch für Entwicklungsländer gelten, sollte man bei letzteren während des Liberalisierungsprozesses besondere Vorsicht walten lassen.

Die erwarteten positiven Auswirkungen der Marktpräsenz ausländischer Banken deuten darauf hin, dass die Liberalisierung des Bankensystems ein Instrument sein kann, um in Entwicklungsländern instabilen Situationen vorzubeugen oder sie zu beheben, und in entwickelten Ländern die Effizienz zu steigern und den Wettbewerb anzukurbeln.

Im letztgenannten Fall führt der Liberalisierungsprozess in der Tat zu einer weitgehenden Verschärfung des Wettbewerbs, indem bestehende Privilegien der inländischen Banken abgeschafft und auf diese Weise eine effizientere Bereitstellung von Dienstleistungen und Mitteln für die Wirtschaft erreicht wird. Darüber hinaus kommt es im Zuge des damit einhergehenden Konzentrationsprozesses, der zweifellos durch den sich verschärfenden Wettbewerb beeinflusst wird, wahrscheinlich zu einer weiteren Effizienzsteigerung, indem neue und größere Institutionen entstehen, die in der Lage sind, Größen- und Umfangsvorteile zu nutzen.

Dahingegen sind in den Entwicklungsländern die wichtigsten Auswirkungen der Liberalisierung des Bankensystems an der Stabilität zu messen, da ausländische Banken offenbar sowohl vor als auch nach einer Bankenkrise eine Rolle spielen. Die positiven Auswirkungen des Markteintritts ausländischer Banken im Hinblick auf größere Effizienz und bessere Kapitalausstattung des Bankensektors könnten das System widerstandsfähiger gegen künftige Erschütterungen machen. So könnte die positive Reaktion des argentinischen Bankensektors auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten von 1997-1998 zum Teil dem Eintritt ausländischer Banken während der vorangegangenen Jahre zugeschrieben werden. Darüber hinaus haben ausländische Banken im Zusammenhang mit der Umstrukturierung der Wirtschaften in den Übergangsländern neue Dienstleistungen und Qualifikationen sowie Kapital ins Land gebracht und auf diese Weise die Stabilität des gesamten Bankensystems verbessert. So ist es eine Tatsache, dass Ungarn und Polen, die zwei Länder mit dem höchsten Anteil an ausländischem Kapital, die stabilsten Bankensysteme der Region aufweisen.

Ausländische Banken können auch eine wichtige Rolle bei der Umstrukturierung von Bankensystemen spielen, wie die Erfahrungen einiger Länder belegen. In Mexiko und Venezuela haben ausländische Banken bei der Rekapitalisierung nach der Bankenkrise eine Schlüsselrolle gespielt. Allerdings darf nicht vergessen werden, dass der Markteintritt ausländischer Banken, wie bereits erwähnt, die Instabilität erhöhen kann, da eine Verschärfung des Wettbewerbs mit einer Minderung des Franchise-Werts von Banken und einer Erhöhung ihrer Risikobereitschaft einhergeht. Daher sollte die Liberalisierung des Bankensystems vorsichtig gehandhabt und durch strenge Aufsichts- und Überwachungsregelungen begleitet werden.

5.4. Die Rolle des Wechselkurssystems bei der Vorbeugung gegen finanzielle Instabilität

In Abschnitt 5.3 haben wir die Rolle der Liberalisierung der Geschäftstätigkeit ausländischer Banken als eine innenpolitische Option mit entsprechenden Auswirkungen auf die finanzielle Stabilität und Effizienz erörtert. Wie bereits erwähnt, hat das nichts mit der Liberalisierung der Kapitalbilanz zu tun. Die erst genannte Form der Liberalisierung schließt die letztere nicht ein, ganz im Gegenteil.

In diesem Abschnitt erörtern wir kurz einen wichtigen Aspekt im Zusammenhang mit der Liberalisierung der Kapitalbilanz sowie seine Auswirkungen auf die finanzielle Stabilität und die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems, nämlich die Wahl des Wechselkurssystems. Auch wenn es sich hierbei um ein Thema handelt, das mit dem internationalen wirtschaftlichen Umfeld zusammenhängt, so ist die Wahl des Wechselkurssystems doch in erster Linie eine innenpolitische Entscheidung und sollte daher in diesem Kapitel mit behandelt werden. Zudem muss betont werden, dass die Wahl eines geeigneten Wechselkurssystems – wenngleich auch für entwickelte Länder ein sensibles Thema für Entwicklungsländer im

Hinblick auf die finanzielle Stabilität eine besonders wichtige Rolle spielt.

Wie bereits festgestellt, ist es naheliegend, zur Verringerung der Gefahr der finanziellen Instabilität die Risikomanagement-Verfahren der Banken sowie die Beaufsichtigung und Kontrolle dieser Verfahren durch die Aufsichtsbehörden zu stärken. Allerdings sind die Banken insbesondere in vielen Entwicklungsländern nur in begrenztem Maße in der Lage, Risikomanagement zu betreiben, so wie auch die Aufsichtsbehörden nur in begrenztem Maße in der Lage sind, die Geschäftstätigkeit der Banken zu überwachen. Wenn die Kapitalbilanz teilweise oder vollkommen offen ist, dann können Finanzinstitutionen Auslandskredite aufnehmen, wodurch es zu einem Missverhältnis zwischen ihren in Fremdwährung ausgewiesenen Verbindlichkeiten und ihren auf Landeswährung lautenden Transaktionen kommen kann.

Aufgrund dieser Mängel beim Management von Finanzinstitutionen in Verbindung mit einer ineffizienten Aufsicht und unausgewogenen Bilanzen der Finanzinstitutionen infolge offener internationaler Märkte können starke unvorhergesehene Wechselkursabwertungen zu unverhältnismäßigen Konsequenzen führen. In diesem Fall geraten die Finanzinstitutionen aufgrund des stark ansteigenden Werts der Verbindlichkeiten in Verbindung mit dem konstanten Wert des Geschäftsvolumens unter Druck, und das Risiko der Zahlungsunfähigkeit erhöht sich. Wie wir in Kapitel 4 gesehen haben, trat genau diese Situation während der jüngsten Asienkrise ein.

Es gibt zwei Methoden, um die oben beschriebene finanzielle Instabilität in den Griff zu bekommen.

Die erste hängt mit der Öffnung der Kapitalbilanz, den Überwachungs- und Managementverfahren und der Eigenkapitalausstattung der Finanzinstitutionen zusammen. Das bedeutet, dass sich in Ländern mit einem schwachen oder rudimentär ausgebauten Finanzsystem das Tempo der Liberalisierung der Kapitalbilanz und die Gestaltung der Aufsichtsmaßnahmen komplexer gestalten. Deshalb brauchen diese Länder aus aufsichtsrechtlichen Gründen möglicherweise Zeit, um Finanzinstitutionen, Märkte und Instrumente aufzubauen, ehe sie in der Lage sind, ihre Kapitalbilanz auf Dauer zu liberalisieren. Im Rahmen eines jeden Programms zur Liberalisierung der Kapitalbilanz dürfte der Stärkung des Bankensektors besondere Aufmerksamkeit zu widmen sein, aus dem einfachen Grund, weil in vielen Entwicklungsländern die Banken die wichtigsten Finanzintermediäre und Kanäle für Kapitalströme darstellen (siehe Kapitel 4 und 6).

Die zweite Methode, die mit der Wahl des Wechselkurssystems zusammenhängt, soll im Folgenden erörtert werden.

Eine weit verbreitete Methode zur Verringerung und dauerhaften Begrenzung der Inflation besteht darin, dass ein Land den Wert seiner Währung an den Wert der Währung eines großen Landes mit geringer Inflation anbindet. In einigen Fällen schließt diese Strategie ein, dass der Wechselkurs zu einem festen Wert mit dem Wechselkurs der Währung des anderen Landes verbunden wird, so dass sich die Inflationsrate schließlich der des anderen Landes anpasst. In anderen Fällen wird eine Gleitparität oder Bandbreite vereinbart, innerhalb derer die Währung eines Landes in einem gleichbleibenden Verhältnis gegenüber der des anderen Landes an Wert verlieren darf, wodurch seine Inflationsrate höher sein kann als die des Landes, an dessen Währung seine Währung gekoppelt ist.

Ogleich das Festhalten an einem System fester Wechselkurse eine erfolgreiche Strategie zur Begrenzung der Inflation sein kann, ist dieses Vorgehen, wie bereits erwähnt, dann besonders gefährlich, wenn das betreffende Schwellenland über ein schwaches Bankensystem verfügt

und wenn Verträge über kurzfristige Verbindlichkeiten und Fremdwährungsverbindlichkeiten in beträchtlichem Umfang bestehen. Am meisten unter der Asienkrise gelitten haben Entwicklungsländer, deren Zentralbanken die Wechselkurse fest an den US-Dollar angebunden hatten.

Daher besteht unter Wissenschaftlern und Politikern Einvernehmen dahingehend, dass „feste, aber veränderbare Wechselkurse“, d.h. die herkömmliche Form der „Festlegung“ von Wechselkursen, für die Wirtschaften der Schwellenländer wenig geeignet sind. Schwellenländer sollten den Wechselkurs entweder durch weitgehendes Floating bilden oder unwiderruflich festsetzen (durch Currency-Board-Regelungen oder eine „Dollarisierung“ der Wirtschaft).

Ein System flexibler Wechselkurse bietet den Vorteil, dass Wechselkursbewegungen in wesentlich geringerem Maße nichtlinearer Natur sind als bei einem System fester Wechselkurse. Günstig ist, dass Privatunternehmen, Banken sowie dem Staat durch die täglichen Wechselkursschwankungen vor Augen geführt wird, dass es mit einem erheblichen Risiko verbunden ist, Fremdwährungsverbindlichkeiten aufzunehmen. Darüber hinaus kann eine Wechselkursabwertung politische Entscheidungsträger frühzeitig darauf hinweisen, dass sie ihre Strategien anpassen müssen, um die Gefahr einer Finanzkrise zu begrenzen. Schließlich ermöglicht das Floating den einzelnen Ländern, sich ein gewisses Maß an nationaler Kontrolle über ihre Geldpolitik zu bewahren, da sie den Wechselkurs nicht verteidigen müssen.

