

Urs Ledermann

Der Zürcher Immobilieninvestor bringt sein 626 Mio. Fr. schweres Portfolio an Wohnliegenschaften an die Börse. **19**

Thomas Jordan

Der Präsident der Nationalbank will insolvente Banken im Notfall in den Konkurs schicken können. **21**

Joe Herring

Der CEO des Marktführers in der Pharmaauftragsforschung, Covance, sieht in Alzheimer-Medikamenten Potenzial. **11**

Friedrich A. von Hayek

Der Ökonom und Sozialphilosoph war ein Verfechter der Freiheit und skeptisch gegenüber staatlicher Intervention. **17**

FINANZ und WIRTSCHAFT

www.fuw.ch

Samstag, 14. September 2013
Nr. 72 / 86. Jahrgang
AZ 8021 Zürich
Fr. 5.50 | € 4.70 (im Ausland)

GE Money Bank will an die Börse

Die steigenden Aktienmärkte machen den Weg frei für Börsengänge. Auch in der Schweiz erwacht der IPO-Markt: Am Donnerstag hat Ledermann Immobilien mitgeteilt, via einem Börsengang brutto 130 Mio. Fr. einnehmen zu wollen (vgl. Seite 19). Und wie «Finanz und Wirtschaft» erfahren hat, will demnächst ein noch deutlich gewichtigeres Unternehmen den Sprung auf das Börsenparkett wagen: die GE Money Bank mit Sitz in Zürich.

Das Kleinkreditinstitut soll schon im Oktober unter Federführung der Credit Suisse an die Börse gebracht werden. Da auch ein US-Offering erwogen werde, könnte auch noch eine US-Bank hinzugezogen werden, sagte eine mit der Situation vertraute Person der FuW.

GE Money Bank beschäftigt mehr als 700 Leute und bietet Privatkunden über ihr schweizweites Filialnetz unter anderem Barkredite, Fahrzeugfinanzierungen und Versicherungen an. Dazu finanziert sie über Fahrzeughändler markenunabhängig Neu- und Gebrauchtfahrzeuge. Das Institut zählt sich ausserdem zu den führenden Kreditkartenanbietern der Schweiz. Im vergangenen Jahr hat es einen Gewinn von 134 Mio. Fr. erzielt, etwa doppelt so viel wie die Bank-now, die Konsumkredittochter der Credit Suisse.

Dem geplanten Börsengang vorgelagert war ein Verkaufsprozess: Als Kaufinteressent für die GE Money Bank trat offensichtlich die Aduno auf, die Kreditkarten- und Privatkreditgruppe im Besitz von Schweizer Retail- und Kantonalbanken. Der Deal ist allerdings im Sommer geplatzt – womit Pierin Vincenz, der Chef der Raiffeisen-Gruppe, im Regen stand. Vor allem Raiffeisen, die 25% an Aduno hält, wollte offenbar den Deal. Eine Einigung mit den weiteren Aduno-Aktionären habe jedoch nicht erzielt werden können, heisst es am Markt.

In Bezug auf den Börsengang der GE Money Bank kursieren im Markt nun einige Fragen. Das Kleinkreditinstitut, einst in den Neunzigerjahren hervorgegangen aus der Bank Aufina und Prokredit, gehört heute zu GE Capital, dem Bereich Finanzdienstleistungen des amerikanischen Konzerns General Electric. Ist die GE Money Bank einmal von ihrer Mutter losgelöst und auf sich allein gestellt, könnte sich ihre Refinanzierung verteuern und ihre Profitabilität leiden, meint ein Branchenkenner. GE ist aber angeblich aus steuerlichen Gründen an einem IPO noch im laufenden Jahr interessiert. **AK/RK**

Praktikus

Wer wird Oerlikon-CEO? Seite 19

Monitor

Warten auf Fed-Entscheid Seite 29

Börse Schweiz

UBS und CS gefragt Seite 31

Fünf Jahre danach

Ist die Finanzwelt nach Lehman sicherer geworden?

Bald gehen die Lichter aus: das Hauptquartier von Lehman am Vorabend der Pleite.

Wasser erfrischt manches Depot

Wasser ist lebensnotwendig für Natur, Mensch und Tier sowie ein wichtiges Produktions- und Transportmittel in vielen Wirtschaftszweigen. Mit dem kostbaren Nass wird zurzeit weltweit ein Umsatz von 650 Mrd.\$ erwirtschaftet – bei einem Wachstum von 5% pro Jahr. Die Deregulierung des oft noch staatlich kontrollierten Wassersektors zieht auch kotierte Unternehmen an. Anleger finden deshalb zahlreiche attraktive Wachstumsgeschichten in der Wasserindustrie. Aus der Schweiz mischen etwa Geberit, Sulzer und Georg Fischer im Sektor mit. **SEITE 12**

Apple kann nur «teuer»

Die Preisstrategie des Konzerns entsetzt. China ist verloren.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Die Hoffnungen waren gross: Es wurde nichts weniger als der Befreiungsschlag von Apple erwartet diese Woche. Man rechnete mit Geräten, die Google in die Schranken weisen – und Schwellenländer erobern. Beides wird dem Flaggschiff iPhone 5s und dem abgespeckten 5c nicht gelingen. Die Börse rätselt, welchen Kurs der Konzern fährt.

Es war das 9/11 der Wirtschaftsgeschichte. Nach dem Kollaps der berühmten Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 war nichts mehr, wie es früher war: Das Finanzsystem verfiel nach dem Nahtoderlebnis in Schockstarre, und die Wirtschaft des Westens stürzte in die tiefste Rezession seit der Grossen Depression der Dreissigerjahre. Die Mängel in der Regulierung des Finanzsystems waren schonungslos offengelegt worden – und doch wird an dieser Front noch heute um jeden Millimeter Fortschritt gekämpft. Dafür entfesselte sich die ganze Macht der Notenbanken. Sie etablierten sich durch entschlossenes und in den Augen von Kritikern massloses Handeln als die neuen Retter der Welt.

Fünf Jahre nach dem Beinahe-Kollaps ist das Finanzsystem nicht sicherer geworden. Was ist schiefgelaufen? **SEITE 3**

Thomas Jordan, Präsident der SNB, sagt im Interview: «Das Problem des Too big to fail ist noch nicht gelöst.» **SEITE 21**

Die Erschütterung war enorm und sie stellte das Risikomanagement der Banken vom Kopf wieder auf die Füsse. **SEITE 22**

Dank strengerer Vorgaben für Kapital und Liquidität stehen die Banken besser da als vor fünf Jahren, aber genügt das? **SEITE 23**

Die Chronologie der Krise gibt einen Überblick über die wichtigsten Ereignisse seit dem Lehman-Kollaps. **SEITEN 24, 25**

Zentralbanken mussten sich neu erfinden. Sie sind heute interventionistischer und verfolgen zusätzliche Ziele. **SEITE 26**

Die Ökonomie hatte Banken nicht im Fokus. Viele Modelle hatten eine Finanzkrise als Möglichkeit ausgeschlossen. **SEITE 26**

Der Lehman-Kollaps hat die Schwächen der Bankenaufsicht aufgedeckt. Wie der Regulator reagiert hat. **SEITE 27**

Seit die Lehman-Oma Berühmtheit erlangt hat, hat sich in der Branche für strukturierte Produkte viel getan. **SEITE 28**

Richemont schlingert in China

Der Umsatz des Schweizer Uhrenherstellers in China war in den ersten fünf Monaten rückläufig. Die stockende Wirtschaftsentwicklung und weniger «Geschenke» an Beamte belasten das Geschäft. Doch es gibt auch Lichtblicke. **SEITE 6**

Quelle: Thomson Reuters / FuW

US-Steuerstreit

Drei Schweizer Banken werden immer wieder erwähnt, wenn über weitere Untersuchungen gegen Institute im US-Steuerstreit spekuliert wird. **SEITE 8**

SPS steigert sich

Die Immobiliengesellschaft Swiss Prime Site hat im ersten Halbjahr bereits die Dividende des Vorjahrs verdient. Die Titel werden praktisch ohne Prämie gehandelt. **SEITE 9**

Ledermann Immobilien plant die Kotierung an der SIX. **SEITE 19**

Forsche Tecan

Der Laborausrüster stellt Zukäufe in Aussicht, ehe er die Hausaufgaben erledigt hat. Handlungsbedarf gibt es wegen Kostenüberschreitungen in der Entwicklung. **SEITE 10**

Ein Team aus Stars

Das FuW-All-Star-Portefeuille hat dank der Performance von Titeln wie Novartis, Swatch Group, Wells Fargo, Apple und Amazon ein Top-Quartal hinter sich. **SEITE 16**

Unternehmen

Acino	15	Lenovo	5
Aevis	10	Logitech	31
AMS	5, 31	Nestlé	16
Apple	1, 5, 16, 33	Novartis	15, 16
Aspen Pharm.	15	Rhön-Klinikum	33
Basler KB	8	Richemont	6
BKW	12	RWE	15
Cicor	13	Samsung Electr.	5
Comet	13	Sanofi	33
Covance	11	Schaffner	15, 31
CS Group	8	Siemens	15
Fresenius	10	SPS	9
Geberit	12	Sulzer	12
Georg Fischer	12	Swatch Gr.	6, 16, 31
Gottex	8, 31	Swisscom	15
Hochdorf	6	Tecan	10
Huawei	5	Verizon	13
Julius Bär	8	Vodafone	13
Kardex	15	Walt Disney	33
KPN	33	Zurich Ins.	9



2'000 Produkte
Vielen Dank!

Picard | Angst
Bahnhofstrasse 13-15, CH-8808 Pfäffikon SZ
+41 (0)55 290 55 55 | www.picardangst.ch

SIE SUCHEN
EINE VERMÖGENSBERATUNG,
DEREN STÄRKE DIE
UNABHÄNGIGKEIT IST?

WWW.INFIDAR.CH
TEL. +41 44 225 61 61

INFIDAR
VERMÖGENSBERATUNG – SEIT 1954
WIR KULTIVIEREN IHR VERMÖGEN.

Pauschal-
courtage an
der CH-Börse

Für
30.-
an die Börse.
Jetzt handeln.

BKB-EasyTrading: Telefon 061 266 31 31,
www.bkb-easytrading.ch

Basler
Kantonalbank
fair banking

Zukunft hat Herkunft.

Die Wurzeln von Notenstein reichen zurück bis ins Mittelalter. Die spannende Geschichte – von der Handelsgesellschaft zur Privatbank – wurde historisch aufgearbeitet und liegt nun in Buchform vor: www.notenstein.ch/geschichte.

NOTENSTEIN
PRIVATBANK



Anzeigen

Die verpasste Chance

5 JAHRE NACH
LEHMAN

PETER MORF
Redaktor
zum Thema Revision
der Altersvorsorge

Fünf Jahre nach der Beinahe-Kernschmelze im globalen Bankensystem lautet die bittere Erkenntnis: Nichts hat sich geändert. Die Finanzwelt ist nicht sicherer als zuvor. Was ist schiefgelaufen? **MARK DITTLI**

Fünf Jahre sind seit dem Kollaps von Lehman Brothers vergangen. In den Herbstmonaten des Jahres 2008 kam es im globalen Finanzsystem beinahe zur Kernschmelze, die Welt stand am Abgrund. Reihenweise mussten Staaten horrenden Risiken auf sich nehmen und ihren Banken zu Hilfe eilen. Die Zentralbanken pumpten Billionen ins Finanzsystem. Es war die schlimmste Weltwirtschaftskrise seit den Dreissigerjahren.

Für kurze Zeit ging ein Ruck durch die Weltgemeinschaft. Nie wieder sollte es geschehen, dass eine Krise im Bankensystem einen derart grossen Schaden anrichten kann. Doch dann geschah: fast nichts.

Zwar erarbeitete der Basler Ausschuss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich das Basel-III-Regelwerk, und in einigen Staaten – etwa in der Schweiz, Grossbritannien und den USA – wurden länderspezifisch neue Gesetze erlassen. Insgesamt summiert sich die regulatorische Antwort jedoch auf wenig mehr als dies: Die Banken müssen etwas mehr Eigenkapital halten, und die Aufsichtsbehörden sind sich einig, dass es wünschenswert wäre – aber nach wie vor illusorisch ist –, international gültige Insolvenzstandards für Banken zu definieren.

Das ist die bittere Erkenntnis zum fünfsten Jahrestag des Sturms. Nichts hat sich geändert. Das globale Finanzsystem ist heute nicht sicherer und robuster als vor fünf Jahren. Was ist schiefgelaufen?

Falsche Argumente

Behörden und Politiker begingen ab 2009, nach der akuten Phase der Krise, zwei kolossale Fehler. Erstens: Sie stellten die Grösse und die Struktur des Bankensystems kaum in Frage, sondern nahmen es als gegeben an. Und zweitens: Sie verfielen den Argumenten der Banken.

Der erste Fehler ist bedauerlich. Mit etwas historischem Bewusstsein hätte klar sein müssen, dass die heutige Grossbankenstruktur, in der eine Handvoll Giganten mit Bilanzsummen von weit über 1000 Mrd. \$ den Markt dominiert, eine Anomalie ist. Sie ist erst in den vergangenen 25 Jahren entstanden. In keinem Land wurden ernsthafte Diskurse geführt, ob die Deregulierungswelle, die seit den Achtzigerjahren über die Branche schwappte, teilweise kontraproduktiv war. Ebenso wenig wurde die Frage beleuchtet, welche Art finanzieller Innovationen volkswirtschaftlich nützlich ist und ob ein aufgeblähter Finanzsektor für die Volkswirtschaft möglicherweise sogar schädlich sein kann. Wie erwähnt: bedauerlich. Nicht entschuldigbar ist jedoch der zweite Fehler.

Der effektivste Weg, die Robustheit im Finanzsystem massiv zu erhöhen, wäre nämlich simpel gewesen: viel mehr Eigenkapital in den Bankbilanzen. Das verschafft zwar keine Garantie, dass keine Unfälle geschehen, aber ein dickeres Polster an verlustabsorbierendem Kapital verringert die Wahrscheinlichkeit einer Kettenreaktion von Insolvenzfällen enorm. Doch genau gegen diese Forderung wehrten sich die Banken vehement. Ihr Argu-

ment: Eigenkapital sei zu teuer. Müssten sie mehr Eigenkapital halten, werde das ihre Kapitalkosten in die Höhe treiben. Das wiederum werde ihre Kreditvergabe verteuern und verknappen, was die Realwirtschaft schwäche.

Das Argument verfiel. Es klingt logisch. Aber es ist falsch. Es kann ökonomisch wasserdicht widerlegt werden. Eigenkapital ist nicht teuer per se, es erscheint bloss teuer, weil die Banken kaum welches besitzen und es daher mit einer hohen Risikoprämie behaftet ist. Die Ökonomen des Internationalen Währungsfonds haben auch nachgewiesen, dass höhere Eigenkapitalquoten nicht zu einer Kreditverknappung führen, im Gegenteil: Während der Finanzkrise waren es die bestkapitalisierten Banken, die ihre Kreditvergabe am wenigsten einschränkten.

Im Finanzsystem entstehen die Risiken endogen. Deshalb sind die Anreizstrukturen so wichtig.

In diversen Studien wurde ausserdem bewiesen, dass die Grossbanken in den Genuss abnormal niedriger Fremdkapitalkosten kommen: Der Bondmarkt stellt den Grossbanken günstig Kapital zur Verfügung, weil er davon ausgehen kann, dass die Bank im Notfall von ihrem Heimatstaat gerettet wird. Das ist nichts anderes als eine marktverzerrende Subvention der Kapitalkosten. Je grösser die Bank, desto zementierter ist ihr Too-big-to-fail-Status, und desto höher ist der Wert dieser Subvention.

