

Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen

Österreich und die internationale Finanzkrise

Nr. 83, 2009



Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen

Österreich und die internationale Finanzkrise

Nr. 83, 2009



BEIRAT FÜR WIRTSCHAFTS- UND SOZIALFRAGEN

Mitglieder:

Günther Chaloupek
Dinah Djalinous-Glatz
Martin Gleitsmann
Karl Haas
Peter Kaluza
Ralf Kronberger
Georg Kovarik
Maria Kubitschek
Christoph Michelic
Nikolaus Morawitz
Guenther Rohrer
Christoph Schneider
Wolfgang Tritremmel
Ernst Tüchler
Josef Wöss

Geschäftsführer:

Thomas Delapina
Andreas Henkel

Ständige Experten:

Karl Aiginger
Silvia Angelo
Erich Kühnelt
Rudolf Lichtmannegger
Josef Moser

Assistenz der Geschäftsführung:

Andreas Schneider
Thomas Zotter

ISBN 978-3-901466-14-4

Medieninhaber: Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen, Wiedner Hauptstraße 63, 1045 Wien,
Tel. (0) 5 90 900/4270; Prinz-Eugen-Straße 20-22, 1041 Wien, Tel. (01) 501 65/2284; <http://www.sozialpartner.at>

VORWORT

Die Finanzkrise, die 2007 begonnen hat und sich im September 2008 (Zusammenbruch von Lehman Brothers) massiv verschärfte, führte zur größten globalen Wirtschaftskrise seit dem Zweiten Weltkrieg. Auch Österreich ist auf Grund seiner internationalen Verflechtungen stark betroffen.

Einige Branchen in der Industrie verzeichneten starke Umsatzeinbrüche mit erheblichen Auswirkungen auf die Beschäftigung. Das BIP sinkt 2009 voraussichtlich um mehr als 3 Prozent. Diese massiven realwirtschaftlichen Effekte waren Anlass für die Sozialpartner, den Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen zu beauftragen, sich näher mit der Finanzkrise und mit Ansätzen zur Reform der Regulierung und Aufsicht des Finanzsektors zu beschäftigen.

Dass diese Krise eine derartige Intensität und einen solchen Umfang erreichen konnte, ist auf das Zusammenspiel mehrerer Faktoren zurückzuführen: Mikroökonomische Faktoren sind unter anderem das Versagen von Risikosteuerungs- und Kontrollinstrumenten in den Finanzinstituten, das Versagen der Ratingagenturen, bis hin zur Verlagerung von Risiken aus der Bilanz über strukturierte Produkte und ein hoher Leverage. Von den makroökonomischen Faktoren waren insbesondere Ungleichgewichte zwischen und innerhalb der Staaten ausschlaggebend.

Bei den politökonomischen Faktoren ist vor allem der Umstand entscheidend gewesen, dass neben regulierten Bereichen des Finanzsektors ein „shadow banking“-System entstanden ist: Weitgehend unregulierte Akteure und Instrumente im Finanzsektor wurden von Gesetzgebern und Regulierungsbehörden akzeptiert bzw. einer „Selbstregulierung“ überlassen. Zum Teil wurden auch Regulierungsfunktionen an private Institutionen wie etwa Ratingagenturen ausgelagert.

Von dieser Ursachenanalyse ausgehend beschäftigte sich der Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen mit den Stabilisierungsmaßnahmen für den Bankensektor und mit den Initiativen für eine Reregulierung des Finanzsektors – vor dem Hintergrund der Funktionen von Finanzintermediären in einer modernen Wirtschaft.

Ein besonderer Fokus liegt bei den Auswirkungen auf das österreichische Bankensystem einerseits, das international gesehen insofern eine Sonderstellung einnimmt, als es von den unmittelbaren Folgen der Finanzkrise – im Allgemeinen – vergleichsweise gering betroffen war, aber durch sein starkes, strategisches Engagement in mittel-, ost- und südosteuropäischen Ländern auch von den damit verbundenen Risiken stärker betroffen ist. Für die Rückkoppelung auf die Realwirtschaft steht vor allem eine mögliche Kreditklemme im Vordergrund.

Die vorliegende Studie, die Ende September 2009 abgeschlossen wurde, liefert Empfehlungen, die sich an den zentralen Funktionen der Finanzintermediäre einerseits und den Initiativen auf internationaler und europäischer andererseits orientieren, aber auch nationale Ansatzpunkte finden.

Der Beirat dankt allen Expertinnen und Experten, die an der Erarbeitung dieser Studie beteiligt waren. Ein besonderer Dank ergeht an die Geschäftsführer der Arbeitsgruppe Erich Kühnelt und Thomas Zotter.

Wien, im Dezember 2009

*Die Vorsitzenden des
Beirats für Wirtschafts- und Sozialfragen*

Georg Kovarik
Österreichischer Gewerkschaftsbund

Maria Kubitschek
Bundesarbeitskammer

Nikolaus Morawitz
Landwirtschaftskammer Österreich

Christoph Schneider
Wirtschaftskammer Österreich

1. INHALT

1. SCHLUSSFOLGERUNGEN UND EMPFEHLUNGEN.....	8
1.1 Stabilisierungs- und Reregulierungsmaßnahmen.....	11
1.2 Europäische Aufsichtsarchitektur	12
1.3 Eigenmitteladäquanz (Basel II).....	13
1.4 Außerbilanzielle Geschäfte und strukturierte Produkte	15
1.5 Rechnungslegung	15
1.6 Zulassung von Finanzprodukten.....	16
1.7 Außerbörslicher Derivativenhandel (OTC).....	17
1.8 Hedgefonds und Private Equity.....	17
1.9 Rohstoff- und Commodityspekulation	17
1.10 Geschäfte mit Steueroasen und off-shore Zentren.....	18
1.11 Europäische Finanztransaktionssteuer	18
1.12 Große und komplexe Finanzinstitute	18
1.13 Ratingagenturen.....	19
1.14 Corporate Governance und Vergütungssysteme.....	20
1.15 Finanzmarktaufsicht in Österreich	21
1.16 Konsumentenschutz.....	22
2. GENESIS UND URSACHEN DER FINANZKRISE	24
2.1 Mikroökonomische Faktoren.....	27
2.2 Makroökonomische Faktoren	29
2.3 Politökonomische Faktoren	31
3. STABILISIERUNGSMASSNAHMEN.....	33
3.1 Das österreichische Bankenpaket.....	34
3.1.1 Belegung des Interbankenmarktes und Garantien für Wertpapieremissionen.....	34
3.1.2 Rekapitalisierung von Banken und Versicherungen	36
3.1.3 Einlagensicherung.....	40
3.1.4 Stärkung der Finanzmarktaufsicht	41
3.1.5 Die Bankenpakete im internationalen Vergleich.....	41

4.	REFORM DER FINANZMARKTARCHITEKTUR – BESSERE REGULIERUNGEN FÜR DEN FINANZSEKTOR.....	45
4.1	Allgemeines.....	45
4.2	Aktuelle Regulierungsdiskussion	50
4.2.1	G-20-Ebene.....	51
4.2.2	EU-Ebene.....	53
4.3	Überblick über die aktuellen Regulierungsbestrebungen auf EU-Ebene:.....	55
4.3.1	Verordnung über die Tätigkeit der Ratingagenturen ...	55
4.3.2	Hedge Fonds, Private Equity Fonds	56
4.3.3	Rohstoffspekulationen	57
4.3.4	Derivativmärkte.....	58
4.3.5	Basel II (EU: Capital Requirement Directive – CRD)	58
4.3.6	Europäische Finanztransaktionssteuer	62
4.3.7	Konsumenten- und Anlegerschutz	63
4.3.8	Sonstige	65
5.	FINANZKRISE UND ÖSTERREICHISCHER BANKENSEKTOR	67
5.1	Spezifika von Österreichs Banken in der Finanzkrise	67
5.1.1	Durch „originate and hold“ gering betroffen bei strukturierten Kreditprodukten.....	67
5.1.2	Profitabilität sinkt stark aufgrund erhöhter Wertberichtigungen, Provisionsgeschäftsrückgang und negativer Handelsergebnisse	68
5.1.3	MOSOE-Geschäft durch realwirtschaftlichen Einbruch berührt.....	69
5.2	Kapitalquoten durch österreichisches Bankenpaket gestärkt	73
5.3	Entspannung an den Märkten	73
5.4	Strukturelle Fragen.....	74
5.5	Schlussbemerkungen	75
6.	KREDITVERGABE DER ÖSTERREICHISCHEN BANKEN AN DIE UNTERNEHMEN	76
6.1	Aktuelle Kreditentwicklung.....	77
6.2	Wachstumsraten.....	78
6.2.1	Fristigkeit	79
6.2.2	Kredithöhe	79
6.2.3	Wirtschaftssektoren	80

6.3	Neukreditstatistik.....	80
6.4	Eingeräumte Rahmen und Rahmenausnutzung laut Großkreditevidenz.....	80
6.5	Zinsentwicklung.....	82
	6.5.1 Neugeschäft.....	82
	6.5.2 Bestehende Kredite.....	82
6.6	Kredite und Investitionen.....	83
6.7	Substitution von Kapitalmarktfinanzierung.....	84
6.8	Substitution von Krediten aus dem Ausland.....	86
6.9	Bonität der Unternehmen	87
7.	DIE FUNKTION VON FINANZINTERMEDIÄREN IN EINER MODERNEN WIRTSCHAFT	89
7.1	Bereitstellung von Dienstleistungen des Zahlungsverkehrs und von Liquidität	92
7.2	Vermögenstransformation	93
7.3	Risikomanagement.....	94
7.4	Beobachtung von Kreditnehmern und Informationsverarbeitung.....	95
7.5	Allokation von Ressourcen	96
7.6	Der Wirkungsmechanismus der Geldpolitik	97
7.7	Der kredittheoretische Wirkungskanal	99
7.8	Der vermögenstheoretische Wirkungskanal	101
	LITERATURVERZEICHNIS	103
	ANHANG: NATIONALE MASSNAHMEN ZUR BEKÄMPFUNG DER FINANZKRISE	105
	MITGLIEDER DER ARBEITSGRUPPE	119
	AUTOREN VON TEILENTWÜRFEN DER STUDIE.....	120

1. SCHLUSSFOLGERUNGEN UND EMPFEHLUNGEN

Was zunächst Anfang 2007 als Finanzkrise auf einem Teilmarkt in den USA (Verbriefung von Hypothekarkrediten) begann, entwickelte sich innerhalb weniger Monate zu einer globalen Finanz- und Bankenkrise, die sich mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 erheblich verschärfte und letztlich zur größten Wirtschaftskrise seit dem 2. Weltkrieg geführt hat. Die Entscheidung der amerikanischen Regierung, Lehman Brothers nicht zu retten, führte zu einer massiven Vertrauenskrise im Finanzsektor, die eine Refinanzierung über den Geldmarkt und eine Finanzierung über den Kapitalmarkt fast unmöglich machte.

Die Finanzkrise hat Auswirkungen auf Umsatz, Investitionen und deren Finanzierung, und damit auf Wachstum und Beschäftigung. Diese massiven realwirtschaftlichen Effekte waren Anlass für die Sozialpartner, den Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen mit einer Studie zu beauftragen, die sich näher mit den Ursachen der Finanzkrise und der Krisenbewältigung im Finanzsektor beschäftigen und Ansätze zur Reform der Regulierung und Aufsicht dieses Sektors aufzeigen soll.

Dass diese Krise eine derartige Intensität und einen solchen Umfang erreichen konnte, ist auf das Zusammenspiel mehrerer Faktoren zurückzuführen: Zu den mikroökonomischen Faktoren zählen: Versagen von Risiko-steuerungs- und Kontrollinstrumenten in den Finanzinstituten, Versagen der Ratingagenturen, hochkomplexe und intransparente Finanzinnovationen, Verlagerung von Risiken aus der Bilanz hinaus. Strukturierte Produkte, hoher Leverage sowie das „*originate and distribute*“-Modell führten aufgrund fehlender Anreize der Risikoprüfung zur Übernahme zu hoher Risiken. Risikoprüfung und Informationsverarbeitung stellen wichtige Bankfunktionen dar, die nur begrenzt auf Märkte auslagerbar sind. Von den makroökonomischen Faktoren waren vor allem makroökonomische Ungleichgewichte zwischen und innerhalb der Staaten ausschlaggebend, das heißt es gibt Ungleichgewichte in den zwischenstaatlichen Handels- und Kapitalströmen. Die Rolle und Möglichkeiten der Geldpolitik sowie die Reaktionen der Finanzmarktakteure sind umstritten. Bei den politökonomischen Faktoren ist vor allem der Umstand entscheidend gewesen, dass neben regulierten Bereichen des Finanzsektors ein „*shadow banking*“-System entstanden ist: Weitgehend unregulierte Akteure und Instrumente im Finanzsektor wurden von Gesetzgebern und Regulierungsbehörden akzeptiert bzw. einer „Selbstregulierung“ überlassen (Zweckgesellschaften, Derivathandel und alternative Investments). Unterschiedliche Regulierungsansätze bei einem globalisierten Finanzmarkt begünstigen das Aus-

nutzen von Regulierungsunterschieden (regulatorische Arbitrage) und erhöhen dadurch den Druck auf Regulierungsstandards. Zum Teil wurden auch Regulierungsfunktionen an private Institutionen ausgelagert (zB Ratingagenturen). Intransparenz entstand ebenso durch die Abwicklung vieler Finanztransaktionen über s.g. *off-shore*-Zentren bzw. steuerbegünstigte und wenig regulierte Zonen (zB über *special purpose vehicles*).

Stabilisierend innerhalb der Währungsunion, aber auch über ihre Grenzen hinaus, wirkt sich die gemeinsame Währung aus, wodurch den Mitgliedsländern zusätzliche Verwerfungen über Währungskrisen erspart geblieben sind. Insbesondere für kleine, offene Volkswirtschaften wie Österreich ist dies ein nicht zu unterschätzender Faktor.

Österreich ist auf Grund seiner internationalen Verflechtungen stark betroffen. Das BIP wird 2009 voraussichtlich um mehr als 3 % sinken, einige Branchen in der Industrie verzeichneten starke Umsatzeinbrüche mit erheblichen Auswirkungen auf die Beschäftigung. Umfragen zu Erwartungen über den künftigen Geschäftsverlauf sind stark von der Finanz- und Wirtschaftskrise geprägt und die Kreditinstitute sind in der Kreditvergabe deutlich vorsichtiger geworden. Die Vertrauenskrise, die Verluste und der Abschreibungsbedarf führen zu einem eingeschränkten Spielraum bei der Kreditvergabe

Österreichs Bankensystem nimmt gewissermaßen eine Sonderstellung in der gegenwärtigen Krise ein. Die österreichischen Kreditinstitute sind – im Allgemeinen – weitaus weniger vom Abschreibungsbedarf strukturierter Produkte betroffen, Österreichs Großbanken sind aber durch ihre starkes, strategisches Engagement in mittel-, ost- und südosteuropäischen Ländern (MOSOEL) auch von den damit verbundenen Risiken stärker betroffen. Der jetzige Abschwung, der auch die Realwirtschaft und in unterschiedlichem Ausmaß auch die MOSOEL erfasst hat, stellt die Banken durch eine Rückkoppelung zwischen Finanz- und Wirtschaftskrise vor Herausforderungen, die eher das klassische Bankgeschäft betreffen.

Die grenzüberschreitend tätigen österreichischen Großbanken sind in den MOSOEL zum Teil erhebliche Risiken eingegangen, insbesondere im Zuge der Vergabe von Fremdwährungskrediten in dieser Region sowie durch überaus hohe Kreditwachstumsraten. Krisenmildernd wirkt sich allerdings aus, wenn die Forderungen der Auslandstöchter weitgehend durch lokales Einlagenaufkommen refinanziert werden, was die österreichischen Banken verstärkt berücksichtigen könnten. Durch Beachtung einer diesbezüglichen Regel (zB 100 %) kann zumindest einer zu raschen, überrisikanten Expansion vorgebeugt und ein wesentlicher Beitrag zur Entwicklung des Bankwesens in den neuen Mitgliedsländern geleistet werden. Eine starke Binnenfinanzierung in den Gastländern reduziert nicht nur das Risiko der Institute, sondern vermutlich auch deren Refinanzierungskosten. Ebenso müssen das

rasche und entschlossene Reagieren der Zentralbanken, das österreichische Bankenpaket sowie die Konjunkturstützungsmaßnahmen des IWF und auch der Europäischen Union als krisenmildernd erwähnt werden.

Zu überprüfen ist auch die Praxis der Vergabe von Fremdwährungskrediten (insbesondere mit Tilgungsträgern).

Der im Vergleich etwa zu den Niederlanden höhere Renditeabstand zu Deutschland stellt für die österreichischen Steuerzahler einen nicht unerheblichen Mehraufwand beim Schuldendienst dar, der nicht zuletzt auch auf die relative Größe und die von den Finanzmärkten wahrgenommenen Risiken des österreichischen Bankensektors in den MOSOEL zurückzuführen ist.

Der im Juli 2007 präsentierte Stresstest der OeNB für das österreichische Bankensystem ergab, dass das österreichische Bankensystem aus derzeitiger Sicht ausreichend kapitalisiert ist, sodass alle systemisch relevanten Banken auch eine gravierende Verschärfung der aktuellen Wirtschaftskrise bewältigen würden. Dies gilt sogar für den Fall der besonders strengen Annahmen des OeNB-Stresstests. Auch bei drastischen Annahmen von einem Forderungsausfall von 20 % in den MOSOEL und der GUS sowie eines Forderungsausfalls von 10 % in Österreich würden die österreichischen Banken im Allgemeinen ihre gesetzliche Kernkapitalquote erfüllen können. Stresstests dienen dazu, unter bestimmten Annahmen Verlustszenarien zu simulieren. Die Annahmen sind durchaus drastisch, sie sind allerdings in ihrem Umfang auf Sichtweisen aus der Gegenwart beschränkt. Unvorhergesehene Ereignisse können die Ergebnisse also weiter beeinflussen. Die Erfüllung der gesetzlichen Mindeststandards bedeutet aber nicht, dass eine solche Kapitalquote vom Markt als ausreichend angesehen wird, was sich in steigenden Refinanzierungskosten der Banken niederschlagen könnte, und zudem die Fähigkeit, Kredite zu vergeben, einschränken würde. Aus gegenwärtiger Sicht ist daher die Notwendigkeit weiterer Rekapitalisierungsmaßnahmen nicht auszuschließen, wenn sich die Rezession als hartnäckig erweisen sollte. In diesem Falle wäre das Augenmerk verstärkt auf die Belastbarkeit des öffentlichen Haushalts zu richten, für den eine stärkere Ausgewogenheit zwischen Risiken und Chancen eine Frage ist, die sowohl die Renditeabstände zur Deutschland betrifft als auch die Frage der langfristigen Lastenteilung der Krisenfolgen. Im Zuge einer, nach der Krisenbewältigung notwendigen, Budgetsanierung ist ein Beitrag des Finanzsektors vorzusehen, um zumindest eine faire Lastenteilung herzustellen. Eine Sanierung ausschließlich zu Lasten der realwirtschaftlichen Akteure ist aus Sicht der Sozialpartner weder gerecht noch sinnvoll.

Die Identifizierung einer Kreditklemme ist insofern schwierig, als nicht immer klar unterscheidbar ist, ob Angebots- und Nachfragefaktoren die Entwicklung der Kreditnachfrage stärker beeinflussen. Aus Untersuchungen der

OeNB und des WIFO ist zumindest für Teilbereiche der Wirtschaft eine Kreditangebotsbeschränkung zu vermuten: daher erscheint die Umwidmung der Garantien im Ausmaß von 10 Mrd Euro aus dem Interbankmarktstärkungsgesetz zum Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetz als richtige Maßnahme, wobei eine begleitende Evaluierung, sowohl was die Vergabe und die Konditionen, als auch was die Verwendung betrifft, angezeigt ist.

Bei einer Stabilisierung der Konjunktur und besonders beim Einsetzen eines Aufschwungs nach der Krise, der mit einem Anziehen der Investitionen und einem daher steigenden Finanzierungsbedarf verbunden ist, wird erhöhte Wachsamkeit im Hinblick auf das Kreditangebot angezeigt sein, um einen aufkeimenden Aufschwung nicht durch angebotsseitige Finanzierungsrestriktionen zu gefährden.