Die Märkte können jedoch erheblich über die wirtschaftlichen Rahmendaten hinauschießen. Sie können eine Währung weit unter den ihr zugrunde liegenden wirtschaftlichen Wert absinken lassen und auf diese Weise eine Inflationsentwicklung und einen hohen Schuldendienstaufwand heraufbeschwören. Oder sie können den Wert einer Währung auch in die Höhe treiben und so der Wettbewerbsfähigkeit des Landes Abbruch tun und ein beträchtliches Handelsbilanzdefizit hervorrufen. Solche Kosten können durch unwiderrufliche Wechselkurse vermieden werden, wenn es den Behörden gelingt, den Kurs auf ein dauerhaft tragbares Niveau festzusetzen und den Markt davon zu überzeugen, dass sie in der Lage sind, ihn auf diesem Niveau zu halten und dies auch tun werden. Des Weiteren verringern sich durch feste Wechselkurse die Transaktionskosten des Außenhandels und der Auslandsinvestitionen. Schließlich kann sich ein fester Wechselkurs, wie bereits erwähnt, bei der Sicherung der Preisstabilität als nützlich erweisen.

5.5. Fazit

Abschließend möchten wir die wichtigsten Empfehlungen für Maßnahmen zusammenfassen, die in diesem Kapitel dargelegt wurden.

- Die Regulierung der Finanzinstitutionen ist von erstrangiger Bedeutung. Die Anreize für Banken (und andere Marktteilnehmer im Finanzsektor), die von ihnen eingegangenen Risiken zu erfassen (so genannte anreizkompatible Finanzaufsicht), sollten verstärkt werden, und die Behörden sollten potentielle Gefahren für die Systemstabilität überwachen, um die erforderlichen Korrekturmaßnahmen ergreifen zu können (gegebenenfalls Institutionalisierung eines Aufsichtsverfahrens nach dem Muster der „Prompt and Corrective Action“).
- Was die finanziellen Sicherheitsnetze betrifft, sind die zwei wichtigsten Bestandteile - die Einlagensicherung und die Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz – so zu gestalten, dass sie das private Kapital sowie die Überwachungs- und

Aufsichtsmechanismen stärken, anstatt sie zu ersetzen, und dass sie das damit verbundene Problem des subjektiven Risikos auf ein Mindestmaß beschränken.

- Die oben genannten Vorschläge haben verschiedene Folgen für die Systemstabilität in der Euro-Zone. Auf dem Gebiet der Eigenkapitalanforderungen für Banken wäre eine weitere Koordinierung der Rechnungslegungsmethoden wünschenswert. Darüber hinaus erfordert der effektive Einsatz der Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz ein transparenteres und besser strukturiertes Verfahren als das bestehende. Schließlich ist es um so dringlicher, eine europäische Strategie zur Bewältigung von Banken Krisen zu definieren, als die bestehende Richtlinie über Einlagensicherungssysteme unvollständig ist und der EZB auf dem Gebiet der Finanzaufsicht keine spezifische Rolle zukommt.
- Was die Liberalisierung der Bankensysteme betrifft, sollten wir zwischen entwickelten und Entwicklungsländern unterscheiden. Bei den erstgenannten dürfte sich infolge der Liberalisierung des Bankensystems durch Abschaffung der bestehenden Privilegien der inländischen Banken der Wettbewerb verschärfen und die Effizienz verbessern, so dass die Bereitstellung von Dienstleistungen und Mitteln für die Wirtschaft reibungsloser funktionieren wird. Dies ist um so mehr der Fall, wenn es infolge des Wettbewerbs zu einem Konzentrationsprozess in der Branche kommt, der es den inländischen Banken erlaubt, an Größe zu gewinnen und von Größen- und Umfangsvorteilen zu profitieren.
- In Entwicklungsländern kann die Liberalisierung des Markteintritts ausländischer Banken ein wichtiges innenpolitisches Instrument zur Förderung der Stabilität des Bankensystems darstellen, das instabilen Situationen vorbeugen und sie beheben kann. Empirische Beweise sprechen dafür, dass der Markteintritt ausländischer Banken positive Auswirkungen haben kann. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die ausländischen Banken über ein höheres Qualifikationsniveau und bessere Verfahren für das Risikomanagement verfügen. Dabei muss jedoch betont werden, dass in diesen Ländern der Markteintritt ausländischer Banken auch zu einer größeren Instabilität führen kann, da die Verschärfung des Wettbewerbs den Franchise-Wert der Banken vermindert und eventuell ihre Risikobereitschaft erhöht. Aus diesem Grund sollte die Liberalisierung vorsichtig gehandhabt werden und mit strengen Aufsichts- und Überwachungsregelungen einhergehen.
- Was das geeignetste Wechselkurssystem für Entwicklungsländer betrifft, so besteht wachsendes politisches Einvernehmen darüber, dass diese Länder den Wechselkurs entweder floaten oder unwiderruflich festsetzen müssen (durch Currency-Board-Regelungen oder durch „Dollarisierung“ der Wirtschaft). Feste, aber veränderbare Wechselkurse, d.h. die herkömmliche Form der Festlegung von Wechselkursen, sind für die Wirtschaften der Schwellenländer wenig geeignet. Dies ist besonders wichtig im Hinblick auf die Vermeidung von Instabilitätsproblemen infolge eines schlechten Managements der Banken in Verbindung mit einer ineffizienten Überwachung, einer offenen Kapitalbilanz und festen, aber veränderbaren Wechselkursen.

Literaturverzeichnis

- BEGG, D. u.a. (1998), *The ECB: Safe at Any Speed?*, Monitoring the European Central Bank 1, CEPR, Oktober.
- BHATTACHARAYA, J. (1993), *The Role of Foreign Banks in Developing Countries: A survey of Evidence*, Cornell University, Mimeo.
- BINI SMAGHI, L. (1999), *Who takes care of financial stability in Europe?*, Mimeo.
- BLOMSTROM, M. UND KOKKO, A. (1997), *How Foreign Investment Affect Host Countries*, World Bank Policy Research Working Paper, 1745.
- BONIN, J. u.a. (1999), *Banking in Transition Economies*, Edward Elgar.
- BRIMMER, A. UND DAHL, F. (1975), „Growth of American International Banking: Implications for Public Policy”, *Journal of Finance*, 30 (2), 341-363.
- BROCK, P. L. (1998), *Financial Safety Nets and Incentive structures in Latin America*, August, University of Washington, Seattle, Washington.
- BRUNI, F. UND DE BOISSIEU, C. (1999), *Lending of Last Resort and Systemic Stability in the Euro zone*, Mimeo.
- CALOMIRIS, C. W. (1997), *The Post-Modern Bank Safety Net -- Lessons from Developed and Developing Economies*, the AEI Press, Washington D.C.
- CALOMIRIS, C. W. (1998): *Blueprints for a new global financial architecture*, Mimeo, Columbia Business School.
- CLAESSENS, S.; DEMIRGUC-KUNT, A. UND HUIZINGZ, H. (1999), *How does foreign presence affect domestic banking markets?*, WB Policy Research Working Paper.
- CLAESSENS, S. UND GLAESSNER, T. (1999), *Internationalization of financial services in Asia*, Vortrag anlässlich der Konferenz „Liberalization and Internationalization of Financial Services”, Genf, 10. Mai 1999.
- CLARKE, G.; CULL, R.; D’AMATO, L. UND MOLINARI, A. (1999), *The effect of foreign entry on Argentina’s domestic banking sector*, World Bank Policy Research Working Paper.
- DANTHINE, J., u.a. (1999), „The Future of European Banking”, *Working paper Series*, Nr. 7, Europäische Zentralbank, September.
- DE LA TORRE, J. (1981), „Foreign Investment and Economic Development: Conflict and Negotiation”, *Journal of International Business Studies*, Herbst, S. 9-32.
- DEMIRGUC-KUNT, A. UND HUIZINGA, H. (1997), *The Taxation of Domestic and Foreign Banking*, The World Bank, Mimeo.
- DENIZER, C. (1999), *Foreign entry in Turkey’s banking sector, 1980-1997*, Vortrag anlässlich der Konferenz „Liberalization and Internationalization of Financial Services Conference”, Genf, 10. Mai 1999.
- EUROPÄISCHE KOMMISSION (1998), „Finanzdienstleistungen: Abstecken eines Aktionsrahmens”, Mitteilung an den Rat und an das Europäische Parlament, 28. Oktober.

- EUROPEAN SHADOW FINANCIAL REGULATORY COMMITTEE (ESFRC) (1998), *Statement no. 2*, Frankfurt, 19. Oktober.
- FERNANDEZ-ARIAS, E. UND MONTIEL, P.J. (1996), „The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview”, *The World Bank Economic Review*, Bd. 10, Nr. 1.
- FISHER, A UND MOLINEUX, P (1994), *A note on the determinants of foreign bank activity in London between 1980 and 1989*, Institute of European Finance, University College of North Wales.
- GOLDBERG, L. UND JOHNSON, D. (1990), „The Determinants of US Banking Activities Abroad”, *Journal of International Money and Finance*, Nr. 9, 123-137.
- GROS, D. UND TABELLINI G. (1998), *The Institutional Framework for Monetary Policy in Europe*, CEPS Working Document Nr. 126.
- GROSSE, R. UND GOLDBERG, L. G. (1991): „Foreign bank activity in the US”, *Journal of Banking and Finance*, Bd. 15 Nr. 6.
- HONDROYANNIS, G. UND PAPAPETROU, E. (1996), „International Banking Activity in Greece: the Recent Experience”, *Journal of Economics and Business*, Bd. 48, 205-214.
- HONOHAN, P. (1999), *Consequences for Greece and Portugal of the opening-up of the European banking market*, Vortrag anlässlich der „Liberalization and Internationalization of Financial Services Conference”, Genf, 10. Mai 1999.
- JOHNSTON, B. R. (1998), *Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial sector Reform*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 98/8, Juli, Washington D.C.
- KINDLEBERGER, C. (1983), „International Banks as Leaders and as Followers of International Business”, *Journal of Banking and Finance*, Bd. 7, 583-595.
- LANNOO, K. (1999), *Financial Supervision in EMU*, CEPS, Mimeo.
- LEVINE, R. (1996), *Foreign Bank, Financial Development and Economic Growth*, in Barfield C, (Hrsg.), *International Trade in Financial Services*, American Enterprise Institute, Washington DC.
- McFADDEN, C. (1994), *Foreign banks in Australia*, The World Bank, Mimeo
- MILLER, G.P. (1996), „Is Deposit Insurance Inevitable? Lessons From Argentina”, *International Review of Law and Economics*, Bd. 16, S. 211-232.
- MISHKIN, F. S. (1998), *International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability*, NBER Working Paper Series, Nr. 6390.
- PAPI, L. UND REVOLTELLA, D. (1999), "Foreign Direct Investment in the Banking Sector: a Transitional Economy Perspective", to be published in Claessens and Jansen (2000), *Internalisation of financial services*, Kluwer Academic Press.
- PASTOR, J.; PEREZ, F. UND QUESADA, J. (1999), *The opening of the Spanish banking system: 1985-98*, Vortrag anlässlich der „Liberalization and Internationalization of Financial Services Conference”, Genf, 10. Mai 1999
- PRATI, A. UND SCHINASI, G. (1998), *Will the European Central Bank be the Lender of Last Resort in EMU?*, Vortrag anlässlich des SUERF-CFS-Kolloquiums „The Euro: A Challenge and Opportunity for Financial Markets”, Frankfurt, 14.-17. Oktober