Das Basel-III-Regelwerk ist sogar dem Wunsch der Banken gefolgt, die Anlagen in ihrer Bilanz mit komplexen internen Modellen nach Risiken zu gewichten. Das Resultat ist eine Scheinpräzision. Die Kapitalstärke der Banken sieht besser aus, als sie tatsächlich ist. Das zeigte im Frühjahr das Beispiel SNS Reaal: Die viertgrösste Bank der Niederlande wies kurz vor ihrer Notverstaatlichung eine risikogewichtete Core-Tier-1-Eigenkapitalquote von 12,2% aus. In der ungewichteten Betrachtung (Leverage Ratio) wurde klar, dass sich die Bilanz der Bank auf einem winzigen Sockel von 1,47% Eigenkapital getürmt hatte.

Eine Risikogewichtung der Anlagen kann durchaus sinnvoll sein. Aus Gründen der Transparenz, der Komplexität und der Vergleichbarkeit wäre es aus regulatorischer Sicht aber besser gewesen, die Mindestkapitalisierung primär an der Leverage Ratio – definiert als verlustabsorbierendes Eigenkapital in Prozent der Bilanzsumme – zu orientieren und als Sekundärmass die Risikogewichtung zuzulassen. Die Regulatoren wählten den entgegengesetzten Weg; Basel III schreibt als Sekundärmass eine Leverage Ratio von gerade mal 3% vor. Das ist deutlich zu wenig. Wer forderte, Banken sollten 10 bis 20% hartes

Eigenkapital halten, wurde belächelt. Doch bis heute sind ökonomisch untermauerte Argumente ausgeblieben, was an dieser Forderung falsch oder volkswirtschaftlich schädlich sein sollte. Trotz der klaren ökonomischen Fakten liessen sich die Politiker von den Drohungen der Banken einschüchtern und verlangten als Antwort auf die grösste Finanzkrise seit fast achtzig Jahren nur geringfügig höhere Eigenkapitalquoten. Wieso bloss?

Die Lobbying-Macht der Banken spielte eine Rolle, aber das kann nicht die einzige Erklärung sein. Ebenso wichtig war die oft geäusserte Angst vor einer Überregulierung. Die Krise sei ein Jahrhundertereignis gewesen, es sei übertrieben, die Banken wegen eines einmaligen Ausrutschers in ihren Entfaltungsmöglichkeiten zu behindern, war zu hören. In der Schweiz kam hinzu, dass die öffentliche Diskussion in einem naiven Links-rechts-Schema verlief, in dem es um die Frage zwischen mehr Regulierung oder mehr Freiheit ging – obwohl es ein unliberales Ansinnen gewesen wäre, die marktverzerrende Subvention der Kapitalkosten der Banken zu eliminieren.

So verständlich das Argument der Einmaligkeit der Krise sein mag: Es ist gefährlich und falsch. Was sich im Herbst 2008 abspielte, war kein Meteoriteneinschlag. Es war kein exogenes, unvorhersehbares Ereignis. Nein, im Finanzsystem, das inhärent zu Instabilität neigt, entstehen die Risiken endogen, im Inneren. Sie entstehen und wachsen durch das Verhalten der einzelnen Teilnehmer selbst. Und weil dem so ist, wäre es die Rolle der Regulierung, die Anreizstrukturen so zu lenken, dass keine übermässige, einseitige Ballung von Risiken entstehen kann.

Ein teurer Fehler

Es ist dieser Punkt, in dem Behörden und Politiker versagt haben. An den Anreizstrukturen hat sich nichts geändert. Es gilt implizit immer noch der Modus, dass die Gewinne den Banken gehören, katastrophale Verluste aber vom Steuerzahler getragen werden. Die Bonimodelle richten sich immer noch nach der erzielten Eigenkapitalrendite, obwohl damit der Anreiz geschaffen wird, möglichst wenig Eigenkapital zu halten. Die Banken haben immer noch den Anreiz, nach Grösse zu streben, um in den Genuss der Too-big-to-fail-Subvention zu kommen.

Das ist sie, die Tragik der Causa Lehman. Der Kollaps hatte kaum Folgen. Gemäss Daten der US-Einlagenversicherungsbehörde FDIC lag per Ende 2012 die Eigenkapitalquote von UBS und Credit Suisse unter 3%, die Deutsche Bank kam auf 1,6%, und die anderen europäischen und amerikanischen Grossbanken lagen zwischen 3 und 4%. Giganten auf tönernen Füüssen, nach wie vor.

Bewusst oder unbewusst haben Behörden, Politiker, die Öffentlichkeit, die Medien dieses Faktum in Kauf genommen. Wir haben in Kauf genommen, dass eine Katastrophe wie im Herbst 2008 nochmals geschehen kann und geschehen wird.

Es wird sich als teurer Fehler erweisen.

Beschleunigen

Revisionen der Altersvorsorge haben es in der Schweiz schwer – und sie sind sehr zeitaufwendig. Nach einer viel zu langen Funkstille kam im Sommer Bewegung in das Geschäft: Innenminister Alain Berset legte eine Revision der Altersvorsorge 2020 vor. Die erste und die zweite Säule, AHV und BVG, sollten mit Blick auf die Alterung der Bevölkerung parallel revidiert werden. Das Paket von Berset kam spät, der Horizont von 2020 ist, vorab für das BVG, wohl zu lang.

In der vergangenen Woche hat der Nationalrat Vorstösse gutgeheissen, die den Prozess beschleunigen wollen. Über zwei Motionen sollen die für das BVG zentralen Grössen Mindestumwandlungssatz und Mindestzins rasch entpolitisiert werden. Die Sätze, die sich an der Lebenserwartung und den Renditemöglichkeiten auf den Kapitalmärkten orientieren, sollen künftig automatisch an sich ändernde Parameter angepasst werden. Das ist richtig, denn die Alterung der Bevölkerung lässt sich von Volksentscheiden nicht beeinflussen. So soll sichergestellt werden, dass die Pensionskassen nicht mehr, so wie heute, Renten zahlen müssen, die nicht finanziert sind.

In der AHV wurde ein Vorstoss für die vorgezogene Einführung einer Schuldenbremse gutgeheissen. Damit soll ein Sicherheitsnetz aufgespannt werden: Sollte die Revision der AHV ins Stocken geraten, würde die Schuldenbremse sicherstellen, dass das wichtigste Sozialwerk nicht in eine Defizitwirtschaft abgleitet.

Für einmal hat eine Mehrheit des Nationalrats Weitblick bewiesen. Die Zeit drängt, die Alterung der Bevölkerung schreitet voran. Dennoch haben der Bundesrat – er fürchtete um sein Revisionsvorhaben – und die Linke opponiert. Diese verweigert sich standhaft der Realität und will die Altersvorsorge ausbauen, ohne auch nur einen Gedanken an die Finanzierbarkeit zu vergeuden. Die Beschleunigung der Revision ist nötig – diese darf weder scheitern noch zu spät kommen.

Spiel mit dem Feuer

ERNST HERB Chinas Antikorruptionskampagne könnte sich schliesslich auch gegen die richten, die sie lanciert haben.

Die Kommunistische Partei Chinas hat der Korruption den Kampf angesagt. Dabei kehrt Xi Jinping, der neue chinesische Präsident, mit eisernem Besen. In den vergangenen Monaten wurde Bo Xilai, dem ehemaligen Parteisekretär der Grossstadt Chongqing, wegen Machtmissbrauchs und Korruption der Prozess gemacht. Nun sind in den vergangenen Tagen wegen angeblich schwerwiegender entsprechender Verfehlungen auch gegen den ehemaligen höchsten Sicherheitschef des Landes, Zhou Yongkang, die Nummer zwei der Staatskonzerne kontrollierenden Behörde Sasak, sowie Spitzenmanager des Erdölkonzerns PetroChina Ermittlungen eingeleitet worden.

Zweifelloso will Xi zeigen, dass er wie versprochen den grassierenden Machtmissbrauch bekämpfen will. Dafür gibt es auch gute Gründe. Freie Wahlen, die in Demokratien als Sicherheitsventil für soziale Konflikte dienen, fehlen in China. Beamtenwillkür und Korruption lösen im autoritär regierten Land jährlich Tausende von Protesten aus. Bürger gehen wegen Landdiebstahl, Umweltverschmutzung oder roher Polizeigewalt auf die Strasse.

Bisher konnte immer verhindert werden, dass sich der Funke, wie das im arabischen Frühling der Fall war, zu einem Flächenfeuer ausbreitet. Das wäre eine tödliche Gefahr für die seit 1949 regie-

rende Kommunistische Partei. Doch bei der Antikorruptionskampagne geht es wahrscheinlich nicht nur um die Stabilität des Systems, sondern auch um innerparteiliche Machtkämpfe. Bo und Zhou gehören dem linken Parteiflügel an, der sich gegen die von Xi angestrebte Reform der mächtigen staatlichen Konzerne auflehnt.

Nach dem Ausschalten einflussreicher konservativer Kräfte können die Reformpläne jetzt wohl einfacher umgesetzt werden. Doch die Mittel, mit denen die innerparteilichen Grabenkämpfe geführt werden, sind für die Machthaber auch mit erheblichen Risiken verbunden. Denn in China ist Korruption nicht zuletzt deshalb weit verbreitet, weil es wegen des Mangels an modernen Gesetzen, einer effizienten Verwaltung und an unabhängigen Gerichten sehr viele Grauzonen gibt.

Entscheide werden oft erst nach der Bezahlung von Schmiergeldern an Beamte, deren Verwandte oder Freunde gefällt. Das hat auch manch ein ausländischer Unternehmer lernen müssen. Doch damit ist ein Grossteil der wirtschaftlichen und politischen Elite Chinas kompromittiert. Wenn Xi die politische Säuberung mit einer Antikorruptionskampagne vorantreibt, so hat er Geister gerufen, die sich später auch gegen ihn selbst richten können.

Spitzenleistung: Swisscanto (LU) SICAV II Bond Absolute Return



Den Marktbewegungen ausgeliefert? Nicht mit uns.

Geld macht glücklich, wenn man die Chance hat, auch in einem schwierigen Marktumfeld eine positive Rendite zu erzielen. Profitieren Sie von unserer bewährten Absolute-Return-Anlagestrategie und unserem ausgezeichneten Performanceausweis. Schenken Sie uns Ihr Vertrauen und investieren Sie in den **Swisscanto (LU) SICAV II Bond Absolute Return**.

Informieren Sie sich unter www.swisscanto.ch/absolutereturn oder beim Kundenberater Ihrer Bank.



Anlage und Vorsorge.



Swisscanto

Eine positive Rendite kann nicht garantiert werden. Die Angaben sind keine Offerte. Sie dienen lediglich zu Informationszwecken. Dies ist ein Fonds Luxemburger Rechts. Verkaufsprospekt und wesentliche Anlegerinformationen, Vertragsbedingungen sowie Jahres- und Halbjahresberichte können bei der Vertreterin Swisscanto Asset Management AG, Nordring 4, Postfach 730, 3000 Bern 25, oder unter www.swisscanto.ch kostenlos bezogen werden. Zahlstelle: Basler Kantonalbank, Spiegelgasse 2, 4002 Basel.

Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 29

- 22 Zäsur für die globalen Banken
- 23 Sicherer, aber Zweifel bleiben
- 26 Jederzeit interventionsbereit
- 26 Was die Ökonomie noch lernen muss

«Banken immer noch too big to fail»



Thomas Jordan, Präsident der Schweizerischen Nationalbank, will insolvente Banken im Notfall in den Konkurs schicken können.

Gerät eine Grossbank in Schieflage, ist es weiterhin schwierig, sie abzuwickeln, d. h. zu restrukturieren oder in den Konkurs zu schicken. Falls sich dieses Problem nicht lösen lasse, müsse das Eigenkapital nochmals erhöht werden, sagt Thomas Jordan, Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Das Interview wurde schriftlich geführt.

Herr Jordan, ist das globale Finanzsystem heute sicherer als vor fünf Jahren?

Insgesamt hat man beachtliche Fortschritte erzielt, wir sind aber noch nicht am Ziel. Im Rahmen der Regulierung Basel III, die einen internationalen Standard setzt, sind die minimalen Anforderungen für das Eigenkapital der Banken sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Hinsicht deutlich erhöht worden. Zudem wurden international zum ersten Mal Liquiditätsanforderungen eingeführt. Allerdings wurde diese Einigung mit langen Übergangsfristen erkaufte. Nicht alle Banken sind auf dem Weg zu den neuen Anforderungen gleich weit.

Was bleibt zu tun?

Zum einen müssen die Banken die neuen Anforderungen an Kapital und Liquidität vollständig umsetzen. Zum andern muss die ordentliche Abwicklung global tätiger Banken ermöglicht werden. Da gibt es grosse Defizite. Vor allem die grenzüberschreitenden Aspekte sind nicht gelöst.

«Die Schweiz hat rascher gehandelt und mehr getan als die meisten Länder.»

Liesse sich im Notfall eine insolvente Grossbank heute besser isolieren und abwickeln als vor fünf Jahren?

Die Banken haben zusammen mit den Aufsichtsbehörden Notfallpläne ausgearbeitet, deren Funktionieren aber noch nicht sichergestellt ist. Vor allem die grenzüberschreitenden Aspekte bei der Abwicklung einer Grossbank sind noch nicht gelöst. Dies betreffe etwa die Anerkennung von Entscheidungen der schweizerischen Aufsichtsbehörde im Ausland bei der Abwicklung einer Schweizer Grossbank.

Könnte eine Grossbank untergehen, ohne dass ihr Heimatstaat sie retten muss?

Die ordentliche Abwicklung einer global tätigen Grossbank ist heute wohl noch nicht möglich. Daher müsste weiterhin zwischen den hohen volkswirtschaftlichen Kosten eines ungeordneten Konkurses und den Kosten staatlicher Hilfe abgewogen werden. Das Too-big-to-fail-Problem ist noch nicht vollständig gelöst.

Geht Basel III weit genug, um die Robustheit des Finanzsystems zu erhöhen?

Basel III setzt Mindeststandards für alle Banken. Es ist ein sehr wichtiger Schritt in

«Solange die Banken über genügend Eigenmittel und eine abwickelbare Struktur verfügen, können sie ihre Geschäftsstrategie wählen.»

die richtige Richtung. Für systemrelevante Banken wird ferner über Basel III hinaus ein zusätzlicher Eigenmittelzuschlag – eine Capital Surcharge – verlangt. Auch das ist ein Mindeststandard. Zudem ist die Too-big-to-fail-Problematik nicht für jedes Land gleich gravierend. Die Schweiz hat denn auch sehr früh strengere Normen für ihre systemrelevanten Banken eingeführt. Auch andere Länder wollen in der Zwischenzeit etwas weiter gehen, als es die Mindestanforderungen vorsehen.

Kritiker wie Martin Hellwig und Anat Admati argumentieren, es seien deutlich höhere Eigenkapitalquoten nötig: über 10%.

Zur Person

Thomas Jordan ist **Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB)**. Dem dreiköpfigen Direktorium – der Schaltzentrale der SNB – gehört er seit Mai 2007 an, zur SNB stiess er 1997. Er ist Präsident der Zweckgesellschaft StabFund zur Rettung der UBS und war in der Expertenkommission Too big to fail. Jordan ist **Mitglied des Steuerungsausschusses des Financial Stability Board und des Verwaltungsrats der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel**. Der gebürtige Bieler studierte Wirtschaftswissenschaften und promovierte 1993 in Bern. Seine Habilitation verfasste er an der Universität Harvard. Jordan, Jahrgang 1963, ist verheiratet und Vater von zwei Söhnen.

BEG

Falls die ordentliche Abwicklung international tätiger Banken nicht Realität werden sollte, wird man sicher auf die Frage der angemessenen Kapitalisierung zurückkommen müssen. Denn die Lösung des Too-big-to-fail-Problems basiert zurzeit auf den beiden Eckpfeilern «höhere Puffer», um eine Krise zu vermeiden, und «ordentliche Abwicklung», um die Kosten zu reduzieren, falls doch eine Bank in Insolvenz geriete. Wenn die Abwicklung nicht möglich wird, müssen die Puffer entsprechend erhöht werden. Hier gibt es unterschiedliche Möglichkeiten. Ein solcher Puffer könnte mit einem grossen Betrag von Bail-in-fähigen Bonds oder von Coco Bonds gebildet werden.