1.1 Stabilisierungs- und Reregulierungsmaßnahmen

Es ist zu unterscheiden zwischen Stabilisierungsmaßnahmen, die der Bewältigung der jetzigen Krise dienen, und Maßnahmen, die eine neuerliche Krise dieses Ausmaßes verhindern sollen – nämlich eine Reregulierung des Finanzsektors mit dem Ziel, mehr Stabilität herbeizuführen und die Effizienz zu verbessern. Zu den Stabilisierungsmaßnahmen zählen die Kapitalstärkungsmaßnahmen für Kreditinstitute durch die öffentliche Hand, die Übernahme öffentlicher Haftungen für Verbindlichkeiten, die Reform der Einlagensicherung und die Haftungen nach dem Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetz. Namhafte Ökonomen merken allerdings an, dass die Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen in Form von Eigenkapitalzufuhr und Haftungsübernahmen durch den Staat aufgrund von *moral hazard* einen negativen Einfluss auf die langfristige Finanzmarktstabilität haben können, wenn zum Beispiel Aktionäre oder Gläubiger nicht an den Krisenkosten beteiligt werden.

Eine effiziente und zielgerichtete Regulierung sollte Komplexität reduzieren, sie sollte ausreichend und umfassend sein, um Umgehungen („Regulierungsarbitrage“) sektoral und geographisch möglichst hintanhalten zu können, und sie sollte prozyklische Effekte vermeiden.

Ziel muss es sein, die Kernfunktion des Finanzsektors im volkswirtschaftlichen Kreislauf wieder ins Zentrum der Betrachtungen und der Regulierungsmaßnahmen zu stellen, nämlich die Finanzierung langfristiger Investitionen realwirtschaftlicher Unternehmen, Haushalte und der öffentlichen Hand. Risiken, die von den Finanzmärkten aufgrund von Intransparenz, Komplexität und Handelsvolumina auf die Gesamtwirtschaft ausgehen, müssen analysiert und kontrolliert werden.

Es bedarf einer neuen Basis für die umfassende Regulierung und Aufsicht der Finanzmärkte und –institutionen, die einfacher und effektiver

durch- und umsetzbar ist, die Konsumenten und Investoren schützt, die Innovation fördert und die in der Lage ist, sich Veränderungen auf den Finanzmärkten anzupassen und weiterzuentwickeln.

Die Sozialpartner begrüßen die Position der EU zu den G20-Beschlüssen zur Reform der Finanzmärkte auf internationaler Basis, und hält die ergriffenen und in Vorbereitung befindlichen Maßnahmen für einen Schritt in die richtige Richtung. Vor allem teilen die Sozialpartner die Meinung der G-20 bezüglich der Notwendigkeit, die internationale Kooperation zu stärken, um negative *spill overs* zu vermeiden und um den Handlungsspielraum für regulatorische Arbitrage und finanziellen Protektionismus einzuschränken.

Eine Rückkehr zum Status Quo vor der Krise darf es auf keinen Fall geben.

1.2 Europäische Aufsichtsarchitektur

Die derzeitigen Bemühungen auf europäischer Ebene für eine Reform der Aufsichtsstrukturen in Europa sind ein Schritt in die richtige Richtung. Wichtige Punkte sind die bislang vernachlässigte makroprudentielle Aufsicht mit der Einrichtung eines „Europäischen Ausschusses für Systemische Risiken“, der systemische und makroökonomische Risiken aus und für das Finanzsystem beobachten und dazu Empfehlungen abgeben soll, die die verstärkte Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden, die Einrichtung von drei europäischen Aufsichtsbehörden (für Banken, Versicherungen und Wertpapierfirmen) in einem „Europäischen Systems der Finanzaufsicht“. Die Tätigkeit transnational tätiger Institute muss sich in deren Beaufsichtigung widerspiegeln. Eine auf EU-Ebene abgestimmte Aufsichtsstruktur ist auf jeden Fall wichtig.

Offen ist noch die Frage der Lastenteilung und Koordinierung zwischen den Staaten beim Auffangen von grenzüberschreitend tätigen Finanzinstitutionen im Krisenfall. Diese Frage der Koordinierung und Lastenteilung sollte darüber hinaus auch auf der Ebene des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht behandelt werden.

Aus der Sicht der Sozialpartner ist Stabilität breiter zu definieren als Preisstabilität und die Abwesenheit von Finanzkrisen. Dazu zählt insbesondere auch gesamtwirtschaftliche Stabilität. Die europäische Institutionenarchitektur berücksichtigt wichtige makroökonomische Player zu wenig.

Im Sinne des Artikel 2 des Vertrages über die Europäische Union, der an erster Stelle den wirtschaftlichen und sozialen Fortschritt nennt, ist eine Einbindung der Spitzenverbände der europäischen Sozialpartner am Europäischen Ausschuss für systemische Risiken zu fordern. Darüber hin-

aus ist im Makroökonomischen Dialog die Diskussion der unabhängigen Europäischen Zentralbank mit den europäischen Spitzenverbänden der autonomen Tarifpartner zu verstärken.

1.3 Eigenmitteladäquanz (Basel II)

Das Bankgeschäft ist an sich zu einem gewissen Ausmaß prozyklisch, weil Kreditinstitute im im Aufschwung (Abschwung) risikofreudiger (risikoaverser) werden, mehr (weniger) Investitionsfinanzierungen nachgefragt werden, und auch das Ausfallsrisiko im Aufschwung (Abschwung) niedriger (höher) einzuschätzen ist. Dadurch wird auch das Angebot an Finanzierungsmitteln entsprechend angepasst.

Sowohl die geltenden Bewertungsregeln als auch die Kapitaladäquanzrichtlinien (Basel II) haben in der gegenwärtigen Krise gezeigt, dass sie die prozyklische Tendenz des Bankgeschäfts noch verstärken, ganz besonders stark in ihrer kombinierten Wirkung. Dies gilt sowohl im Aufschwung, in dem die Bewertungsregeln zu – zum Teil rein buchhalterischen Bewertungsgewinnen führen, welche die Eigenkapitalbasis und somit die Fähigkeit, Kredite zu vergeben, erhöhen – und über Risikomodelle den Eigenkapitalverbrauch von Aktiva bestimmen. Im Abschwung führen ebenfalls beide Effekte (Bewertungsverluste und Risikomodelle) zu erhöhtem Eigenkapitalverzehr. Verstärkt wurden diese Tendenzen noch durch leichtfertig vergebene Ratings und die Annahme stets liquider Märkte.

Aufgabe einer umsichtigen Regulierung ist es, dämpfend auf solche prozyklischen Effekte einzuwirken.

Zum Problem der prozyklischen Effekte der Regulierung kommen noch Fragen der Plausibilität (Annahmen aufgrund historischer Daten), der Nachvollziehbarkeit und der faktischen Kontrollierbarkeit der komplexen Modelle. Die Unterlegung zu festen Prozentsätzen für bestimmte Risikoklassen hatte in dieser Hinsicht erhebliche Vorteile gegenüber statistischen Ausfallswahrscheinlichkeiten, die zum Teil annahmenabhängig gestaltbar und schwer überprüfbar sind. Die gegenwärtige Erfahrung zeigt auch, dass sie für die „Ernstfälle“ einer Krise nicht geeignet sind. Zudem führt die hohe Komplexität dieser Modelle zu einer nicht optimalen Berücksichtigung ihrer Ergebnisse bei der Steuerung der Bankpolitik.

Feste Eigenkapitalquoten mit differenzierten Risikoklassen hatten den Vorteil der Einfachheit, geringerer prozyklischer Wirkungen und leichter Nachvollziehbarkeit. Basel II selbst wäre grundsätzlich zu überdenken. Die Berechnung der Eigenkapitalunterlegung der Banken für Markt- und Kreditrisiken nach Basel II auf Grundlage von Risikomodellen der Banken oder der Ratings hat zu einer Unterschätzung des Eigenkapitalbedarfs geführt, deren Auswirkungen sich in der Krise gezeigt haben. Mittelfristig

sollten nach Überwindung der Krise die Eigenkapitalausstattung im – zumindest – europäischen Gleichklang verbessert werden.

Risiko und Unsicherheit: Im Vertrauen auf die Beherrschbarkeit von Risiken durch mathematische Modelle wurde oft übersehen, dass es neben dem grundsätzlich messbaren Risiko auch Unsicherheit gibt, die letztendlich nicht messbar ist, und für die Puffer zu bilden sind.

Konjunkturpuffer für Banken – *dynamic provisioning*: Unter *dynamic provisioning* versteht man die Bildung von Puffern in Abhängigkeit vom Wachstum der Aktiva, eine Art statistischer Rückstellungen, die sich über den Zyklus ausgleichen sollen. Diese Reserven zählen nicht zum Eigenkapital nach Basel II und können daher im Abschwung aufgelöst werden, ohne das Eigenkapital aufzuzehren. Anders als spezielle Rückstellungen für notleidende Kredite sind sie unabhängig von der Ausfallswahrscheinlichkeit des einzelnen Kredits zu bilden.

Die Kommission hat ein Konsultationsverfahren zum Thema *dynamic provisioning* gestartet, aber auch unabhängig von der europäischen Ebene zeigt sich am Beispiel Spaniens, dass in diesem Bereich nationale Spielräume bestehen und genutzt werden können.

Die Fristentransformation gehört zu den Kernfunktionen des Bankgeschäfts und funktioniert hauptsächlich und überwiegend über das Einlagen- und Kreditgeschäft. Fristentransformation kann unter bestimmten Voraussetzungen aber auch über Märkte und strukturierte Produkte betrieben werden. In der gegenwärtigen Krise wurde die Liquidität bestimmter Teilmärkte überschätzt, dadurch führte diese Fristentransformation zu einem hohen Liquiditätsrisiko, sofern das Geschäftsmodell auf einer bestimmten Lage und Neigung der Zinskurve basierte. Daher erscheint es sinnvoll, dort, wo die Fristentransformation nicht überwiegend aus Einlagen refinanziert wird, diese über Liquiditätskennzahlen zu begrenzen.

Für die österreichischen Universalbanken stellt die Koppelung von Geschäftsbank- und Investmentbankenrisiko im Allgemeinen strukturell bedingt ein geringeres Problem dar. Mit der erheblichen Anhebung des Höchstbetrages und der Ausdehnung der Einlagensicherung wurde auch das dadurch garantierte Volumen entscheidend erhöht. Diese explizite Garantie für Einlagen rechtfertigt zum Einen auch Auflagen (Regulierung), Einlagensparer geben zum Anderen klar ihrer Präferenz für Sicherheit Ausdruck. Auf internationaler (europäischer) Ebene könnten durch eine stärkere Entkoppelung von dem mit expliziten und impliziten Garantien ausgestatteten Geschäftsbankenrisiko und dem Investmentbankenrisiko, das sich vor allem aus Finanzmarktrisiken ergibt, im Krisenfall Probleme durch getrennte Rechnungskreise leichter eingegrenzt werden (*fire walls*).

Die besondere Art der Verbriefung und Weitergabe von Krediten war einer der Hauptauslöser der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise.

Durch die Veräußerung von Risiken auf Märkten ohne weitere Haftung für den ursprünglichen Kreditgeber wurden die Anreize für eine risikobewusste Prüfung entfernt. Banken sind vor allem dann gute Informationsverarbeiter und eher dazu in der Lage, die Informationsasymmetrie zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber zu überwinden, wenn sie diese Risiken auch bis zur Tilgung (zumindest teilweise) tragen (*originate and hold* versus *originate and distribute*). In der Revision der Kapitaladäquanzrichtlinie vom Mai 2009 wird unter Vorbehalt einer Anpassung nach oben normiert, dass Banken, die Risiken durch Verbriefungen auslagern, mindestens 5 % des Transaktionsvolumens behalten müssen, damit diese das Risiko mit den Investoren mittragen. Es wäre zu prüfen, ob dieser Prozentsatz ausreichend ist, um Risiken aus der Verbriefung zu vermindern. Der de Larosière-Bericht fordert, dass ein bedeutsamer Teil der Verbriefung zurückgehalten werden soll.¹

1.4 Außerbilanzielle Geschäfte und strukturierte Produkte

Insbesondere der Konkurs von Lehman Brothers und der Beinahekongkurs von AIG, der nur durch staatliche Interventionen verhindert werden konnte, haben deutlich gemacht, dass außerbilanzielle Geschäfte und strukturierte Produkte sehr schnell bilanzrelevant und systemisch werden können. Daher muss darauf geachtet werden, dass diese Geschäfte in geeigneter Form abgebildet und bei den Eigenmittelanforderungen stärker berücksichtigt werden.

1.5 Rechnungslegung

Rechnungslegungsstandards, die in den letzten Jahren immer stärker auf das Tageswertprinzip nach Marktpreisen oder internen Ertragswertmodellen gesetzt haben, haben über Bewertungsgewinne mit zur Entstehung der gegenwärtigen Krise beigetragen und wirken prozyklisch.

Eine breitere inhaltliche Einbindung der europäischen bzw. internationalen Sozialpartnerorganisationen in den IASB (*International Accounting Standards Board*) wäre erforderlich.

Bei der Festsetzung von internationalen Rechnungslegungsvorschriften sollte verstärkt auf Transparenz und demokratische Legitimierung geachtet werden. Der Einfluss des privaten IASB im Rahmen des Rechtsetzungsprozesses sollte auf eine beratende und unterstützende Rolle rückgeführt werden.

1) Jacques de Larosière et al: Bericht der hochrangigen Expertengruppe für Finanzaufsicht. Brüssel 2009.

Eine breitere inhaltliche Einbindung der Sozialpartnerorganisationen in den AFRAC (*Austrian Financial Reporting and Auditing Committee*) wäre anzustreben.

Gläubigerschutz muss in der österreichischen Rechnungslegung Vorrang haben.

Das Vorsichtsprinzip im Sinne des Gläubigerschutzes ist aus Sicht des Sozialpartners von hoher Bedeutung. Dieses Prinzip unterliegt im UGB einer immer stärkeren Zurückdrängung dadurch, dass es immer häufiger zu einer Mischung von Tageswert- und Anschaffungsprinzipien bei einzelnen Positionen des Jahresabschlusses kommt.

Um die Vergleichbarkeit von IFRS-Abschlüssen für Bilanzleser und somit die Transparenz der Jahresabschlüsse zu erhöhen, erscheint eine Mindestgliederung von Bilanz- sowie Gewinn- und Verlustrechnung in IFRS angezeigt. Weiters wäre eine Vereinfachung der Bewertungsvorschriften /-wahlrechte wünschenswert.

Die Bilanzierung nach dem Unternehmensgesetzbuch (UGB) im Einzelabschluss sollte nicht in Richtung „IFRS-light“ Abschluss vermischt werden. Die UGB-Bilanzierung ist weiter klar nach dem Gläubigerschutzprinzip durchzuführen.

Erhöhung der Transparenz bei der Fair-Value Bewertung (Ertragswertprinzip): Überleitungsrechnungen zum UGB-Ansatz sollten den nicht realisierten Bereich erkennen lassen.

Die IAS (*International Accounting Standards*) sollten so angepasst werden, dass Bewertungsmaßstäbe bei der Fair Value-Bewertung nur zum Einsatz kommen, wo zB Börsenkurse einen Anhaltspunkt für die Bewertung liefern. Bewertungen nach der Ertragswertmethode beinhalten die Gefahr, dass nicht realisierte Gewinne zum Ansatz kommen.

Die Kommission plant im Zuge der EU-Strategie „*Better Regulation*“ eine Modernisierung und Vereinfachung der Rechnungslegung. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, dass die Qualität der Rechnungslegung sowie die entsprechende Publizität und Transparenz gegenüber Stakeholdern nicht gefährdet werden. Geringere Unternehmenspublizität widerspricht den Interessen der Stakeholder nach mehr Transparenz und bringt für die Unternehmen keine nennenswerten Einsparungen.

1.6 Zulassung von Finanzprodukten

Finanzprodukte sollten nachweislich gewisse Mindeststandards erfüllen und Risikoprüfungen unterworfen werden. Ein Nachweis über die Erfüllung bestimmter Mindestsicherheitsstandards würde eine bessere Information der Aufsicht bedeuten, die damit systemische Risiken ein-

zelner Produkte und Innovationen und den Nutzen der Produkte besser einschätzen könnte. Die Festlegung von Mindeststandards ist nicht mit Innovationsfeindlichkeit gleichzusetzen. Besonderes Augenmerk ist dabei auf außerbörsliche Transaktionen (OTC) zu legen. Damit überhaupt Mindeststandards installiert werden können, bedarf es vorher einer Transparenz, welche Produkte in welchem Umfang „auf dem Markt“ sind. Ab gewissen Volumina können durch Verwerfungen in diesem Handel nicht nur die beiden Geschäftspartner sondern im schlimmsten Fall auf Grund der Vernetztheit des Finanzsystems mit ihnen ganze Volkswirtschaften und Staaten betroffen sein, wie sich im Zuge der Finanzkrise gezeigt hat.

1.7 Außerbörslicher Derivativenhandel (OTC)

Da ein großer Teil des Volumens der Derivate außerhalb der Börse (OTC) gehandelt wird, halten es die Sozialpartner es im Interesse der künftigen Finanzstabilität für dringend geboten, die makro-ökonomischen Risiken des Derivatemarktes stärker zu beachten und durch die Einrichtung von zentralen Clearingstellen mehr Transparenz in den Markt zu bringen. Weiter gehende Überlegungen könnten bei einer Beschränkung der Positionen und der Margen ansetzen.

1.8 Hedgefonds und Private Equity

Der Ansatz der Kommission, die Regulierung vorwiegend beim Management und nicht bei den Fonds selbst anzusetzen, erscheint problematisch, weil die hohen Hebel, die in Aufschwungphasen eingegangen werden können, in Abschwungphasen und Krisen sowohl durch Mittelabfluss als durch Bewertungsverluste zu Liquiditäts- und Solvenzproblemen führen, die systemisch relevant werden können. Daher sind auch diese Risiken entsprechend zu behandeln. In dem Maße, in dem Finanzmarktakteure Bankfunktionen übernehmen, sollen sie auch einer vergleichbaren Regulierung unterliegen, um Regulierungsarbitrage zu verhindern.

1.9 Rohstoff- und Commodityspekulation

In den letzten Jahren wurde offensichtlich, dass Finanzanleger auch im Bereich der Rohstoff- und Produktenbörsen zu Veranlagungszwecken massiv eingestiegen sind. Dieses verstärkte Engagement von Finanzinvestoren kann zu Verzerrungen bei der Preisbildung wichtiger Rohstoffe wie Erdöl und Lebensmittel sowie in der Folge bei den weltweiten Verbraucherpreisen führen. Es sollte daher restriktive Regulierungen der Veranlagung (sei

es direkt oder über Derivate) von Investmentfonds (OGAW²), Pensionskassen und ähnlichen Anlagevehikeln auf Rohstoff- und Produktenbörsen geben.

1.10 Geschäfte mit Steueroasen und off-shore Zentren

Geschäfte über und in Steueroasen und offshore Zentren führen über Regulierungsarbitrage zur Aushöhlung regulatorischer Standards. Die Sozialpartner begrüßen daher das Bekenntnis der G20 und der EU zu einer harten Haltung gegenüber nicht kooperativen Jurisdiktionen.

1.11 Europäische Finanztransaktionssteuer

Die Sozialpartner unterstützen die Bundesregierung und insbesondere den Finanzminister bei deren Absicht, sich für die verbindliche Einführung einer Finanztransaktionssteuer (FTS) einzusetzen.

Ein Teil der Einnahmen aus der FTS könnte für Zwecke der Sicherung der Finanzstabilität verwendet werden (durch Dotierung eines „Finanzstabilitätssicherungsfonds“, der bei Finanzkrisen in Abstimmung mit nationalen Behörden und der EZB Stabilisierungsmaßnahmen vornimmt).

1.12 Große und komplexe Finanzinstitute

Als Folge der Krise ist zu erwarten, dass es verstärkt zu grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen im europäischen Bankenmarkt kommen wird. Das birgt im Sinne des de Larosière-Berichts die Gefahr, dass Finanzgiganten so groß und komplex werden, dass die angemessene Bewertung ihrer Risiken, denen sie ausgesetzt sind, oder der Risiken, die sie wiederum für die Volkswirtschaft darstellen, eine enorme Herausforderung beinhaltet. Ihre Größe und ihrer systemische Funktion für das gesamte Finanzsystem kann dazu führen, dass sie *'too big to manage,* *'too big to fail* und *'too interconnected to fail* werden. „Dies bedeutet, dass sie die Gesellschaft im Krisenfall insgesamt enormen Kosten aussetzen können und ein akutes Risiko...“ eines ... *'moral hazard* in sich bergen. „...In einigen Fällen können diese Institute sogar „too big to save“ sein, wenn sie z.B. ihre Hauptverwaltung in einem relativ kleinen Land haben oder die Zusammenstellung eines Rettungspakets schlichtweg zu schwierig umzusetzen ist.“³ Es ist daher über die Wettbewerbspolitik im engeren Sinne

2) OGAW = Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, spricht die richtliniengeregelten Investmentfonds, die vorwiegend für das allgemeine Anlagepublikum bestimmt sind.