- ROSSI, M. (1999), *Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies: Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter?*, IMF Working Paper 99/66, Mai, Washington D.C.
- SAGARI, S.B. (1992), *United States Foreign Direct Investment in the Banking Industry, Transnational Corporations*, Bd. 1(3), S. 93-123.
- SCHNEIDER, F. UND FREY, B. (1985), „Economics and Political Determinants of Foreign Direct Investment”, *World Development*, Bd. 13, Nr. 2, 161-175.
- STEINER, R.; BARAJAS, A. UND SALAZAR, N. (1999), *Foreign investment in Colombia's financial sector*, Vortrag anlässlich der „Liberalization and Internationalization of Financial Services Conference”, Genf, 10. Mai 1999
- TERREL, H. S. (1986), „The Role of Foreign Banks in Domestic Banking Markets”, in H. Cheng (Hrsg.) *Financial Policy and Reform in Pacific-Rim Countries*, Lexington, Lexington Books.
- THE BANKER, verschiedene Ausgaben, Financial Times edition
- URSACKI, T. UND VERTINSKY, I. (1992), „Choice of Entry Timing and Scale by Foreign Banks in Japan and Korea”, *Journal of Banking and Finance*, 16, 405-421.
- WANG, Z.Q. UND SWAIN, N.J. (1995), „The determinants of FDI in transforming economies: Empirical Evidence from Hungary and China”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 131, 2, 359-82.

Kapitel 6

Reform der internationalen Finanzarchitektur: Ziele, Probleme und Lösungen.

6.1. Einführung

Häufigkeit, Schwere und globale Ausbreitung von Finanzkrisen in den Wirtschaften der Schwellenländer während der letzten fünf Jahre haben ernsthafte Mängel in der Struktur und Regulierung der Finanzmärkte offengelegt und damit eine breite Diskussion über die Reform der „internationalen Finanzarchitektur“ ausgelöst¹¹⁷.

Allgemein bezieht sich der Begriff „*internationale Finanzarchitektur*“ auf Institutionen, Strukturen und Strategien, die darauf ausgerichtet sind, Krisen zu verhindern und zu bewältigen¹¹⁸, oder noch allgemeiner ausgedrückt, auf die Institutionen, Verträge und Anreize, die maßgebend dafür sind, inwieweit finanzielle Risiken eingegangen werden und wie die Verluste und Gewinne aus diesen Risiken verteilt werden¹¹⁹. Für das weit verbreitete Interesse an dieser Frage gibt es vor allem zwei Gründe.

Erstens ist die Wirtschaft eines jeden Landes heutzutage in wesentlich stärkerem Maße mit der Weltwirtschaft verbunden als vor zwanzig oder dreißig Jahren.

Zweitens können Unruhen an den Finanzmärkten im heutigen globalen Finanzsystem schnell durch die so genannte „*Ansteckung*“ von einem Ort zum anderen übertragen werden¹²⁰.

Auch wenn sich die verschiedenen Reformvorschläge von ihrer Art her sowie im Hinblick auf ihre Ziele und die wichtigsten empfohlenen Maßnahmen erheblich voneinander unterscheiden, weisen sie doch einige Gemeinsamkeiten auf¹²¹.

¹¹⁷ In Kapitel 1 wurde ein Überblick über die Anatomie der Krisen gegeben: Mexiko 1994 mit dem anschließenden „Tequila-Ansteckungsprozess“ von Lateinamerika; Ostasien 1997 und 1998, Russland 1998, das gewissermaßen selbst von den Auswirkungen der Asienkrise betroffen war und anschließend neben Osteuropa und den übrigen Ländern der ehemaligen Sowjetunion auch Lateinamerika infizierte.

¹¹⁸ Siehe Eichengreen, B., 1999.

¹¹⁹ Siehe Calomiris, C., 1998.

¹²⁰ Für die Ansteckung gibt es mehrere Erklärungen. Eine Erklärung ist das irrationale Verhalten auf Seiten der Anleger, eine zweite die rationale Portfolio-Umschichtung durch die internationalen Investoren: Wenn Portfolio-Investoren bei den von ihnen ausgegebenen Schuldtiteln ein bestimmtes Ausfallrisiko erkennen, dann mindern sie endogen das Kreditrisiko innerhalb eines Landes als Reaktion auf Kapitalverluste oder den exogenen Anstieg des Kreditrisikos in einem anderen Land. Eine dritte Erklärung hat mit den internationalen Handelsbeziehungen zu tun, die Konjunkturfaluten übertragen können, was sich dann in den Kreditpreisen niederschlägt. Eine vierte Erklärung hängt mit den multiplen Gleichgewichten zusammen, indem die Spekulanten ihre Meinung über die Wahrscheinlichkeit des Eintritts falscher Gleichgewichte ändern oder sich die Liquidität der Zentralbank infolge eines „flight to quality“ verringert.

¹²¹ An Vorschlägen zur Reformierung der internationalen Finanzarchitektur mangelt es nicht. So schlägt die Regierung des Vereinigten Königreichs vor, den IWF, die Weltbank und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zu einer einzigen großen Regulierungsbehörde der Finanzmärkte zusammenzuschließen. Frankreich regt an, dem Interimsausschuss der Finanzminister (der die Tätigkeit des IWF kontrolliert) zusätzliche Entscheidungsbefugnisse zu übertragen und stärker rechenschaftspflichtig zu machen, um die

- Erstens berücksichtigen alle Vorschläge die jüngsten Finanzkrisen, die dadurch gekennzeichnet waren, dass finanzielle Faktoren im Zusammenhang mit der Deregulierung der nationalen Finanzmärkte und der Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte eine herausragende Rolle gespielt haben¹²².
- Zweitens zielen die verschiedenen Vorschläge darauf ab, eine angemessene Strategie aufzuzeigen, die die Instabilität sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene verringert. Sie sind konkret darauf ausgerichtet, Maßnahmen zu finden, die die Regierungen der einzelnen Länder zusammen mit internationalen Finanzinstitutionen (IWF, Weltbank, Bank für internationalen Zahlungsausgleich) treffen können, um die Wahrscheinlichkeit des Ausbruchs und der Ausbreitung von Finanzkrisen zu verringern und ihre Kosten zu begrenzen¹²³.
- Drittens schließen die verschiedenen Vorschläge vor allem drei Arten von Akteuren ein: Schwellenländer, Industrieländer und internationale Finanzinstitutionen. Im Hinblick auf die Wirtschaften der Schwellenländer liegt die Betonung im Allgemeinen auf der Verbesserung der Wirtschaftspolitik, der Stärkung des Banken- und Finanzsystems, der Corporate Governance und der Fähigkeit, die Umkehrung der Kapitalströme in den Griff zu bekommen. Was die Industrieländer betrifft, in denen die Kapitalströme ihren Ursprung haben, so werden Maßnahmen für eine wirkungsvollere Regulierung der Tätigkeit internationaler Investoren und für eine Verbesserung der einschlägigen Informationen untersucht.
- Schließlich werden die internationalen Finanzinstitutionen ersucht, die Überwachung auch von kurzfristigen Kapitalströmen zu verbessern, die Annahme von Banken- und anderen internationalen Normen durch die Schwellenländer zu fördern und ihre Umsetzung zu überwachen, die Information der Märkte und der Öffentlichkeit zu effektivieren sowie eine Änderung ihrer Kreditvergabepraxis einschließlich der Gewährung von Bürgschaften und gegebenenfalls vorsorglichen Krediten in Erwägung zu ziehen¹²⁴.

Im Rahmen unserer Erörterung der politischen Reformen möchten wir zunächst einen kurzen Überblick über die konkreten Probleme geben, die sich im Großen und Ganzen zwei

Institution zu einer schnelleren Reaktion im Krisenfall zu befähigen und es Europa zu ermöglichen, ein Gegengewicht zu dem unverhältnismäßig großen Einfluss des US-Finanzministeriums zu bilden. Von der Regierung der Bundesrepublik Deutschland wurde die Idee in Umlauf gebracht, Zielbandbreiten für Wechselkurse festzulegen, um ein Ausscheren von Währungen zu vermeiden. Die Regierung Kanadas empfiehlt, bei Schwierigkeiten an den Finanzmärkten eine vom IWF sanktionierte Aussetzung bzw. ein Zahlungsmoratorium in Kraft zu setzen. Von der Gruppe der Zweiundzwanzig, einer aus Entwicklungs- und Industrieländern bestehenden Ad-hoc-Gruppe, wurden drei Berichte zur Reform der internationalen Finanzinstitutionen und -übereinkommen herausgegeben. Die Minister der Gruppe der Sieben haben in einer gesonderten Erklärung dargelegt, wie das internationale Finanzsystem zu erneuern sei. Der geschäftsführende Direktor des IWF hat eine Reihe von Reden zum Thema „Entwicklung einer Agenda für eine internationale Reform der Währungs- und Finanzmärkte“ gehalten. George Soros schlägt eine internationale Schuldenversicherungsgesellschaft, Henry Kaufman eine internationale Kreditbewertungsagentur, Jeffrey Garten ein internationales zentrales Konkursgericht vor. Siehe Eichengreen, B., 1999.