Kritiker wie Andrew Haldane von der Bank of England halten es für falsch, den Banken die Risikogewichtung ihrer Anlagen nach eigenen Modellen zu erlauben.

Grundsätzlich ist die Risikogewichtung der Aktiven ökonomisch sinnvoll. Wir haben aber in unserem letzten Finanzstabilitätsbericht deutlich darauf hingewiesen, dass der zurzeit praktizierte Ansatz Schwächen aufweist. Die zur Berechnung verwendeten Modelle sind sehr komplex und können sich stark von einer Bank zur anderen unterscheiden. Der Markt kann die Berechnungen nicht verlässlich nachvollziehen, was die Einschätzung der Widerstandskraft einer Bank erschwert. Die Glaubwürdigkeit der Risikogewichtung muss unbedingt erhöht werden.

Wie wird die Risikogewichtung verlässlich?

Wir empfehlen, neben den bankinternen Modellen die risikogewichteten Aktiven auch nach einem Standardansatz zu berechnen und zu publizieren. Dieser Ansatz hat zwar ebenfalls Schwächen, er liefert aber einen zusätzlichen Anhaltspunkt für das Niveau sowie die Entwicklung der Widerstandskraft und ermöglicht eine bessere Vergleichbarkeit zwischen Banken, weil er weitgehend unabhängig von bankspezifischen Annahmen ist.

In den USA wird eine ungewichtete Eigenkapitalquote – Leverage Ratio – von 5 bis 6% diskutiert, für UBS und Credit Suisse liegt sie gegenwärtig unter 3%.

Die Leverage Ratio ist eine wichtige, ergänzende Kennzahl für die Messung der Widerstandskraft einer Bank. Als solche wird sie auch als Teil von Basel III weltweit eingeführt. Auch wegen des wachsenden Unbehagens gegenüber den risikogewichteten Kapitalquoten nimmt ihre Bedeutung laufend zu. Auf einem vernünftigen Niveau festgelegt, lässt sie sich sozusagen als Schutz gegen Fehlberechnungen der risikogewichteten Aktiven verstehen.

Was sollten UBS und CS tun?

Wir haben unseren zwei Grossbanken im Finanzstabilitätsbericht empfohlen, die Leverage Ratio zu erhöhen. Für internationale Vergleiche ist es wichtig, dass vom gleichen Rechnungslegungsstandard ausgegangen wird. Die buchhalterische Behandlung von Aktiven kann einen massiven Einfluss auf die Grösse einer Bilanz und somit auf die Leverage Ratio haben.

Wäre eine Trennung von Investment- und Retailbank, ähnlich dem Glass-Steagall Act in den USA bis 1999, nicht besser?

Ich glaube nicht, denn ein System mit Universalbanken kann prinzipiell genauso stabil sein wie ein Trennbankensystem. In der Schweiz verfolgen wir deshalb die Politik, dass sich die Behörden nicht in die Geschäftsmodelle der Banken einmischen sollten. Solange die Banken über ausreichend hohe Eigenmittel und eine abwickelbare Struktur verfügen, können sie ihre bevorzugte Geschäftsstrategie selbst wählen. Zentral ist, dass die Anreize durch die Regulierung richtig gesetzt werden: je höher das Risiko, desto grösser auch das erforderliche Eigenkapital. Es ist dann den Banken überlassen, das aus ihrer Sicht richtige Geschäftsmodell zu bestimmen.

Wie steht die Schweiz da im internationalen Vergleich; haben wir genug getan?

Die Schweiz hat gesetzgeberisch rascher gehandelt und mehr getan als die meisten anderen Länder. Jetzt geht es darum, dass die Banken die entsprechenden Anforderungen konsequent und zügig umsetzen. Ob weitere Massnahmen notwendig sein werden, hängt vor allem davon ab, ob das Ziel einer ordentlichen Abwicklung internationaler Grossbanken erreicht wird.

In Anbetracht des Zustands des globalen Finanzsystems: Schlafen Sie nachts gut?

Es gibt immer noch Schwachstellen. Viele Banken im Euroraum sind zu wenig robust, um ihre Funktion der Kreditgewährung im volkswirtschaftlich gewünschten Umfang zu erfüllen. Das Durchbrechen des Teufelskreises schwache Wirtschaft – schwache Banken – hohe Staatsverschuldung ist ausgesprochen schwierig und verzögert die nötigen Anpassungen.

«Wir haben unseren Grossbanken empfohlen, die Leverage Ratio zu erhöhen.»

Lässt sich die Grenze zwischen Illiquidität und Insolvenz einer Bank stets ziehen?

Bei Banken ist diese Grenze grundsätzlich schwierig zu ziehen. Sie sind aufgrund ihrer Kernaktivität der Fristentransformation – kurzfristige Einlagen in langfristige, illiquide Kredite zu investieren – einem inhärenten Liquiditätsrisiko ausgesetzt. Solange wenige Einleger ihr Geld zurückverlangen, ist die Bank liquid. Sobald zu viele Einleger ihr Geld abziehen, wird sie illiquid. In Krisensituationen können durch einen Rückzug der Einlagen Zweifel an der

FORTSETZUNG AUF SEITE 22

Das vollständige Gespräch mit Thomas Jordan finden Sie hier: fuw.ch/140913-3



FUW.CH
Tagesaktuell

Deutsche Asset & Wealth Management
Die ganze Investmentwelt. Unter einem Dach.
Active | Passive | Alternatives | Loans & Deposits | Wealth
Leistung aus Leidenschaft

Co-Investing mit Schweizer Family-Office
SWISS ROCK
SWISS ROCK AKTIEN SCHWEIZ INDEX PLUS
SCHLAUES INDEXIEREN UND ERST NOCH TIEFERE GEBÜHREN*
Swiss Rock Anlagefonds, Bankenunabhängige Fondsgesellschaft, www.swiss-rock.ch, Tel. +41 44 268 18 68
*Ab Anlagevolumen CHF 100'000.– Verzicht auf Fondsdepotgebühr und Courttagen. Der Fondsprospekt und die Jahres- und Halbjahresberichte des Swiss Rock Aktien Schweiz Index Plus sind bei der Fondsleitung Swiss Rock Asset Management, Pfingstweidstrasse 60, 8005 Zürich erhältlich. Die Angaben dienen lediglich der Information und stellen keine Offerte dar. Die vergangene Performance ist keine Garantie auf die zukünftige Entwicklung.

Fortsetzung von Seite 21

«Banken immer noch too big...»

Qualität der Kredite aufkommen. Dies kann Zahlungsunfähigkeit provozieren, selbst wenn eine Bank zu Fortführungswerten bewertet keineswegs überschuldet wäre. Umgekehrt kann in einer Krisensituation die Qualität der Aktiven oft nur schwer bestimmt werden, und die Marktpreise können sich in kurzer Zeit dramatisch verschlechtern. Dies erschwert die Beurteilung der Solvenz.

War die UBS im Oktober 2008 insolvent, und hätte die Nationalbank die UBS nicht gerettet, wenn der Bund kein Eigenkapital eingeschossen hätte?

Der Markt hatte damals erhebliche Zweifel an der Solvenz der UBS, was zu einem erhöhten Liquiditätsbedarf der Bank führte. Daher war es wichtig, dass im Rahmen des Massnahmenpakets nicht nur die SNB Liquiditätshilfe gewährte, sondern dass der Bund mit seiner Kapitalerhöhung auch die Zweifel an der Solvenz ausgeräumt hat. Das war für die SNB ganz entscheidend.

Wäre es ordnungspolitisch sinnvoll, eine insolvente Bank in den Konkurs zu schicken, auch wenn dadurch die Stabilität des Finanzsystems bedroht wäre?

Es ist in erster Linie eine Güterabwägung zwischen den volkswirtschaftlichen Kosten eines Konkurses einerseits und den Kosten staatlicher Hilfe andererseits. Wird die Finanzstabilität bedroht und damit die Volkswirtschaft in den Abgrund gerissen, so dürften die volkswirtschaftlichen Kosten zu gross werden, selbst wenn durch die staatliche Rettung ein Moral-Hazard-Problem

«Es gibt eine Güterabwägung zwischen den Kosten eines Konkurses und den Kosten staatlicher Hilfe.»

geschaffen wird. Aus genau diesem Grund ist es ja so wichtig, dass die Too-big-to-fail-Problematik gelöst werden kann. In Zukunft müssen auch grosse Banken abgewickelt werden können, und zwar so, dass dadurch die Finanzstabilität nicht gefährdet wird.

Bereitet es Ihnen Sorgen, dass die Notenbanken in der Krisenbewältigung eine derart zentrale Rolle einnehmen?

Ja. Das dezidierte und erfolgreiche Handeln der Zentralbanken vermied zwar grösseren Schaden. Aber dadurch wurde in einigen Ländern der Druck zu strukturellen Anpassungen reduziert. Dies birgt das Risiko, dass notwendige Reformen zu wenig weit gehen und man sich zu sehr auf ein erneutes Eingreifen der Zentralbanken verlässt. In der Schweiz sind glücklicherweise die Probleme kleiner, dank einer soliden staatlichen Haushaltspolitik und einer leistungsfähigen Privatwirtschaft. Unsere Mindestkurspolitik musste ja nicht wegen der Schwäche, sondern wegen der Stärke des Franken als Folge seiner Funktion als sicherer Hafen eingeführt werden.

INTERVIEW: PHILIPPE BEGUELIN

Aktuell auf www.fuw.ch

China steuert auf Lehman-Crash zu

Der frühere Lehman-Trader Larry McDonald fürchtet in Asien schon bald eine Kreditklemme wie im Herbst 2008. [fuw.ch/140913-4](http://www.fuw.ch/140913-4)

Das Dilemma der Risikogewichtung

Der frühere US-Notenbanker Thomas Hoeng ist ein vehementer Kritiker der Risikogewichtung in den Bankbilanzen. [fuw.ch/140913-2](http://www.fuw.ch/140913-2)

«Zäsur für alle globalen Player»

Der Lehman-Crash hat New York, London und Zürich erschüttert. Dennoch harzt international die Annäherung der Regulatoren.

RUEDI KELLER, CHRISTOPH GISIGER UND CLIFFORD PADEVIT

Es war wie auf der «Titanic». Wir steuerten immer näher auf den Eisberg zu, und der Kapitän hatte den Verstand verloren.» So beschreibt der frühere Lehman-Trader Larry McDonald im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft» die Situation im Inneren der amerikanischen Investmentbank vor dem grossen Crash. Am 15. September 2008 ist Lehman Brothers untergegangen.

«Ich erinnere mich, wie wir die Leute im Hochhaus nebenan sahen, mit dem Rücken zum Fenster», sagt einer, der an jenem Montag im Finanzdistrikt Canary Wharf in London arbeitete. «Wir alle wussten, dass sie gerade über ihre Entlassung informiert wurden.» Die Rettung war am Wochenende gescheitert, der Konkurs angemeldet worden.

«Die Abwicklung einer globalen Bank übers Wochenende ist nicht realistisch», ist von Regulatoren ebenso wie von Führungskräften potenziell betroffener Banken auch heute noch zu hören. Und «der Untergang einer systemrelevanten Bank würde noch immer eine Kettenreaktion nach sich ziehen, auch wenn die Hüden inzwischen höher sind», sagt Klaus Kirchmayr, Partner bei MillenniumAssociates, der Beraterboutique für Finanzinstitute.

Als die amerikanische Investmentbank 2008 fallen gelassen worden war,

fror mit einem Schlag der Geldfluss zwischen den verbleibenden Banken ein. Zu gross war die Skepsis gegenüber der jeweiligen Konkurrenz, das Vertrauen in die Kreditwürdigkeit der Institute damit grossflächig dahin. Der Interbankenmarkt, quasi der Blutkreislauf, der die einzelnen Banken miteinander vernetzt und ihre Liquidität sicherstellt, kam zum Stillstand. Weltweit gerieten Institute in Schieflage. Der amerikanische Staat entschied sich nur Tage nach dem Lehman-Kollaps, rund 100 Mrd. \$ an Steuergeldern durch den leblosen Körper der AIG in das Finanzsystem zu pumpen, um den drohenden Flächenbrand einzudämmen; die Schweiz rekapitalisierte die UBS und übernahm fast 40 Mrd. \$ an toxischen Papieren aus ihrer Bilanz.

«Offenbarungseid»

«Die Lehman-Pleite war ein Offenbarungseid und bedeutete eine Zäsur für alle globalen Banken», sagt Kirchmayr. Der Glaube an die Verlässlichkeit quantitativer Risikomodelle musste aufgegeben werden. «Mathematische Modelle mögen für 99,99% der Fälle gelten, die Wahrscheinlichkeitsrechnungen sind aber nicht funktional, wenn man sie braucht. Und das ist 2008 massiv schiefgegangen», lautet sein Befund.

«Hör nie auf zu fragen, bis du die einfachste Antwort erhältst. Sie könnte die Wahrheit sein», beschreibt ein Banker, der

heute selbst bei einer Grossbank in der Verantwortung steht, seine Lehre aus der Krise. Früher sei Risikomanagement als nur etwas für mathematische Genies gehalten worden, statt dass man gesunden Menschenverstand hätte walten lassen. Doch dann waren Risikokorrelationen

«Es liegen viel weniger Chips auf dem Pokertisch.»

LARRY MCDONALD, Ex-Lehman-Trader

falsch eingeschätzt worden, und Absicherungsmechanismen sind reihenweise ausgefallen. Bei veränderter Risikolage werde nun nicht bloss die Exponiertheit angepasst, sondern gleichzeitig das Gegenparteiensrisiko untersucht, beschreibt die Führungskraft eine weitere Lehre. «Man sollte beispielsweise eine Absicherung gegen Stresssituationen in Südeuropa nicht unbedingt bei einer italienischen Bank kaufen», illustriert er.

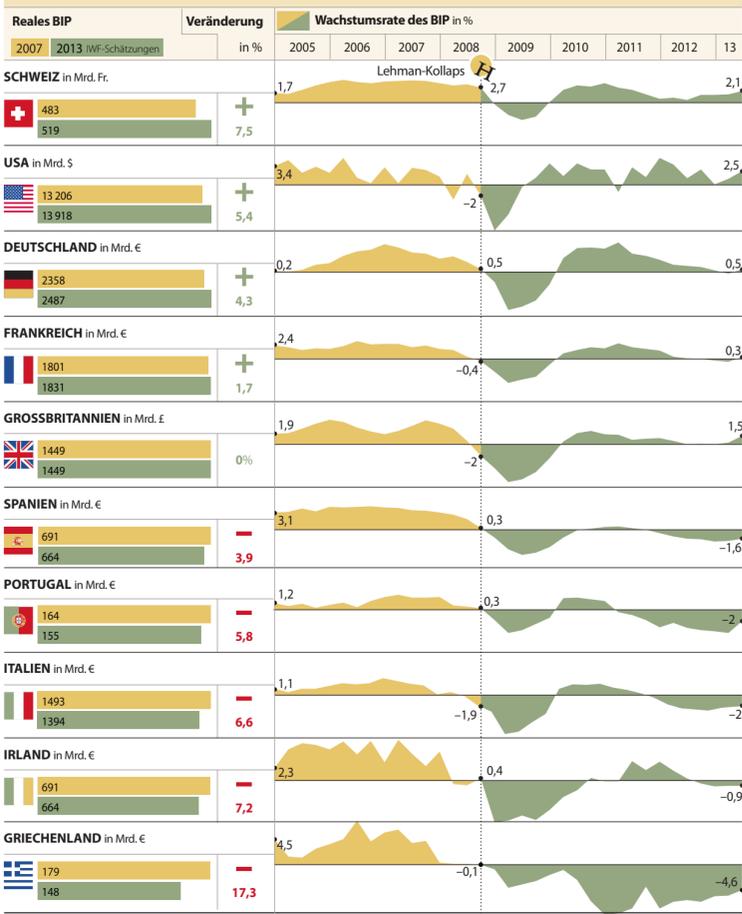
«Die Kultur an Wallstreet hat sich seit dem Lehman-Crash drastisch verändert. Das internationale Finanzregelwerk Basel III und die Entscheidung der Banken haben das Risikoverhalten erheblich reduziert», sagt der frühere Lehman-Trader McDonald. «Es liegen viel weniger Chips auf dem Pokertisch», meint der Händler, der bis April für das Investmenthaus ge-

BRUTTOINLANDPRODUKT

Nach einem massiven Einsturz des BIP, kamen die USA schneller als die europäischen Länder in die Wachstumszone zurück.