3) de Larosière (2009), RZ 234.

hinaus auf transnationale Transaktionen zu achten. Die Europäische Kommission hat bei Fusionen verstärkte Aufmerksamkeit und ihre Bereitschaft zu drastischen Maßnahmen signalisiert.

Für kleinere Länder kann ein im Vergleich zur Gesamtwirtschaft relativ großer Bankensektor mit internationaler Ausrichtung auch einen Anstieg der Kosten der Finanzierung der öffentlichen Haushalte bedeuten, wenn Kapitalmärkte die explizite und implizite Garantie des Staates in dessen Anleihezinsen einpreisen (Renditeabstand zur Benchmark).

Ein Ansatz wäre – neben einer wachsamem Wettbewerbspolitik – eine gesetzliche Grundlage für die Abwicklung für den Insolvenzfall von Banken. Im Vordergrund von Stabilisierungs- und Rettungsmaßnahmen muss die Rettung der Bank und ihrer Funktion stehen, ohne gleichzeitig ein bail-out der Eigentümer durchführen zu müssen. Auch der ECOFIN-Rat vom 12.10.2008 fordert die Mitverantwortung der Eigentümer ein.

1.13 Ratingagenturen

Es besteht allgemeiner Konsens, dass das Versagen von Ratingagenturen zur Entstehung der Finanzkrise beigetragen hat. Sie haben dessen ungeachtet aber nach wie vor großen Einfluss, unter anderem auch wenn es um das Rating von Staaten geht.

Die Bedeutung von Ratings in der Gesetzgebung muss deutlich zurückgedrängt werden. Mit dem starken Bezug auf externe Ratings haben die Gesetzgeber bzw. Finanzmarktregulierer Macht an private Agenturen abgegeben. Auch lassen sich Interessenskonflikte nicht gänzlich ausschalten, weil Ratings vom Emittenten beauftragt und bezahlt werden. Banken sollen selbst bewerten: sie sind auch jene, die das Risiko zu tragen haben. Ratingagenturen bewerten Risiken – „verantwortungslos“, aber provisionsgetrieben – ohne für das Risiko verantwortlich zu sein. Das Auseinanderfallen von Anreiz- und Risikostrukturen ist eines der zentralen Elemente der gegenwärtigen Krise.

Es muss sichergestellt sein, dass Kreditgeber und Anleger, wie auch im de Larosière-Bericht gefordert, zu einer sorgfältigeren Bonitätsprüfung angehalten sind, z.B. durch die Rechtsunwirksamkeit von Klauseln, die Zinsanpassungen bei nachträglichen Änderungen von externen Ratings vorsehen.

Wenn überhaupt, sollten für die Eigenmittelunterlegungsvorschriften nur mehr Ratings zugelassen werden, für welche die Ratingagentur keinen Haftungsausschluss (für mangelnde Sorgfalt) geltend macht.

Bei Ratings findet sich sinngemäß meist der Hinweis, dass ein Nutzer seine Anlageentscheidungen nicht auf der Grundlage der von Ratingagen-

turen veröffentlichten Kreditratings oder sonstiger von Ratingagenturen veröffentlichten Meinungsäußerungen treffen (sollte). Für gesetzliche Eigenkapitalvorschriften sollte ein Minimum an Verbindlichkeit Standard sein.

Unterstützenswert ist aus Sicht der Sozialpartner auch das Vorhaben der Kommission, für strukturierte Produkte die Anwendung eines gesonderten Kennzeichnungssystems vorzusehen, womit die Kommission einer Empfehlung der de Larosière-Gruppe folgen würde.

Die Gründung einer europäischen Ratingagentur könnte den Wettbewerb beleben und die Abhängigkeit von den bisherigen Ratingagenturen verringern.

1.14 Corporate Governance und Vergütungssysteme

Größere Aufmerksamkeit ist angesichts der Schwächen, die sich in den letzten Jahren bei Corporate Governance Strukturen gezeigt haben, auch den Anreizstrukturen zu widmen, die von Vergütungssystemen ausgehen. Ansatzpunkte auf globaler und europäischer Ebene wären grundlegende Prinzipien in der zweiten Säule von Basel II.

Dessen ungeachtet finden sich jedoch auch auf nationaler Ebene Ansätze zur Optimierung der Anreiz- und Kontrollstrukturen, um das Ziel einer Stärkung der Nachhaltigkeit und soziale Verantwortung aller Unternehmen zu fördern, wie dies auch am Londoner G20 Gipfel festgehalten wurde.

In der internationalen Diskussion um die Ursachen der Finanz- und Wirtschaftskrise nehmen Vergütungssysteme im Finanzsektor und ihre zum Teil falschen Anreizwirkungen hinsichtlich Risiko einen wichtigen Platz ein. Grundprinzipien wie Angemessenheit und Nachhaltigkeit sollten zentrale Kriterien für die Bemessung von Managerbezügen sein, diese Kriterien sind richtungsweisend für die Steuerung und Kontrolle der Unternehmen. Speziell in Unternehmungen, in denen die öffentliche Hand maßgeblichen Einfluss hat und die künftig staatliche Rettungsmaßnahmen in Anspruch nehmen, soll die Vorstandsvergütung transparenter gestaltet und an Kriterien ausgerichtet werden, welche die Nachhaltigkeit besser abbilden.

Daher sollte eine Koppelung von Gehaltsbestandteilen mit Kurs- und Ertragszielen – wie über *stock options* – erst mit einer Verzögerung und bei Beachtung einer längeren Durchrechnungsperiode herangezogen werden. *Stock option*-Vergütungen haben zur Übernahme unverhältnismäßig großen Risikos geführt und damit ihren Beitrag zur jetzigen Finanz- und Wirtschaftskrise geleistet. Die tatsächliche, jährliche Belastung des Unter-

nehmens aus der Einräumung von *stock options* (Aktienoptionen) sollte im Jahresabschluss zu veröffentlichen sein.

Abfindungen werden in der Regel dann ausbezahlt, wenn befristete Managerverträge vorzeitig aufgelöst werden: Bei der Vertragsgestaltung sollte im Fall der vorzeitigen Beendigung des Vorstandsvertrages die wirtschaftliche Performance des Unternehmens bei der Abfindungshöhe berücksichtigt werden.

Durch die aktuelle Finanz- und Wirtschaftskrise wurde ersichtlich, dass die gesetzlichen Berichtspflichten für Vorstand und Wirtschaftsprüfer sowie die zustimmungspflichtigen Geschäfte des Aufsichtsrats den komplexen Finanzierungs- und Konzernstrukturen der Unternehmen – Zweckgesellschaften, Stiftungen, Derivate, Sale and lease back, Credit Default Swaps – nicht mehr gerecht werden und einer Überarbeitung bedürfen.

1.15 Finanzmarktaufsicht in Österreich

Vertrauen in das Finanzsystem ist eine wesentliche Voraussetzung für dessen Funktionieren. Ziel muss daher eine dauerhafte und nachhaltige Stärkung der Finanzmarktaufsicht (FMA) sein.

Die Kompetenzen wie beispielsweise die Ermittlungs- und Informationsbefugnisse der Behörde sollten im Sinne eines besseren Anlegerschutzes und einer erhöhten Transparenz geprüft und gegebenenfalls ausgedehnt werden.

Eine Lehre aus der Finanzkrise ist, dass Aufsichtsbehörden und Regulierer über ausreichende Ressourcen verfügen sollten und darauf achten müssen, dass die bei ihnen Beschäftigten über ausreichend Know how verfügen und laufend geschult werden, damit sie mit der Entwicklung an den Finanzmärkten mithalten können. Um eine übermäßige Fluktuation zu verhindern, sind entsprechende Anreize – wie eine adäquate Entlohnung – erforderlich.

Im Zusammenhang mit außerbilanziellen Geschäften und off-shore Zentren ist es wichtig, dass die FMA den notwendigen Überblick über sämtliche Niederlassungen der großen österreichischen Finanzinstitutionen hat.

Institutionalisierter Dialog in der FMA: Die Erfahrungen der letzten Jahre haben klar gezeigt, wie wichtig der Dialog und der Informationsfluss zwischen allen Beteiligten ist. So könnte der Informationsaustausch mit der Finanzmarktaufsicht wesentlich gestärkt werden, wenn in einem Beirat ein institutionalisierter Dialog zwischen Branchenvertretern, Arbeitnehmer- und Konsumentenvertretern und Wissenschaft installiert würde.

Darüber hinaus erschiene es sinnvoll, wenn sich Sozialpartner, Regierung, Nationalbank und FMA regelmäßig in einem makroökonomischen Dialog, bei dem auch Finanzmarktstabilitätsfragen behandelt werden sollten, zur besseren gegenseitigen Information und Koordination austauschten.

1.16 Konsumentenschutz

Private Anleger haben mit zum Teil risikoreichen Finanzinstrumenten Geld verloren oder sind von weiteren Verlusten bedroht wie im Fall endfälliger Fremdwährungskredite mit Tilgungsträgern. Nicht immer fand eine optimale Risikoaufklärung statt bzw entsprachen Anlageentscheidungen der speziellen Lebenssituation.

Es sind daher Maßnahmen erforderlich, die von einer besseren Transparenz bis hin zu einer verbesserten Durchsetzbarkeit der Rechte von Verbrauchern und Anlegern reichen. Das Vertrauen in den Finanzdienstleistungssektor muss nicht zuletzt auch mit Blick auf die Stabilität des Finanzmarktes wieder gewonnen und gesichert werden.

Über die bestehenden gesetzlichen Bestimmungen hinaus empfiehlt der Beirat folgende Verbesserungen:

- Die Qualität der Beratung und Vermittlung ist zu verbessern. Dies sollte insbesondere auch für die Qualifikations-, Registrierungs- und Aufsichtserfordernisse für alle Vertriebsarten im Finanzdienstleistungssektor gelten (insbesondere für Finanzdienstleistungsassistenten).
- Es sollte wieder erforderlich sein, die nach dem Kapitalmarktgesetz zu erstellenden Prospekte in deutscher Sprache zu veröffentlichen, wenn eine Emission gezielt auch dem österreichischen Anlegerpublikum angeboten wird, weil sich gezeigt hat, dass im Streitfall vor Gericht die für die Zulassung vor Gericht notwendige Übersetzung ins Deutsche (durch einen beeideten Übersetzer) das Prozessrisiko erhöht und damit den Zugang zur Rechtssprechung wesentlich erschwert.
- Eine verpflichtende „Produktkennzeichnung“ soll in allgemein verständlicher Sprache auf die mit der Anlage verbundenen Risiken hinweisen und dem Anleger vor Vertragsabschluss verpflichtend ausgehändigt werden. Diese auf einen Blick für Anleger erkennbare Information soll alle Schlüsselinformationen wie Kosten, Verfügbarkeit und Risiken zum Produkt zusammenfassen.
- Mehr Verantwortung von Emittenten und Emissionshäusern: Alle Initiatoren von Veranlagungen sollten dafür Sorge tragen, dass die

Distributionskanäle die Verbraucher sorgfältig beraten und zudem für die Beratung und Vermittlung auch tatsächlich befugt sind.

- Information über Absicherung oder Nichtabsicherung von Anlageprodukten. Die Höhe der Einlagensicherung bei Einlagengeschäften ist in jeder Urkunde (beispielsweise im Sparbuch) mitzuteilen.
- Überprüfung der Rücktrittsrechte bei Finanzdienstleistungen in Richtung Vereinheitlichung.
- Die Praxis der Vergabe von Fremdwährungskrediten (insbesondere mit Tilgungsträgern) sollte im Sinne der Entschließung des Nationalrates vom 26. Februar 2009 überprüft werden.
- Förderung der finanziellen Allgemeinbildung; zusätzlich könnte eine anbieterunabhängige Verbraucherberatung angesichts der gestiegenen Komplexität der Finanzprodukte das Risikobewusstsein bei Anlageentscheidungen verbessern.

2. GENESIS UND URSACHEN DER FINANZKRISE

Noch im April 2007 kam der IWF im World Economic Outlook⁴ zum Ergebnis, dass der zu diesem Zeitpunkt bereits seit einigen Monaten zu verzeichnende Einbruch der Preise am Immobilienmarkt in den USA sich vermutlich nicht auf andere Finanzmarktsegmente übertragen wird. Schon im August 2007 wurden Finanzmarktakteure und Regulatoren dann doppelt überrascht: Einerseits korrigierten die Ratingagenturen ihre Bewertungen für hypothekenbesicherte Wertpapiere bzw. strukturierte Produkte gleich um mehrere Qualitätsstufen nach unten. Andererseits wurde bekannt, dass große Mengen dieser speziellen Wertpapiere global von Finanzinstitutionen und insbesondere von Zweckgesellschaften, sogenannten Conduits bzw. SPVs (= special purpose vehicles) gehalten wurden.

Diese praktisch unregulierten Institutionen nahmen die klassische Funktion der Fristentransformation in einem Ausmaß wahr, das bis dahin scheinbar niemandem bekannt war. Ihre Funktion bestand vor allem darin, unter Umgehung bankaufsichtsrechtlicher Vorschriften Geschäfte aus den Bankbilanzen auszulagern. Auf der Aktivseite hielten sie strukturierte längerfristige Wertpapiere, die sie durch die Ausgabe kurzfristiger Papiere – vor allem Commercial Papers – finanzierten. Gleichzeitig erhielten sie dafür Kreditzusagen bzw. Ausfallhaftungen von Banken. Als die Anleger schließlich nicht mehr bereit waren, diese Commercial Papers nach Fälligkeit erneut zu erwerben („zu refinanzieren“), wurde die Krise offensichtlich und breitete sich über Märkte, Institutionen und Länder aus. Die Zweckgesellschaften gerieten unter Druck – der Verkauf der Aktiva scheiterte oft mangels Marktpreisen – wodurch dann jene Banken, die Kreditlinien bzw. Garantien gewährt hatten, von der Krise erfasst wurden.

Dieser Mechanismus aus dem Zusammenwirken der Herabstufung des Ratings von strukturierten Produkten und einer Fristentransformation ungeahnten – und vor allem unverantwortlichen – Ausmaßes durch Zweckgesellschaften, deren Fremdkapitalquote regulatorisch unbeschränkt war, löste einen Flächenbrand aus, der sich zunächst in einem kaskadenartig ausbreitendem Verfall von Vermögenswerten manifestierte. Verstärkt wurde der Preisverfall durch die negative (= prozyklische) Wirkung des damit einhergehenden „*Deleveraging*“: Die Finanzinstitutionen, die in der Boomphase versucht hatten, ihren – an der Relation von Fremd- zu Eigenkapital gemessenen – „Hebel“ zu maximieren, reagierten nun aufgrund von Unsicherheit und mangelnder Refinanzierung mit dessen Reduktion

4) International Monetary Fund (2007), World Economic Outlook, Spillovers and Cycles in the Global Economy, April 2007, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/pdf/text.pdf>

(= *Deleveraging*). Dies verstärkte den ohnehin bestehenden Verkaufsdruck auf Vermögenswerte verschiedenster Art und beschränkte gleichzeitig die traditionellen Möglichkeiten für Kreditfinanzierung.

Ebenfalls zu dieser Dynamik beigetragen hat das Prinzip der Bewertung nach „mark-to-market“ Prinzipien (sogenanntes „fair value accounting“). Die Bilanzierungsvorschriften nach IFRS (International Financial Reporting Standards), die in der Europäischen Union ab 2005 für börsennotierte Unternehmen und Banken und später auch für solche, die Anleihen begeben, rechtswirksam wurden, hatten zu Folge, dass jeder Kursrückgang im Markt unmittelbar in die Bücher eingeht und das Eigenkapital der Bank belastet. Droht das Eigenkapital die aufsichtsrechtlichen Eigenmittelerfordernisse zu unterschreiten, so muss die Bank entweder neues Eigenkapital aufbringen oder sie ist zum Verkauf von Aktiva gezwungen („fire-sale of assets“). Angesichts der dramatischen, weltweit verzeichneten Abwärtsbewegungen an den Finanzmärkten im vergangenen Herbst hat die Europäische Union beschlossen, bereits rückwirkend ab 1. Juli 2008 die Bilanzierungsvorschriften durch Umgliederungsregeln zu ändern. Diese ermöglichen es, in bestimmten Ausnahmefällen, einige Finanzinstrumente aus der Kategorie „zu Handelszwecken gehalten“ („held-for trading“), in der das faire value Prinzip gilt, in andere Kategorien umzugliedern, wie beispielsweise „bis zur Endfälligkeit gehalten“ („held-to maturity“). Damit ist in eingeschränkten Fällen eine Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten möglich. Diese Umgliederungen waren bisher nur nach den in den USA gültigen Bilanzierungsvorschriften (US-GAAP)⁵ möglich und nach IFRS ausdrücklich verboten.

Seit Ausbruch der Krise ist ein wellenförmiger Verlauf der Entwicklung erkennbar. Zahlreiche Institute, die über keine ausreichende eigene Einlagenbasis verfügten, wie etwa die großen Investmentbanken oder Zweckgesellschaften, gerieten rasch zunächst in Illiquidität oder sogar in Insolvenz. In der Folge kam es zu Zusammenbrüchen von Hedgefonds und Banken (z.B. Northern Rock, Bear Stearns) sowie zur Verstaatlichung der staatlich geförderten Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac und zur Teilverstaatlichung weiterer Banken – sowohl in den USA als auch in Europa. Von den fünf großen US-amerikanischen Investmentbanken konnten bis heute nur Morgan Stanley und Goldman Sachs „überleben“, und auch das nur durch die Umwandlung in reguläre Banken (bzw. Bankholdinggesellschaften).

Die Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 löste schließlich eine Kettenreaktion aus und wurde von den Finanzmärkten auch als Signal gedeutet, dass es nicht in jedem Fall zu

5) United States Generally Accepted Accounting Principles.

einem Bail-out für Kreditgeber kommen wird. Die damit einhergehende Unsicherheit über das Liquiditäts- und Solvenzrisiko bzw. das Counterparty-Risiko war aber so groß, dass nahezu das gesamte Kreditgeschäft zwischen den Banken (Zwischenbankmarkt) – das ohnehin bereits seit Mitte 2007 erheblichen Störungen unterlag – zum Erliegen kam. Bereits zuvor manifestierte sich das große gegenseitige Misstrauen der Banken in einer historisch ungewöhnlich starken Verteuerung am Interbankenmarkt durch extrem steigende Risikospreads.

Ein Zusammenbruch des Weltfinanzsystems, der verbreitete Kollaps von Banken, Versicherungen und anderen Finanzinstitutionen mit unabsehbaren realwirtschaftlichen Folgen konnte letztlich nur durch eine historisch einzigartige, international koordinierte Vorgehensweise von Regierungen im Herbst 2008 verhindert werden. Zu den Maßnahmen zählten gleichermaßen die umfassende Rekapitalisierung von Banken, Garantien von Bankenemissionen sowie ausgeweitete Haftungen für Bankeinlagen und allfällige Auffanglösungen (z.B. Verstaatlichungen oder Bad-Banks-Modelle).

Die Notenbanken haben bereits seit Ausbruch der Krise im August 2007 mit umfangreichen Maßnahmen reagiert. Während die US-amerikanische Notenbank Maßnahmen der Liquiditätsbereitstellung für das Bankensystem mit einer forcierten Zinssenkungsstrategie sowie mit dem Einsatz unkonventioneller Maßnahmen der Geldpolitik kombinierte, wählte die EZB eine andere Vorgehensweise. Sie reagierte rasch und effektiv mit großzügiger Bereitstellung von Liquidität an das Bankensystem, um speziell der Anspannung am Geldmarkt (Interbankenmarkt) entgegenzuwirken. Ab Anfang Oktober 2008 entschloss sie sich dann auch, entsprechend dem schon zuvor eingesetzten globalen Zinssenkungszyklus den Refinanzierungszinssatz für den Euroraum bis auf 1% zu senken. Im Vergleich dazu hat die FED seit Krisenbeginn die Leitzinsen um insgesamt 5 Prozentpunkte auf 0,25% gesenkt. Anfang Mai 2009 beschloss der EZB-Rat, zusätzlich auch nicht-konventionelle Maßnahmen der Geldpolitik einzusetzen. Es wurde beschlossen, direkt besicherte Wertpapiere (= *covered bonds*) im Ausmaß von ca. 60 Mrd Euro zu erwerben, um einer drohenden Kreditverknappung entgegenzusteuern und insbesondere im Marktsegment der Immobilienfinanzierung expansiv zu wirken.