¹²² Sowohl die Liberalisierung der Inlandsfinanzmärkte als auch der internationalen Finanzmärkte wird durch die gewaltigen Veränderungen im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie vorangetrieben, die es schwierig machen, den Marktteilnehmern Beschränkungen im Hinblick auf ihre finanziellen Transaktionen aufzuerlegen.

¹²³ Siehe Swoboda, A., 1999, und Calomiris, C., 1999.

¹²⁴ Siehe Fischer, S., 1999.

Gruppen zuordnen lassen:

- (1) Probleme, die das System offenbar schwächen und zum Ausbruch einer Krise führen, und
- (2) Probleme, die unmittelbar mit der Phase der Bewältigung und Beilegung der Krise zusammenhängen, nachdem diese bereits ausgebrochen ist.

Was die jüngsten Krisen betrifft, so fällt die riskante Kombination von schlecht geführten Banken und offenen internationalen Kapitalmärkten in die erste Gruppe, während die Koordinationsprobleme bei der Umschuldung und den mit Auflagen versehenen finanziellen Rettungspaketen (Rolle des IWF) der zweiten zuzuordnen sind.

Im Hinblick auf die verfügbaren politischen Optionen der *Krisenprävention* gehen wir hier ausführlicher auf die Vorschläge zur Begrenzung oder Besteuerung der Auslandskreditaufnahme der Banken, zur Besteuerung kurzfristiger Kapitalzuflüsse, zur Kontrolle der Kapitalabflüsse und zur Besteuerung von Devisentransaktionen ein. Zwar werden große Anstrengungen unternommen, um Krisenpräventionsmechanismen zu entwickeln, doch da es mit Sicherheit trotzdem weiter zu Krisen kommen wird, ist es darüber hinaus erforderlich, sich mit Fragen des *Krisenmanagements* zu befassen, d.h. mit den institutionellen Mechanismen, die erforderlich sind, um Informationsasymmetrien und Probleme im Hinblick auf ein gemeinsames Vorgehen zu überwinden, die einer raschen Lösung von Krisen entgegenstehen.

Was die letztgenannten Instrumente betrifft, so wurde besonderer Nachdruck auf die Möglichkeiten gelegt, dem privatwirtschaftlichen Sektor einen Teil der Lasten des Krisenmanagements zu übertragen. Schließlich erörtern wir die verschiedenen Vorschläge zur Reformierung der Arbeitsweise des IWF, der als internationale Organisation bei der jüngsten Finanzkrise eine Schlüsselrolle gespielt hat. Wir vertreten die Auffassung, dass die Aufgabe des internationalen Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz nicht dem IWF, sondern einem Netz von Zentralbanken übertragen werden sollte.

Zwar besteht im Hinblick auf grundlegende politische Optionen – das am besten geeignete Wechselkurssystem, die Besteuerung von Kapitalzuflüssen und Devisentransaktionen sowie die Kontrolle von Kapitalabflüssen – auf internationaler Ebene kein Einvernehmen, um so mehr Zustimmung gibt es jedoch bezüglich der Notwendigkeit von mehr und besseren Informationen, einer größeren Transparenz, der Verbreitung internationaler Normen für ein ordentliches Finanzgebaren durch Gremien des privatwirtschaftlichen Sektors, die über Erfahrungen auf diesen Gebieten verfügen (das International Accounting Standards Committee (IASC) und das International Corporate Governance Network (ICGN) und internationale Ausschüsse der nationalen Aufsichtsbehörden (IOSCO, Baseler Ausschuss). Es liegt jedoch auf der Hand, dass zur Umsetzung dieser Maßnahmen schwierige Entscheidungen anstehen, die im Einzelnen außerordentlich sensible Fragen berühren.

In Abschnitt 6.2 dieses Kapitel gehen wir kurz auf die Art des Problems und die Beziehung zwischen schwachen Bankensystemen und den Kapitalströmen in den Wirtschaften der Schwellenländer ein. Abschnitt 6.3 bietet eine Analyse der verfügbaren politischen Optionen zur Vorbeugung gegen Finanzkrisen, bevor dann in Abschnitt 6.4 die mögliche Rolle des Internationalen Währungsfonds in der Phase des Krisenmanagements erörtert wird.

6.2. Banken und Kapitalströme: Darlegung des Problems

Banken stellen in Schwellenländern ein besonderes Problem dar: Im Hinblick auf die

Vermittlung von Geldgeschäften wird in unverhältnismäßig hohem Maße auf Banken zurückgegriffen, weil die rechtliche und ordnungspolitische Infrastruktur in Schwellenländern relativ schwach ist. Systeme, die sich auf Banken stützen, sind von der Sache her anfällig. In vielen aufstrebenden Märkten hat die Liberalisierung der Finanzmärkte den Boden für Banken Krisen bereitet, da sie den Banken die Ausweitung ihrer risikoreichen Geschäfte ermöglichte, ohne dass zugleich die Aufsichts- und Regulierungsmaßnahmen verstärkt worden wären, um diese Risiken angemessen zu steuern bzw. - wenn dies nicht möglich ist - zu begrenzen.

Diese Gefahren können durch die Liberalisierung der internationalen Kapitalströme erheblich verstärkt werden. Je stärker inländische und ausländische Finanzmärkte miteinander verflochten sind, desto empfindlicher reagieren die Binnenwirtschaft und das Finanzsystem gegenüber ausländischen Zinssätzen. Wenn ausländische Zinssätze der unmittelbare Auslöser für Banken Krisen sind, dann kann dieser Mechanismus nunmehr um so stärker in Aktion treten¹²⁵. Darüber hinaus erweitert sich mit zunehmender Kapitalmobilität auch der Spielraum für Banken, die versuchen, ihre risikoreichen Aktivitäten durch Kreditaufnahme im Ausland auszuweiten. Ausländische Kreditgeber werden die risikoreichen Aktivitäten von Banken in Schwellenländern dann besonders bereitwillig finanzieren, wenn sie darauf vertrauen, dass der Staat diese Banken aufgrund ihrer Größe vor einem Konkurs bewahren wird. Bei Vorliegen staatlicher Bürgschaften werden ausländische Kreditgeber durch hohe Zinssätze angelockt, die für die von Kapitalknappheit gekennzeichneten Märkte der Schwellenländer typisch sind, ohne sich von dem Risiko abschrecken zu lassen.

Bei der Asienkrise spielte ein schwaches Finanzsystem eine zentrale Rolle. Tatsächlich war in den Monaten vor der Krise ein starker Anstieg der Aufnahme kurzfristiger Fremdwährungsverbindlichkeiten durch die Banken und/oder ihre Firmenkunden zu verzeichnen. In den betreffenden asiatischen Volkswirtschaften lagen die inländischen Zinssätze wesentlich über den im Ausland gezahlten Zinsen. Dadurch bestand ein deutlicher Anreiz zur Kreditaufnahme im Ausland. Da die Währungen gegenüber dem US-Dollar in den neunziger Jahren relativ stabil gewesen waren¹²⁶, schien das Währungsrisiko nicht sehr hoch zu sein. Von staatlicher Seite wurden die Banken zu weiterer Kreditvergabe an den Unternehmenssektor ermutigt. Die asiatischen Krisenländer erlebten im Vorfeld der Krise einen Kreditboom, wobei ein Großteil der Gelder in Immobilien und Aktien floss. Als dann eine rückläufige Konjunktorentwicklung einsetzte und die Zinssätze stiegen, sanken die Immobilienpreise, und die Zahl der notleidenden Kredite stieg sprunghaft an. Ferner waren die Kreditvergabenormen durch die massive staatliche Einbindung und Beteiligung des Staates in das Bankensystem sowie durch die große Zahl von verbundenen Krediten (d. h. Kredite an Bankeigentümer, -direktoren, -manager und/oder ihre verbundenen Unternehmen) gefährdet. Verstärkt wurden die Probleme noch durch Mängel bei den Rechnungslegungs- und Offenlegungsvorschriften und den rechtlichen Rahmenbedingungen. Angesichts des risikoreichen Geschäftsumfelds war die Kapitalunterlegung der Banken zu gering.

In vielen der Krisenländer mangelte es den Aufsichtsbehörden an Unabhängigkeit sowie an den entsprechenden Mitteln und Rechtsbefugnissen zur Ausübung ihres Mandats. Da der

¹²⁵ Siehe Eichengreen, B., 1999.

¹²⁶ Die Vermutung, dass der Wechselkurs stabil sei, hatte tiefgreifende Auswirkungen auf das wirtschaftliche Verhalten in diesen Ländern, insbesondere mit Blick auf das Bankensystem, und trug zur Schwere der nach der Abwertung einsetzenden Krise bei. Allerdings ist grundsätzlich davon auszugehen, dass die Asienkrise vor allem mit der Schwäche des Finanzsystems und einer exzessiven Kreditvergabe an den Unternehmenssektor in den Krisenländern zu tun hatte, und nicht mit einer mangelhaften Anpassung der Wechselkurse.

Staat eine disziplinierte Fiskalpolitik betrieben und bisher Institute, die in Schwierigkeiten geraten waren, großzügige Unterstützung gewährt hatte, wurde allgemein davon ausgegangen, dass er im Falle eines Bankenzusammenbruchs willens und in der Lage sein würde, ein Rettungspaket für Einleger, Gläubiger und Anteilseigner zu schnüren.

Da es in diesen Wirtschaften keinen gut entwickelten Kapitalmarkt gab, verfügten die Banken bei Geldgeschäften über eine marktbeherrschende Stellung. Als das Bankensystem dann zusammenbrach, gab es nur wenige alternative Kreditmöglichkeiten, wodurch die reale Wirtschaft die Auswirkungen der Bankenkrise um so stärker zu spüren bekam.