Vor der Finanzkrise nahm man an, dass der Subprime-Markt mit drittclassigen US-Hypotheken zu klein sei, um das Wachstum signifikant zu belasten. Doch aus dem US-Häusermarkt entwickelte sich eine Lawine, die erst das Finanzsystem und bald danach den Welthandel nahe an den Kollaps brachte. Am schärfsten war der kurzfristige Effekt auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP)

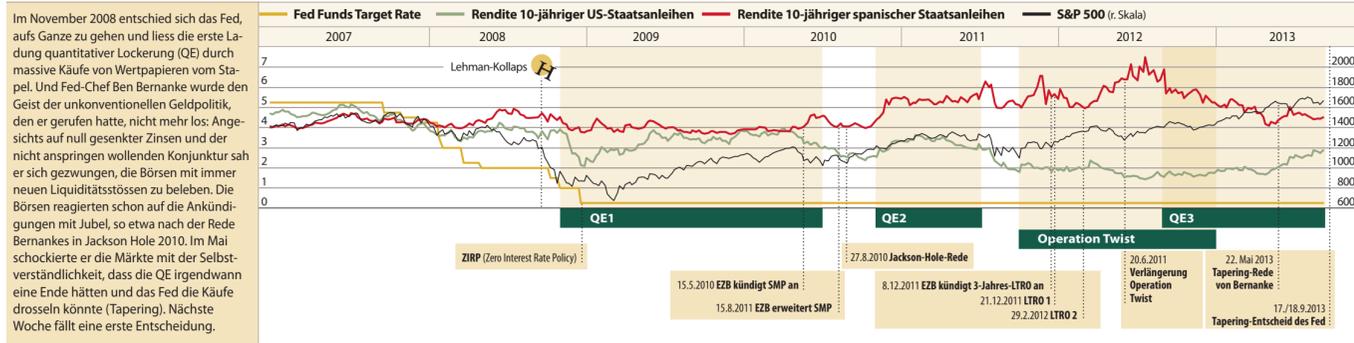
der USA. Doch schon Mitte 2009 erreichte das US-Wachstum wieder positives Terrain. In Europa liess die Erholung länger auf sich warten. Für die Peripherieländer der Eurozone sorgte dann die Schuldenkrise ab 2010 für ein Ende des Erholungstrends. Noch heute liegt ihr BIP unter dem Vorkrisenniveau. «Amerika, du hast es besser!» (Goethe)



Quelle: Bloomberg, IWF / Grafik: FuW, br

NOTENBANKMASSNAHMEN

Die quantitative Lockerung ist nach dem Lehman-Kollaps zum ständigen Begleiter der Märkte geworden.



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, br

Banken sind sicherer, aber Zweifel bleiben

Dank strengerer Vorschriften verbessern Banken ihre Kapital- und Liquiditätsposition. Aber erst die nächste Krise wird zeigen, ob das ausreicht.

CLIFFORD PADEVIT, London

Wenn ihn nur Kreditrisiken, Liquidität und Kapital so fasziniert hätten wie die Farbe der Firmenlimousinen. Dann wäre Royal Bank of Scotland (RBS) nicht zum Musterfall einer gescheiterten Bank geworden. Aber die Detailversessenheit von Fred Goodwin galt anderen Dingen, wie ein neues Buch über die Geschichte von RBS und den früheren CEO enthüllt. RBS war unterkapitalisiert, zu kurzfristig finanziert und hatte zu viel von den gleichen Risiken. Wie ein Kartenhaus stürzte die Bank 2008 ein, der Staat sah sich wegen ihrer Bedeutung gezwungen, rettend einzugreifen.

Fünf Jahre später hat sich einiges verändert, findet Huw van Steenis, Chefanalytist für Finanztitel bei Morgan Stanley in London: «Banken haben im Schnitt zweieinhalbmal mehr Eigenkapital, die Ausleihungen sind diversifizierter, und sie sind weniger kurzfristig finanziert.» Das geht auf die härtere Regulierung zurück. Die Sicherheitsmargen waren zu gering, das hat die Krise gezeigt, und das wird nun korrigiert mit höheren Mindestvorgaben zu Kapitalumfang und -qualität, Verschuldung, Liquidität und Finanzierung. Dazu kommen weitere Auflagen etwa für den Derivathandel, der künftig über Clearinghäuser abgewickelt werden muss.

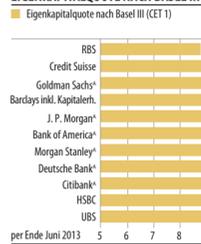
Die USA sind Europa voraus

Regulierung, die früher als locker galt, greift heute mehr ein; Massnahmen, die zur Reduktion des Risikos in Finanzmärkten veranlasst wurden, fördern von Marktteilnehmern viel, findet Martin Scheck, Geschäftsführer des Kapitalmarktverbands Icm. «Das Kräfteverhältnis zwischen Regulator und regulierten Institutionen hat sich zum anderen Ende des Spektrums verschoben, und es wird Jahre dauern, es zu rekalibrieren», sagt er. Banken ihrerseits haben gemerkt, dass sie zu grosse Risiken eingegangen waren, weil sie sich auf Annahmen stützten, die zu optimistisch waren. «Banken sind sich der Inputkosten und der Verfügbarkeit von Kapital und Finanzierung mehr bewusst», sagt Chris Whitman, Chef der Risikozentrale bei der Deutschen Bank und zwischen 2007 und 2009 Group Treasurer.

Aber was hat sich konkret verändert? Die weltweit 29 als systemrelevant eingestuften Banken haben ihre Kapitalposition deutlich erhöht und werden die Mindestvorgaben nach dem neuen Standard Basel III vorzeitig erfüllen. In Europa, so haben Analysten von Goldman Sachs berechnet, wurden seit 2007 insgesamt über 700 Mrd. € Eigenkapital aufgenommen. In den USA, punkto Rekapitalisierung Europa voraus, haben allein die grössten neunzehn Banken 450 Mrd. \$ aufgenommen.

Erst ging es bei der Rekapitalisierung um Ausgleich der Verluste, dann um Kapitalanforderungen, die gleich doppelt zunahmen. Erstens wurden vor allem Markt Risiken neu bewertet, besonders Handelspositionen wurden als riskanter eingestuft und müssen dadurch mit mehr Kapital unterlegt werden. Zweitens stieg die Mini-

EIGENKAPITALQUOTE NACH BASEL III



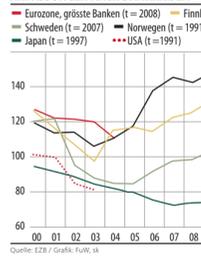
Quelle: Barclays, Unternehmen / Grafik: FuW, vgl

EUROPA HAT EINEN RIESIGEN BANKSEKTOR



Quelle: Barclays / Grafik: FuW, vgl

ANPASSUNGEN NACH BANKKRISEN



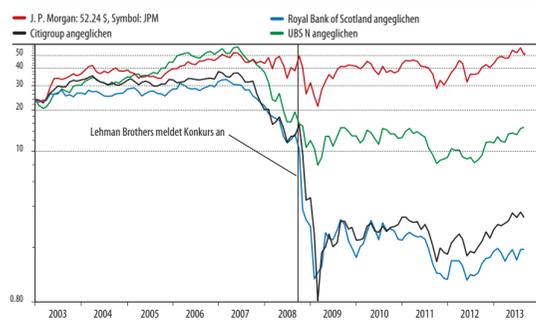
Quelle: EBR / Grafik: FuW, vgl

NORMALISIERTE INTERBANKENAUSLEIHUNGEN



Quelle: Reuters / Grafik: FuW, vgl

Episode für die einen, Zäsur für die andern



Quelle: Thomson Reuters / FuW

malquote. Das Minimum an Aktienkapital und Reserven beträgt neu 7% der risikogewichteten Aktiva, mit den zusätzlichen Eigenkapital muss demnach mindestens 3% der Bilanzsumme erreichen, in den USA gar 5%. Für die grössten US-Banken wird eine noch höhere Quote erwogen.

Der Aufbau der Kapitalpositionen geht weiter, was für Steuerzahler, die in einem Land mit einem besonders grossen Finanzsektor (vgl. Grafik 3) leben, eine gute Nachricht ist. Für Investoren sieht das anders aus. «Banken sind sicherer geworden, aber für Investoren heisst das, dass der Sektor von der Rendite her weniger attraktiv ist», stellt Oliver Flade, Bankanalyst bei Allianz Global Investors, fest. «Hätten allerdings Investoren vor der Finanzkrise alle Risiken wie etwa ausserbilanzielle Positionen gekannt, wären sie wohl vorsichtiger

gewesen.» Anleiheninvestoren spüren die Veränderung ebenso, denn Banken haben keine Kapazität für den Handel mehr. «Die Liquidität in Kapitalmärkten ist klar schlechter, darum suchen Investoren vermehrt im Emissionsmarkt nach Positionen», sagt Icm-Geschäftsführer Schreck.

Fern dem Normalzustand

Die Erkenntnis der Finanzkrise ist aber, dass keine Summe Eigenkapital ausreicht. RBS und UBS wurden über den Finanzierungsmarkt angesteckt, weil Gläubiger ihr Geld abzogen und kein neues leihen wollten. «Die Liquiditätsrisikomodelle von Banken und Broker-Dealern stellen sich als fehlerhaft heraus», sagt Whitman. Geldmarktfonds, eine wichtige Quelle für die kurzfristige Finanzierung, drehen den Hahn zu. So, wie sich die Liquiditätskrise damals entfaltete, wäre das wieder möglich, glauben Kenner. «Ein Fall Lehman kann wieder geschehen, die Wahrscheinlichkeit ist aber deutlich kleiner», sagt Andy Dickinson, Chief Geldmarktfonds beim Fondsmanager Aberdeen.

Banken haben die Liquiditätsreserven deutlich erhöht, um Engpässe besser bewältigen zu können. Zusätzlich schreibt Basel III ab 2015 Mindestrelationen vor. Es hilft, dass Banken ihre Bilanzen verkürzt haben, damit sie weniger auf den Kapitalmarkt angewiesen sind. Wie ein Vergleich mit früheren Bankkrisen zeigt (vgl. Grafik 2), sinkt nach jeder Übertreibung das Verhältnis zwischen Krediten und Einlagen. Im kurzfristigen Markt ist die Angst vor dem Kreditrisiko von Banken deutlich gesunken (vgl. Grafik 4). Aber entspannt ist die Situation keineswegs. Ohne die unlimitierte Liquidität der Europäischen Zentralbank wären zahlreiche Banken in der Eurozone vom Markt abgeschnitten.

Ein Normalzustand ist im Finanzsystem noch nicht erreicht. Aber im Vergleich zum Zeitpunkt, als Lehman pleiteging, ist die Widerstandskraft der Banken gestiegen. Was jedoch immer noch fehlt, sind koordinierte Regeln zur Abwicklung von internationalen Instituten mit dem Einbezug sämtlicher Gläubiger (Bail-in). Dieses Instrument gab es für Lehman nicht, aber wie immer mit komplett neuen Vorschriften zur Lösung eines komplexen Problems: Es besteht die Gefahr, dass nicht alles wie erwartet funktioniert. David Soanes, der die Beratung von Finanzinstituten der UBS-Investmentbank leitet, sagt, «Bail-in ist eine rationale Idee nach der letzten Krise, aber es funktioniert nur für nicht systemrelevante Banken.»

Kapital, Liquidität, Leverage und Abwicklung: Die Regulierung hat oder ist dabei, in diesen Punkten Besserung zu schaffen. Neue Vorschriften prägen aber immer auch die nächste Krise, so, wie die Basler Vorschriften mit bankinternen Risikomodellen zur letzten Krise beitrugen. Darum ist ein Fall Lehman wieder möglich. Allerdings würde alles anders ablaufen, meint Soanes, der 2008 die britische Regierung beriet. Heute wüssten Banken, Zentralbanken, Regulatoren und Staaten besser wie damit umgehen, weil sie es gerade erfahren haben. «Diese Erfahrung zählt.»

Im Schatten lauert Gefahr

Der Kollaps von Lehman Brothers hat deutlich gemacht, wie gefährlich ein instabiles Finanzsystem ist. Im Bereich der Schattenbanken hat sich seit der Krise allerdings nur wenig bewegt. Solche Institute, die gleichen Geschäften nachgehen wie Banken, aber kaum reguliert sind, spielen im Räderwerk des Finanzsystems eine zentrale Rolle. Dennoch sind sie von Reformen bislang weitgehend ausgespart geblieben. Das überrascht umso mehr, als Schattenbanken im Herbst 2008 entscheidend zur Eskalation der Krise beigetragen haben.

Wie schwierig es ist, Licht ins Dunkel zu bringen, zeigt sich am Beispiel der Geldmarktfonds. Sie galten vor der Krise als topischere Anlage und sind auch heute für Investoren eine Alternative zu Bargeld oder Bankdepósitos. Der Lehman-Crash hat diesen Nimbus jedoch in Frage gestellt: Der Reserve Primary Fund, der älteste Geldmarktfonds Amerikas, hatte damals in grossem Stil in von Lehman begebene Wertpapiere investiert. Als die Investmentbank in Konkurs ging, musste er einen happigen Abschreibervernehmen und konnte Rückforderungen der Investoren nicht mehr nachkommen. Das löste so grosse Panik aus, dass der gesamte Sektor kollabierte, die Märkte einfroren und sich die Finanzkrise erheblich verschärfte. Erst als die US-Regierung Anlagen in Geldmarktfonds garantierte, entspannte sich die Situation.

Bisherige Bemühungen, die 2900 Mrd. \$ grosse Branche härter an die Kandare zu nehmen, sind im Sand verlaufen. In den USA verbot die Mary Schapiro, die frühere Chef der Wertpapierhandelsaufsicht SEC, mit dem Versuch eine peinliche Niederlage. Die Finanzlobby leistete derart massiven Widerstand, dass Schapiro nicht einmal in den eigenen Reihen genügend Unterstützung fand, ihre Reformvorschlüsse offiziell zu postulieren. Ihre Nachfolgerin Mary Jo White hat im Sommer nun einen Neuanlauf genommen. Ihr Ansatz ist allerdings viel milder. Es soll demnach nur ein Teilsegment des Sektors strenger reguliert werden.