Insgesamt konnten die Maßnahmen von Regierungen und Notenbanken einen Zusammenbruch des Weltfinanzsystems verhindern und die angespannte Situation am Interbankenmarkt etwas entschärfen. Im ersten Jahr der Krise konzentrierte sich die Geldpolitik im Euroraum auf die Liquiditätsversorgung des Finanzsystems, die bis heute fortgesetzt und ausgebaut wurde. Dem Bankensystem des Eurosystems wurde praktisch unbegrenzter Zugang zu Notenbankliquidität eröffnet, die Laufzeit der

Tender wurde zuletzt auf ein Jahr erhöht. Mit dem Erwerb von Pfandbriefen hat die EZB ein Programm aufgelegt, bei dem sie die Refinanzierung der Banken zusätzlich erleichtert und gleichzeitig ein wichtiges Segment im Euroraum-Finanzmarkt belebt.

Nicht verhindert werden konnte jedoch eine historisch außergewöhnliche Kontraktion des Wirtschaftsgeschehens; gleichzeitig haben sich die Kreditvergabebedingungen der Banken im Euroraum weiterhin verschärft, wenngleich nicht in der ursprünglich zu befürchtenden Stärke.

Der hier kurz chronologisch dargestellte Krisenverlauf darf keineswegs mit Ursachen der Finanzkrise verwechselt werden, wie dies nur allzu oft – oberflächlich – geschieht. Demnach wäre eine Reform der Ratingagenturen, eine Beschränkung der Verbriefungsmöglichkeit bzw. der Prozyklichkeit in der Kreditvergabe ausreichend, um das Finanzsystem in Zukunft krisenfest zu machen. Mit der Dauer der Krise wurden jedoch nicht nur neue Schwachstellen in der Finanzmarktregulierung offenbar, es zeigte sich auch eine hohe Fragilität des globalen Finanzsystems. Tatsächlich legte die Entwicklung des Finanzsystems offen, dass es sich um eine systemische Krise handelt, die durch ein Ineinandergreifen von mikro- und makroökonomischen Einflussfaktoren erklärt werden kann.

2.1 Mikroökonomische Faktoren

Die besondere Form der Verbriefung von Bankkrediten in Form von strukturierten Produkten war – in Kombination mit Fehlbewertung der Ratingagenturen – ein wesentliches auslösendes Moment dafür, dass sich die Krise so rasch und unerwartet international ausbreitete. Anstelle der erwarteten Diversifizierung des Risikos blieb dieses – über Umwege – dem Bankensystem erhalten. Durch die Umwandlung von traditionellen Bankkrediten in handelbare Titel wurde es zunächst möglich, das Kreditschöpfungspotenzial des Finanzsystems erheblich zu erhöhen. Pensionsfonds, Versicherungen, Hedgefonds und Zweckgesellschaften – aber ebenso Banken außerhalb der Vereinigten Staaten – wurden auf diese Weise zu indirekten Kreditgebern für US-amerikanische Privathaushalte. Die Kredite wurden verbrieft, tranchiert und verpackt und in dieser Form – von Ratingagenturen mit höchster Bonität versehen – weltweit verkauft. Dies war jedoch nur deshalb möglich, weil im Kern schlechte Risiken (z.B. Subprime Kredite) durch Strukturierung zu einem großen Teil in scheinbar erstklassige Aktiva transformiert wurden. Das „*originate and distribute*“-Modell – der Transfer von Kreditrisiken aus der Bankbilanz – führte letztlich dazu, dass die Kredit vergebende Bank die Bonitätsprüfung des Kreditkunden nicht mehr wie traditionell üblich vornehmen zu müssen glaubte. Diese Aufgabe wurde an Ratingagenturen delegiert.

Ratingagenturen standen bereits in der Asienkrise 1997/98 und in der New Economy-Krise 2001 im Zentrum der Kritik. Ihnen wurde vorgeworfen, zu lange zu positive Bewertungen für Schuldner abgegeben zu haben, bei denen das Risiko des Zahlungsausfalls längst markant gestiegen war. Auch bei der Subprime-Krise wird ihnen eine ganz wesentliche Rolle zugeschrieben, da sie mit der Vergabe teilweise unrealistisch guter Ratings und oft gar mit der Bestnote AAA bewerteter verbriefter Wertpapiere den Marktteilnehmern ein viel zu niedriges Risiko der Veranlagung signalisiert haben. Viele Kreditinstitute haben weltweit in Subprime-Bestände nur wegen des „Triple-A“-Ratings investiert und diese Bestnoten unkritisch als gegeben akzeptiert. Zum anderen wird den oligopolistisch strukturierten Ratingagenturen – lediglich drei Agenturen beherrschen den Weltmarkt zu 95% – vorgeworfen, geschönte Urteile über Wertpapiere deshalb abgegeben zu haben, da sie mit den Auftraggebern gleichzeitig Beratungsverträge zur „Bilanzgestaltung“ unterhielten (Sinclair 2008). Problematisch ist schließlich auch die breite Verwendung des Ratings dieser Agenturen, wie z.B. in der Risikobewertung von Bankenaktiva im Rahmen von Basel II.

Neben den Ratingagenturen werden auch die internationalen Bilanzierungsregeln für die Verstärkung der Krise verantwortlich gemacht. Das Prinzip der Bewertung der Aktiva zu aktuellen Marktpreisen („fair value“), das sich erst im Zuge der Internationalisierung der Rechnungslegungsstandards in den letzten Jahren allgemein durchgesetzt hat, wurde als krisenverschärfend kritisiert und mittlerweile auch für jene Aktiva, für die es derzeit keine aktiven Märkte gibt, außer Kraft gesetzt. Zahlreiche strukturierte Produkte landeten in von Banken eingerichteten Zweckgesellschaften. Der Umstand, dass diese als unregulierte Schattenbanken Risiken einer Fristentransformation ungeahnten und systemgefährdenden Ausmaßes eingegangen sind, hat wesentlich zur Verschärfung der Krise beigetragen. Das Bankensystem selbst hielt aus dieser Konstruktion heraus selbst nur minimal Eigenkapital über das regulatorische Eigenkapital hinaus. Dazu kommt, dass es das Baseler Regelwerk erlaubte, regulatorisches Eigenkapital aufgrund eigener bankinterner modellbasierter Risikoabschätzungen zu bestimmen. Das wurde von vielen Banken dazu genützt, das Eigenkapital auf ein absolutes Minimum zu reduzieren. Dementsprechend rasch wurden in der Krise Liquiditäts- und Solvenzprobleme virulent, verstärkt durch das Instrument der Kreditderivate. Schließt eine Bank für ein hypothekengesichertes Wertpapier in der Bilanz für dessen Ausfallrisiko eine Kreditversicherung ab, so ist das Ausfallrisiko nicht unterlegungspflichtig (Hellwig 2008).

Die Übertragung der Finanzkrise auf die Realwirtschaft wurde durch die – erst heute anerkannten – prozyklischen Wirkungen der Eigenmittelvorschriften verschärft. Basel II sorgt für eine genauere Differenzierung

der einzelnen Kreditrisiken, sei es aufgrund von externen Ratings, sei es aufgrund der eigenen internen Ratings der Banken. Dies zwingt aber umgekehrt die Banken, bei Zahlungsverzug unmittelbar und kurzfristig die Kreditwürdigkeit der Schuldner neu zu bewerten, die Bilanzwerte der betreffenden Kredite nach unten anzupassen und die Kredite mit zusätzlichem Eigenkapital zu unterlegen. In Summe erzwingt dies im konjunkturellen Abschwung ein weiteres Deleveraging.

2.2 Makroökonomische Faktoren

In den Jahren vor dem Ausbruch der Krise haben sich die globalen makroökonomischen Ungleichgewichte stark ausgeweitet, die jetzt abrupt und schmerzhaft korrigiert werden (müssen). Länder mit besonders starkem Konsumwachstum und niedriger Sparquote verzeichneten hohe Leistungsbilanzdefizite – wie etwa die USA, aber auch europäische Länder wie das UK, Spanien oder Irland. Finanziert wurden diese Leistungsbilanzdefizite durch die Ersparnisse der Überschussländer, vor allem Asiens aber auch Teile Europas (Deutschland, Österreich, Niederlande). Indirekt finanzierten damit China, Japan und Deutschland die Kredite für die Immobilienblase in diesen Ländern. Die starke und sich über viele Jahre aufbauende Passivierung der Leistungsbilanz der Vereinigten Staaten hätte im Prinzip zu einer starken Abwertung des US-Dollar führen müssen. In der abrupten Abwertung des Dollars wurde deshalb auch in den letzten Jahren vielfach die eigentliche Gefahr für die Weltwirtschaft gesehen.⁶ Dieser realwirtschaftliche Anpassungsmechanismus wurde jedoch längere Zeit unterbunden, da viele Schwellenländer in hohem Maß Dollarbestände ankauften, um eine handelspolitisch unerwünschte Aufwertung ihrer heimischen Währungen zu verhindern. Da sie die – teilweise auch durch Devisenmarktinterventionen – erworbenen Aktiva mittel- und langfristig in den Vereinigten Staaten anlegten und dort den langfristigen Zinssatz nach unten drückten, sorgten sie zugleich für eine reibungslose Finanzierung der zunehmenden US-Leistungsbilanzdefizite. Dazu kam, dass umfangreiche *Carry Trades* zwischen US-Dollar und Yen über den Abwertungsdruck auf die japanische Währung dazu führten, dass eine stabilisierende Wechselkursbewegung ausblieb. Die derzeit beobachtbare ungeordnete Korrektur der globalen weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte bedeutet konsequenterweise nun nicht nur eine deutliche Reduktion der Leistungsbilanzdefizite, sondern auch der Leistungsbilanzüberschüsse. Das trifft insbesondere die stark exportorientierten Länder hart, wie etwa Deutschland und Österreich.

6) Siehe IMF (2005), World Economic Outlook. April 2005

Bei der Betrachtung der globalen makroökonomischen Ungleichgewichte als Krisenverstärker wird ein wesentlicher Aspekt übersehen. Sowohl in den Überschussländern als auch in den Defizitländern (insb. USA, Japan, EU) sanken bzw. stagnierten die Lohnquoten bis 2008: die reale Lohnentwicklung konnte mit der Produktivitätsentwicklung nicht mithalten, die Einkommens- und insbesondere die Vermögensverteilung innerhalb der Länder ist ungleicher geworden. Die Überschussländer, in denen zwar die internationale Wettbewerbsfähigkeit hoch, die heimische Nachfrage aber zu schwach für einen selbst tragenden Aufschwung ist, exportieren und finanzieren mit ihren Kapitalexporten die Nachfrage in Defizitländern, in denen die Haushalte kreditfinanziert konsumieren.

Eine Kehrseite der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte ist, dass sich laut einer McKinsey Studie (2008) zwischen 2000 und 2007 das globale Finanzanlagevermögen von 94 Billionen Dollar auf 196 Billionen Dollar etwa verdoppelt hat und 2007 das 3,6-fache des Weltsozialprodukts betrug (das im selben Zeitraum nominell lediglich um rund 70% zunahm). Eine Reform der Weltfinanzarchitektur muss daher nicht nur globale makroökonomische Ungleichgewichte adressieren, sondern auch die Frage der mit diesen verbundenen globalen Ungleichgewichte in der Einkommens- und Vermögensverteilung (Samuelson 2004).

Auch in Österreich stieg das Geldvermögen des privaten Haushaltssektors zwischen 2000 und 2007 markant von etwas über 300 Mrd. Euro bis auf fast 450 Mrd. Euro (im Jahr 2008 dürfte es sich um geschätzte 18 Mrd. Euro weiter erhöht haben). Da allerdings ein nicht unwesentlicher Teil der Zunahme des Geldvermögens in diesem Zeitraum auf Kursgewinne zurückzuführen war, führte die Finanzkrise auch in Österreich zu erheblichen Bewertungsverlusten im Geldvermögen. Diese betragen zwischen dem Beginn der Finanzkrise zu Jahresmitte 2007 und dem Jahresende 2008 rund 30 Mrd. Euro, wovon etwa 2/3 auf Kursverluste bei Aktien entfielen. Gleichzeitig mussten dadurch auch in Aktien veranlagte Investmentfonds und Pensionskassen entsprechende Vermögensverluste hinnehmen.

Vielfach wurde in der Diskussion einseitig auf die Rolle und den Einfluss der (US-)Zinspolitik⁷ auf Vermögenspreise hingewiesen. Eine solche Diskussion greift zu kurz, weil die Geldpolitik vorwiegend Einfluss auf die Zinsen für kurze Fristen hat, und weil sie viele andere Faktoren nicht berücksichtigt, wie die oben erwähnte Struktur der betroffenen Märkte und die Ausgestaltung der Finanzierungsinstrumente sowie die der Finanzkrise vorangegangenen Deregulierungsschritte. Zudem ist es allgemein an-

7) In diesem Zusammenhang ist daran zu erinnern, dass die Geldpolitik – speziell in den USA – zunächst durch die Konsequenzen des Platzens der dot.com Blase am Aktienmarkt (2000) und unmittelbar anschließend durch die befürchteten ökonomischen Folgen der Ereignisse vom 11. September 2001 geprägt war.

erkannt, dass die Geldpolitik die Entstehung von Vermögenspreisblasen („*bubbles*“) durch „*asset price price targeting*“ nicht verhindern kann und Gefahr läuft, die „*asset price bubble*“ um den Preis einer monetär induzierten realwirtschaftlichen Krise zum Platzen zu bringen.

2.3 Politökonomische Faktoren

Finanzkrisen systemischer Natur treten häufig nach überzogenen Deregulierungsphasen auf. Seit Ende der 1970er Jahre hat sich deren Häufigkeit und Intensität erhöht (Rogoff und Reinhart 2009). Caprio et al. (2003) registrieren in einer Übersicht weltweit an die 120 systemische Finanzkrisen (von Banken- bis zu Wechselkurskrisen), die allerdings in der Regel begrenzt blieben und überwiegend Länder mit niedrigem BIP pro Kopf sowie Schwellenländer betroffen haben. Den Forderungen nach umfassender Regulierung des Weltfinanzsystems, wie sie etwa nach der Asienkrise Ende der 1990er Jahre oder nach dem Zusammenbruch des Hedge Fonds LTCM im Jahr 1998 erhoben wurden, wurde stets mit dem Argument begegnet, Finanzmärkte seien grundsätzlich effizient und stabil, und auftretende Probleme seien vor allem Ausdruck zu geringer Transparenz. Lange wurde versucht, dieses Argument auch in der gegenwärtigen Krise aufrecht zu erhalten, seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers allerdings nur mehr wenig erfolgreich. Trotz zahlreicher Krisen wurde im letzten Jahrzehnt der Deregulierungsprozess weiter vorangetrieben. Parallel dazu wurde zwar die Überwachungs- und Empfehlungsintensität (z.B. durch das Financial Stability Board) erhöht; in einigen Bereichen konnte auch eine gewisse Re-regulierung (Basel II) beobachtet werden, die jedoch sehr stark an kapitalmarktrelevanten Kriterien – wie Ratings oder Marktbewertungen – orientiert war (Redak 2006). Erst unter dem Eindruck der Ereignisse ab Sommer 2007 setzte hier ein markantes Umdenken ein, dessen Konsequenzen in der Zwischenzeit von den G20-Beschlüssen zur Reform der internationalen Finanzarchitektur bis zum Entwurf einer neuen europäischen Finanzaufsichtsstruktur reichen.

Gerade diese aktuellen, durch die Krise ausgelösten Reformbestrebungen unterstreichen aber auch, dass ein umfassendes Verständnis der Ursachen der Finanzkrise einer Analyse von langfristigen, über den engeren ökonomischen Bereich hinausgehenden Einflussfaktoren bedarf. Auffällig erscheint dabei, dass sich in der Vergangenheit die staatlichen Behörden tendenziell aus der Regulierung zurückgezogen haben bzw. das Anwachsen weitgehend unregulierter Finanzmarktbereiche mindestens akzeptiert wurde. Die Regulierungsfunktionen wurden vielfach an unabhängige Institutionen und auch an die Finanzindustrie selbst delegiert, denen sowohl bei den Prinzipien der Regulierung, als auch bei deren Umsetzung immer

mehr Einfluss eingeräumt wurde. Beispiele dafür sind etwa die Ratingagenturen (z.B. deren Rolle in Basel II), aber auch der International Accounting Standards Board (IASB), ein privatrechtlich organisiertes Bilanzierungsgremien, das die Rechnungslegungsvorschriften – „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) – erstellt. Parallel dazu entwickelte sich das angelsächsische Selbstregulierungsmodell („*light touch regulation*“) zum Orientierungsstandard, entsprechend dem die Aufsichtsinstanzen und Regierungen – oft im Interesse der Wettbewerbsfähigkeit des eigenen Finanzplatzes – schwache und wenig effiziente Regulierung nicht verhindert, toleriert oder sogar vorangetrieben („*regulatory capture*“) haben (Mooslechner et al. 2006).⁸ Vor diesem Hintergrund führte die nach wie vor primär nationale Orientierung der Regulierungsstrukturen in globalen Märkten zum Ausnützen von Regulierungsdifferenzen („regulatorische Arbitrage“) und zu weltweitem Druck auf die Regulierungsstandards.

Insgesamt hat die gegenwärtige Finanzkrise ein weites Spektrum an Schwachstellen sichtbar werden lassen, die vom grundlegenden Verständnis der gesamtwirtschaftlichen Rolle von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen über die Ausgestaltung der Regulierungssysteme bis zur dringend erforderlich gewordenen stabilisierenden Rolle des Staates und generell der Wirtschaftspolitik reichen. Sowohl kurz- wie mittelfristig galt und gilt es, das Finanzsystem durch eine Reihe von eher kurzfristigen Maßnahmen zu stabilisieren, die negativen Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft zu dämpfen sowie gleichzeitig neue wirksame Rahmenbedingungen zur Vermeidung ähnlicher Entwicklungen in der Zukunft zu entwickeln. Die spezielle Charakteristik der Krise als eines Zusammenstößens von „Marktversagen“ und „Regulierungsversagen“ und anderen Faktoren macht das zu einer gewaltigen Herausforderung, der sich die Wirtschaftspolitik national wie international sicherlich noch einige Zeit zu widmen haben wird.

8) Ein signifikantes Beispiel in dieser Hinsicht war beispielsweise die Abschaffung ohnedies nur freiwilliger Regulierungsansätze für den Derivativhandel in den USA.

3. STABILISIERUNGSMASSNAHMEN

Schon relativ rasch nach dem Konkurs von Lehman Brothers am 15. September 2008 und der Übernahme von Merrill Lynch für 50 Mrd USD durch die Bank of America, war klar geworden, dass die schon 7 Quartale dahinschwelende Krise sich nicht auf einzelne Märkte und Volkswirtschaften beschränken würde. Was folgte war eine Vertrauenskrise unter den Banken und gegenüber Banken, die das Weltfinanzsystem an den Rand der Kernschmelze gebracht hat. Das sofortige Einspringen der Zentralbanken – quasi als Substitut für den völlig zum Erliegen gekommenen Interbankenmarkt – und Haftungsübernahmen durch die öffentlichen Hände verhinderten Schlimmeres. Es wurde aber rasch klar, dass der Abschreibungsbedarf der Branche und die Verluste einzelner Institute zu so massiven Kapitalverlusten führen, dass es ohne die Zuführung zusätzlicher Eigenmittel zu Insolvenzen kommen würde – mit weitreichenden Folgen für die Volkswirtschaften.

Nachdem eine Initiative von Präsident Sarkozy zu einem europäischen Bankenstabilisierungsfonds aufgrund der offenen Frage der Lastenteilung gescheitert war, einigten sich die Wirtschafts- und Finanzminister am ECOFIN-Rat vom 7. Oktober 2008 in Luxemburg auf folgende Eckpunkte und Grundsätze:

Systemisch relevante Finanzinstitute sind zu unterstützen, die Stabilität der Märkte zu stärken und die Spareinlagen zu sichern. Das entschlossene Vorgehen der EZB sowie der nationalen Notenbanken wird begrüßt und gleichzeitig betont, dass weiterhin die notwendige Liquidität zur Verfügung gestellt wird, um Vertrauen und Stabilität zu schaffen. Die Finanzinstitute werden zu voller Transparenz aufgefordert, und der ECOFIN-Rat wird die diesbezüglichen Fortschritte sorgfältig beobachten. Bei allen Maßnahmen seitens der Mitgliedstaaten wird folgenden Grundsätzen Rechnung getragen:

- Sicherstellung rechtzeitiger und zeitlich befristeter Interventionen;
- Wahrung der Interessen der Steuerzahler;
- Miteinbeziehung der Aktionäre in die Verantwortung;
- Möglichkeit der Herbeiführung von Managementwechseln durch die Regierung;
- Vermeidung ungerechtfertigter Vorteile für das Management, einschließlich der Interventionsmöglichkeit der Regierung in Gehaltsfragen;
- Schutz legitimer Wettbewerbsinteressen insbesondere durch die Grundsätze des Beihilfenrechts;
- Vermeidung negativer Spillovers.