6.3. Politische Lösungen

Um die Gefahr einzudämmen, die sich aus schlecht geführten Banken in Verbindung mit offenen internationalen Märkten ergibt, ist es naheliegend, die *Risikomanagement-Verfahren der Banken* sowie die *Überwachung und Regulierung* dieser Verfahren *durch die Aufsichtsbehörden zu stärken*. Diese Fragen wurden ausführlich in Kapitel 3 und 5 des Berichts behandelt, in denen wir im Einzelnen auf die Probleme im Zusammenhang mit der Transparenz von Bankgeschäften und der Notwendigkeit zur Stärkung der Risikomanagement-Verfahren der Banken eingegangen sind.

Allerdings sind die Banken in vielen Entwicklungsländern, wie bereits erwähnt, nur begrenzt in der Lage, Risikomanagement zu betreiben, ebenso wie die Aufsichtsbehörden nur begrenzt in der Lage sind, die Bankgeschäfte zu überwachen. Darüber hinaus besteht in diesen Ländern in Bezug auf die Eigenkapitalanforderungen ein großer Unterschied zwischen Theorie und Praxis. In Anbetracht der unzureichenden Prüfungs- und Rechnungslegungsvorschriften und der politischen Situation wird über das Eigenkapital selten Buch geführt. Demzufolge dürfte eine Überarbeitung der Baseler Normen in Bezug auf die grundsätzlichen Eigenkapitalanforderungen und den Risikogehalt der Anlagen hier kaum etwas bewirken.

In einem solchen Umfeld ist der freie Zugang zu Finanzmitteln aus dem Ausland, insbesondere zu kurzfristigen Krediten, nicht mit der finanziellen Stabilität vereinbar¹²⁷. Dies spricht für eine Begrenzung oder Besteuerung der Auslandskreditaufnahme der Banken als dritte Abwehrmaßnahme gegen die Instabilität des Bankensystems in Ländern, in denen die ersten beiden Abwehrmaßnahmen – die internen Risikomanagement-Verfahren der Banken bzw. die Beaufsichtigung – nicht ausreichen. Wenn die Banken diese Maßnahmen umgehen können, indem sie Unternehmen veranlassen, die Kreditaufnahme zu tätigen und die Erlöse an sie weiterzuleiten, können weitreichendere Maßnahmen erforderlich sein, wie zum Beispiel eine Steuer zur Begrenzung der kurzfristigen Mittelaufnahme durch sämtliche inländische Organisationen (siehe unten).

Im Hinblick auf die zentrale Frage – d.h. das Fehlen einer umsichtigen Schuldenpolitik¹²⁸

¹²⁷ Die Auslandsfinanzierung eröffnet Banken, die auf eine Rettungsaktion hoffend ein überhöhtes Risiko eingehen, eine zusätzliche Möglichkeit zu spekulativen Transaktionen. Staatliche Bürgschaften für Banken, bei denen ein Konkurs aufgrund ihrer Größe für ausgeschlossen gilt, ermutigen ausländische Anleger, die entsprechenden Mittel bereitzustellen. Die ausländischen Anleger können sich jedoch, wenn ihr Vertrauen erschüttert wird, jederzeit zurückziehen und kommen dank der kurzen Laufzeiten problemlos aus ihrem Engagement heraus. Ihr fluchtartiger Rückzug kann eine Krise beschleunigen, die sowohl das Bankensystem als auch die Währung zu Fall bringt. Siehe Eichengreen, B., 1999.

¹²⁸ Der kürzlich vorgelegte UDROP-Vorschlag (Universal Debt Rollover Option with a Penalty) wird im nachstehenden Text eingehend erörtert.

und von Liquiditätsregelungen in der überwiegenden Mehrheit der Entwicklungsländer, die angesichts der derzeitigen Unbeständigkeit der internationalen Kapitalmärkte erforderlich sind - gibt es eine Reihe von Maßnahmen, die Kreditnehmer treffen können, um ihre Liquidität zu verbessern, ihr Währungsrisiko zu mindern und die Kreditaufnahme zu kontrollieren.

- Erstens können sie die Fälligkeitsstruktur ihrer Verbindlichkeiten strecken und somit das Zinsrisiko bei der Verlängerung von Krediten mindern.
- Zweitens können sie ihre internationalen Währungsreserven aufstocken, um über ein angemessenes Polster zur Abfederung externer Erschütterungen an den Waren- und Kapitalmärkten zu verfügen¹²⁹.
- Drittens können sie ihren Banken strenge Liquiditäts- und Rücklagevorschriften auferlegen, so dass im Falle plötzlicher Einlagenabgänge genügend liquide Mittel vorhanden sind.
- Viertens können sie zur Absicherung von Zins- und Währungsrisiken Derivate einsetzen.
- Fünftens können sie den Fremdwährungsanteil der Neuverschuldung des öffentlichen und privatwirtschaftlichen Sektors begrenzen.
- Sechstens können sie vorsorgliche Kreditlinien mit Privatbanken und anderen gewerblichen Kreditgebern vereinbaren, um im Bedarfsfall über eine gesicherte Liquiditätsquelle zu verfügen¹³⁰.
- Schließlich können sie die Verwendung mittel- und langfristiger Schuldtitel mit Verkaufsoption vermeiden (das sind Schuldtitel mit einer Vorfälligkeitsklausel, die vom Kreditgeber nach Wahl geltend gemacht werden kann).

6.3.1. Besteuerung von Kapitalzuflüssen, Kapitalabflüssen und Devisentransaktionen

Wie im vorangegangenen Abschnitt dargelegt, könnte wenn die internen Risikomanagement-Verfahren der Banken bzw. die Beaufsichtigung nicht streng genug sind eine dritte Abwehrmaßnahme darin bestehen, die *Auslandskreditaufnahme der Banken zu begrenzen*, und insbesondere die kurzfristige Kreditaufnahme im Ausland zu besteuern¹³¹ oder quantitativ zu beschränken. Allerdings könnten die Unternehmen Fremdwährungskredite im Ausland aufnehmen und die Erlöse bei inländischen Banken anlegen, die aufgrund ihres begrenzten Zugangs zu Fremdfinanzierungsmitteln relativ attraktive Einlagenzinssätze

¹²⁹ In diesem Zusammenhang muss betont werden, dass während der jüngsten Krise die Länder, die über sehr umfangreiche Reserven verfügten, die Situation besser gemeistert haben als diejenigen, deren Reserven eher gering waren (Fischer, 1999).

¹³⁰ Argentinien hat beispielsweise das Fälligkeitsprofil seiner Staatsverschuldung so gestreckt, dass lediglich noch 3 % der Gesamtverschuldung auf kurzfristige Verbindlichkeiten entfallen. Darüber hinaus wurde eine vorsorgliche Kreditlinie von 6,7 Mrd. \$ mit 14 internationalen Banken vereinbart. Die internationalen Währungsreserven übersteigen die vom Currency Board festgelegten Anforderungen, und den Banken wurden strenge Liquiditätsvorschriften auferlegt.

¹³¹ So könnten aufstrebende Märkte beispielsweise preisbezogene Anreize schaffen, indem die Eigenkapitalanforderungen am Risikogehalt der Finanzierung der Banken sowie am Risikogehalt ihrer Aktiva orientiert werden. Die Industrieländer sollten ihrerseits ihre Zustimmung erklären zu einer Anhebung der Baseler Risikogewichtungssätze für kurzfristige Forderungen, die derzeit mit 20 % zu niedrig angesetzt sind, sowie zu einer Unterscheidung in Kreditvergabe an Banken, je nachdem, ob sie in Ländern ansässig sind, welche die international anerkannten Rechnungslegungs-, Aufsichts- und Offenlegungsnormen erfüllen, oder nicht.

anbieten würden. Die Banken wiederum könnten die Erlöse an ihre inländischen Kunden ausleihen. Wenn die Unternehmen ihr Risiko durch Fremdwährungseinlagen sichern würden, ergäbe sich für die Banken letztendlich dasselbe kurzfristige Fremdwährungsrisiko das bestünde, wenn sie sich unbegrenzt mit Auslandsgeldern finanzieren könnten. Nimmt man einmal an, dass sich der Druck auf die Behörden, den Banken Bürgschaften zu gewähren, nicht ändert, dann hätten ausländische Kreditgeber denselben Anreiz, uneingeschränkt kurzfristige Fremdwährungskredite bereitzustellen, da sie weiterhin kaum Zweifel daran hegen würden, ihr Geld zurückzubekommen.

Eine naheliegende Lösung könnte die *Besteuerung sämtlicher kurzfristigen Auslandskapitalzuflüsse* sein (nicht nur der Gelder, die dem Bankensystem zufließen), um auf diese Weise Verzerrungen auszugleichen, die zu einer übermäßigen Inanspruchnahme von kurzfristigen Auslandskrediten führen. In Anbetracht der Schwierigkeit, die Festlegungsdauer nach der Art des Instruments zu unterscheiden, wäre hier eine auf die Dauer des Besitzes bezogene Besteuerung, von der kurzfristige Anlagen unverhältnismäßig stark betroffen wären, geeigneter als die Besteuerung bestimmter Instrumente¹³².

Die Befürworter einer solchen Maßnahme vertreten erstens die Auffassung, dass Volkswirtschaften von Schwellenländern und reife Marktwirtschaften unterschiedliche Strategien im Hinblick auf die Kapitalbilanz verfolgen sollten, und sind zweitens der Meinung, dass ein entscheidender Unterschied besteht zwischen Kontrollen, die darauf abzielen, internationale Finanzgeschäfte um jeden Preis zu unterbinden, und Steuern, die lediglich dazu dienen, den Preis für die Diskrepanzen zwischen privaten und volkswirtschaftlichen Kosten zu berichtigen. So dürfte die Kritik, dass die Besteuerung von Kapitalzuflüssen zu einer Erhöhung der Kosten der kurzfristigen Kreditaufnahme für die Märkte der Schwellenländer führt, hier eher fehl am Platze sein, da die Maßnahme ja genau darauf abzielt.

Für eine *Kontrolle der Kapitalabflüsse* gibt es wahrscheinlich weniger gute Argumente. Die Kontrolle der Kapitalabflüsse wirkt weniger als eine Abschreckung gegen die Übernahme überhöhter Risiken durch Bankeigentümer und -manager. Ihr Ziel ist es vielmehr, das Bankensystem vor Instabilität zu bewahren, und zwar nicht, indem Bankeigentümer und -manager daran gehindert werden, ihre spekulativen Geschäfte abzusichern, sondern indem die Einleger, daran gehindert werden, aus Angst vor den Folgen die Flucht zu ergreifen und damit den Zusammenbruch des Bankensystems herbeizuführen. Statt der Ursache werden so die Symptome bekämpft.