Schwach sind die Impulse ebenso auf internationaler Ebene. Am Rand ihres letzten Treffens in St. Petersburg haben sich die zwanzig grössten Industrie- und Schwellenländer (G-20) zwar einen Zeitplan für eine strengere Regulierung der Schattenbanken auferlegt. Viele Punkte bleiben jedoch schwammig, und mit konkreten Massnahmen ist frühestens ab 2015 zu rechnen. Etwas weiter fortgeschritten ist Europa. Die Europäische Kommission hat Anfang Monat beispielsweise neue Auflagen für Geldmarktfonds vorgeschlagen, wozu unter anderem strengere Vorschriften zu Bewertung und Liquidität ihrer Anlagen zählen. Nationale Interessen drohen den Vorstoss jedoch zu veressen. Vor allem Länder wie Irland und Luxemburg, wo viele Geldmarktfonds domiziliert sind, sperren sich dagegen. CG, New York

DIE CHRONOLOGIE DER KRISE

- Personelles
- Ratings
- Finanzielles
- Gipfeltreffen
- Rettungsmassnahmen
- Bekanntgabe / Kommunikation

2007

8. Februar 2007 HSBC kündigt den ersten substanzialen Verlust im Zusammenhang mit Subprime-Krediten an.

10. Februar 2007 Die G-7 treffen sich in Deutschland und diskutieren die globalen Finanzprobleme. US-Finanzminister Henry Paulson erklärt, der amerikanische Immobilienmarkt habe sich abgekühlt, zeige aber Zeichen der Stabilisierung.

3. Mai 2007 Die UBS kündigt an, Dillon Read Capital Management abzuwickeln. DRCM hat im ersten Quartal 2007 wegen des Engagements im US-Immobilienmarkt 150 Mio. Fr. verloren.

7. Juni 2007 Bear Stearns setzt den Rückkauf von Anteilen des High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund aus.

22. Juni 2007 Bear Stearns steckt 3,2 Mrd. \$ in die Rettung von zwei Fonds, die im Subprime-Markt investiert sind.

31. Juli 2007 Bear Stearns setzt den Rückkauf von Anteilen eines dritten Fonds aus und beantragt Gläubigerschutz für die beiden Fonds, die bereits gerettet werden mussten.

9. August 2007 Der Interbankenmarkt friert ein. Die EZB pumpt 335 Mrd. € in das Bankensystem. Fed und Bank of Japan unternehmen ähnliche Schritte.

4. September 2007 Der Interbankenmarkt kollabiert.

14. September 2007 Northern-Rock-Bank-Run: Die Bank muss auf Notfallliquidität der Bank of England zurückgreifen. Northern Rock wird Opfer der ausgetrockneten Interbankenmärkte. Die Kunden ziehen 2 Mrd. £ ab. Es ist der grösste Bank Run in Grossbritannien seit über hundert Jahren.

6. August 2007 American Home Mortgage Investment Corporation, einer der grössten unabhängigen US-Hypothekendarbietler, meldet Insolvenz an.

13. August 2007 Goldman Sachs kauft 3 Mrd. \$ in einen Hedge Fund, der unter den Folgen der Kreditklemme leidet.

7. September 2007 Der Dollar-Libor klettert auf den höchsten Stand seit Dezember 2000 auf 5,725%.

20. September 2007 Bernanke sagt, die Verluste aus der Subprime-Krise würden höher ausfallen als erwartet.

9. Oktober S&P 500 Hoch 1565,15 Pkt.

Der Dollar-Libor klettert auf den höchsten Stand seit Dezember 2000

Dollar-Libor 1999 – 2013

«The effect of the troubles in the subprime sector on the broader housing market will likely be limited, and we do not expect significant spillovers from the subprime market to the rest of the economy or to the financial system.»

Ben Bernanke, 17. Mai 2007



17. Mai 2007 US-Notenbankchef Ben Bernanke hält die Subprime-Krise für ein befristetes und überschaubares Problem.

Juni 2007 Standard & Poor's und Moody's stufen hunderte Bonds zurück, die mit Hypotheken besichert sind.

22. Juni 2007 Marcel Rohner wird CEO der UBS, Peter Wuffli tritt zurück. Raoul Weil übernimmt von Rohner den Posten als CEO Global Wealth Management & Business Banking.

20. Juli 2007 Bernanke warnt, die Subprime-Krise könnte bis zu 100 Mrd. \$ kosten.

6. August 2007 American Home Mortgage Investment Corporation, einer der grössten unabhängigen US-Hypothekendarbietler, meldet Insolvenz an.

13. August 2007 Goldman Sachs kauft 3 Mrd. \$ in einen Hedge Fund, der unter den Folgen der Kreditklemme leidet.

7. September 2007 Der Dollar-Libor klettert auf den höchsten Stand seit Dezember 2000 auf 5,725%.

20. September 2007 Bernanke sagt, die Verluste aus der Subprime-Krise würden höher ausfallen als erwartet.

9. Oktober S&P 500 Hoch 1565,15 Pkt.

Der Dollar-Libor klettert auf den höchsten Stand seit Dezember 2000

22. März 2008 Gerüchte um einen Kollaps von Bear Stearns machen die Runde. Das Fed spricht eine Garantie über 30 Mrd. \$ aus. J.P. Morgan übernimmt Bear Stearns.

17. Februar 2008 Northern Rock wird verstaatlicht.

1. April 2008 Die UBS gibt für das 1. Quartal 2008 einen Verlust von 12 Mrd. Fr. bekannt. Ausserdem werden weitere 19 Mrd. Fr. abgeschrieben.

Die Grossbank kündigt eine weitere Kapitalerhöhung in Höhe von 15 Mrd. Fr. an.

VR-Präsident Marcel Ospel erklärt, er werde bei der GV vom 23. April nicht mehr zur Wiederwahl antreten. Als Nachfolger wird Chefjurist Peter Kurer nominiert.

25. November 2008 QE1 (Dezember 2008–Juni 2010): Das Fed startet ein Anleihenkaufprogramm (Quantitative Easing) im Umfang von 800 Mrd. \$.

16. Oktober 2008 Rettung der UBS: Die SNB übernimmt ein Portfolio an toxischen Krediten im Umfang von 60 Mrd. \$, Der Bund stellt zusätzlich 6 Mrd. Fr. in Form einer Pflichtwandelanleihe zur Verfügung.

13. Oktober 2008 Die europäischen Regierungen stellen rund 1000 Mrd. € an Garantien für die Finanzbranche zur Verfügung. Die britische Regierung übernimmt 58% der Royal Bank of Scotland.

18. September 2008 Die Schweizerische Nationalbank bezeichnet die Lage an den Finanzmärkten als «besorgniserregend». In einer konzentrierten Aktion pumpen die wichtigsten Zentralbanken der Welt 180 Mrd. \$ in die Geldmärkte.

17. September 2008 Die US-Notenbank greift AIG mit einem Kredit von 85 Mrd. \$ unter die Arme, die Regierung übernimmt den Versicherungsrisiko zu 80%. Für das Schlussquartal 2008 weist AIG den grössten je von einem Unternehmen gemeldeten Verlust von 61,7 Mrd. \$ aus.

15. September 2008 Lehman erklärt Insolvenz. Es ist der grösste Bankrott in der Geschichte der USA.

7. September 2008 Die US-Regierung rettet die Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac und übernimmt eine Bürgschaft über 200 Mrd. \$.

14. Juli 2008 Die US-Finanzbehörden sichern Fannie Mae und Freddie Mac Hilfe zu. Rund die Hälfte aller amerikanischen Hypotheken läuft über die beiden Hypothekenfinanzierer.

1. April 2008 Die UBS gibt für das 1. Quartal 2008 einen Verlust von 12 Mrd. Fr. bekannt. Ausserdem werden weitere 19 Mrd. Fr. abgeschrieben.

Die Grossbank kündigt eine weitere Kapitalerhöhung in Höhe von 15 Mrd. Fr. an.

VR-Präsident Marcel Ospel erklärt, er werde bei der GV vom 23. April nicht mehr zur Wiederwahl antreten. Als Nachfolger wird Chefjurist Peter Kurer nominiert.

«Es ist bedauerlich, was geschehen ist, aber die UBS steht sehr gut da, sie hat sehr attraktive Geschäftsfelder, sie hat eine sehr starke Kapitalbasis, sie wird sich wieder erholen und wird dann wieder strahlen.»

Marcel Ospel, 1. April 2008

31. Mai UBS Hoch 69,87 Fr.

1. Juni SMI Hoch: 9532,46 Pkt.

Lehman Brothers 2005 – 2008

15. November 2008 Die G-20, bestehend aus führenden Industrie- und Schwellenländern, beschliessen am Weltfinanzgipfel in Washington einen umfassenden Aktionsplan für eine Neuordnung der globalen Finanzmärkte.

14. November 2008 Die Wirtschaft der Eurozone rutscht erstmals in die Rezession ab.

9. November 2008 China beschliesst ein Konjunkturprogramm: Über zwei Jahre will die Regierung 586 Mrd. \$ in die Infrastruktur und in soziale Projekte investieren.

8. Oktober 2008 Sieben Zentralbanken senken in einer gemeinsamen Aktion ihre Leitzinsen.

2. Oktober 2008 Troubled Asset Relief Program (Tarp): Die US-Regierung verabschiedet nach zähem Ringen einen 700-Mrd.-\$-Plan, um den Finanzsektor zu retten. Zwangsrekapitalisierung der dreizehn wichtigsten Banken.

22. September 2008 Morgan Stanley und Goldman Sachs geben ihren Status als Investmentbank auf. Damit erhalten sie Zugang zum Discount-Finanzierungsfenster des Fed.

13./14. September 2008 Am Wochenende wird um eine Lösung für Lehman gerungen. Die US-Notenbank will keine Finanzhilfe zur Verfügung stellen. Barclays und Bank of America gelten als potenzielle Käufer, beide ziehen sich jedoch zurück. Die Verhandlungen scheitern. Bank of America kauft stattdessen Merrill Lynch.

11. September 2008 Lehman Brothers weist einen Verlust von 4 Mrd. \$ aus und erklärt, einen Käufer zu suchen.

1. April 2008 Die UBS gibt für das 1. Quartal 2008 einen Verlust von 12 Mrd. Fr. bekannt. Ausserdem werden weitere 19 Mrd. Fr. abgeschrieben.

Die Grossbank kündigt eine weitere Kapitalerhöhung in Höhe von 15 Mrd. Fr. an.

VR-Präsident Marcel Ospel erklärt, er werde bei der GV vom 23. April nicht mehr zur Wiederwahl antreten. Als Nachfolger wird Chefjurist Peter Kurer nominiert.

5. Januar 2009 Der neu gewählte US-Präsident Barack Obama hält die US-Wirtschaft für «sehr krank» und befürchtet eine Verschlimmerung der Situation.

2. Februar 2009 Die UBS meldet einen Verlust von 20 Mrd. Fr. für das Jahr 2008. Es handelt sich um den grössten Verlust in der Schweizer Wirtschaftsgeschichte.

17. Februar 2009 US-Präsident Obama verabschiedet ein 787-Mrd.-\$-Konjunkturpaket.

26. Februar 2009 Die Royal Bank of Scotland weist für 2010 einen Verlust von umgerechnet 40 Mrd. Fr. aus. Es ist der grösste Verlust in der britischen Wirtschaftsgeschichte.

18. März 2009 Die US-Notenbank erhöht das QE-Programm und pumpt weitere 1000 Mrd. \$ in die Kreditmärkte.

2. April 2009 In London findet ein weiterer G-20-Gipfel statt. Die Teilnehmer beschliessen Massnahmen im Umfang von 1,1 Bio. \$ zur Bekämpfung der Krise.

4. April 2009 Japan kündigt das dritte Konjunkturpaket seit August 2008 an. Die Massnahmen belaufen sich auf über 300 Mrd. \$.

7. Mai 2009 Die US-Notenbank publiziert das Resultat des Bankenstresstests: Zehn Grossbanken brauchen zusätzliches Kapital im Umfang von rund 75 Mrd. \$. Den grössten Bedarf hat Bank of America mit 34 Mrd. \$.

26. September 2009 Am Gipfeltreffen in Pittsburgh beschliessen die G-20-Staaten Massnahmen, um künftige Krisen zu verhindern. Dazu gehören strengere Eigenkapitalregeln für Banken. Der Druck auf Steuererosen wird verstärkt. Die G-20 lösen die G-8 als massgebliches Gremium für globale Wirtschaftsfragen ab.

19. Oktober 2009 Der neu gewählte griechische Premierminister George Papandreu erklärt, die Staatsfinanzen seien gefährdet gewesen. Das Budgetdefizit sei doppelt so hoch wie von der vorherigen Regierung kommuniziert und würde rund 12% des BIP betragen.

Die Eurokrise beginnt.

9. März Tief: SMI 4307,67 Pkt. S&P500 676,53 Pkt. UBS N 8.2427 Fr.

22. November 2010 Irland ist bankrott: Die Eurozone, EZB und IWF zapfen erstmals den Rettungsschirm an und einigen sich auf ein Rettungspaket von 85 Mrd. €.

12. November 2010 Die G-20 verabschieden am Gipfel in Seoul das Regelwerk Basel III. Die weltweite Regulierung der Banken soll vor weiteren Krisen schützen.

3. November 2010 QE2 (November 2010–Juni 2011): Das Fed kündigt an, Staatsanleihen im Umfang von 600 Mrd. \$ aufzukaufen.

12. September 2010 Anlässlich des bevorstehenden Besuchs der Troika, die die Fortschritte des Landes beurteilen wird, sagt Griechenlands Premierminister Papandreu: «With the pace at which we are advancing and with the measures we have already taken, we are confident we will reach the goal we have set for 2010. There will not be more measures.»

10. Mai 2010 European Financial Stability Facility (EFSF): Die EU-Finanzminister einigen sich nach einer Marathonisierung auf ein Massnahmenpaket, das die finanzielle Stabilität der Eurozone sichern soll. Das Paket hat ein Volumen von 500 Mrd. €, der IWF spricht zusätzlich 250 Mrd. €.

27. April 2010 Standard & Poor's stuft Griechenland auf Ramschstatus herab.

23. April 2010 Griechenland beantragt offiziell internationale Finanzhilfe. Das Rettungspaket wird am 2. Mai verabschiedet und hat ein Volumen von 110 Mrd. €.

25. März 2010 Die Eurogruppe und der IWF sichern Griechenland ein Rettungspaket zu, sollte das Land Hilfe beantragen.

6. April 2011 Portugal flüchtet unter den Rettungsschirm EFSF und erhält ein Hilfspaket im Umfang von 78 Mrd. €.

26. Juli Mario Draghi betont an der anschliessenden Pressekonferenz zum EZB-Zinsentscheid:

«Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.»

Mario Draghi, 26. Juli 2012

5. August 2011 Die USA verlieren ihr Spitzenrating und werden von Standard & Poor's auf AA+ zurückgestuft.

6. September 2011 Die SNB beschliesst die Frankenobergrenze und kündigt an, am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Frankenkurs unter 1.20 zu tolerieren.

21. September 2011 Operation Twist (September 2011–Dezember 2012): Das Fed lanciert die Operation Twist, damit sollen die langfristigen Zinsen gesenkt und die Kreditvergabe angekurbelt werden.

21. Dezember 2011 Longer Term Refinancing Operation (LTRO): Die EZB öffnet die Geldschleusen und stellt den Banken Kredite über drei Jahre zu einem Zins von 1% zur Verfügung. Das Volumen beträgt 489 Mrd. €.

29. Februar 2012 LTRO 2: Die EZB greift erneut zur Liquiditätsspritze. Die Banken nehmen rund 530 Mrd. € auf. Damit pumpt die Notenbank innerhalb von drei Monaten fast 1 Bio. € in das europäische Bankensystem.

27. September 2012 Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) tritt in Kraft.

13. September 2012 QE3 (September 2012–heute): Das Fed kauft monatlich Anleihen im Wert von 85 Mrd. \$.

6. September 2012 Outright Monetary Transactions (OMT): Das Programm ermöglicht der EZB, unbeschränkt Staatsanleihen von Krisenländern aufzukaufen. Voraussetzung ist, dass der betreffende Staat an einem Hilfsprogramm teilnimmt.

22. Mai 2013 US-Notenbankchef Ben Bernanke deutet in einer Rede vor dem Kongress an, das Stimulusprogramm QE3 könnte unter bestimmten Bedingungen beendet werden (Tapering).