Am 12.10.2008 einigten sich die Finanzminister der Eurozone auf einem Sondergipfel auf gemeinsame Regeln für nationale Rettungspläne zugunsten des Finanzsektors. Als gemeinsame Ziele werden eine Einlagensicherung und das Bewahren der Systembanken vor dem Zusammenbruch festgelegt.⁹

3.1 Das österreichische Bankenpaket

Die Maßnahmen des österreichischen Bankenpakets zielen nach den erläuternden Bemerkungen in der Regierungsvorlage auf die Stärkung des Interbankmarktes, die Behebung einer beträchtlichen Störung im Wirtschaftsleben Österreichs, die Sicherstellung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts sowie den Schutz der österreichischen Volkswirtschaft und des Finanzmarktes. Zur Erreichung dieser Ziele sieht das österreichische Maßnahmenpaket mit einem Gesamtvolumen von 100 Mrd Euro vier Teile vor.¹⁰ Mit dem Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetz wurden 10 Mrd Euro aus diesem Paket für Haftungen für Unternehmenskredite umgewidmet.

- Das Interbankmarktstärkungsgesetz (IBSG) regelt die Instrumente zur Bereitstellung von Liquidität.
- Im Finanzmarktstabilitätsgesetz (FinStaG) ist geregelt, in welcher Form sich der Staat an der Rekapitalisierung von Banken und Versicherungen beteiligen kann.
- Einlagensicherung: Im Bankwesengesetz wurde die Einlagensicherung entscheidend ausgeweitet.
- Stärkung der Finanzmarktaufsicht

Die Bedingungen und Auflagen an die Banken und Versicherungen für die Inanspruchnahme der vorgesehenen Instrumente wurden in einer Verordnung zum Bankenpaket näher geregelt. Viele Kann-Bestimmungen lassen der Regierung bei Anwendung der Maßnahmen einigen Spielraum. Auf Grund der Bestimmungen des europäischen Wettbewerbsrechtes musste das österreichische Maßnahmenpaket von der Europäischen Kommission genehmigt werden. Die Genehmigung erfolgte am 10.12.2008 mit einer Laufzeit bis 30.6.2009 und wurde im Frühjahr bis Jahresende 2009 verlängert. Einer der zentralen Verhandlungspunkte war dabei die Angemessenheit der Zinsen.

3.1.1 *Belebung des Interbankenmarktes und Garantien für Wertpapieremissionen*

Zur Belebung des Interbankenmarktes errichteten die Banken eine eigene Gesellschaft als Clearingstelle bei der Oesterreichischen Kontrollbank, die

9) http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13260_en.pdf

10) https://www.bmf.gv.at/Finanzmarkt/ManahmenpaketzurSic_9175/_start.htm

Oesterreichische Clearing Bank (OeCAG)¹¹. Diese mit einer Haftung des Bundes ausgestattete Clearingstelle reicht die aufgenommenen Gelder über eine webbasierte Clearing- und Auktionsplattform an jene Banken und Versicherungen weiter, die einen Liquiditätsbedarf aufweisen. Die Gesellschaft erbringt ihre Leistungen gegen marktkonformes Entgelt und Ausleihzinsen, welches auch das von ihr gegenüber dem Bund zu leistende Haftungsentgelt berücksichtigt. Österreich orientiert sich bei der Festlegung der Garantieprovisionen für die Banken an Empfehlungen der Europäischen Zentralbank, zudem ist die Bestellung von Sicherheiten entsprechend zu berücksichtigen. Zur Mittelaufbringung ist zusätzlich die Emission von Wertpapieren vorgesehen. Der Bund kann dabei eine Haftung für die von der Clearing Bank ausgegebenen Wertpapiere übernehmen.

Die Clearingbank verfügt zur Erfüllung ihrer Aufgaben über drei Instrumente: Zur effizienten und marktkonformen Organisation und Abwicklung der Mittelaufbringung und Mittelverwendung hat die OeCAG mit der Oesterreichischen Kontrollbank (OeKB) im Rahmen eines Dienstleistungs- und Geschäftsbesorgungsbetrages eine webbasierte Clearing- und Auktionsplattform eingerichtet. Die Clearingbank nimmt im Rahmen ihrer Veranlagung Geldmarkteinlagen mit Laufzeiten bis zu 12 Monate weniger 1 Tag entgegen. Weiters bietet die OeCAG Geldmarkt-Schuldverschreibungen (Commercial Papers) mit Bundesgarantie im gleichen Laufzeitspektrum an. Ausleihungen der OeCAG erfolgen fristen- und währungskonform. Für die Ausfallhaftung und Garantien der Republik Österreich wird ein Haftungsentgelt von 50 Basispunkten im Ausleihungszinssatz berücksichtigt.

Die Clearing Bank hat ihre Geschäftstätigkeit am 13.11.2008 aufgenommen und bisher ein Finanzierungsvolumen 7,9 Mrd Euro (Stand: Mitte Oktober 2009) über die Auktionsplattform umgesetzt. Die Inanspruchnahme bei den bisherigen Auktionen ist gemessen am Bedarf und liegt unter den Erwartungen. Haftungen für Bankemissionen haben bisher die Erste Group Bank AG, die Hypo Alpe-Adria-Bank International AG, die Kommunalkredit Austria AG, die Österreichische Volksbanken AG und die Raiffeisen Zentralbank Österreich in Anspruch genommen.¹²

Zusätzlich sieht das IBSG vor, dass der Bund eine Haftung für Wertpapieremissionen der Kreditinstitute übernehmen kann. Die Laufzeit darf höchstens 5 Jahre betragen. Insgesamt ist für die Verbindlichkeiten der Clearing Bank und für Wertpapieremissionen der Kreditinstitute ein Haftungsrahmen von 65 Mrd Euro vorgesehen¹³. Zum Stand vom 30.6.2009

11) <http://www.clearingbank.at/>

12) Quelle: <http://www.clearingbank.at/>

13) Im Rahmen des ULSG wurden 10 Mrd Euro an Haftungsrahmen aus dem Haftungsrahmen nach IBSG umgewidmet, womit sich der Rahmen nach dem IBSG von 75 auf 65 Mrd. Euro reduzierte.

wurde das Garantievolumen für Bankenemissionen mit einem Betrag von 16,8 Mrd Euro vergeben, das entspricht einer Ausnutzung von 26% des Haftungsrahmens nach dem IBSG.

Da trotz der Stabilisierungsmaßnahmen vor allem bei größeren nicht-finanziellen Unternehmen und für längerfristige Kredite (siehe Abschnitt E) nach wie vor Finanzierungsprobleme feststellbar sind, wurde ein Teil (10 Mrd Euro) der für das IBSG reservierten Garantiesumme zugunsten von Garantien für die Finanzierungskredite für Großunternehmen im Sinne des UGB im Rahmen des Unternehmensliquiditätsstärkungsgesetzes (ULSG) umgewidmet.

3.1.2 *Rekapitalisierung von Banken und Versicherungen*

Das Finanzmarktstabilitätsgesetz (FinStaG) ermächtigt den Bundesminister für Finanzen zu Maßnahmen zur Stärkung der Eigenkapitalausstattung von Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen. Dies kann u.a. in Form von Haftungsübernahmen für ausfallgefährdete Kredite und Veranlagungen, in Form der Bereitstellung von Eigenkapital, insbesondere Partizipationskapital, aber auch durch den Erwerb von Gesellschaftsanteilen an Instituten (also durch Eigentumsübernahme) durch den Bund erfolgen. Für diese Maßnahmen stehen bis zu 15 Mrd Euro zu Verfügung. Dieser Betrag kann jedoch insoweit überschritten werden, als die vorgesehenen Finanzmittel für das IBSG noch nicht ausgeschöpft sind.

Für alle im FinStaG vorgesehenen Instrumente sind marktkonforme Entgelte und Zinsen vorzusehen. Bei den genauen Konditionen für staatliche Rekapitalisierungsmaßnahmen¹⁴ (Partizipationskapital) ist zu unterscheiden zwischen gesunden („*sound banks*“) und nicht-gesunden („*distressed banks*“) Banken; die Unterscheidung erfolgt nach Vorgaben der Kommission zum FinStaG. Für gesunde Banken wurde ein Verzinsungskorridor zwischen 9,3% und 7% fest gelegt. Für gesunde Banken wird grundsätzlich eine Vergütung in Form einer Dividendenausschüttung eingefordert, die jährlich nicht unter 9,3% liegt. Diese Mindestdividende kann jedoch auf 8% abgesenkt werden, wenn die Rückzahlung zu 110% des Nennwertes erfolgt oder wenn mindestens 30% der Kapitalzufuhr von Privaten gezeichnet werden, solange diese 30% zu nicht mehr als 1/3 von „Altaktionären“ und zumindest 2/3 von Dritten gezeichnet werden.

Für den Fall der Nichtrückzahlung nach dem fünften Jahr ist eine Step-up Klausel vorgesehen, nach der im sechsten und siebenten Jahr die Dividende jeweils um 50 Basispunkte, im achten Jahr um zusätzliche 75 Basispunkte, ab dem neunten Jahr jeweils um zusätzliche 100 Basispunk-

14) https://www.bmf.gv.at/Finanzmarkt/ManahmenpaketzurSic_9175/RechtlicheGrundlagen/BMF-Homepage_EK-Entscheidung.pdf

te steigt; insgesamt ist die Dividende jedoch mit dem Maximalwert von 12-Monats-Euribor plus 1.000 Basispunkte begrenzt. Zusätzlich beträgt der Rückzahlungskurs nach dem zehnten Geschäftsjahr für das Partizipationskapital 150% des Nennwertes, wobei die erhöhte Rückzahlung in einer entsprechenden Steigerung des Unternehmenswertes Deckung finden muss.

Für Dividenden von „Altaktionären“ besteht für den Zeitraum der Inanspruchnahme staatlicher Hilfe eine Ausschüttungsbegrenzung von 17,5% des ausschüttungsfähigen Gewinns vor Rücklagendotierung. Diese Begrenzung entfällt, wenn sich Private zu mehr als 30% an der Kapitalzufuhr beteiligt haben, solange wiederum von diesen 30% zu nicht mehr als 1/3 von bestehenden Aktionären und zu mindestens 2/3 von Dritten gezeichnet werden.

Für nicht-gesunde Banken ist eine marktorientierte Vergütung in Form von Dividendenausschüttungen von mindestens 10% vorgesehen. Weiters gilt für nicht-gesunde Banken ein absolutes Verbot von Dividendenausschüttungen an andere Aktionäre, das nur im Rahmen eines der Europäischen Kommission notifizierten Umstrukturierungsplans gelockert oder aufgehoben werden kann.

Im November 2008 erfolgte die Gründung der Finanzmarkteteiligung Aktiengesellschaft (FIMBAG), die im Alleineigentum der ÖIAG steht. Dieses Unternehmen ist mit der Durchführung von Maßnahmen zur Kapitalstärkung von Banken und Versicherungsunternehmen sowie der Verwaltung der im Zuge dieser Maßnahmen erworbenen Beteiligungen beauftragt.

Im Zuge der Entstehung des Bankenpakets gab es in der öffentlichen Diskussion Forderungen nach klareren Bedingungen und Auflagen für die Inanspruchnahme der einzelnen Instrumente. Diese Forderungen wurden nur teilweise umgesetzt. Vieles blieb im Gesetz unklar und sollte durch eine Verordnung bzw. in den Verträgen mit den Banken geregelt werden. Die Regelungen in der Verordnung zum Bankenpaket beziehen sich u.a. auf die Nachhaltigkeit der Geschäftspolitik, die Eigenmittel, die Mittelverwendung, die Managementvergütungen, die Gewinnausschüttungen, die Entgelte und die Arbeitsplätze. Aufgrund der vielen Kann-Bestimmungen und unpräziser Festlegungen lässt die Verordnung der Regierung einen erheblichen Interpretationsspielraum, was auch zu Verzögerungen bei der Notifizierung an die Europäische Kommission geführt hat. Wenig präzise ist die Verordnung etwa in der Frage, in welchem Ausmaß die begünstigten Institute die ihnen zugeführten Mittel zur Kreditvergabe an Unternehmen, (vor allem auch KMU) und die privaten Haushalte zur Überwindung einer allenfalls bestehenden „Kreditklemme“ verwenden müssen. Ebenso unklar bleibt die Höhe der Managementvergütung, die gemäß der Verordnung nur dem Kriterium der Angemessenheit genügen

muss. Problematisch ist dabei auch, dass die Vereinbarungen zwischen Bund und begünstigten Unternehmen, welche die Bedingungen im Einzelfall spezifizieren, nicht öffentlich sind.

Beim Instrument des nominal zurückzahlbaren Partizipationskapitals ist dieses bei der Ausschüttung von Dividenden zuerst gereiht, Ertragschancen durch Kursgewinne und Mitspracherechte gegenüber Stammkapital eingeschränkt, im Konkursfall teilt es das Schicksal des Stammkapitals. Verstärkt wird diese Asymmetrie noch, wenn auf ein Wandlungsrecht seitens des Bundes verzichtet wird. Bei ungünstiger Entwicklung kann es zum Ausfall der Zinszahlungen kommen, ohne dass – wie im Falle von Vorzugsaktien – das Stimmrecht auflebt. Im ungünstigsten Fall droht wie auch bei anderen Eigenkapitalinstrumenten der Verlust des eingesetzten Kapitals. Im günstigen Fall einer raschen Rückkehr in die Gewinnzone und steigenden Kursen können die SteuerzahlerInnen nicht an den Kursgewinnen partizipieren.

Bis September 2009 hat die Hypo Group Alpe Adria Partizipationskapital in der Höhe von 900 Mio Euro mit einer Verzinsung von 8% in Anspruch genommen, die Zuzählung erfolgte am 29.12.2009. Die näheren Konditionen sind nicht bekannt.¹⁵

Die Volksbanken AG hat in ihrer Aufsichtsratssitzung am 26. März 2009 beschlossen, Partizipationskapital in Höhe von 1 Mrd. Euro mit einer Verzinsung von 9,3% und einer Laufzeit von zehn Jahren aufzunehmen. Zusätzliches Geld erhält die wegen der Kommunalkredit-Verluste in Bedrängnis geratene Volksbanken AG von ihren Eigentümern: Die Volksbanken versorgen ihr Spitzeninstitut mit Geld, indem sie der ÖVAG fünf kleinere Banken abkaufen. Der Preis soll zwischen 200 und 250 Mio. Euro liegen.¹⁶

Bei der Raiffeisen Zentralbank (RZB) wurde die Hereinnahme von staatlichem Partizipationskapital in der Höhe von 1,75 Milliarden Euro beschlossen. Auf das Wandlungsrecht wurde von Seiten des Bundes verzichtet. Die Verzinsung beträgt 8%, nach dem der Privatanteil von 30 Prozent erreicht werden konnte. Die Bank wird damit ihre eigene Kapitalbasis stärken und zufließende Mittel auch in der Gruppe verteilen. Einen Teil davon reicht die RZB an ihre börsennotierte Tochter Raiffeisen International (RI) weiter, an der sie rund 70 Prozent hält.

Die Erste Group hat am 27. Februar 2009 mit der Republik Österreich die im Oktober 2008 angekündigte Vereinbarung über ein staatliches Maßnahmenpaket abgeschlossen. Dieses sieht die Aufnahme von Partizi-

15) Für das abgelaufene Geschäftsjahr fallen die Zinszahlungen an den Bund aus, für das laufende Geschäftsjahr ist ebenfalls mit einem Verluste der Hypo Group Alpe Adria zu rechnen. Siehe dazu „die Presse“ vom 29.5.2009: „Staatsgeld: Banken können Zinsen nicht zahlen“ <http://diepresse.com/home/wirtschaft/economist/483324/index.do?from=suche.intern.portal>

16) Siehe Kurier bzw. „Die Presse“ vom 27. März 2009.

pationskapital und Hybridkapital im Ausmaß von bis zu 2,7 Mrd. Euro vor. Die Erste Group hat das Partizipationskapital basierend auf dem Beschluss der Hauptversammlung vom 2.12.2008 Mitte bis Ende April dem Publikum und den bestehenden Aktionären im Rahmen ihrer Bezugsrechte sowie privaten und institutionellen Investoren zur Zeichnung angeboten und konnte das erforderliche Volumen privat platzieren. Gemäß den gesetzlichen Bestimmungen kommt es daher zu keiner Beschränkung der Dividendenausschüttung und zu einer Verzinsung des Partizipationskapitals in Höhe von 8%. Mit der Ausgabe des Partizipationskapitals ist kein Recht auf Wandlung der Partizipationsscheine in Stammaktien verbunden. Sollte das Kapital nicht rückgeführt werden, würde die Verzinsung im sechsten und siebenten Jahr um jeweils 0,5 Prozentpunkte, im achten Jahr um 0,75 Prozentpunkte und danach jedes Jahr um einen Prozentpunkt ansteigen. Insgesamt ist die Verzinsung jedoch mit dem Maximalwert in Höhe des 12 – Monats – Euribor zuzüglich 10% begrenzt. Das Gesamtpaket ermöglicht auch eine Emission von Hybridkapital durch die Erste Bank Österreich zu einem Zinssatz von zumindest 8,15% p.a.¹⁷

Am 28. August kam es zwischen der Republik und der BAWAG zu einer Einigung über eine Kapitalstärkungsmaßnahme durch die öffentliche Hand im Ausmaß von 550 Mio Euro in Form von Partizipationskapital mit einer Verzinsung von 9,3 Prozent. Voraussetzung für die Einigung war zum Einen dass auch die Eigentümer Kapital zuschießen (Cerberus hatte Anfang August 205 Mio Euro Kapital eingebracht), und zum Anderen, dass es keinen Verzicht auf das Wandlungsrecht durch die Republik gibt, sollten Zinszahlungen über zwei Jahre ausfallen.

Am 18. März wurde bekannt gegeben, dass die Unicredit insgesamt bis zu 4 Mrd. Euro an staatlichem Kapital anstrebt. Davon entfallen bis zu 2,7 Mrd. Euro an Partizipationskapital für die Bank Austria.¹⁸ Das Kapital für die Bank Austria soll nicht nur in Österreich, sondern auch für die Osteuropa-Aktivitäten der Bank Austria verwendet werden. Um das Geld zum günstigeren „Marktzins“ von 8% aufnehmen zu können, sollen bis zu 30 Prozent des frischen Eigenkapitals für die Bank Austria von privaten Anlegern kommen, ein weiterer Teil von der UniCredit direkt. Bis zu 10% (1/3 der 30%, die durch Private aufzubringen sind) dürfen, wie oben erwähnt, im Rahmen der staatlichen Eigenkapitalpakete „Altaktionäre“ zeichnen. Die Verhandlungen, die sich zuletzt sehr schwierig gestaltet hatten, wurden durch die UniCredit im September 2009 eingestellt. Sie hat angekündigt, die Kapitalbasis durch eine Kapitalerhöhung über den Kapitalmarkt, stärken zu wollen.

17) Siehe dazu: <http://aktien-portal.at/shownews.html?id=17700&b=&cs=Erste-Group-Bank-Starkes-operatives-Ergebnis-bildet-die-Basis-für-soliden-Gewinn-in-2008--0,65-Euro-Dividende,-Vereinbarung-mit-Republik-für-Begebung-von-Kernkapital-getroffen>

18) <http://www.boerse-express.com/pages/757968>

Weiters haben bisher Interesse gezeigt: Wüstenrot Bausparkasse (150 Mio Euro) und Hypo Tirol.

Besondere Fälle sind die Constantia Privatbank AG und die Kommunalkredit. Die Constantia wurde nach nur teilweise durch die Finanzkrise ausgelösten Turbulenzen von der Bank Austria, der Erste Bank, der Raiffeisen Zentralbank, der Österreichische Volksbanken AG und der Bawag-PSK-Gruppe zum symbolischen Preis von einem Euro übernommen. Am 17.11.2008 wurde die Haftungsvereinbarung für Zwischenbankgelder der Eigentümerbanken der Constantia unterschrieben, eine Ausnützung der Linien ist noch nicht gegeben.