Was die Besteuerung von Devisengeschäften (*Tobinsteuer*) betrifft, so ist diese wahrscheinlich weniger wirksam als das von Chile angewandte Verfahren. Erstens würde eine Besteuerung sämtlicher Kapitalzuflüsse für alle Finanzgeschäfte zwischen Steuerinländern und Steuerausländern gelten und demzufolge in geringerem Maße zu einer Aktivsubstitution führen. Zweitens würde sie die Anfälligkeit des betreffenden Landes gegenüber den destabilisierenden Auswirkungen eines plötzlichen Kapitalabflusses nicht durch den Versuch begrenzen, diesem Abfluss Einhalt zu gebieten, was wahrscheinlich nicht effektiv wäre, sondern durch die Besteuerung des Kapitals in der Zuflussphase, wenn der Anreiz zur Umgehung der Steuer geringer ist.

¹³² Chile verlangte lange Zeit, dass sämtliche Auslandskapitalzuflüsse mit Ausnahme von Eigenkapital mit einer einjährigen unverzinslichen Einlage einhergehen, deren Steueräquivalent sich demzufolge mit der Dauer der Anlage verringert. Diese obligatorische Einlage hat sich stärker auf die Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse als auf ihr Gesamtniveau ausgewirkt.

Natürlich nützt eine Besteuerung der Kapitalzuflüsse, wie sie in Chile gehandhabt wird, nichts, wenn die Steuerinländer selbst aus der Währung fliehen. Aber wenn infolge überhöhter Kapitalzuflüsse, wie sie durch staatliche Bürgschaften hervorgerufen werden, die den inländischen Banken die Absicherung ihrer spekulativen Geschäfte ermöglichen, Probleme verursacht werden, die letztendlich zu einem solchen Risiko des Kapitalabflusses führen, gibt es gute Gründe für diese Strategie. Darüber hinaus besteht offenbar, wie bereits in Kapitel 5 erörtert, kein Einvernehmen im Hinblick auf eine optimale Wechselkursgestaltung.

6.3.2. Der UDROP-Vorschlag: Ein kleiner Beitrag zur internationalen Finanzarchitektur (Buiter – Sibert, 1999)

Ziel des UDROP-Vorschlags (Universal Debt Rollover Option with a Penalty) ist es, Umschuldungs-Krisen aufgrund von in Fremdwährung ausgestellten Schuldtiteln zu verhindern. Auf internationaler Ebene haben diese Verbindlichkeiten nichts mit dem inländischen Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz oder der inländischen Einlagensicherung gemein. Der Vorschlag lautet, sämtliche Fremdwährungsverbindlichkeiten mit einer Verlängerungsoption auszustatten, die den Kreditnehmer dazu berechtigt, seine ordnungsgemäß bediente Schuld bei Fälligkeit für einen bestimmten Zeitraum zu verlängern. Die Festlegung der Konditionen für diese Option wäre den Vertragsparteien überlassen¹³³. Einzigartig an diesem Programm ist, dass keine öffentlichen Gelder bereitgestellt werden müssen, weder von den nationalen Regierungen noch von internationalen Stellen wie dem IWF. Darüber hinaus stellt der UDROP-Vorschlag sicher, dass alle Gläubiger, unabhängig davon, ob sie dem privatwirtschaftlichen oder öffentlichen Sektor angehören, automatisch Unterstützung erhalten. Da er auf Vorschriften beruht und allgemeingültig ist, ist er automatisch für alle Fremdwährungsverbindlichkeiten zwingend vorgeschrieben, d. h. er wird nach dem Ermessen des Kreditnehmers angewandt.

Dies steht in krassem Gegensatz zu der derzeitigen Praxis des IWF, die von politisch motivierten Kann-Refinanzierungsregelungen gekennzeichnet ist, welche *ad hoc* für den jeweiligen Einzelfall zusammengestellt werden – ein Ansatz, der bei dem jüngsten vorsorglichen Kreditlinienprogramm des IWF zur Verhinderung der Krisenausbreitung (CCF) angewandt wurde.

UDROP ist marktorientiert: Die Konditionen für Fremdwährungskredite und die damit verbundene Verlängerungsoption werden von den Kreditnehmern und Kreditgebern ausgehandelt. Das System ist immun gegen die „Kritik an der dynamischen Absicherung“, nach der ein Kreditgeber die obligatorische Verlängerungsversicherung unwirksam machen kann, indem er anschließend Eventualforderungen in Zahlung gibt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass für sämtliche Fremdwährungsverbindlichkeiten einschließlich der Eventualverbindlichkeiten eine Verlängerungsoption vorgeschrieben wäre. Bei Eventualverbindlichkeiten würde der Betrag der Verlängerungsversicherung der Höhe der Fremdwährungsverbindlichkeit entsprechen, die entsteht, wenn die Bedingung eintritt, unter der die Eventualforderung wirksam wird.

Der UDROP-Vorschlag ist ausschließlich auf die Bedingungen eines gestörten Marktes ausgerichtet. Plötzliche Kapitalzu- oder -abflüsse größeren Ausmaßes können aber selbst unter den Bedingungen eines geordneten Marktes zu ernsthaften Störungen in der

¹³³ In verschiedenen Varianten ist die Möglichkeit zur Ausübung dieser Option durch den einzelnen Kreditnehmer daran geknüpft, dass die Zentralbank des betreffenden Landes bzw. der IWF zuvor eine Marktstörung erklären oder ein bestimmter Marktstörungsindikator eintritt.

Realwirtschaft führen. Das Programm hilft den Ländern nicht, überbewertete Wechselkurse und Konjunkturüberhitzungen besser in den Griff zu bekommen, und es bekämpft diese allgemeinen Probleme auch nicht an der Wurzel. Gleichzeitig ist es mit den oben genannten Vorschlägen (Tobinsteuer oder Besteuerung nach dem chilenischen Vorbild) zur Begrenzung der Kapitalströme vereinbar, seine Wirksamkeit hängt jedoch nicht davon ab, inwieweit diese erfolgreich sind.

6.3.3. Die Phase des Krisenmanagements: Hilfe für den privatwirtschaftlichen Sektor

Während die Krisenprävention vor allem Maßnahmen auf Landesebene erfordert, ist in der Phase des Krisenmanagements die internationale Gemeinschaft stärker gefragt. Die internationale Gemeinschaft zeigt im Falle von Krisen eine der zwei nachstehend genannten Extremreaktionen: Entweder eilt sie dem von der Krise betroffenen Land zu Hilfe, oder sie schaut zu und lässt den Dingen ihren Lauf. Beides ist vermeidbar. Zu diesem Zweck muss darüber nachgedacht werden, welche Rolle für den IWF angemessen ist (siehe unten), und es muss ein methodischeres Vorgehen zur Umschuldung von Problemschulden geschaffen werden.

Unter den gegenwärtigen Umständen ist eine Umschuldung von Problemschulden zu schwierig und langwierig. Die Sache wird dadurch erschwert, dass es keine internationale Konkursordnung und in vielen Fällen auch kein angemessenes nationales Konkursrecht gibt, und dass für den privatwirtschaftlichen Sektor keine Einrichtung wie der Pariser und der Londoner Club besteht (die sich mit der offiziellen Staatsverschuldung befassen).

Beim Übergang von den achtziger zu den neunziger Jahren zeichnete sich die Zusammensetzung der privaten Kapitalströme in die Wirtschaften der Schwellenländer bemerkenswerterweise durch einen beträchtlichen Rückgang der syndizierten Bankkredite und einen Anstieg bei den Strömen anderer Art aus – bei den Bruttofinanzierungsströmen vor allem Anleihen und bei den Nettoströmen ausländische Direktinvestitionen sowie Portfolioströme (Aktien- und Rentenwerte). Die zunehmende Bedeutung von Anleihen und Verbriefung führt jedoch zu einem neuen Problem: Bei Staatsanleiheverträgen gestaltet sich die Umschuldung schwieriger als bei syndizierten Bankkrediten. Genauer gesagt, ist für ihre Umschuldung normalerweise Einstimmigkeit erforderlich. Einzelne Anleiheinhaber können den Emittenten verklagen, erfolgreiche Prozesse können zu Cross-Default-Klauseln in Bezug auf andere Wertpapiere sowie zu beschleunigten Rückzahlungsplänen führen, und es gibt keine Festlegung, dass die im Rahmen von Prozessen mit anderen Anleiheinhabern wiedererlangten Erlöse zu teilen sind. Außerdem ist das Eigentum an Anleihen in der Regel weit verbreitet, und im Gegensatz zu Bankkrediten, bei denen seitens der Banken beratende Ausschüsse bestehen, gibt es keine ständigen Lenkungsausschüsse, die auf Gläubigerseite die Verhandlungen führen. Dadurch kann es kosten- und zeitaufwändig sein, die Gläubiger jedesmal zusammenzubringen. Darüber hinaus können die Regulierungsbehörden für die Finanzmärkte auf Anleiheinhaber weniger Einfluss ausüben als auf ihre Banken.

In Anbetracht all dieser Hindernisse wird der Kreditnehmer möglicherweise die Umschuldung als ein zu mühseliges Unterfangen ansehen, selbst wenn eine solche Aktion für die Mehrheit der Kreditnehmer und Gläubiger von Vorteil wäre.

Die Lösung des Problems könnte darin bestehen, in die Konditionen von Anleiheverträgen Klauseln über ein gemeinsames Vorgehen, sogenannte „collective action clauses“ (d. h. Bestimmungen über die Beschlussfassung mit Stimmenmehrheit, den Informationsaustausch sowie das Verbot der vorzeitigen Fälligkeit) aufzunehmen, um das Blockieren einer Umschuldung durch einige wenige betrügerische Gläubiger zu erschweren und weniger

gewinnträchtig zu machen, sowie *ständige Lenkungsausschüsse*¹³⁴ einzurichten, die die künftige Verhandlungsführung übernehmen. Von privaten Gläubigern wird dagegen Einwand erhoben, die Aufnahme von Umschuldungsklauseln in Anleiheverträge vorzuschreiben, da es dem Kreditnehmer dadurch zu einfach gemacht würde, seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachzukommen. Andere vertreten die Auffassung, dass diese Bestimmungen, indem sie es leichter machen, sich aus Kreditverträgen herauszuwinden, die Finanzierungskosten in die Höhe treiben würden. Dagegen ist jedoch nichts einzuwenden, wenn das subjektive Risiko und andere Unvollkommenheiten des Marktes den Staat dazu veranlassen, in zu großem Umfang Auslandskredite aufzunehmen¹³⁵.