30. Juli 2013 Die UBS erklärt, bis Ende Jahr den Rettungsfonds (StabFund) von der SNB zurückzukaufen.

2. August 2013 Der S&P 500 klettert auf den höchsten Stand seit 2005 und erreicht 1709,67 Punkte.

18. September 2013 Das Fed muss an seiner Zinssitzung entscheiden, ob die US-Wirtschaft stabil genug ist, um das Anleihenkaufprogramm zu reduzieren.

29. Februar 2012 LTRO 2: Die EZB greift erneut zur Liquiditätsspritze. Die Banken nehmen rund 530 Mrd. € auf. Damit pumpt die Notenbank innerhalb von drei Monaten fast 1 Bio. € in das europäische Bankensystem.

Quelle: FuW, Bloomberg, Thomson Reuters / Grafik: FuW, br

Der Kollaps von Lehman Brothers am 15. September 2008 markiert einen Wendepunkt in der globalen Wirtschaftsgeschichte. Die Folgen des Bankrotts sollen die Finanzwelt in ihren Grundfesten erschüttern, die grösste Wirtschaftskrise seit der Grossen Depression der Dreissigerjahre auslösen – die sogenannte Grosse Rezession – und schliesslich in der Schuldenkrise der Eurozone ihre Fortsetzung finden. Die abgebildete Chronologie gibt einen Überblick über die wichtigsten Ereignisse, die sich vor und nach dem 15. September 2008 ereignet haben.

Als sich Notenbankchef Ben Bernanke und Finanzminister Henry Paulson am Freitag des 12. September 2008 zu ihrem wöchentlichen Meeting einfinden, ist absehbar, dass Lehman das bevorstehende Wochenende nicht überleben wird. Die Aktien notierten am Vorabend bei 4.22\$

und damit 70% tiefer als zum Wochenauftritt. Innerhalb von einem Jahr haben sie 94% ihres Werts eingebüsst.

Sackgasse Wallstreet

Bernanke und Paulson sind sich einig: Der Untergang von Lehman wäre gefährlich für das Finanzsystem. Paulson steht unter enormem Druck, die Rettung ohne Beteiligung der Regierung über die Bühne zu bringen, und ist fest entschlossen, einen Käufer für Lehman zu finden.

Die Ausgangslage ist vielversprechend, denn mit Bank of America und Barclays haben zwei seriöse Kandidaten Interesse bekundet. Um den Deal ohne Staatshilfe zu stemmen, wollen Bernanke und Paulson die Banken mit ins Boot holen. Sie sollen die Lehman-Rettung mitfinanzieren. Am Freitagabend versammelt sich

eine illustre Gruppe in der New Yorker Notenbank in Manhattan zu einer Krisensitzung. Chef der regionalen Notenbank ist Timothy Geithner. Neben Ben Bernanke und Henry Paulson trifft das Who is Who der Finanzwelt ein.

Die Banker verhandeln unter Hochdruck, doch die Diskussion nimmt einen unerwarteten Verlauf. Bank of America zieht sich als potenzieller Käufer für Lehman zurück und übernimmt stattdessen Merrill Lynch. Barclays macht ebenfalls einen Rückzieher. Eine Rettung durch den Staat bleibt die letzte Option, doch darauf will sich Paulson nicht einlassen. Am Sonntagabend scheitert die Lehman-Rettung – kurz nach Mitternacht beantragt die Geschäftsleitung den Konkurs.

Lehman's Untergang sendet eine Schockwelle durch die Märkte und löst eine Vertrauenskrise im globalen Banken-

system aus. Die Interbankenmärkte drohen einzufrieren. Verschiedene Finanzinstitute, darunter AIG und die UBS, müssen vom Staat gerettet werden. Die Notenbanken sehen sich weltweit gezwungen, den Banken günstig Liquidität zur Verfügung zu stellen.

Notenbanken übernehmen

Der desolaten Zustand des Finanzsektors dehnt sich auf die Realwirtschaft aus: Handelsfinanzierungen stocken, zu Hunderten stauen sich die Frachtschiffe in den Häfen. Auch die Automobilindustrie wird hart getroffen, und selbst bislang erfolgreiche Hersteller wie Mercedes müssen Kurzarbeit einführen.

Die Regierungen in den USA, China, Europa und Japan beschliessen immense Konjunkturprogramme, um den Wirt-

schaftsabschwung abzufedern. An zahlreichen Gipfeltreffen wird das weitere Vorgehen erörtert.

Im Herbst 2009 rückt Europa in den Fokus, als die neue griechische Regierung erklärt, der Zustand der Staatsfinanzen sei wesentlich schlechter als bisher ausgewiesen. Es droht der Staatsbankrott. Zusammen mit dem IWF beschliessen die Euroländer ein erstes Hilfspaket – die Eurokrise nimmt ihren Anfang. Trotz milliardenschweren Rettungspaketen, um die Währungsgemeinschaft zu retten, schwelt die Schuldenkrise auch heute noch.

Im Verlauf der Krise entwickelten sich die Notenbanken zur wichtigen Stütze. Mit unkonventionellen Massnahmen versuchen sie, Wachstumsimpulse zu schaffen, und begeben sich damit auf unerforschtes Terrain. Zumindest an den Märkten sorgt das für Hochstimmung. **THA**

Die Notenbanken erfinden sich neu

Aus den anfänglichen Noteinsätzen wurden bald permanente Marktpflegestrategien. Geldpolitik ist heute komplexer und interventionistischer, aber nicht exakter.

ANDREAS NEINHAUS

Welche Wellen der Insolvenzantrag von Lehman Brothers am 15. September schlagen würde, wussten auch die Zentralbanken nicht. Das Federal Reserve trat am folgenden Tag zu seiner regulären Sitzung zusammen, behielt das Zinsniveau bei und sprach von Abwärtsrisiken für das Wachstum und Aufwärtsrisiken für die Inflation – als sei nichts geschehen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) argumentierte zwei Tage später ähnlich: «Die erwartete mittelfristige Verlangsamung der Teuerung erlaubt

es, den geldpolitischen Kurs unverändert beizubehalten.» Indes war der Sturm bereits über sie alle hereingebrochen. Die überdimensionierte Geldmarktfondsbranche strauchelte. Investoren forderten ihre Anteile zurück, worauf die Fonds ihre Anlagen in Commercial Papers und Einlagenzertifikate der Banken abstießen. Der Geldmarkt wurde illiquide. Banken liehen nichts mehr aus. Die Notenbanken sprangen in die Bresche, lenkten Liquidität ins System, um zu vermeiden, dass der Geldmarkt ganz austrocknete. Sie handelten konzentriert in den wichtigen Währungsräumen, auch der Schweiz. Im Wochen-

rhythmus mussten die Swap-Fazilitäten erweitert werden. Bald stand fest, dass auch die Geldpolitik geändert werden musste. Anfang Oktober senkten die führenden Zentralbanken gemeinsam die Leitzinsen. Weitere drastische Reduktionen folgten. Bis Dezember fielen die Leitzsätze in den USA, Japan, Grossbritannien und in der Schweiz auf oder nahe 0%.

Das Feuer breitet sich aus

Wer damals meinte, die Notenbanken seien nur temporär im Einsatz, um den Brand im Interbankengeschäft zu löschen,

wurde bald eines Besseren belehrt. Immerhin brachten die Swaps rasch Erfolg und wurden einige Monate später kaum noch in Anspruch genommen (vgl. Grafik). Aber es entfalteten sich neue Brandherde, die Weltkonjunktur brach ein, und die Löschkaktionen selbst verursachten Begleitschäden, die es zu beheben galt.

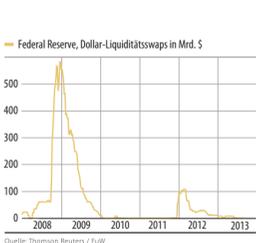
Dies- und jenseits des Atlantiks gingen Banken pleite oder mussten von den Regierungen gestützt werden. Notenbanken waren erstmals seit Jahrzehnten als Lender of Last Resort gefragt und mussten konkrete Antworten geben. Helfen oder nicht? Die SNB verkündete Mitte Oktober, dass sie illiquide US-Subprime-Hypotheken und andere Vermögenswerte der UBS übernehmen würde. Anfang Dezember gründete sie dazu den StabFund, der die Aktiven in den folgenden Jahren verkaufte und erst diesen Sommer liquidiert wurde.

Als kurz nach Lehman der Versicherungskonzern AIG strauchelte – aber anders als die Investmentbank von der Regierung gestützt wurde –, handelte das Fed ähnlich wie die Schweizer Kollegen: Die toxischen Wertschriften wanderten in zwei Abwicklungsgesellschaften des Fed. Ihr Name inspirierte sich an der Adresse der New Yorker Distriktnotenbank – Maiden Lane II und III. Die Giftpapiere wurden bis 2012 sukzessive abgestossen.

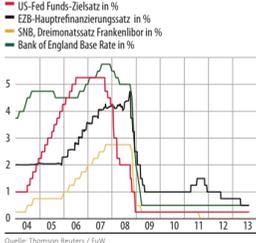
QE Reloaded

Die folgenschwerste Entscheidung traf das Fed indes am 25. November 2008: 500 Mrd. \$ wurden für den Kauf von Anleihen und hypothekarisch besicherten Wertpapieren der US-Agencies (Fannie Mae, Freddie Mac etc.) bereitgestellt. Damit begann die Neuauflage der 2001 in Japan lancierten quantitativen Lockerung (QE für Quantitative Easing). Nur war sie umfangreicher als die Vorgängerin und wurde seither in unterschiedlichen Varianten immer wieder neu entworfen, nicht nur in Amerika, sondern auch in Europa.

SWAP-KREDITE DER US-NOTENBANK



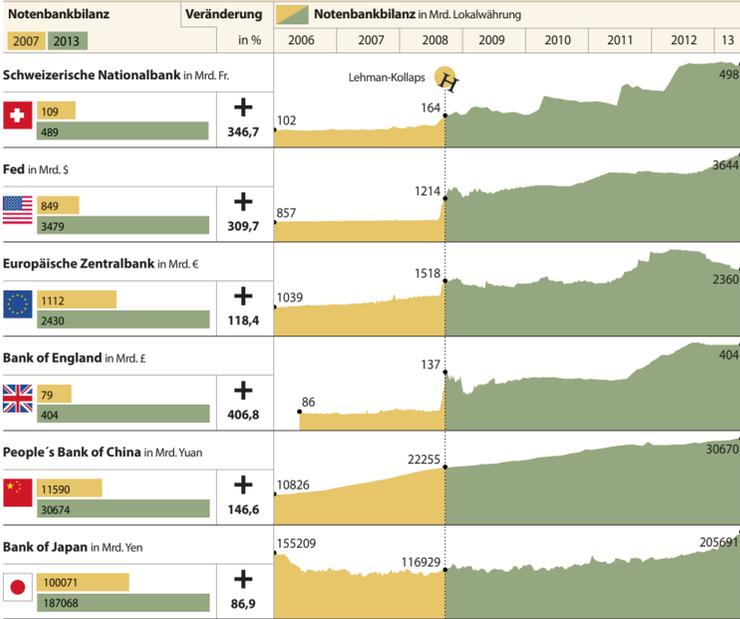
LEITZINSEN



ZENTRALBANKBILANZEN

Seit Herbst 2008 greifen die Notenbanken kontinuierlich in die Kapital- und die Devisenmärkte ein und kaufen Aktiven auf.

Primär Wertschriftenaufkäufe (QE) sorgten in Grossbritannien und in den USA dafür, dass sich die Bilanz der Notenbanken dort seit der Lehman-Krise vervier- resp. verfünffacht hat. In China und der Schweiz dominieren die Fremdwährungsanlagen als Folge der Interventionen am Devisenmarkt, um den Wechselkurs zu pflegen. Aber die SNB wagte auch für kurze Zeit einen Ausflug in die Welt der Bondkäufe: Ab März 2009 erwarb sie Frankenpandbriefe, um die Zinsen zu senken. Die EZB verliess sich bislang auf Repogeschäfte. Seit die Banken ihre langen Repokredite (LTRO) zurückzahlen, schrumpft die Bilanz sogar.



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, Br

Die Banken waren den Ökonomen nur einen Nebensatz wert

Vor der Finanzkrise wiegten sich Volkswirte und die Zentralbanken in Sicherheit. Ihre Modelle schienen zu funktionieren – bis Lehman kam.

ALEXANDER TRENTIN

Trifft die Volkswirtschaftslehre Schuld, dass die Zentralbanken die Finanzkrise nicht früher erkannt haben? Die Notenbanken verwenden heute wie damals Gleichgewichtsmodelle (vgl. Text unten), um die Konjunktur und den Effekt geldpolitischer Massnahmen vorherzusagen. Diese Modelle sollen die gesamte Volkswirtschaft abbilden. Doch tragsicherweise wurde meist angenommen, der Finanzsektor werde problemlos funktionieren.

Nach dem Ölschock der Siebzigerjahre gab es keine grossen Ausreisser. Krisen schienen abwendbar, die Inflation unter Kontrolle. Die makroökonomischen Modelle funktionierten. «Für die Zentralbanker war es unfassbar, als die Krise ausbrach», erklärt William White, Ex-Chefökonom der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (vgl. FuW 7. September).

Kanon noch nicht entwickelt

Haben die Wissenschaftler fünf Jahre nach Lehman ihre Standardlehre angepasst? «In der alten Auflage meines Einführungsbuchs kommen Banken nur bei der

Geldpolitik vor, das hat sich grundlegend geändert», illustriert Aymo Brunetti, Ökonomieprofessor an der Universität Bern, die neue Wichtigkeit des Finanzsektors. «Vor der Krise ging man davon aus, die Finanzstabilität im Griff zu haben», dass sich eine genauere Befassung mit den Banken für Nichtspezialisten nicht lohne. Makroökonomische Modelle sollen um Beschreibungen des Finanzsystems erwei-

tert werden – etwa um gesamtwirtschaftlichen Effekte sich selbst verstärkender Zusammenbrüche der Liquiditätsversorgung. «Dieses Feld ist sehr aktiv, aber noch nicht konsolidiert», sagt Brunetti. «Man weiss nicht, was sich aus den vielen neuen Ansätzen als Kanon herausbildet.» «Die Standardmodelle haben nicht total versagt», glaubt Matthias Hoffmann, Ökonomieprofessor an der Universität

Zürich. «Sie beschreiben normale Rezessionen recht gut. Man sollte hier das Kind nicht mit dem Bade ausschütten.» Ganz neue Ansätze müssten sich in der Makroökonomik erst bewähren: «Wir wissen etwa nicht, ob der Einbau von Erkenntnissen der Behavioural Economics, der Verhaltensökonomik, durchweg bessere Resultate erzielt.» Die Akteure hätten sich nämlich in der Krise erstaunlich rational gezeigt: «Wegen der perversen Anreize war es für einzelne Finanzinstitute sinnvoll, ein drittklassige Schuldner, Subprime, viel zu hohe Hypotheken zu vergeben.» Aber diese falschen Anreize habe man nicht verstanden und daher in die Modelle nicht eingebaut. «Um das besser zu verstehen, muss man den Finanzsektor realistischer abbilden und die Politik – auf die der Finanzsektor entscheidend Einfluss nimmt – in die Modelle einfliessen lassen.»

Effekte unterschätzt

In vielen Makromodellen haben laut Hoffmann Spill-over-Effekte gefehlt, dass sich etwa der Lehman-Kollaps auf das gesamte Finanzsystem ausdehnt: «Wegen der Finanzkrise ist beispielsweise der Welthan-

del viel stärker eingebrochen, als es die Modelle vorhergesagt haben.»