Am 3.11.2008 hat der Bund die bis dahin von der Dexia und der Volksbanken AG gehaltenen Anteile an der Kommunalkredit für je 1 Euro übernommen. Mit 99,78% ist er seither Mehrheitsaktionär, die restlichen Aktienanteile hält der Gemeindebund. Österreich stellt zudem mit Haftungen sicher, dass die Bank über ausreichend Liquidität verfügt. Auch die Volksbanken AG und die Dexia gaben Haftungserklärungen für noch nicht bekannte Risiken ab. Über die Haftungssummen wurde Stillschweigen vereinbart. Am 24. April 2009 hat der Bund gemäß FinStaG eine bis Ende September befristete Haftung in der Höhe von 1.208 Mio Euro mit einem Haftungsentgelt von 10% p.a. zum Zweck der Stützung der Bilanz übernommen. Ein Restrukturierungsplan zur Fortführung der Bank wurde Anfang Juni an die Europäische Kommission zu Begutachtung übermittelt. Dieser sieht eine Trennung der Kommunalkredit Austria AG in eine Kernbank und eine Sondergesellschaft vor. Die Kernbank soll die Finanzierung von kommunalen und infrastrukturnahen Projekten für Gemeinden besorgen. Der überwiegende Teil des Wertpapierportfolios sowie die strukturierten Produkte sollen der Sondergesellschaft übertragen und dort abgewickelt werden.

3.1.3 Einlagensicherung

Als Reaktion auf die Finanzkrise und insbesondere im Anschluss an den Staatsbankrott in Island kündigte die Regierung eine mit 1. Oktober 2008 – bis 31.12.2009 befristete – 100%ige Sicherung der Einlagen natürlicher Personen an. Für die Einlagensicherung sind im Maßnahmenpaket 10 Mrd Euro als Rahmen budgetiert. Ab 2010 wird die Einlagensicherung für natürliche Personen auf 100.000 Euro eingeschränkt, bis zur Neuregelung war die Sicherung mit 20.000 Euro limitiert¹⁹.

Neu ist, dass eine Einlagensicherung für KMUs mit bis zu 50.000 Euro je Unternehmen beschlossen wurde. Der Staat übernimmt die Finanzie-

19) Die entsprechende EU-Richtlinie (2009/14) sieht in einem ersten Schritt eine Anhebung des Minimums von 20.000 auf 50.000 Euro vor, ab 31.12.2010 soll das EU-weite Minimum 100.000 Euro betragen.

rung der Entschädigung von den Einlagensicherungsverbänden, sofern sie über 50.000 Euro pro Fall hinausgeht

3.1.4 Stärkung der Finanzmarktaufsicht

Schließlich wurde der Finanzmarktaufsicht die Möglichkeit gegeben, Verbote in Bezug auf „*naked short selling*“ (Verkauf von Wertpapieren, ohne diese selbst zu besitzen) für einzelne Wertpapiere zu erlassen und Verstöße entsprechend zu sanktionieren. Diese Verordnung war mit 30. Jänner 2009 befristet, wurde jedoch von der Finanzmarktaufsicht mehrmals, zuletzt bis Ende September 2009 verlängert.

3.1.5 Die Bankenpakete im internationalen Vergleich

Die Finanzminister der Eurozone einigten sich auf dem Sondergipfel zwar auf gemeinsame Regeln für die Rettungspläne, die konkrete Ausgestaltung wurde jedoch in die Zuständigkeit der jeweiligen Länder gelegt. Das führte dazu, dass zwar die Stoßrichtungen und die einzelnen Rettungsmaßnahmen weitgehend identisch sind, dass sich aber die Auflagen und Bedingungen für die Inanspruchnahme zum Teil deutlich unterscheiden. Viele Details der Umsetzung sind zudem bis heute nicht geklärt, so dass sich Vergleiche und Bewertungen der jeweiligen Gesetze und Verordnungen als schwierig erweisen. Die mangelnde Vergleichbarkeit wird dadurch verstärkt, dass auch die konkreten Bestimmungen erst in den Einzelverträgen vereinbart werden.

Allen Rettungspaketen ist gemeinsam, dass sie drei Bündel an Maßnahmen umfassen: Staatsgarantien für Wertpapieremissionen von Kreditinstituten, Instrumente zur Rekapitalisierung und eine staatliche Einlagensicherung²⁰.

Folgende zentrale Unterschiede lassen sich jedoch erkennen:

- Bei den Garantien für Bankenanleihen gibt es im Wesentlichen zwei Garantiearten, zum einen zeitlich befristete Garantien sowohl für bestehende als auch für neu emittierte Bankverbindlichkeiten (Irland, Dänemark), zum anderen Garantien, die nur auf bestimmte neue Bankverbindlichkeiten beschränkt sind. Einen im internationalen Vergleich einmaligen Weg geht Österreich, wo ergänzend zu den Garantien für Wertpapieremissionen eine Gesellschaft als Clearingstelle eingerichtet wurde, über die den Banken und Versicherungen Liquidität zur rascheren Überwindung des Misstrauens untereinander zur Verfügung gestellt wird. In Deutschland wurde

20) Für einen guten Überblick siehe die Spezialpublikation der DZ Bank AG: Überblick über die staatlichen Rettungspakete – Update 2, vom 21.1.2009.

eine ähnliche Lösung in Erwägung gezogen. Diskutiert wurde aber auch ein radikalerer Weg, der darauf abzielt, das Parken von Liquidität bei den Notenbanken unattraktiver zu gestalten.

- Bei der Rekapitalisierung besteht der wesentlichste Unterschied darin, dass einige Staaten lediglich bereit sind, Banken zu rekapitalisieren (z.B. Portugal, Italien), während in anderen Ländern die Rekapitalisierung mehr oder weniger angeordnet wird. So etwa wurden diese in Großbritannien vorgeschrieben, in den USA wurde Druck auf die großen Bankkonzerne ausgeübt, und in Schweden kann die Regierung eine Rekapitalisierung sogar gegen den Willen der Banken anordnen. Das Kapitalinstrumentarium ist sehr unterschiedlich und reicht von nachrangigen Schuldtiteln bis Stammaktien. Einen größeren Wert auf Symmetrie und Einflussmöglichkeiten durch Vorzugs- oder Stammaktien legen ua die Niederlande, Irland und Griechenland. In Finnland kommt es bei ausbleibender Rückzahlung der nachrangigen Anleihen zu einer Umwandlung und Kapitalaufstockung.
- In einigen Ländern wurden lediglich die Grenzen der Einlagensicherung angehoben, in anderen dagegen eine betragsmäßig unbegrenzte Garantie gegeben (z.B. in Deutschland, Irland, Österreich), wobei diese in Deutschland sogar zeitlich unbefristet gelten soll.

Die Rettungspakete lassen sich hinsichtlich ihrer Vorteilhaftigkeit für die Gläubiger nur schwer in eine Rangordnung bringen, weil der Erfolg einerseits von der Art und vom Volumen der Maßnahmen, andererseits aber auch von den Bedingungen und Auflagen abhängt. Zudem sind die Kosten staatsgarantierter Anleihen sehr unterschiedlich. Während sich die Kosten der Garantieprovision nicht dramatisch unterscheiden – sie orientieren sich weitgehend an Empfehlungen der EZB – unterscheiden sich die Spreadniveaus, auf denen die Anleihen bei den Investoren platziert werden können, deutlich. Die Renditeabstände zur deutschen Benchmark-Anleihe zeigen, dass die Republik Deutschland und deutsche Institute bei der Begebung staatsgarantierter Anleihen gegenüber anderen Ländern, darunter auch Österreich, klar im Vorteil sind.

Festgehalten werden kann, dass die Risiken, die mit einer Unterkapitalisierung verbunden sind (von den Refinanzierungskosten der Institute bis zum Risiko eines Bankrums), sich in den Ländern, in denen eine massive Rekapitalisierung vorgesehen ist (USA, Großbritannien), signifikant vermindern. Das hat sich vor allem dort gezeigt, wo die Rekapitalisierung durch den Staat über Aktien erfolgt ist.

Ist der Zugang zu Staatsgarantien und Kapitalstärkungen vergleichsweise „günstig“ im Sinne der Risikoteilung zwischen Banken und Staat,

profitieren davon zwar die Bankensysteme, gleichzeitig aber steigen die Risikoprämien für Staatsanleihen, weil einerseits das Risiko zum Teil dem Staat zugerechnet wird, und andererseits staatlich garantierte Bankemissionen damit mit gewöhnlichen Staatsanleihen auf einem Markt konkurrieren.

Weiters hängt der „Preis“ der jeweiligen Bankpakete der einzelnen Länder in Form von Risikoauflagen im Vergleich zu Deutschland von der Größe des Bankensektors im Verhältnis zum BIP, von der Größe des Pakets im Verhältnis zum BIP des Landes, und von der Einschätzung des Risikos der Aktiva des jeweiligen Bankensektors ab. Die entsprechenden Ausführungen zu den Risiken im österreichischen Bankensektor finden sich im Kapitel „Finanzkrise und der österreichische Bankensektor“.

Die nach wie vor hohe Inanspruchnahme der Fazilitäten des ESZB deutet darauf hin, dass sich die Spannungen am Interbankenmarkt bisher Maßnahmen nicht zufriedenstellend aufgelöst haben. Das gilt selbst für Österreich, das in dieser Hinsicht mit der Clearing Bank ja einen breiteren Ansatz verfolgt als andere Staaten. Es ist noch nicht klar, ob die Verpflichtung der begünstigten Institute, die zugeführten Mittel auch zur Kreditvergabe an die Wirtschaft und die privaten Haushalte zu verwenden, ausreichend greift. Von einer generellen Kreditklemme kann insofern nicht gesprochen werden, weil die Wirtschaftskrise auch die Nachfrage nach Krediten dämpft. Nichts desto trotz kann es in Teilbereichen zu einer tatsächlichen Verknappung des Kreditangebots im Sinne einer Kreditklemme kommen (siehe Kapitel „Kreditvergabe der österreichischen Banken und die Unternehmen“).

In einigen Ländern gehen die Maßnahmenpakete über eine reine Bankenrettung hinaus und umfassen auch Hilfen für (Fremdwährungs-)Kredite von „Häuselbauern“ sowie von Kleinst-, Klein- und Mittelbetrieben. In Großbritannien ist für solche, in Not geratene Kreditnehmer ein befristetes Moratorium vorgesehen. Die Akzeptanz der Rettungspakete, deren Volumina beträchtlich sind, und die eine Übertragung einzel- und marktwirtschaftlicher Risiken auf die öffentlichen Haushalte darstellen, könnte auch dadurch gesteigert werden, dass die Vergütungen von ManagerInnen von begünstigten Kreditinstituten – soweit das rechtlich möglich ist – begrenzt werden. So hat etwa Deutschland die diesbezügliche Obergrenze mit 500.000 Euro festgelegt, in den USA plant US-Präsident Obama eine Obergrenze von 500.000 USD.²¹ Vor allem aber muss es darum gehen, die Kriterien für die Vergütungssysteme auf eine nachhaltigere Basis zu stellen.

21) <http://www.nytimes.com/2009/02/05/us/politics/05pay.html?hp>

Die Bankenrettungspakete sind in der gegenwärtigen Situation kurzfristig unverzichtbar, sie lösen aber das ihnen inhärente Grundproblem des „Moral Hazard“ nicht. Mittelfristig sind daher grundlegende Änderungen in den Bankensystemen auf internationaler Ebene unerlässlich, die dazu beitragen, das Risiko für das Entstehen künftiger Finanzkrisen zu minimieren.

4. REFORM DER FINANZMARKTARCHITEKTUR – BESSERE REGULIERUNGEN FÜR DEN FINANZSEKTOR

4.1 Allgemeines

Die im Kapitel „Funktion von Finanzintermediären in einer modernen Wirtschaft“ angesprochenen wichtigen Funktionen von Finanzintermediären in einer modernen Wirtschaft bedeuten für die Regulierung, dass Regulierungseingriffe möglichst zielorientiert erfolgen müssen, damit das Finanzsystem in seinen wichtigen Funktionen nicht beeinträchtigt wird. Die Notwendigkeit und Rechtfertigung für Regulierung im Finanzsystem liegt in der Schlüsselfunktion des Finanzsystems für die Wirtschaft.

Die Gewährleistung eines funktionierenden Finanzsystems hat aufgrund der komplexen externen Effekte, die Störungen in diesem System zur Folge haben können, den Charakter eines öffentlichen Gutes. Öffentliche Güter können entweder direkt durch die öffentlichen Stellen hergestellt werden oder aber von Privaten unter entsprechender Regulierung durch die Staaten. Im Finanzsektor sind beide Ansätze bekannt, sowohl die direkte öffentliche Bereitstellung etwa durch Sparkassen im öffentlichen Einflußbereich oder eben die Bereitstellung durch private Banken. In den letzten Jahren kam es zu einem Zurückdrängen der öffentlichen zu Gunsten der privaten Anbieter. Wie sich herausstellt kann die Stabilität in systemischen Finanzkrisen wie der derzeitigen nur durch staatliche Eingriffe wieder hergestellt werden. Dies ist mit erheblichen Kosten für die öffentliche Hand verbunden. Daher sind öffentliche Kontrollen und Beschränkungen für das Handeln von Finanzmarktakteuren aus gesamtwirtschaftlicher Sicht unverzichtbar. Die Trennung in regulierte, öffentlich garantierte und unregulierte, nicht garantierte Sektoren wie sie dem US System nach der großen Depression (1930-er Jahre) zugrunde lag, stellte keinen ausreichenden Schutz für die Finanzmarktstabilität dar. Eine stabilitätsorientierte Regulierung, die zum Schutz des öffentlichen Gutes Finanzmarktstabilität notwendig ist, muss also alle Teilbereiche des Finanzmarktes umfassen, um Ansteckungseffekte wie in der derzeitigen Krise zu verhindern.

Die Gesetzgeber haben grundsätzlich zwei Ansätze zur Regulierung: sie kann „horizontal“ über Märkte bzw Produkte erfolgen oder „vertikal“ über die Regulierung der Anbieter.

Eine Ursache für die Finanzkrise ist eine in Teilbereichen fehlende oder nicht zielgerichtete Regulierung des Finanzsektors. Eine zielgerichtete, aber auch flexible (d.h. rasch reagierende) Regulierung und Beaufsich-

tigung des Finanzsystems ist aber wesentlich, damit das Finanzsystems seine positiven Funktionen (wie Finanzierungsfunktion) in einer Sozialen Marktwirtschaft wahrnehmen kann.

Finanzmarktreformen zielen somit ab auf eine Verminderung von Informationsasymmetrien (wie durch die Erhöhung der Transparenz), auf die Korrektur falscher Anreizwirkungen von Regulierungen und von Regulierungsversagen, sowie auf die Verringerung von „*moral hazard*“ (letzterer kann sowohl angebots- als auch nachfrageseitig auftreten). Durch die in Österreich übliche langfristige Kunde-Bank-Beziehung – „Hausbankenprinzip“ – werden aber moral hazard-Effekte vermindert.

Der Finanzsektor in der EU ist unterschiedlich tief reguliert – Beispiele dafür sind Basel II (umgesetzt in der EU durch die *Capital Requirement Directive* – CRD), das an Banken adressiert ist²², und die *Markets in Financial Instruments Directive* – MiFID²³, die das Wertpapiergeschäft näher regelt und auch Schutzbestimmungen für Anleger beinhaltet. Gleichzeitig sind im Finanzsystem manche Bereiche wenig oder gar nicht reguliert: Ein Beispiel sind bis dato die Tätigkeiten von Hedge Fonds und Private Equity Fonds (dazu hat die Europäische Kommission vor kurzem einen Richtlinienvorschlag vorgelegt, der sich auf die Regulierung des Managements Alternativer Investmentfonds konzentriert – mit einer Verabschiedung ist frühestens 2010 zu rechnen).

Die Regulierungen sind primär an den Anbietern orientiert (Banken, Versicherungen, Wertpapierfirmen, Pensionskassen, Ratingagenturen; künftig auch Verwaltungsgesellschaften von Alternativen Investmentfonds wie Hedge Fonds).

Die Komplexität der Regelwerke, die einerseits nicht umfassend genug sind, andererseits einige Materien sehr tief und dicht regeln, wird noch dadurch erhöht, dass dies auf verschiedenen Regulierungsebenen passiert. Im Bereich der EU-Finanzdienstleistungsgesetzgebung (Richtlinien, seltener durch direkt wirkende Verordnungen) werden Richtlinien des Rates und des Europäischen Parlaments durch Regelungen der Kommission im „Lamfalussy-Verfahren“ näher determiniert.

Die Begründung für dieses mehrstufige Verfahren ist, dass auf Grund der raschen Fortentwicklung der Finanzmärkte – z.B. durch Schaffung neuer Finanzinstrumente – die Regulierung Schritt halten muss. Dies ist durch alleinige Regulierung durch EU-Richtlinien und Verordnungen nicht gewährleistet, weil der EU-Gesetzgebungsprozess (inkl. Formulierung eines Vorschlages in der Kommission; bis zur Kompromissbildung zwischen Rat und Parlament – für die Finanzdienstleistungsgesetzgebung auf EU-Ebene gilt wie in anderen Binnenmarktangelegenheiten das Mit-

22) in Österreich umgesetzt durch Änderungen des Bankwesengesetz und Verordnungen der Finanzmarktaufsicht

23) in Österreich umgesetzt v.a. durch das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007

entscheidungsverfahren) mehr als ein Jahr dauern kann, oft zwei oder drei Jahre – die notwendige nationale Umsetzung einer Richtlinie ist hier noch nicht berücksichtigt. Dies wird freilich um den Preis steigender Distanz zur politischen Willensbildung und geringerer Einbindung des Parlaments und der Regierungen erkauft, was dazu führen kann, dass der Prozess der Rechtssetzung auf Expertenebene sich noch stärker in die Gefahr des „*capturing*“ (Anfälligkeit für Lobbyinginteressen) begibt.

Auch diese schnellere Umsetzung von Regulierungsmaßnahmen hat aber nicht verhindert, dass Regulierung, Aufsicht und das Risikomanagement auch renommierter internationaler Finanzinstitute nicht immer mit der Entwicklung und Komplexität neuer Finanzprodukte, mit Finanzinnovationen, mithalten konnten. Manche Finanzinnovationen wurden aus heutiger Sicht auch zu positiv eingeschätzt und Risiken zu wenig beachtet.

Die Entwicklung mancher Finanzinnovationen wurde zum Teil auch durch Regulierungen gefördert: Ein Beispiel sind Verbriefungstransaktionen: Basel I und teilweise Basel II setzten bzw. setzen starke Anreize zur Auslagerung von Risiken: Durch die Auslagerung von Forderungen aus der Bankbilanz durch Forderungsverkauf müssen diese nicht mit Eigenkapital unterlegt werden, dadurch wird Eigenkapital für weitere Geschäftstätigkeiten frei bzw. werden Eigenkapitalkosten gespart (Verbiefungen amerikanischer Hypothekarkredite und daraus abgeleitete Finanzinstrumente waren letztlich ursächlich für die Entstehung der Finanzkrise).

In der Revision vom Mai 2009 der Kapitaladäquanzrichtlinie wird unter Vorbehalt einer Anpassung nach oben normiert, dass Banken, die Risiken durch Verbriefungen auslagern, mindestens 5 % des Transaktionsvolumens behalten müssen, damit diese das Risiko mit den Investoren mittragen. Der Prozentsatz soll von der Kommission evaluiert werden. Der de Larosiére-Bericht fordert, dass ein bedeutsamer Teil der Verbriefung zurückgehalten werden soll, nennt aber keinen konkreten Prozentsatz.

Vorteile von Verbriefungen können in der Verbesserung der Risikostreuung (z.B. wenn das Kreditportfeuille einer Bank sehr stark auf ein Teilssegment des Marktes konzentriert ist), im leichteren Liquiditätszugang, aber auch in der Erweiterung des Finanzierungsspielraums von Unternehmen liegen²⁴. Gleichzeitig brachte die Auslagerung von Risiken durch Verbriefungen eine unzureichende Risikoteilung zwischen Kreditgeber, im Fall der subprime-mortgages auch Kreditvermittler, und Investoren mit sich.

24) Hahn, Teilstudie „Der Einfluss der Finanz- und Kapitalmarktssysteme“ zu WIFO-Weissbuch (2006). Verbriefungen werden auch als Mittel zur Verbesserung des Zugangs von KMU zu Finanzierungen gesehen, und daher auch durch öffentliche Interventionen unterstützt (z.B. Garantien für Verbriefungstranchen durch den Europäischen Investitionsfonds; Verbriefungsprogramme der Kreditanstalt für Wiederaufbau, KfW, in Deutschland). Der Verbriefungsmarkt ist allerdings als Folge der Finanzkrise eingebrochen.