Da bisher keine Fortschritte erzielt wurden, liegt die Vermutung nahe, dass einer marktgetriebenen Reform erhebliche Hindernisse entgegenstehen. Eines dieser Hindernisse ist die falsche Signalwirkung: Wenn nur einige Emittenten in ihre Darlehensverträge Klauseln über die Beschlussfassung mit qualifizierter Mehrheit aufnehmen, dann könnten die Kreditgeber möglicherweise den Verdacht hegen, dass die betreffenden Kreditnehmer bereits davon ausgehen, dass in nächster Zeit eine Umschuldung erforderlich sein wird. Ohne die Einführung entsprechender Rechtsvorschriften und Regelungen in den Gläubigerländern ist es unwahrscheinlich, dass hier Fortschritte erzielt werden können. Eine andere Möglichkeit, die Dinge voranzutreiben, wäre der IWF (siehe unten).

Als schwieriger erweisen sich die kurzfristigen Bank-an-Bank-Kredite. Da Interbankkredite nicht durch förmliche Verträge geregelt werden, können Umschuldungsverhandlungen auch nicht durch die Änderung von Vertragsbedingungen erleichtert werden. Da die Banken der Schlüssel für die Stabilität des Zahlungs- und Kreditsystems eines Landes sind, greift der Staat nur ungern in diese Forderungen ein, die ihre Rückstellungen gefährden könnten. Diese Faktoren machen es außerordentlich schwierig, Auslandsforderungen gegenüber inländischen Banken abzuschreiben.

Die Anleger zeigen wenig Neigung, ständige Gläubigerausschüsse zu bilden, da sie befürchten, dass diese es den Kreditnehmern zu leicht machen würden, Umschuldungsverhandlungen in die Wege zu leiten und zudem eine zu große Versuchung darstellen würden, die Bedienung der Schulden auszusetzen. Demgegenüber verfolgt die internationale Politik in dem Bestreben, eine vertretbare Alternative zu großangelegten Stützungsaktionen für krisengeschüttelte Länder zu schaffen, ein deutlich anderes Interesse.

6.4. Welche Rolle soll der IWF spielen?

Der IWF spielt aus mehreren Gründen eine zentrale Rolle bei der Debatte über die

¹³⁴ Umschuldungsverhandlungen sind um so schwieriger, je unvollständiger die vorliegenden Informationen sind. Die Bildung eines aus Vertretern der verschiedenen Gläubigergruppen - Anleihehaber, Banken, Hedging-Fonds – bestehenden Ausschusses würde Kommunikationsmöglichkeiten eröffnen und dazu beitragen, Informationsprobleme zu überwinden. Somit würde ein ständiger Gläubigerausschuss in Krisenzeiten die Transaktionskosten verringern.

¹³⁵ In der Praxis stellt sich jedoch die Frage, ob die Kreditkosten tatsächlich steigen. Beschlussfassung mit Stimmenmehrheit, Informationsaustausch sowie ein Verbot der vorzeitigen Fälligkeit können es zwar leichter machen, über nicht bediente Schulden neu zu verhandeln, wenn sich aber dadurch eine lang anhaltende Pattsituation vermeiden lässt und die Mehrheit der Anleger besser gestellt wird, dann gibt es keinen Grund, Anleihen mit diesen Merkmalen zu meiden. Kleine Anleihehaber, die nicht über die Mittel verfügen, ihre Forderung einzuklagen, wären besser gestellt, wenn durch solche Klauseln ausgeschlossen würde, dass während der Staat und einzelne Gläubiger einen Zermürbungskrieg führen über einen langen Zeitraum keine Zinsen gezahlt und die Anleihekurse nach unten gedrückt werden.

internationale Finanzarchitektur, unter anderem, weil ihm fast alle Länder der Welt angehören und weil er die Aufgabe hat, die Solidität und Stabilität des internationalen Währungssystems zu sichern.¹³⁶ Betrachtet man die Hauptthemen der derzeitigen Debatte – Transparenz und Rechenschaftspflicht, Stärkung der Finanzsysteme, Einbeziehung des privatwirtschaftlichen Sektors bei der Bewältigung und Lösung von Wirtschaftskrisen – dann stellt man fest, dass der IWF in allen drei Bereichen aktiv beteiligt ist.

Der IWF ist jedoch in dieser Debatte nicht nur ein Teilnehmer, sondern im Hinblick auf die Reform der internationalen Finanzarchitektur zugleich auch Gegenstand der Diskussion. Er ist also in gewisser Weise Teil des Problems.

6.4.1. Die neue Rolle des IWF

Der IWF wurde ursprünglich dazu geschaffen, die internationale Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungs- und Wechselkurspolitik zu fördern. Im Juli 1944 kamen 300 Vertreter aus 44 Ländern in Bretton Woods zusammen und begründeten ein System fester Wechselkurse (das Bretton-Woods-System), die nur in gegenseitigem Einvernehmen und mit Zustimmung des IWF geändert werden konnten. Dieses System brach 1973 zusammen, als die USA beschlossen, zur Erreichung binnenwirtschaftlicher Ziele ihr Geldmengenwachstum zu erhöhen. Die zunehmende Inflation in den USA stand der Einhaltung ihrer Verpflichtung entgegen, die Goldparität des Dollar beizubehalten. Da sie nicht bereit waren, sich der Deflationspolitik anzuschließen, ließen die Vereinigten Staaten das System zusammenbrechen. Nach 1973 stand es den Ländern frei, ohne die Zustimmung des IWF zu flexiblen Wechselkursen überzugehen.

Mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems änderte sich die Aufgabe des IWF. Ende der siebziger Jahre stieg die Auslandsverschuldung der lateinamerikanischen Länder stark an. Bei den anschließenden Verschuldungskrisen spielte der IWF eine wichtige Rolle im Zusammenhang mit der Koordinierung der Umstrukturierung der öffentlichen Schulden. Der Zerfall der Sowjetunion Anfang der neunziger Jahre und die Notwendigkeit, den Übergang zur Marktwirtschaft zu finanzieren, verlieh dem IWF weiteren Auftrieb.

In jüngerer Zeit übernahm der IWF eine neue Rolle. 1994 hatte der mexikanische Staat Schwierigkeiten, seine kurzfristigen Verbindlichkeiten zu verlängern und drohte in Zahlungsverzug zu geraten. Der IWF und die Regierung der Vereinigten Staaten lösten das Problem durch die Bereitstellung erheblicher Finanzmittel.

Einige Autoren, darunter Friedman (1998) und Schwartz (1998) vertreten die Auffassung, dass dieses Finanzierungspaket zu günstigeren als den marktüblichen Zinssätzen gewährt wurde, womit es sich um eine „Rettungsaktion“ gehandelt habe. Sie machen geltend, dass dadurch die Kreditgeber in den Glauben versetzt wurden, ein ähnliches Vorgehen wäre im Krisenfall auch in anderen Entwicklungsländern zu erwarten. Demzufolge verringerte sich durch die Rettungsaktion in Mexiko für die Kreditgeber der Anreiz, vor der Vergabe neuer Kredite dieser Art die Bedingungen in anderen Ländern gründlich zu prüfen. Da Aussicht auf ähnliche Rettungsaktionen bestand, sahen sich auch die Staaten in geringerem Maße veranlasst, mühsame aber verantwortungsvolle Strategien zu verfolgen, um die Kreditgeber von ihrer Kreditwürdigkeit zu überzeugen.

¹³⁶ In diesem Zusammenhang führt der IWF unter den einzelnen Mitgliedstaaten alljährlich eine wirtschaftspolitische Befragung und Beurteilung seiner Mitgliedsstaaten durch. In diesen sogenannten Artikel-4-Konsultationen versucht der IWF im Rahmen eines umfassenden politischen Dialogs mit seinen Mitgliedstaaten spezifische Probleme anzusprechen und bereits im Vorfeld zu erkennen. Die Mitgliedstaaten sind verpflichtet, dieser Überwachung zuzustimmen.

In dieser Hinsicht können die Rettungsstrategien des IWF das *subjektive Risiko* sowohl auf Seiten der Staaten als auch der Kreditgeber erhöhen. Somit kann der IWF letztendlich die internationalen Finanzmärkte destabilisieren. Während der jüngsten Finanzkrisen in Asien, die wir in Abschnitt 6.3 untersucht haben, trug der IWF dazu bei, dass diesen Ländern Kredite in beträchtlicher Höhe gewährt wurden.

6.4.2. Internationales Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz oder Netz von Zentralbanken?

Sowohl die Kritiker als auch die Befürworter des IWF vertreten die Auffassung, dass seine jüngsten Aktivitäten denen eines internationalen Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz gleichen. Laut Fischer gibt es drei Probleme, die der IWF lösen muss.

- Erstens sollte er sicherstellen, dass die Zahlungsunfähigkeit von Entwicklungsländern keine Ansteckungswirkung auf andere Länder entfaltet und somit zu weltweiten Finanzkrisen führt.
- Zweitens sollte er das Entstehen einer Panik auf den Finanzmärkten der Entwicklungsländer auch dann verhindern, wenn nicht die Gefahr besteht, dass die internationalen Finanzmärkte dadurch destabilisiert werden.
- Drittens sollte er allgemeine politische Reformen fördern und durchsetzen, auch wenn diese nicht direkt mit dem Finanzsystem der betreffenden Länder verbunden sind.

In Bezug auf das erste Ziel – die Notwendigkeit, einen Ansteckungseffekt auf den Finanzmärkten zu verhindern – fungiert der IWF als internationales Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz. Für diese Rolle spricht folgendes Argument: Da auf nationaler Ebene eindeutig ein Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz erforderlich ist, sollte analog dazu die Notwendigkeit eines solchen Instruments auf internationaler Ebene von jedem anerkannt werden.