Daher wird bei der Regulierung der Banken seit der Finanzkrise mehr Gewicht auf das systemische Risiko gelegt. «Makroprudenziell» – über das gesamte Finanzsystem – sollen Gefahren bekämpft werden, statt nur das Überleben einzelner Banken zu sichern. Abhilfe sollen Mittel wie strengere Bedingungen für Hypotheken oder in Boomzeiten höhere Kapitalanforderungen bringen. Für die Notenbanken ist das Eindämmen von Risiken trotzdem nicht einfach. Makroprudenzielle Regulierung kann Wachstum kosten, wenn etwa weniger Häuser gebaut werden. Andererseits verleitet eine expansive Geldpolitik Anleger zu mehr Risiko – was die Finanzstabilität gefährden kann.

Bei der Bankenregulierung solle man sich nicht nur auf Modellannahmen stützen, meint Hoffmann: «Wir wissen nicht genau, was für Kapitalanforderungen ausreicht wären. Daher muss man auf Nummern sicher gehen.» Um das Finanzsystem unter Kontrolle zu halten, müsse man auch Komplexität reduzieren. Dadurch würden Finanzprodukte und Märkte einfacher und damit auch transparenter. **RK**

Baustelle Bankenaufsicht

Nach dem Untergang von Lehman war klar: Die Banken brauchen mehr Kapital, und zwar möglichst vor der nächsten Krise.

TOMMASO MANZIN

Es sieht fast so aus, als hätte man mit dem Konkurs von Lehman ein Exempel statuieren wollen: Banken sollten sich nicht auf Staatshilfe verlassen, wenn kein Konkurrent sie übernimmt. Zu vor war die Investmentbank Bear Stearns von J.P. Morgan aufgefangen worden, unter Mithilfe des Fed. Bear Stearns galt als Gegenpartei zahlreicher Kreditderivate (vgl. Seite 27) nicht als zu gross, um ausfallen zu dürfen (too big to fail), aber als zu vernetzt (too interconnected to fail).

Doch für den Entzug der impliziten Staatsgarantien war es zu spät: Nach der Lehman-Pleite frod der Interbankenmarkt ein, keine Bank traute mehr der anderen.

Nie mehr Too big to fail?

Die G-20 beauftragte das 2009 gegründete Financial Stability Board (FSB), die Regeln der Aufsicht neu zu schreiben. Die Steuerzahler sollten nicht mehr vor die Wahl gestellt werden, eine Bank zu retten oder das Finanzsystem in den Abgrund zu stürzen. Mehr Eigenkapital sollte das Erpressungspotenzial mindern. 2011 waren die Kernstücke von Basel III ausgearbeitet.

Basel II ging davon aus, dass die Bankenmodelle Risiken richtig abbilden. Für die Schwankungen des Geschäfts (Going Concern) glaubte man daher nur nachrangige Anleihen, Hybride, aber kein Eigenkapital zu brauchen. Dieses sollte die Liquidierung, den Gone Concern, tragen – sozusagen die Bestattungskosten. Doch das Leben einer Bank erwies sich als riskanter, die alten Hybride versagten als Knauschszone. Seit 2013 büssen sie die Anrechenbarkeit zum regulatorischen Kapital daher graduell ein. Neue Hybride sollen Verluste besser absorbieren, indem sie etwa keinen fixen Rückzahlungstermin mehr haben. Daneben kamen Pflichtwandler auf, die bei Unterschreiten von Eigenkapitalquoten zu Eigenkapital werden oder abgeschrieben werden.

Basel III setzt auch auf mehr «echtes» Eigenkapital: Zwar bleibt dessen Quote

gemessen an den risikogewichteten Aktiven bei 8%, bis 2015 müssen aber 6 statt bisher 4% aus Kernkapital bestehen (Tier 1), wobei 4,5% hartes Kernkapital (liberierte Aktien und Reserven) sein müssen, den Rest stellen neue Tier-1-Hybride. Die fehlenden 2% Eigenmittel füllen Tier-2-Hybride. Als Gone-Concern-Kapital tragen sie die Abwicklungskosten.

Zu wenig, zu langsam

Basel III verlangt einen Liquiditätspuffer, mit dem Banken einen Geldabfluss von dreissig Tagen durchstehen können. Er sollte bis 2015 aufgebaut sein, Anfang Jahr hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht die Frist indes bis 2019 verlängert. Ab 2018 ist zudem eine Leverage Ratio vorgesehen: Das Eigenkapital soll nicht unter 3% der ungewichteten Aktiva sinken – ein gegenteiliger Fehlleistungen von Risikomodellen robusteres Mass für Eigenkapital.

Das alles geht für viele zwar in die richtige Richtung, aber zu wenig weit und zu wenig schnell. In der Lehre werden Eigenkapitalquoten von 20 bis 30% gefordert. Die Umsetzungsfrist bis Ende 2018 birgt die Gefahr, dass die nächste Krise ausbricht, bevor die Institute robuster sind. Gemäss Fortschrittsbericht des FSB haben bisher 13 der 27 Jurisdiktionen die Frist einer endgültigen Fassung der Basel-III-Umsetzung bis Anfang 2013 verpasst. Doch der Bail-in, die Beteiligung der neuen Investoren an Verlusten, funktioniert erst, wenn alle alten Instrumente ausgelaufen sind. Bis dann könnten Investoren alter Hybriden eine geordnete Rettung mit Klagen torpedieren.

Die Rekapitalisierung ist nur eine der Bemühungen, die Banken sicherer zu machen. Debattiert werden auch verschiedene Formen eines Trennbankensystems: Die volkswirtschaftlich zentrale Funktion der Geschäftsbanken – etwa im Zahlungsverkehr – soll von den Risiken der Investmentbanken geschützt werden, ebenso die Kundeneinlagen. Gerade in der Schweiz hat die Diskussion mit Vorstössen von SVP und SP neue Brisanz erhalten.

Schweiz schlägt Pflöcke ein

Staatshaftung ist noch nicht vom Tisch.

Die Schweiz gehört zu den Vorreitern bei der Umsetzung der neuen Richtlinien zur Bankenregulierung nach Basel III. Die Finanzkrise bedeutete nicht nur für die UBS, die vom Staat hatte gestützt werden müssen, sondern auch für die Regulierungsbehörden eine Zäsur. Der Geist der Regulierung vor Lehman war auf die Berechnung von Risiken ausgerichtet. Hartes Eigenkapital wurde als Notreserve gesehen, um die Abwicklung einer Bank zu gewährleisten. Der Geschäftsgang wurde über nachrangige Anleihen finanziert. Ein Verlust von 2% auf der Bilanz der UBS hatte damals ausgereicht, sie in Schieflage zu versetzen.

Als unmittelbare Reaktion auf die Krise hat der Regulator mit Basel 2.5 Tests einführt, um zu simulieren, wie die Schönwettermodelle der Banken sich in Stresssituationen bewähren. Mit Basel III ist neben Vorschriften zu Liquiditätspolsten die Anforderung an die Qualität des harten Eigenkapitals ebenso massiv verschärft worden wie der Anspruch auf die Dicke des Polsters.

Bis Ende 2018 müssen die beiden Schweizer Grossbanken risikogewichtete Eigenmittel von 19% und damit fast doppelt so viel Kapital aufbauen wie international gefordert. Knapp die Hälfte davon kann in Form von bedingten Pflichtwandlern aufgenommen werden, die potenzielle Verluste absorbieren und im Bedarfsfall in hartes Eigenkapital gewandelt werden. Das Problem des Too big to fail ist zwar konzeptionell aufgegleist. Das Risiko, dass der Untergang einer systemrelevanten Bank einen Flächenbrand entfacht, ist aber noch nicht vom Tisch, auch wenn die Hünder inzwischen höher sind. Bis der Staat sich tatsächlich aus der Haftung nehmen kann, dürften noch einige Jahre vergehen. **TK**

Europa setzt auf Mehrspurigigkeit

Aufsicht verschiebt sich Richtung Brüssel.

Die EU setzt in der Reform der Bankaufsicht einerseits auf die Regeln von Basel III (vgl. Haupttext), die sie durch Änderung der Capital Requirements Directive (CRD IV) und der neuen Capital Requirements Regulation (CRR) übernimmt. Die Implementierung soll Ende 2018 abgeschlossen sein.

Neben strengeren Kapitalvorschriften sollen Bail-in-Regeln den Steuerzahler vor Bankenpleiten schützen: Im Juni 2013 hat die EU einen Richtlinienentwurf für die Rettung und Abwicklung von Banken erlassen (Bank Recovery and Resolution Directive). Er legt fest, in welcher Reihenfolge Gläubiger ab 2015 an Umschuldungen beteiligt werden. Im Juli legte die Kommission den Vorschlag für einen Abwicklungsmechanismus (SRM) vor, der im Rahmen der geplanten Bankenunion die Kompetenz der Abwicklung auf Gemeinschaftsebene heben will. Finanziert werden sollen Abwicklungen aus einem Fonds, in den Banken «zu Lebzeiten» einzahlen. Staatshilfe wird zur Ultima ratio erklärt.

In der EU werden auch strukturelle Anpassungen in Richtung eines Trennbankensystems erwo-gen. Im vergangenen Oktober veröffentlichte eine Expertengruppe unter dem Vorsitz von Erkki Liikanen, dem Gouverneur der Bank of Finland, ihren Report, der sich an den entsprechenden amerikanischen und britischen Reformplänen ein Vorbild nimmt. Die Gruppe empfiehlt unter anderem die Trennung von Eigenhandeln und anderen riskanten Handelsaktivitäten. Die EU-Kommission wird ihren Gesetzesentwurf für die Separierung von Geschäften in Banken aller Voraussicht nach nicht im Oktober, sondern frühestens im November vorlegen. Ursprünglich war September angestrebt gewesen. **TK**

ARBEITSLOSENQUOTE

Ausser in Deutschland haben sich die Arbeitsmärkte vom Lehman-Schock und der globalen Rezession noch lange nicht erholt.

Als Lehman Konkurs anmeldete, verloren die Mitarbeiter über Nacht ihren Job. Die Bilder der Angestellten, die mit Kartonschachteln das Hauptgebäude verliessen, gingen um die Welt. Sie waren Sinnbild für eine der grössten Entlassungswellen. Mit Ausbruch der grossen Rezession stieg die Arbeitslosigkeit über alle Branchen und weltweit. Besonders betroffen waren Länder mit Immobilienblasen wie die USA, Grossbritannien, Spanien und Irland. Im Zuge der Eurokrise nahm auch die Arbeitslosigkeit in der Europäerperipherie markant zu. Nur der deutsche Arbeitsmarkt hat von der Krise profitiert: Unterstützt durch niedrige Zinsen und Euroschwäche erholte sich die deutsche Wirtschaft schnell vom Quasi-Stillstand kurz nach Lehman.



Quelle: OECD / Grafik: FuW, Br

Briten trennen Banken auf

Bilanzsteuer bringt dem Staat viel Geld.

Die ersten Schockwellen der Finanzkrise trafen in Europa die Küsten Grossbritanniens. Bereits Anfang 2008 wurde Northern Rock verstaatlicht, Bradford & Bingley folgte, genauso wie die Rettungspakete für Royal Bank of Scotland und Lloyds Banking. Die Antwort des geschädigten Staats, wo das internationale Finanzzentrum London angesiedelt ist, musste entsprechend hart ausfallen.

Grossbritannien geht in Sachen Bankenregulierung über die Vorschriften aus der Europäischen Union hinaus. Zunächst hat die 2010 neu gewählte konservative Regierung eine Bankbilanzsteuer eingeführt, die jährlich 2,5 Mrd. £ einspielen soll und von der Ausgestaltung her Anreize schafft, dass Banken ihre Bilanzen verkleinern. Ebenfalls verändert hat sich die Aufsichtsstruktur, statt einer Aufsichtsbehörde gibt es nun zwei, die Prudential Regulation Authority (PRA), die die Kapital- und Liquiditätsvorschriften der Banken überwacht, und die Financial Conduct Authority (FCA), die nach dem Konsumentenschutz schaut.

Die grösste Neuerung wird erst 2014 folgen. Dann wird voraussichtlich das Gesetz in Kraft treten, das die Separierung des Privat- und Firmenkundengeschäfts, wie eine unabhängige Kommission sie vorgeschlagen hat, vorschreibt. Damit wird definiert, was der Staat als rettungswürdige Teile einer Bank erachtet. Der umzäunte Teil («Ring Fenced»), der eigens mit 10% der risikogewichteten Aktiva kapitalisiert werden muss, ist vom Rest der Bank, vor allem vom Kapitalmarkt- und Handelsgeschäft, unabhängig. Zudem wird verlangt, dass die grössten Banken total 17% verlustabsorbierendes Kapital halten, also neben Aktienkapital auch Anleihen, deren Nominalbetrag in einer Umschuldung einbezogen werden kann. **CP**, London

Amerika zögert Reformen hinaus

Dodd-Frank-Gesetz wird zum Papiertiger.

Nie wieder sollen Steuerzahler dafür geradestehen, wenn ein Finanzkollaps ausser Kontrolle gerät und die gesamte Wirtschaft in Geiselhaft nimmt. Mit diesem Leitgedanken hat Präsident Obama im Sommer 2010 den Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act feierlich in Kraft gesetzt. Die grösste Finanzmarktreform seit den Dreissigerjahren soll mit Missständen an Wallstreet rigoros aufräumen: von ungerechtfertigt hohen Managerlöhnen über Wucherkredite für Hauskäufer bis hin zum Vabanquesspiel der Grossbanken.

Die Zwischenbilanz zeigt jedoch, dass Dodd-Frank zum Papiertiger verkommt. Gemäss der Wirtschaftskanzlei Davis Polk sind bisher weniger als 40% der Auflagen in die Praxis umgesetzt. Die bremsende Einflussnahme der Finanzbranche sowie ein Kompetenzerangel unter den Regulatoren sind massgeblich dafür verantwortlich. Anschaulich zeigt sich das an der Volcker-Regel. Als Kernpfeiler von Dodd-Frank soll sie den Banken den Eigenhandel verbieten. Endlose Diskussionen über Detailfragen haben die simple Auflage jedoch dermassen verkompliziert, dass frühestens für Ende 2013 mit der Einführung zu rechnen ist.

Mehr Fortschritt gibt es mit Blick auf die Eigenmittelvorschriften für Grossbanken. Auf Holding-Stufe müssen sie künftig mindestens 5% Eigenkapital halten, hat die US-Notenbank im Sommer postuliert. Für ihre Bank-Tochtergesellschaften sollen zudem 6% gelten. Das ist doppelt so hoch, wie es das internationale Finanzregelwerk Basel III vorsieht. In den nächsten Monaten dürften zudem weitere Vorschriften angekündigt werden, gemäss denen die Grossbanken künftig mehr liquide Mittel halten und sich stärker über längerfristige Kredite finanzieren müssen. **CG**, New York

Zertifikate in der Warteschleife

In strukturierten Produkten stagniert das Anlagevolumen auf tiefem Niveau, obwohl die Branche viel verbessert hat.

PHILIPPE BÉGUELIN

Der Konkurs des amerikanischen Emittenten Lehman Brothers war ein harter Schlag für die hiesige Branche der strukturierten Produkte. Die vor der Finanzkrise erfolgsverwöhnten Anbieter – das Anlagevolumen nahm bis Herbst 2007 stetig zu – gerieten in die Kritik (vgl. Text unten), denn auch Schweizer Investoren erlitten herbe Verluste.

Die Krise war auch ein Weckruf, seither hat die vergleichsweise junge Branche viel verbessert. Das schlägt sich in den Beschwerden der Kunden nieder. «Nach Lehman hatten wir Jahre mit 2000 Fällen zu strukturierten Produkten», sagte Vize-Bankenombudsmann Rolf Wüest vergangene Woche an einem Branchenforum in Luzern. «Dieses Jahr haben wir bislang bloss zwei solche Fälle.»