Wenngleich derivative Instrumente wichtige Funktionen (z.B. Absicherung von Risiken – hedging) erfüllen, so sind deren in den Jahren vor der Krise rasant gewachsene Volumina und deren mangelnde Transparenz durch Handel außerhalb von Börsen („*over the counter*“ – OTC) und außerbilanzielle Behandlung zu einem der zentralen Probleme der gegenwärtigen Finanzkrise geworden. Laut Bank für Internationalen Zahlungsausgleich waren 2008 derivative Instrumente im Wert von 600.000 Mrd \$ im Umlauf (das ist etwa das 10fache des weltweiten Inlandsproduktes), bei einer Nettobetrachtung (Vermeidung von Doppelzahlungen, auch weil sich viele kontrakte gegenseitig ergänzen) sind dies noch immer 36.000 Mrd \$. Vier Fünftel werden außerbörslich gehandelt. Es besteht dadurch keine Transparenz über Preise, und auch keine Gewährleistung, dass eine Transaktion abgeschlossen wird („*counterparty risk*“).

Beim Zusammenbruch von Lehman Brothers war unklar, ob offene Derivativpositionen abgeschlossen werden konnten, auch wussten weder Behörden noch private Investoren wegen der Intransparenz des OTC-Markts, wo die Risiken tatsächlich lagen²⁵. Diese Intransparenz trug zur Fehleinschätzung der amerikanischen Behörden, Lehman Brothers sei keine systemisch relevante Bank, bei. Der amerikanische Versicherungskonzern AIG musste vor allem auch deswegen gerettet werden, da er außerhalb seines Versicherungs-Kerngeschäfts mit vielen Finanzmarktakteuren Derivativkontrakte abgeschlossen hatte. Damit hatte ein Unternehmen, das an sich keine Investmentbank war, letztlich eine Schlüsselstellung im globalen Finanzsystem inne. Eine AIG-Insolvenz wäre daher (auch im Zusammenwirken mit den Folgen der Lehman-Insolvenz) eine Art Super-GAU im internationalen Finanzsektor gewesen. Die Problematik offener Derivativpositionen der AIG-Gruppe ist Mitte 2009 noch nicht bereinigt.

Die Europäische Kommission hat nun eine Initiative mit ersten Vorschlägen zum Thema Derivative veröffentlicht, deren wichtigste Elemente eine zentrale Gegenpartei (zur Verminderung des Gegenparteirisikos) und eine gewisse Standardisierung der Kontrakte, sowie eine erhöhte Transparenz sind. Wie die Beispiele Lehman Brothers und AIG gezeigt haben, birgt der Derivativmarkt ein hohes systemisches Risiko in sich. Die vor der Finanzkrise vorherrschende Meinung, die Investoren seien selbst sehr daran interessiert, „*counterparty risks*“ und Risiken aus der Transaktion zu minimieren, wodurch eine zurückhaltende Regulierung in diesem Bereich ausreichend sei (Vertrauen auf Selbstregulierung), hat sich rückblickend nicht bewahrheitet.

Regulierung, Aufsichtsbehörden sowie Risikomanagement und –kontrollsysteme auch renommiertester internationaler Institute hielten mit

25) Tett, van Duyn, Grant, Let battle commence, Financial Times 20.5.2009

der zunehmenden Komplexität neuer finanzieller Produkte nicht Schritt. Neben der hohen Komplexität der Produkte spielt auch eine Rolle, dass im Vertrauen auf die Beherrschbarkeit von Risiken durch mathematische Modelle oft übersehen wurde, dass es neben dem grundsätzlich messbaren Risiko auch Unsicherheit gibt, die letztendlich nicht messbar sind, und für die Puffer zu bilden sind – und für die es explizite und implizite Garantien des Staates gibt. In der gegenwärtigen Krise wurden aber im Vertrauen auf die Beherrschbarkeit der Risiken und ständige Marktliquidität über Verbriefungen, außerbilanzielle Geschäfte, Zweckgesellschaften und Ähnlichem die Eigenkapitalbestimmungen so weit ausgereizt und umgangen, dass diese Puffer für Unsicherheit nicht mehr im ausreichenden Ausmaß zur Verfügung standen. Ein „Restrisiko“ bzw. Unsicherheit bleibt allerdings bestehen, weil Ursachen einer Finanzkrise zwar ex post meist identifiziert und Zusammenhänge nachträglich gesehen werden (z.B. zwischen einem Teilsegment des amerikanischen Immobilienmarktes und dem europäischen Bankensektor), aber ex ante nicht immer alle potenziellen Gefahren aus spezifischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten sowie deren Interdependenzen zu anderen (wie ökonomischen, politischen oder sonstigen) Faktoren immer richtig bewertet werden können (falls diese überhaupt gesehen werden)²⁶. Regulierung kann daher Risiken im Finanzsystem verkleinern, aber nie gänzlich ausschalten.

Die Ursachen für die gegenwärtige Finanzkrise liegen zum Teil innerhalb, zum Teil außerhalb des Finanzsystems. Aus dieser Erkenntnis ist die stärkere Beachtung systemischer und makro-ökonomischer Risiken, die auf europäischer Ebene durch ein neues Gremium (European Systemic Risk Council) sowie auf globaler Ebene verstärkt durch den IWF²⁷ wahrgenommen werden soll, sinnvoll.

Neben institutionellen Fragen bedarf es aber auch materieller Reformen. Nach der Überwindung der jetzigen Krise, wo Stabilisierungsmaßnahmen im Vordergrund stehen, sind auch Reformen der Kapitaladäquanz (Eigenmittelunterlegung) angezeigt, welche einerseits berücksichtigen, dass es neben grundsätzlich messbarem Risiko auch Unsicherheit gibt, und andererseits so verfasst sein sollen, prozyklische Effekt eher zu dämpfen als zu verstärken.

Es ist mittlerweile allgemein anerkannt, dass Ratingagenturen für die Finanzkrise mitverantwortlich sind, weil sie komplexe, strukturierte Produkte zu optimistisch bewertet hatten, und zudem offenbar gleichzeitig

26) siehe dazu u.a. Nassim Taleb, *The Black Swan* (2007). Ein Beispiel: Greenspan, *The Age of Turbulence* (2007) verweist darauf, dass in der Federal Reserve die amerikanischen Immobilienmärkte lange Zeit als rein regionale Märkte ohne Interdependenz gesehen wurden, dementsprechend wurde in der amerikanischen Notenbank die Gefahr eines US-weiten Einbruchs des Immobilienmarktes lange nicht gesehen.

27) Schlussfolgerungen des G-20 Gipfels, London 2.4.2009

Emittenten dieser Produkte beraten haben, oder zumindest Hinweise gegeben haben, welche Gestaltung eines Finanzproduktes sich positiv auf das Rating auswirken könnte. Interessenkonflikte können in der Tätigkeit von Ratingagenturen wohl nie gänzlich ausgeschlossen werden, auch weil in vielen Fällen der Emittent eines Finanzinstruments das Rating beauftragt bzw. bezahlt.

Ein weiteres Problemfeld ist, dass der Markt für Ratings durch ein Oligopol von Ratingagenturen beherrscht wird (Moody's, Standard&Poors, Fitch).

Als Folge der Finanzkrise und auf Grund der Notwendigkeit staatlicher Rettungsaktionen für systemisch relevante Institute werden auch spezielle Anforderungen (z.B. in der Kapitalausstattung) für große Institute diskutiert, die „*too big to fail*“ sind. Auf Grund der starken Vernetztheit des Finanzsystems werden manche Institute auch als „*too interconnected to fail*“ angesehen (siehe z.B. offene Derivativpositionen von AIG).

Auch der de Larosière-Bericht warnt vor der Gefahr, dass Finanzgiganten so groß und komplex werden, dass die angemessene Bewertung ihrer Risiken, denen sie ausgesetzt sind, oder der Risiken, die sie wiederum für die Volkswirtschaft darstellen, eine enorme Herausforderung beinhaltet. Ihre Größe und ihre systemische Funktion für das gesamte Finanzsystem kann dazu führen, dass sie „*too big to manage*“, „*too big to fail*“ und „*too interconnected to fail*“ werden. „Dies bedeutet, dass sie die Gesellschaft im Krisenfall insgesamt enormen Kosten aussetzen können und ein akutes Risiko“ ... eines ... „*moral hazard*“ in sich bergen. In einigen Fällen können diese Institute sogar „*too big to save*“ sein, wenn sie z.B. ihre Hauptverwaltung in einem relativ kleinen Land haben oder die Zusammenstellung eines Rettungspakets schlichtweg zu schwierig umzusetzen ist.“

4.2 Aktuelle Regulierungsdiskussion

Ein potenzielles Problemfeld ist, dass die Aufsicht über Kapitalmärkte primär auf Einzelstaatsebene erfolgt und Regulierungen zwischen nationaler und supranationaler (EU-)Ebene zersplittert sind. Gleichzeitig sind die Finanzmärkte aber globalisiert. Dadurch entstehen Anreize zur Regulierungsarbitrage. Aus dieser Perspektive muss die internationale Zusammenarbeit in der Aufsicht noch verstärkt werden. Auch müssen Regeln für die Finanzmärkte stärker auf einer globalen Ebene abgestimmt werden.

Als Folge der Finanzkrise wird die Regulierung des Finanzsektors sowohl auf europäischer als auch auf G-20 Ebene diskutiert. Derzeit besteht ein politischer Konsens über die Notwendigkeit von Reformen

4.2.1 G-20-Ebene

- Aus Anlass der Finanz- und Wirtschaftskrise fanden am 15. November 2008 (Washington), am 2. April 2009 (London) sowie am 24./25. September 2009 (Pittsburgh) Gipfeltreffen der G20-Staaten statt, weitere Treffen für 2010 (in Kanada und Korea) und 2011 (Frankreich) wurden vereinbart. Die EU ist bei diesen Treffen durch Rats- und Kommissionspräsident vertreten.

Ein Schwerpunkt der Diskussion auf G20-Ebene ist die Reform der Finanzmarktregulierung.

Bereits beim Gipfel am 2. April 2009 wurde als institutionelle Reform die Aufwertung des Financial Stability Forum zum Financial Stability Board (FSB) beschlossen. Ziel des FSB ist eine bessere Abstimmung in Regulierungsfragen. Österreich ist allerdings nicht Mitglied des FSB, da sich die Mitgliedschaft auf die G-20-Staaten und auf internationale und supranationale Gremien (inkl. Europäische Kommission) konzentriert. In Fragen makroökonomischer Risiken und Risiken aus dem Finanzsystem soll das FSB mit dem Internationalen Währungsfonds zusammenarbeiten.

Dem Internationalen Währungsfonds kommt auf globaler Ebene eine Schlüsselrolle bei der Bekämpfung der Wirtschafts- und Finanzkrise zu. Beim Aprilgipfel wurde eine deutliche Aufstockung der Ressourcen des IWF für die Kreditvergabe an von der Wirtschafts-/Finanzkrise betroffene Länder beschlossen (Verdreifachung auf 750 Mrd \$).

In ihrer Schlusserklärung verpflichten sich die G20 in ihrer Erklärung vom 2. April 2009 auf folgende Ziele:

- Zuversicht, Wachstum und Arbeitsplätze wieder herzustellen;
- das Finanzsystem zu verbessern und die Kreditvergabe wieder in Gang zu bringen;
- die Finanzaufsicht zu stärken, um Vertrauen wieder herzustellen;
- die internationalen Finanzinstitutionen zu fördern und zu reformieren, um die gegenwärtige Krise überwinden zu können und zukünftige zu vermeiden;
- globalen Handel und Investitionen voranzutreiben und Protektionismus eine Absage zu erteilen, um Prosperität zu stärken, und
- an einer inklusiven, grünen und nachhaltigen Erholung zu arbeiten.

Zur Erreichung dieser Ziele Maßnahmen einigten sich die G20 auf folgende Maßnahmen:

- Errichtung eines neuen Financial Stability Board (FSB) mit einem gestärkten Mandat, als Nachfolger des Financial Stability Forum (FSF), das alle G20 Länder, die Mitglieder des FSF, Spanien und die Europäische Kommission umfasst;

- das FSB soll mit dem IWF zusammenarbeiten, um Frühwarninformationen über makroökonomische und finanzielle Risiken zu erbringen und die entsprechenden Gegenmaßnahmen zu empfehlen;
- die Regulierungssysteme so umzugestalten, dass die Behörden in der Lage sind, makroprudentielle Risiken zu identifizieren und diesen Rechnung zu tragen;
- die Regulierung und Aufsicht auf alle systemisch wichtigen Finanzinstitutionen, Instrumente und Märkte auszudehnen;
- die neuen strengen Prinzipien des FSF für Vergütungssysteme zu unterstützen und umzusetzen, nachhaltige Entlohnungsschemata und soziale Verantwortung aller Unternehmen zu fördern;
- nach der Überwindung der Krise Maßnahmen zu ergreifen, die Qualität, die Quantität und die internationale Konsistenz des Kapitals im Bankensystem zu verbessern. In Zukunft muss Regulierung exzessives Leverage verhindern und die Bildung von Puffern in guten Zeiten verlangen;
- Maßnahmen gegen unkooperative Jurisdiktionen, inklusive Steueroasen zu ergreifen. Sanktionen anzuwenden, um öffentliche Haushalte und unsere Finanzsysteme zu schützen. Die OECD hat am selben Tag eine Liste von Ländern veröffentlicht, die aus Sicht des Globalen Forums gegen internationale Standards beim Austausch von Steuerinformationen verstoßen;
- werden die Organisationen, die Buchhaltungsstandards festsetzen, dringend dazu aufgerufen, mit Aufsichts- und Regulierungsbehörden zusammen zu arbeiten, die Standards für Bewertungen und Risikovorvorsorge zu verbessern und ein globales, einheitliches Set von Buchhaltungs- und Bilanzierungsvorschriften zu erreichen; und
- die Beaufsichtigung und Registrierung von Ratingagenturen, um internationale Wohlverhaltensregeln zu erreichen, und um vor allem Interessenskonflikte zu verhindern.

In den Schlussfolgerungen von Pittsburgh (September 2009) wird ohne nähere Details die Regulierung der Verbriefungsmärkte, von Ratingagenturen und von Hedge Fonds angesprochen; konkreter sind hingegen die Ziele zu folgenden Punkten:

- Reform von Basel II mit dem Ziel (Umsetzung bis Ende 2012), die Quantität und die Qualität der Bank-Eigenmittel zu erhöhen, wobei auch die Prozyklizität von Basel II gemindert werden sowie riskantere Engagements von Banken und außerbilanzielle Geschäfte mit höheren Eigenmitteln als bisher unterlegt werden sollen. Ein „Leverage Ratio“ soll zusätzlich zu den Eigenmittelerfordernissen Risiken im Bankgeschäft begrenzen. Bis 2011 sollen alle G20-Finanzzentren Basel II umgesetzt haben.

- Reform der Vergütungssysteme im Finanzsektor (rasche Umsetzung): Vermeidung exzessiver Vergütungspraktiken, u.a. durch Verhinderung von mehrjährig garantierten Bonuszahlungen, verzögerte Auszahlung von variablen Vergütungen, Transparenz der Vergütungsstrukturen, Gewährleistung der Unabhängigkeit von Vergütungsausschüssen in Unternehmen.
- Verbesserungen der außerbörslichen (OTC) Derivatmärkte: Handel aller standardisierten OTC-Produkte auf Börsen und elektronischen Handelsplattformen, Abwicklung über zentrale Clearingstellen (bis Ende 2012).
- Verbesserung des Krisenmanagements durch Abwicklungspläne für systemisch wichtige Institute („living wills“). Verbesserte Zusammenarbeit der Behörden und verbesserte Regulierung für den Krisenfall in Hinblick auf große grenzüberschreitende Institute (bis Ende 2010).
- Im Bereich der Rechnungslegung Entwicklung echter globaler Rechnungsstandards (bis Juni 2011; bedeutet de facto eine gegenseitige Annäherung bzw. Angleichung von IAS und amerikanischen Rechnungslegungsgrundsätzen), verstärkte Einbeziehung von Stakeholdern in die Arbeit des IASB.
- Androhung von „Gegenmaßnahmen“ („countermeasures“) gegen nicht-kooperative Steueroasen ab März 2010.

Weiters wollen die G20 den globalen Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft, die auch ein Faktor für die Entstehung der Finanzkrise waren, verstärkt Beachtung widmen und sich verstärkt auch zu ihren nationalen Wirtschaftspolitiken koordinieren und konsultieren („Framework for strong, sustainable and balanced growth“). Die Finanzminister sollen dazu bereits im Rahmen ihres Treffens im November 2009 ein entsprechendes Verfahren entwickeln und initiieren. Im Rahmen dieses Finanzministertreffens sollen auch koordinierte Exit-Strategien in Hinblick auf staatliche Unterstützungsmaßnahmen für den Finanzsektor und zur Belebung der Wirtschaft entwickelt werden (für den Zeitpunkt, in dem der Aufschwung gewährleistet ist).

4.2.2 EU-Ebene

Auf EU-Ebene stellt der sogenannte „de Larosière-Bericht“²⁸ einen Meilenstein auf dem Weg zu einer künftigen europäischen Aufsichtsstruktur und Regulierung für das Finanzsystem dar. Teil des Berichtes ist ein konkreter Vorschlag über die künftige Gestaltung der Finanzaufsicht in

28) Bericht der hochrangigen Gruppe zur Finanzaufsicht in der EU an den Präsidenten der Europäischen Kommission (2009)

Europa. Demnach soll ein „Europäisches System der Finanzaufsicht“ geschaffen werden, das für die Aufsicht auf Mikro-Ebene zuständig ist, und in dem nationale und Europäische Behörden zusammenwirken. Letztere sollen durch eine Aufwertung der bestehenden „Lamfalussy-Ausschüsse“, die im Banken-, Wertpapier- und Versicherungsbereich bestehen (CEBS, CESR, CEIOPS²⁹), für diese Bereiche entstehen. Diese Behörden sollen u.a. bei Konflikten zwischen nationalen Behörden vermitteln und, wenn dies nicht gelingt, letztlich entscheiden können.

Aus der Erkenntnis, dass durch den Fokus auf die mikro-prudentielle Ebene der Blick auf systemische Risiken im Finanzsystem oft vernachlässigt wird, schlägt der Bericht die Schaffung eines „European Systemic Risk Boards“ vor.

Darüber hinaus macht der Bericht eine große Anzahl an Empfehlungen zu inhaltlichen Regulierungsfragen, er kann als eine Art Masterplan für die EU Regulierung angesehen werden. Die Vorschläge zielen vor allem auf eine besserer Eigenkapitalregelung wie die Reform von Basel II ab.³⁰ Besonderes Augenmerk wird auch auf die Qualifikation des Managements gelegt, die Schaffung einer einheitlichen Definitionen der als Eigenkapital anzurechnende Passiva sowie Reformen der Rechnungslegung, insbesondere des Mark to Market Prinzips.

Weiters werden Vorschläge³¹ gemacht, die eine umfassende Einbeziehung des Finanzsektors in die Aufsicht sicherstellen sollen, wobei vor allem die Beschränkung von außerbilanziellen Geschäften, und die Schaffung einer einheitlichen Clearingstelle für CDS und ähnliche Produkte von Bedeutung sind.

Andere Vorschläge zielen auf eine Verbesserung der Instrumente für die Aufsichtsinstitionen³², wie die Möglichkeit Sanktionen zu Verhängen, Ratingagenturen zu regulieren und europaweit einheitliche Regeln für Finanzinstitutionen zu schaffen.

Zudem gibt es Empfehlungen³³, die direkt die Unternehmensführung verbessern wollen, indem sie bessere Corporate Governance sowie langfristige- und stabilitätsorientierte Managementvergütung im Finanzsektor vorschlagen und eine bessere Einbindung des Unternehmensinternen Risikomanagements fordern.

Die letzte Gruppe³⁴ der inhaltlichen Vorschläge bilden Maßnahmen, die in Zukunft die Bewältigung von Finanzkrisen erleichtern sollten, wozu

29) CEBS = Committee of European Banking Supervisors; CESR = Committee of European Securities regulators; CEIPOS = Committee of European Insurance and Occupational Pensions Providers.

30) Empfehlung 1, 2, und 4, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf

31) Empfehlung 7,8 und 9 op cit. :

32) Empfehlung 3,6 und 10 op. cit.

33) Empfehlung 11, und 12 op. cit.

34) Empfehlung 14, 15

einheitliche Regeln für die Einlagensicherung und Regeln zur Finanzierung grenzüberschreitender Rettungsmaßnahmen gehören.

Die Kommission und der Rat der Finanz- und Wirtschaftsminister (ECOFIN vom 9. Juni 2009) haben den Vorschlag einer Neuorganisation der Finanzaufsicht in der EU bereits aufgegriffen, die Kommission hat am 23. September 2009 entsprechende Richtlinienvorschläge vorgelegt.