Die Notwendigkeit eines nationalen Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz ist im Allgemeinen auf das für das Bankensystem typische extreme Missverhältnis zwischen Fälligkeit und Risikomeerkmalen von Aktiva und Passiva zurückzuführen. Die Regierungen von Schwellenländern greifen insbesondere in Zeiten wirtschaftlicher Turbulenzen in hohem Maße auf kurzfristige Schuldtitel zurück. Da es sich bei staatlichen Aktiva zumeist um Forderungen im Zusammenhang mit künftigen Steuereinnahmen handelt, kommt es zu einem Missverhältnis zwischen Aktiva und Passiva. In einer solchen Situation kann Panik entstehen. Sind die Gläubiger des betreffenden Staats nicht zu einer Umschuldung bereit, dann gerät dieser in eine Liquiditätskrise und wird in vielen Fällen in die Zahlungsunfähigkeit getrieben. Angesichts der Schwierigkeit, eine Abstimmung zwischen den Gläubigern herbeizuführen, kann es zu einem fluchtartigen Abzug der Ausleihungen an den betreffenden Staates kommen.

Wenn unter den Gläubigern Panik ausbricht, so rechtfertigt dies zweifellos die Intervention eines internationalen Gremiums zur Umsetzung von Regelungen, die das Problem lösen helfen können. Solche Paniken rechtfertigen jedoch nicht die Vergabe zinsverbilligter Kredite an Staaten, die in Schwierigkeiten geraten sind¹³⁷. Erstens kann eine solche Situation nur dann eintreten, wenn ein Staat in hohem Maße kurzfristige Finanzierungsmittel in Anspruch nimmt. Die meisten entwickelten Länder staffeln die Fälligkeit der kurzfristigen Schuldtitel, so dass immer nur ein kleiner Teil der Gesamtschulden verlängert werden muss.

¹³⁷ Chari, V. und Kehoe, P., 1999.

Deshalb sind die entwickelten Länder relativ immun gegen eine Panik unter den Gläubigern. Zweitens sind die Zentralbanken, selbst wenn sich eine Panik auf den Finanzmärkten durch einen anderen Kanal als den der Gläubiger von einem Land zum anderen überträgt, dazu bereit und in der Lage, die weltweite Liquidität zu steigern, um die Weltwirtschaft vor ernsthaftem Schaden zu bewahren.

Die Aufgabe des Liquiditätsbeschaffers für die ganze Welt kann durch eine gemeinsame Intervention der Zentralbanken der großen Wirtschaftsmächte wahrgenommen werden. Bei Interventionen dieser Art müssen keine Mittel für ein bestimmtes Land bereitgestellt werden. Es ist lediglich erforderlich, dass am Finanzmarkt liquide Mittel bereitstehen, die dann vom Markt optimal kanalisiert werden können. So war beispielsweise die Senkung der Zinssätze durch das Federal Reserve System und die meisten europäischen Zentralbanken im Sommer und Herbst 1998 eine abgestimmte Reaktion der großen Wirtschaftsmächte, um Befürchtungen im Hinblick auf eine Panik an den internationalen Finanzmärkten zu entgegenzuwirken.

Daher ist die Kreditvergabe durch den IWF möglicherweise gar nicht erforderlich, um internationalen Finanzkrisen Einhalt zu gebieten. Da sie einzelnen Kreditnehmern zugute kommt, kann eine solche Vorgehensweise aufgrund der Probleme im Zusammenhang mit dem subjektiven Risiko, das durch die Kredite hervorgerufen wird, sogar schädlich sein. Die Rolle des IWF sollte vor allem darin bestehen, die Zentralbanken im Hinblick auf die Lage an den internationalen Finanzmärkten zu beraten. Als internationales Refinanzierungsinstrument der letzten Instanz sollten jedoch die Zentralbanken der großen Wirtschaftsmächte fungieren.

6.4.3 Ein Netz von Zentralbanken und die Europäische Zentralbank

Angesichts der Tatsache, dass einzelne Länder das für inländische Bankinstitutionen typische Liquiditätsmissverhältnis sowie potentielle Probleme mit subjektiven Risiken im Zusammenhang mit den großen Rettungsaktionen des IWF vermeiden können, sollte die Rolle des internationalen Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz wahrscheinlich einem Netz von Zentralbanken überlassen werden.

Es liegt auf der Hand, dass die Europäische Zentralbank bei der Bereitstellung von Liquidität für in Schwierigkeiten befindliche Länder auf internationaler Ebene eine maßgebliche Rolle spielen sollte. Allerdings ist noch nicht klar, ob der derzeitige institutionelle Rahmen in Europa und die derzeitige Arbeitsweise der EZB einer solchen Rolle angemessen sind. Rettungsaktionen erfordern ein sofortiges und unverzügliches Handeln. Wer ist beim Ausbruch einer Krise dafür verantwortlich, die notwendigen Mittel aufzubringen? Soll die Verantwortung einzig und allein beim Präsidenten liegen, oder ist eine offizielle Sitzung des Direktoriums erforderlich? Da die Durchführung einer Rettungsaktion die Zustimmung der einzelnen Mitgliedstaaten erfordert, könnte darüber hinaus auch eine Vollsitzung des EZB-Rates notwendig sein.

Aus unserer Analyse ergibt sich, dass angesichts des bestehenden institutionellen Umfelds in Europa neue konkrete Leitlinien für das Management internationaler Krisen erforderlich sind.

6.5. Schlussfolgerungen: Diskussionsthemen für europäische Politiker

Das vorliegende Kapitel bietet einen Überblick über die derzeitige Debatte zur Reform der internationalen Finanzarchitektur und die Institutionen, Strukturen und Politiken, die für die Krisenprävention und das Krisenmanagement eingesetzt werden. Im Anschluss an eine

Erörterung der Problematik wurde untersucht, welcher Zusammenhang zwischen der Schwäche des Bankensystems und den Kapitalströmen in den Wirtschaften der Schwellenländer besteht. Dabei wurden die verfügbaren politischen Optionen zur Prävention von Finanzkrisen sowie die Möglichkeiten der Reformierung des Internationalen Währungsfonds dargestellt, der in der Phase des Krisenmanagements eine maßgebliche Rolle spielt.

Aus unseren Betrachtungen der internationalen Finanzarchitektur ergibt sich die Schlussfolgerung, dass die großen Rettungsaktionen durch den IWF ernsthafte Probleme hinsichtlich des subjektiven Risikos mit sich bringen, und dass die Rolle des internationalen Refinanzierungsinstruments der letzten Instanz wahrscheinlich einem Netz von Zentralbanken übertragen werden sollte. Obgleich es auf der Hand liegt, dass die Europäische Zentralbank bei der Bereitstellung von Liquidität für in Schwierigkeiten geratene Länder auf internationaler Ebene eine maßgebliche Rolle spielen sollte, steht noch nicht fest, ob der derzeitige institutionelle Rahmen Europas und das offizielle institutionelle Mandat der EZB einer solchen Rolle angemessen sind. Dies ist ein schwerwiegendes Problem, das zweifellos einer allgemeinen Diskussion auf europäischer Ebene bedarf. In der Tat erwarten wir, dass die europäischen Politiker in den kommenden Monaten die Frage erörtern, ob der Vertrag in seiner jetzigen Form es der EZB gestattet, die erforderliche Rolle beim Management der künftigen internationalen Finanzarchitektur zu übernehmen.

Die Frage, ob die europäischen Institutionen in der Lage sind, den Problemen im Zusammenhang mit internationalen Kapitalströmen gerecht zu werden, zieht sich wie ein roter Faden durch die gesamte Studie. Insbesondere in Kapitel 5 wurde dargelegt, dass auf EU-Ebene Probleme im Hinblick auf das Aufsichtswesen bestehen. So agieren die Aufsichtsbehörden getrennt und auf der Grundlage unterschiedlicher Organisationsstrukturen. Zudem mangelt es den Bestimmungen des EU-Vertrags über die aufsichtsrechtliche Rolle des EZBS an Klarheit und Präzision. Darüber hinaus haben wir festgestellt, dass das Finanzsystem des Euro-Gebiets – sofern es nicht gelingt, die Aufsichtskriterien im Wesentlichen zu vereinheitlichen und eine klare Aufteilung der Aufsichtsbefugnisse und –zuständigkeiten zwischen den nationalen Behörden und einer zentralen Aufsichtsbehörde vorzunehmen durch die Übernahme einer umfassenderen Rolle beim Krisenmanagement und bei der Bereitstellung von Finanzierungsmöglichkeiten der letzten Instanz geschwächt werden kann. Wir würden es begrüßen, wenn sich die europäischen Politiker auch diesen Fragen in den kommenden Monaten ernsthaft widmen würden.

Literaturverzeichnis

- BLANCHARD, O. (1999) *Le procès du FMI, Libération*. Verfügbar im Internet unter: <http://www.liberation.com/quotidien.debats/avril99/990912a.html>
- BUITER, W. & SIBERT, A. (1999), *UDROP, A Small Contribution to the Reform of the International Financial Architecture*, Bank of England, Mimeo
- CALOMIRIS, C. (1998), *Blueprints for a New Global Financial architecture*, American Enterprise Institute for Public Policy Research. Verfügbar im Internet unter: <http://www.aei.org/sp/spcalomiris.htm>
- EICHENGREEN, B. (1999), *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- CHARI, V. & KEHOE, P. (1999), *Asking the Right Question About the IMF*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Annual Report.
- FISCHER, S. (1999), *On the Need for an International Lender of Last Resort*, Vortrag anlässlich des gemeinsamen Essens der American Economic Association und der American Finance Association, New York. Verfügbar im Internet unter: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.HTM>
- FRIEDMAN, M. (1998), „Markets to the Rescue”, *The Wall Street Journal*, 13. Oktober.
- KRUGMAN, P. (1998), „The Indispensable IMF”, *New York Times*, 15. Mai.
- SCHWARTZ, A. (1998), *Time to Terminate the ESF and the IMF*, Mimeo, New York University.
- SWOBODA, A. (1999), „Reforming the International Financial Architecture”, *Finance and Development*, Bd. 36, Nr. 3, September.