Pfand gegen Konkursgefahr

Eine besonders gute Massnahme sei die Einführung von pfandbesicherten Zertifikaten (Collateral Secured Instruments, Cosi) im Jahr 2009, darüber sind sich die Spezialisten aus der Branche einig. «Cosi minimiert das Emittentenrisiko», erklärt Daniel Sandmeier, Präsident des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte (SVSP). Und damit habe «der Finanzplatz Schweiz seine Innovationsfähigkeit einmal mehr unter Beweis ge-

stellt», sagt Patrick Stettler von UBS. Auf den Punkt bringt es Daniel Manser vom Derivatmagazin «Payoff»: «Damit wurden die Fragen rund um die Emittenten-Bonität weitgehend beantwortet.»

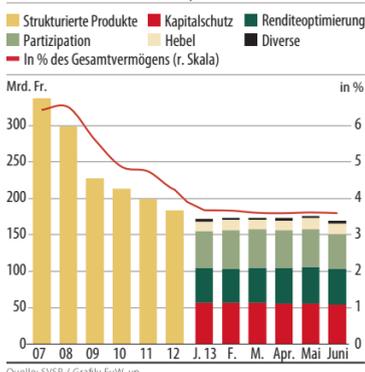
Cosi als weltweit erstes zentrales Besicherungssegment für Zertifikate sei auch nach Deutschland exportiert worden, sagt Michael Hartweg von Leonteq Securities. Das Pfand wird zentral bewertet und von der Börse verwaltet. Der Versuch zweier deutscher Anbieter, selbst verwaltete Produkte mit Pfand einzuführen, scheiterte.

Allerdings ist das Gros der neu emittierten Zertifikate nicht mit einem Pfand unterlegt, die Anleger tragen das Konkursrisiko des Emittenten. «Cosi sind ein Krisenprodukt», sagte Christian Reuss, CEO der Derivatbörse Scoach, im Juli. Komme Krisenstimmung auf, wollten Anleger Besicherung, dafür seien diese Produkte da.

Da knüpft Philipp Rickenbacher von Bank Julius Bär an: Die grösste Änderung seit der Krise sei das gestiegene Risikobewusstsein bei allen Akteuren. «Kunden haben Gegenparteirisiken verstanden, Emittenten haben Extremrisiken erlebt, und Distributoren haben die Auswirkungen ungenügender Beratung gesehen.» Manser nennt als wichtigste Massnahme die Transparenzbemühungen. «Die Emittenten haben ihre Web-Präsenz, die Qualität der Termsheets und Broschüren deutlich verbessert und bieten viel mehr und aktuellere Informationen zu den Produkten.»

INVESTIERTES VERMÖGEN

Wertschriftenbestand in Kundendepots der Banken in der Schweiz



Transparenz bringt auch der SVSP. Er publiziert seit 2008 Angaben zur Bonität der Emittenten, führte 2009 eine Risikokennziffer für Zertifikate ein und hat die Produktnamen standardisiert.

Allerdings verläuft im Nachgang der Krise nicht alles wie gewünscht. Wiederum ist das Konkursrisiko der Banken ein Thema. Rickenbacher zitiert Paul O'Neill, ehemaliger US-Treasury-Sekretär: «Man könnte die 14000 Seiten Dodd-Frank Act mit zwei Regeln ersetzen: Alle Banken müssen 20% Eigenkapital halten, und Hypotheken werden nur gegen 20% Eigenkapital gewährt.» Bei neuen Regeln, sagt Rickenbacher, werde nicht immer ein

pragmatischer Weg eingeschlagen. Manser moniert, die Branche habe «lange Zeit nicht eingesehen, dass das Know-how-Gefälle zwischen Emittent und Anleger drastisch vermindert werden muss». Das mangelnde Wissen der Anleger habe zu Unsicherheit geführt und damit zu kontinuierlich sinkendem Anlagevolumen. «Dass dieser Trend noch nicht gebrochen werden konnte, ist äusserst unerfreulich, teils auch unverstänlich.»

Dagegen betont Stettler die Informationsoffensiven, die zur Vermittlung von Produktverständnis und -einsatz unternommen wurden. «Emittenten und SVSP haben diesbezüglich sehr gute Arbeit geleistet.» Der Verband informiert mit einem Buch, Tests, Kampagnen und einem Film.

Keine Wunderwaffe

Wie findet die Branche zurück zum Wachstum? Es gebe keine Wunderwaffe, sagt Rickenbacher. Gemäss Claudio Topatigh von Notenstein Privatbank werden die Vorteile der Produkte «zu einem weiteren Vormarsch dieser Anlageinstrumente führen». Hartweg empfiehlt, die Emittenten müssten die bisherige Stossrichtung weiterverfolgen und geschlossen auftreten.

Anleger haben Vertrauen gefasst, das zeigen die Barriere-Produkte. Damit erlitten Investoren in der Krise besonders hohe Einbussen, doch heute gehören sie erneut zu den beliebtesten Produkttypen.

CDS werden transparenter

Die Finanzkrise hat Mängel im Derivatemarkt enthüllt.

Kurz nach Ausbruch der Finanzkrise erlangten Kreditderivate unrühmliche Bekanntheit, besonders Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) und tranchierte Kreditportfolios (Collateralized Debt Obligations, CDO): Ihnen wurde ein massgeblicher Anteil am Kollaps des Finanzsystems zugeschrieben. Prominentes Opfer ist der US-Versicherungsriesenreise AIG, der aufgrund seines Engagements im CDS-Geschäft verstaatlicht werden musste.

Zunächst gilt es, zwischen den verschiedenen Instrumenten zu unterscheiden. Einfache CDS schützen vor dem Zahlungsausfall eines Schuldners, so kann sich beispielsweise ein Obligationär von General Motors gegen den Konkurs des Unternehmens absichern. Komplexere CDS beziehen sich etwa auf Tranchen von CDO. Bei diesen Instrumenten erwirbt der Käufer einen Anteilschein an einem Kreditportfolio. Während des Immobilienbooms in den USA bündelten die Emittenten Hypothekarkredite verschiedener Bonität in einem Pool und verkauften einzelne Tranchen mit unterschiedlichem Risiko. Zudem gab es verschachtelte CDO, die sich wiederum auf CDO-Tranchen bezogen. Um eine Orientierungshilfe zu bieten, versahen die Ratingagenturen die Tranchen mit einer Bonitätsnote.

Gefährlicher Dominoeffekt

Mit der Investition in CDO partizipierten die Anleger am scheinbar endlos wachsenden Immobilienaufschwung. Als die Immobilienblase platzte, konnten die Hausbesitzer ihre Hypothekarkredite nicht mehr bedienen, die Zahl der Kreditausfälle schoss nach oben.

Es stellte sich heraus, dass die komplexen CDO-Strukturen zu völlig falschen Risikoeinschätzungen geführt hatten. Vermeintlich sichere, mit AAA bewertete CDO-Tranchen stellten sich als wertlos heraus.

AIG hatte mit dem Verkauf von CDS auf Kreditderivate bis dahin ein gutes Geschäft gemacht, laut Schätzungen belief sich das Volumen der Kontrakte auf rund 450 Mrd. \$. Das Risiko schien minimal, daher hatte sich AIG weder am Markt abgesichert noch Pfand hinterlegt. Praktisch über Nacht sah sich der Konzern Forderungen im Umfang von etwa 100 Mrd. \$ gegenüber, für die er keine Mittel hatte.

Das Problem wurde verschärft durch die Bedeutung, die AIG für das Finanzsystem hatte. Sollte der Versicherer den Forderungen nicht nachkommen, drohten weitere gewichtige Finanzinstitute in Schieflage zu geraten. Um einen Dominoeffekt zu verhindern, schritt die US-Regierung ein und bürgte für die Schulden: AIG war zu vernetzt, um einen Untergang zu riskieren.

Abhängigkeit reduzieren

Ein Grossteil des Derivatehandels wurde vor der Finanzkrise über bilaterale Kontrakte gehandelt (Over the Counter, OTC). Die fehlende Transparenz ermöglichte es AIG, die enorme CDS-Position unbemerkt aufzubauen. Die Bemühungen der Regulierungsbehörden zielen seither darauf ab, die Risikotransparenz zu erhöhen. Die Finanzinstitute werden angehalten, Kontrakte über ein zentrales Clearinghaus abzuwickeln. Die Abhängigkeit von einem einzelnen Emittenten wird damit eliminiert, als Gegenpartei fungiert das Clearinghaus. Die Pflicht zur Hinterlegung eines Pfands reduziert das Risiko zusätzlich.

«Der eingeleitete Prozess sorgt für grosse Umbrüche in der Branche», erklärt John Hull, Professor für Derivate an der Universität Toronto. Zwar seien die Fortschritte langsamer als von manchen gewünscht. Doch er zeigt sich überzeugt, dass sich die Aufsichtsbehörden durchsetzen werden.

Das Volumen ausstehender CDS sei in den vergangenen Jahren geschrumpft, aber immer noch substanziell, sagt Hull. «Das geringere Volumen impliziert, dass komplexe CDS langsam von der Bildfläche verschwinden.»

THA

Lieber Anleger

Die Lehman-Oma

Nach dem Konkurs des Emittenten Lehman war aus der Branche oft zu hören, das sei nicht ein Problem der strukturierten Produkte. Der Konkurs betreffe nicht nur Zertifikate, sondern alle ausstehenden Wertpapiere, also auch Aktien und Obligationen. Das stimmt, nur nützt es nichts, denn die Wahrnehmung war vielerorts eine andere und ist es teilweise heute noch.

Einerseits haben Medien vor allem in Deutschland Einzelfälle ausführlich dargelegt, die Lehman-Oma erlangte Berühmtheit. Andererseits fehlte die Erfahrung mit dem Ausfall eines so grossen Schuldners. Im Obligationenmarkt werden immer wieder Konkurse durchlaufen, Gläubiger und Emissionsbanken kennen die Verfahren, auch wenn sie langwierig sein können.

Im Zertifikatmarkt haben sich die Banken nicht einheitlich verhalten. Gewisse Anbieter, die Kapitalschutzprodukte von Lehman verkauft hatten, zeigten sich kulant und ersetzten den Anlegern den Schaden. Womöglich hatten sie die Gefahr kommen sehen und sich mit Derivaten ausreichend abgesichert. Andere Anbieter waren knausrig, mussten sich rechtfertigen und gerieten in Verruf. Sie waren wohl im Recht, schaden der Branche aber markant.

Dazu kommt, dass die Bezeichnung Kapitalschutzprodukt – in Deutschland Garantiezertifikat – von unbedarften Anlegern durchaus falsch interpretiert werden kann. Umso wichtiger ist, dass die Beratung und Aufklärung nun besser ist, ebenso wie das Risikobewusstsein der Anleger. Wer hätte früher einen solchen Konkurs in Betracht gezogen?

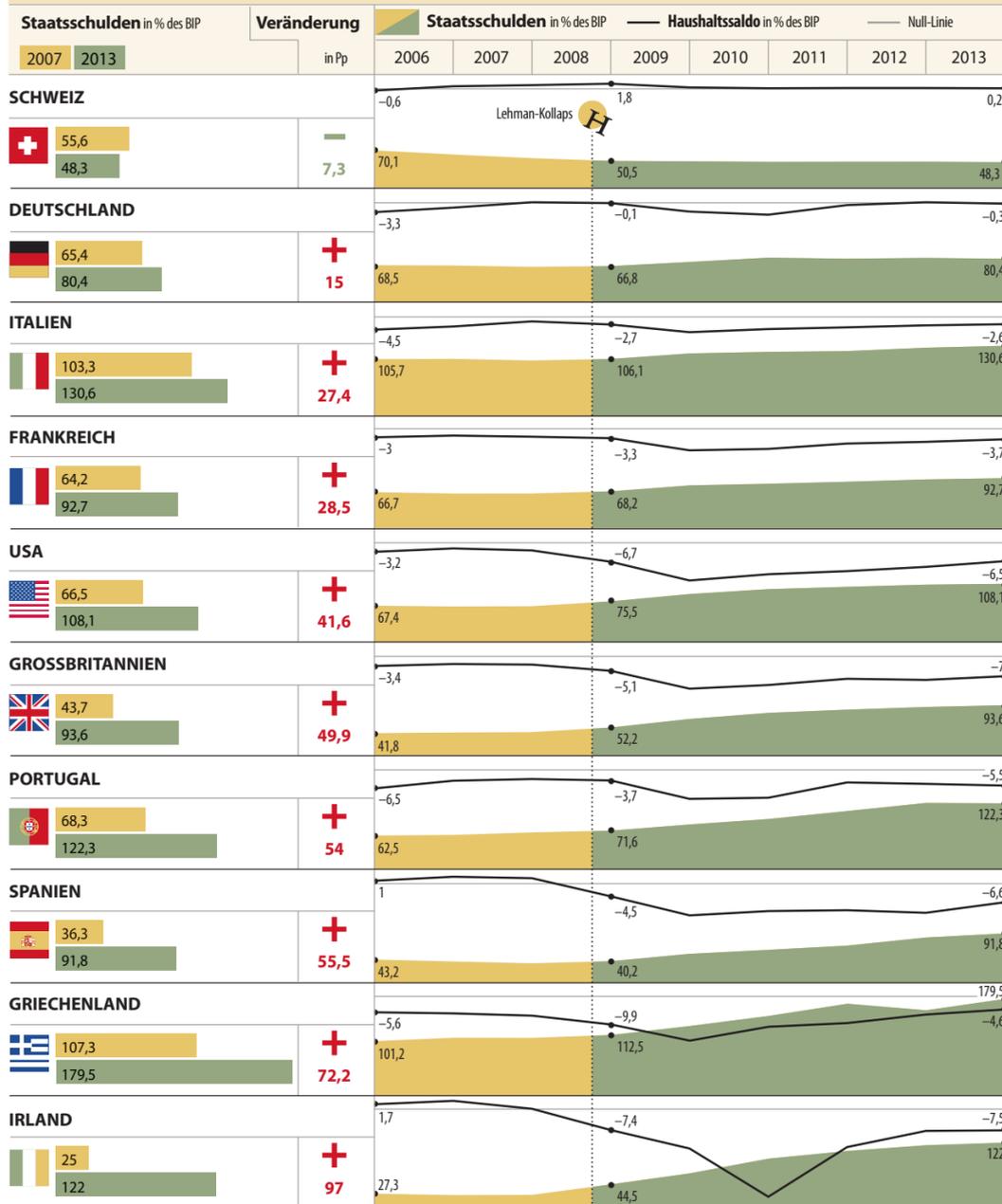
Gut ist auch, dass die Branche viel unternommen hat (vgl. Haupttext). Zu bedauern ist, dass strukturierte Produkte in den Portefeuilles der Investoren nach wie vor eine deutlich geringere Rolle spielen als vor der Krise und als ihnen zusteht. Die Herausforderung besteht gerade auch darin, neue Anleger zu gewinnen. Und dann braucht es Geduld, denn ganz generell sind seit der Finanzkrise viele Anleger zurückhaltend. Vielleicht lassen sie sich mit pfand- und währungsgesicherten Kapitalschutzprodukten zurückgewinnen?

Ihr Derivat

STAATSSCHULDEN

Ausser in der Schweiz sind die staatlichen Schuldenquoten heute deutlich höher als vor der Finanzkrise 2008

Einer der gravierendsten Langzeitschäden der Finanzkrise 2008 war die Explosion der Staatsschulden. Die Kombination aus einem rezessionsbedingten Einbruch der Einnahmen und den ausufernden Ausgaben für Bankenrettung und Konjunkturprogramme führte zum stärksten Anstieg der Verschuldung in Friedenszeiten. Der riesige Schuldenberg ist Ursprung der Eurokrise, der wiederkehrenden Inflationsängste und der Flucht in sichere Häfen wie Gold und Frankenanleihen. Die Staaten mussten sparen, doch damit drohen sie die Konjunktur abzuwürgen. Besonders heftig war der Schuldenanstieg in Staaten wie Grossbritannien, Spanien und Irland, die einem aufgeblähten Bankensektor zur Hilfe eilen mussten.



Quelle: IWF / Grafik: FuW, br