Im Rahmen des Europäischen Rates vom 19./20. Juni 2009 wurde eine politische Einigung über die künftige Struktur der Finanzmarktaufsicht in der EU erzielt. Die Schaffung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, ESRB), eines Europäischen Finanzaufsichtssystems (European System of Financial Supervisors, ESFS) und neuer europäischer Aufsichtsbehörden sind somit beabsichtigt. Der Rat für Systemrisiken soll die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems insgesamt überwachen und bewerten („Aufsicht auf Makroebene“). Das Finanzaufsichtssystem (ESFS) ist nach Kommissionsplänen für die Beaufsichtigung einzelner Finanzinstitute („Aufsicht auf Mikroebene“) zuständig. Es besteht aus einem Netzwerk, in dem die nationalen Finanzaufsichtsbehörden mit den neuen europäischen Finanzaufsichtsbehörden, die aus den bestehenden Ausschüssen für Banken, Wertpapiere und Versicherungen und betriebliche Altersversorgung hervorgehen sollen, zusammenarbeiten („Aufsicht auf Mikroebene“).

Nach einer Konsultation, die die Kommission im Sommer 2009 durchgeführt hat, wird die Kommission Ende September einen Legislativvorschlag präsentieren.

4.3 Überblick über die aktuellen Regulierungsbestrebungen auf EU-Ebene:

4.3.1 Verordnung über die Tätigkeit der Ratingagenturen

Durch die neue EU-Verordnung über die Tätigkeit von Ratingagenturen werden diese erstmals in der EU einer Registrierungspflicht und Aufsicht unterworfen. Auch wird versucht, Interessenkonflikte zu verkleinern. Von den Ratingagenturen wird zudem mehr Transparenz verlangt.

Ein Aspekt der Verordnung ist das Verbot der bisher üblichen Beratungsdienstleistungen von Ratingagenturen. So wird es nicht mehr möglich sein, ein Unternehmen darüber zu beraten, wie es eine bessere Bonität erlangen kann und im Anschluss eine Bewertung vorzunehmen. Darüber hinaus müssen die in Unternehmen tätigen Analysten regelmäßig wechseln, die Namen jener Unternehmen offen gelegt werden, die mehr als 5 Prozent des Einkommens einer Agentur ausmachen, und ein jährlicher

Transparenzbericht muss veröffentlicht werden. Eine Reihe an Informationspflichten soll auch die Qualität der Ratings verbessern.

Ein weiterer wichtiger Punkt ist, dass das Komitee der europäischen Wertpapieraufseher (CESR) gestärkt wird. Dieses wird für die Registrierung der Ratingagenturen in der EU und die Veröffentlichung der von den Agenturen angegebenen Daten zuständig sein. CESR soll in weitere Folge die nationalen Behörden verständigen, die letztendlich für die Aufsicht zuständig sind, aber miteinander kooperieren sollen. Nach dem Richtlinienvorschlag vom 23. September 2009 soll die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde Ratingagenturen beaufsichtigen.

Es wird außerdem empfohlen, dass die EU eine unabhängige europäische Ratingagentur, die nicht auf Gewinnmaximierung ausgerichtet ist, errichten soll.

4.3.2 Hedge Fonds, Private Equity Fonds

Hedge Fonds ist ein Oberbegriff für verschiedene Veranlagungs- und Spekulationsstrategien. Ziel dieser Fonds ist es meist, einen regelmäßigen positiven Veranlagungsbetrag zu erzielen, unabhängig vom Marktumfeld. Hedgefonds sind oft in off-shore-Zentren domiziliert, sind meist nicht dem breiten Anlegerpublikum zugänglich (sondern institutionellen und vermögenden Investoren), und nutzen moderne Technologien (IT-gestützte Handelssysteme) und Instrumente (short selling, Derivative, etc).

Hedgefonds sind, da sie keine Publikumsfonds sind, relativ wenig reguliert. Hedgefonds arbeiten zum Teil mit einem hohen Fremdkapitalanteil (leverage). Seit dem Beinahe-Zusammenbruch des Hedgefonds Longterm Capital Management (LTCM) wird die Bedeutung von Hedgefonds für die Finanzstabilität immer wieder diskutiert. Allerdings haben in den letzten Jahren verstärkt institutionellen Investoren wie Investmentfonds und Pensionskassen in Hedge Fonds und andere alternative Investmentfonds investiert. Damit sind auch nicht professionelle Investoren dem Risiko aus der Veranlagung von Hedgefonds ausgesetzt.

Hedge Fonds können aber auch eine wichtige Funktion auf den Finanzmärkten erfüllen, weil sie zusätzliche Liquidität bereit stellen und zu einer effizienten Preisbildung beitragen können. Manche Hedge Fonds-Strategien verstärken bereits bestehende Trends.

Private Equity Funds richten sich ebenfalls primär an institutionelle Investoren, beteiligen sich an oder übernehmen befristet Unternehmen.

Alternative Investmentfonds waren zwar nicht der unmittelbare Auslöser für die Finanzkrise, Hedgefonds haben allerdings durch short selling-Strategien (Spekulation auf fallende Kurse) den Abschwung an den Finanzmärkten beschleunigt. Die Hedgefonds-Industrie ist selbst negativ von

der Finanzkrise betroffen, weil Investoren massiv Gelder von den Fonds abgezogen haben, was durch die dadurch nötigen Verkäufe zu weiteren Anspannungen auf den betroffenen Märkten geführt hat, und da Fremdfinanzierung für diese Fonds nur erschwert möglich war und zum Teil noch der Fall ist.

Sowohl bei Hedge Fonds als auch bei Private Equity Fonds wird oft die mangelnde Transparenz beklagt. Eine erhöhte Transparenz, wie auch auf europäischer Ebene angestrebt, sollte die Stabilität des Finanzsystems verbessern:

Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie zu Alternative Investment Funds Managers (AIFM)

Ziel der vorgeschlagenen Richtlinie ist es, einen umfassenden regulatorischen Rahmen für AIFM auf europäischer Ebene zu schaffen und eine effektive Aufsicht sicherzustellen. Unter den Anwendungsbereich der Richtlinie sollen laut Vorschlag der Kommission Fonds mit einem Volumen von mindestens 100 Mio Euro fallen. Bei Fonds ohne Leverage (d.h. ohne Fremdkapitalanteil) und bei Kapitalbindung der Investoren von mindestens 5 Jahren beträgt die Obergrenze 500 Mio Euro. De facto bedeutet dies, dass Hedgefonds ab einem Volumen von 100 Mio Euro und Private Equity-Fonds ab einem Volumen von 500 Mio Euro unter die Regulierung fallen sollen. Nach unserem Kenntnisstand liegt das Fondsvolumen österreichischer Venture Capital/Private Equity-Fonds üblicherweise unter 500 Mio Euro. Der Richtlinienvorschlag wurde am 29. April 2009 präsentiert. Da der Vorschlag sehr umstritten ist, ist mit einer Verabschiedung frühestens Mitte 2010 zu rechnen.

4.3.3 Rohstoffspekulationen

In den letzten Jahren wurde zudem die Bedeutung von Spekulation für die Preisbildung von Erdöl sowie bestimmter Nahrungsmittel kritisch diskutiert. Wie groß dieser Einfluss tatsächlich ist, ist aber nicht wirklich geklärt. Das Thema ist aber besonders sensibel, weil das verstärkte Engagement von Finanzinvestoren zu Verzerrungen bei der Preisbildung wichtiger Rohstoffe wie Erdöl und bedeutender Nahrungsmittel führen kann.

So hat beispielsweise der US Senat in mehreren Untersuchungen den Einfluss von reinen Indexspekulationen auf die Preise von Rohstoffen insbesondere Öl aber auch Weizen und andere Warengruppen, untersucht.

Ausgangspunkt der Untersuchungen waren die zeitweise massiven Preissteigerungen im Rohstoffbereich, die weltweit zu Inflationsschüben führten.

Der Senat kam zu der Überzeugung, dass die Beteiligung von Finanzinvestoren an der Rohstoffspekulation zu relevanten Preiserhöhungen führt. Während in den USA eine Regulierung der Indexinvestoren auf der Ebene der Warenterminbörsen überlegt wird, bieten sich in Europa aufgrund der dezentralen Struktur des Warenhandels eher Regulierungen auf der Ebene von Finanzinstitutionen an. So könnten etwa frühere Beschränkungen für die Beteiligung von Investitionsfonds an reinen Commodity Positionen wieder aufgegriffen werden, insbesondere da diese Investitionen im Gegensatz zu Unternehmensbeteiligungen oder Anleihen keine gesamtwirtschaftliche Finanzierungsfunktion erfüllen.

4.3.4 Derivatmärkte

Die aktuelle Mitteilung der Kommission behandelt Themen wie die Rolle, die Derivate bei der Finanzkrise gespielt haben, die Vor- und Nachteile der Derivatmärkte und wie Risiken reduziert werden können.

Betreffend außerbörslicher Verträge (OTC) schlug die Kommission verschiedene Instrumente vor, damit diese Verträge die Finanzmarktstabilität nicht gefährden. Ein Vorschlag ist z.B., dass eine Standardisierung durch die Anwendung von standardisierten Verträgen, elektronische Auftragsbestätigung, zentraler Datenspeicherung sowie automatische Zahlung vorgenommen wird.

Außerdem sollen z.B. auch zentrale Clearingstellen für Kreditderivate (CDS) geschaffen werden, wie dies bereits beim G20 Treffen Anfang April 2009 in London beschlossen wurde. Nach diesem System würden Derivate über einen Mittelsmann bearbeitet, anstatt privat ausgetauscht zu werden. Ziel ist, Kosten und Risiken bei gleichzeitiger Steigerung der Sicherheit zu reduzieren. Die Industrie soll bis Ende Juli 2009 in Europa ein oder mehrere solcher Clearingstellen errichten.

Darüber hinaus hat die Kommission zwei Arbeitspapiere veröffentlicht: einerseits eine Analyse der OTC Derivatmärkte und andererseits ein Konsultationsdokument in Form eines detaillierten Fragebogens (Frist 31. August 2009).

Nach einer öffentlichen Anhörung (Ende September 2009) zu den Ergebnissen der Konsultation sind allfällige Gesetzesinitiativen bzw. andere Maßnahmen bis Ende 2009 zu erwarten.

4.3.5 Basel II (EU: Capital Requirement Directive – CRD)

Basel II regelt vor allem, wie viel Eigenmittel eine Bank insgesamt halten muss. Gegenüber Basel I wird noch mehr das Risiko jeder einzelnen Forderung und sonstiger Aktiva betrachtet und daraus die „Eigenmittel-

unterlegung“ der Bank für jede Forderung festgelegt. Die Banken haben mehrere Ansätze zur Wahl (Standardansatz, in dem externe Ratings für die Eigenmittelunterlegung ausschlaggebend sind; Interner Rating-Ansatz – IRB-Ansatz – bei dem die interne Bonitätsbeurteilung für die Eigenmittelunterlegung relevant ist). Bei Krediten an Unternehmen sind Kredite an KMU mit Ausleihungsvolumina von bis zu 1 Mio Euro begünstigt, weil diese seitens der Bank mit geringeren Eigenmitteln unterlegt werden müssen („retail-Begünstigung“)

In der Finanz- und Wirtschaftskrise dürfte diese risikoorientierte Sichtweise prozyklisch wirken, weil in den bankinternen Ratingsystemen ein höheres Risiko der Kreditvergabe angenommen wird, dadurch der Eigenmittelbedarf zunimmt bzw. der Spielraum für die Kreditvergabe kleiner wird, was wiederum den Konjunkturverlauf verschärfen könnte. Befürchtet wird, dass dieser Effekt spätestens im ersten Halbjahr 2010 schlagend wird, wenn die Krise in den Jahresabschlüssen 2009 abgebildet wird.

Kleine Unternehmen sind durch die „retail-Begünstigung“ (begünstigte Eigenmittelunterlegung für Ausleihungsvolumina von bis zu 1 Mio Euro) möglicherweise zu einem geringeren Ausmaß von der Prozyklizität betroffen.

Da die Finanzkrise in einem starken Ausmaß eine Bankenkrise ist, ist mit weiteren Verschärfungen der Eigenmittelbestimmungen zu rechnen. Aus Sicht der Sozialpartner darf aber dadurch der Spielraum für die Kreditvergabe an die Unternehmen außerhalb des Finanzsektors sowie an private Haushalte nicht verkleinert werden.

Konjunkturpuffer für Banken – dynamic provisioning: Unter dynamic provisioning versteht man die Bildung von Puffern in Abhängigkeit vom Wachstum der Aktiva, eine Art statistischer Rückstellungen, die sich über den Zyklus ausgleichen sollen. Diese Reserven zählen nicht zum Eigenkapital nach Basel II und können daher im Abschwung aufgelöst werden, ohne das Eigenkapital aufzuzehren. Anders als spezielle Rückstellungen für notleidende Kredite sind sie unabhängig von der Ausfallwahrscheinlichkeit des einzelnen Kredits zu bilden. Spanien führte dieses Modell im Eindruck der Argentinienkrise (1998-2002) und wegen des drastischen Zinsrückgangs bei der Euro-Einführung ein. Das zunächst von den spanischen Banken kritisierte Modell erwies sich in der Krise als stabilisierend. Vor allem spanischen Großbanken haben in der gegenwärtigen Krise trotz der Probleme am spanischen Immobilienmarkt ein relativ gutes Standing innerhalb der europäischen Bankenlandschaft und zählen zu den größten Instituten Kontinentaleuropas.

Die Europäische Kommission erarbeitet derzeit einen Richtlinienvorschlag in diese Richtung. Aber auch unabhängig von der europäischen Ebene zeigt sich am Beispiel Spaniens, dass in diesem Bereich nationale Spielräume bestehen und genutzt werden können.

Überarbeitung der Eigenkapitalrichtlinien I

Diese im Mai 2009 vom Europäischen Parlament verabschiedeten Änderungen befassen sich u.a. mit drei großen Themenbereichen: Den Mindesteigenkapitalanforderungen von Banken, der Bankenaufsicht und den Offenlegungspflichten der Banken. In allen Bereichen wurden wesentliche Bestimmungen aufgrund einer Analyse der Ursachen der Finanzkrise eingeführt.

In der Frage der Finanzmarktaufsicht sollen Aufsichtskollegien die Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden im Umgang mit grenzüberschreitenden Finanzinstituten erleichtern. Die Rolle von CEBS, dem unabhängigen Beratungsorgan der europäischen Bankenaufsicht, wurde gestärkt. Gleichzeitig wird festgelegt, dass die Kommission bis Ende 2009 einen Vorschlag für ein ambitioniertes integriertes Europäisches Aufsichtssystem vorlegen muss. Bis Ende 2011 soll schließlich ein europaweites Aufsichtssystem geschaffen werden.

Zu Verbriefungen, dem Weiterverkauf von Krediten durch eine Bank, wurde festgehalten, dass Kreditforderungen nur dann weitergegeben werden dürfen, wenn der Verkäufer selbst mindestens 5 Prozent in seinen Büchern hält. Jeder Mitgliedstaat kann aber einen höheren Prozentsatz einsetzen. Darüber hinaus soll die Kommission bis Ende dieses Jahres überprüfen, ob ein europaweit höherer Grenzwert sinnvoll und im internationalen Vergleich machbar ist. Diese Bestimmungen sollen Transparenz und Sicherheit am Verbriefungsmarkt schaffen.

Bei den meistgehandelten Derivaten, den so genannten Credit Default Swaps (CDS), sowie für alle OTC-Produkte (over the counter) wurde die Kommission aufgefordert, bis Ende 2009 Vorschläge für Rechtsvorschriften zur Verbesserung der Transparenz am OTC-Markt zu machen und die Einrichtung einer zentralen Gegenpartei (CCP) oder eines „Clearing-Hauses“ voranzutreiben, um die Risiken dieser Instrumente zu verringern.

Großkredite dürfen nur noch dann vergeben werden, wenn die Summe eines solchen Kredits 25 Prozent der Eigenmittel der Bank nicht übersteigt. Zwischen den Banken darf diese Grenze überschritten werden, wenn die Kreditsumme weniger als 150 Mio. Euro beträgt. Diese Bestimmung sichert, dass kleinere Banken nicht benachteiligt werden. Von dieser Zusatzbestimmung profitiert z.B. besonders der österreichische dezentrale Bankensektor.

Bezüglich prozyklischer Wirkungen (einer Verstärkung von Abwärtsentwicklungen in wirtschaftlichen Krisenzeiten) der bereits bestehenden Regelungen von Basel II hat die Kommission bis Ende 2009 einen Bericht mit einer Evaluierung vorzulegen.

Überarbeitung der Eigenkapitalrichtlinien II

Höhere Eigenkapitalvorschriften für Weiterverbriefungen, Verschärfung der Offenlegungspflichten von Verbriefungsrisiken zur Erhöhung des Marktvertrauens bzw. Eigenkapitalanforderungen für das Handelsbuch, um eine andere Bewertung von Risiken zu erreichen. Durch eine solide Vergütungspolitik und -praxis von Banken soll durch Gehaltsanreize keine übermäßige Risikobereitschaft gefördert werden. Banken, die sich nicht an die Bestimmungen halten, sollen von den Bankenaufsichtsbehörden sanktioniert werden können.

Der Richtlinienvorschlag wurde am 13. Juli 2009 veröffentlicht, geplantes Inkrafttreten ist 2011.

Überarbeitung der Eigenkapitalrichtlinien III

Der jüngste Änderungsvorschlag der CRD betrifft thematisch u.a. Wertberichtigungen für während eines Konjunkturzyklusses erwartete Verluste (z.B. Dynamic Provisioning), besondere zusätzliche Kapitalanforderungen für Fremdwährungswohnbaukredite, Beseitigung nationaler Wahlrechte und Ermessensentscheidungen bzw. Vereinfachung zur Rechnungslegung von Zweigniederlassungen.

Nach einer im Sommer 2009 durchgeführten Konsultation sollte der Richtlinienvorschlag frühestens im Herbst veröffentlicht werden.

Richtlinienvorschlag geplant für Herbst 2009

Managergehälter

Die Kommission hat im April 2009 zwei rechtlich unverbindliche Empfehlungen zu Managergehältern in börsennotierten Unternehmen und im Finanzdienstleistungssektor veröffentlicht; nicht bindender Charakter der Empfehlungen.

Bericht über Corporate Governance im Finanzdienstleistungssektor

Der Bericht wird auf einem Überblick über corporate governance in Finanzinstitutionen basieren. Dieser Überblick wird vor allem auf einer Überprüfung der Adäquanz der gebräuchlichen europäischen Corporate Governance-Prinzipien und -Regeln im Finanzsektor aufbauen, wie sie im EU-Recht enthalten sind und sie mit internationalen Regeln vergleichen (Basel Committee, IOSCO), um Schwachstellen und Lücken zu aufzuspüren.

Der Bericht wird eine Einschätzung der Effektivität von governance Systemen beinhalten wie sie sich aus der Überprüfung von Fallstudien von jüngsten Fehlern und Zusammenbrüchen ergibt. Darauf aufbauend

könnten Empfehlungen erarbeitet werden, die darauf abzielen, entdeckte Schwachstellen zu entschärfen und ein besseres Monitoring und eine bessere Durchsetzung von Corporate Governance Bestimmungen umzusetzen. Geplantes Datum der Verabschiedung: Dezember 2009

Internationale Rechnungslegungsstandards

Die Bewertung zu aktuellen Marktwerten (*mark to market*) führt zu Verzerrungen in der buchmäßigen Bewertung von Aktiva und in der gegenwärtigen Krise zu einem Abschreibungsbedarf, der den Stabilisierungsbemühungen im Finanzsektor entgegenwirkt. Die gegenwärtigen Bemühungen konzentrieren sich auf die IAS 39 (Bewertung von Finanzinstrumenten).

Eine langfristig orientierte Bewertung würde prozyklische Effekte dämpfen.

4.3.6 Europäische Finanztransaktionssteuer

Ein anderes, oft kontrovers diskutiertes Thema ist das Thema Spekulation. An Finanzmärkten treten sowohl langfristig orientierte Investoren auf, die Finanzinstrumente wie Aktien viele Jahre oder gar Jahrzehnte halten.

Andere Marktteilnehmer versuchen, aus sehr kurzfristigen Engagements Gewinne zu erzielen. Spekulation ist grundsätzlich nicht negativ zu sehen (weil dadurch die Liquidität am Markt erhöht wird, und ein Beitrag zu effizienter Preisbildung gewährleistet werden kann). Spekulation fördert aber auch immer wieder kurzfristige Übertreibungen am Markt und die Bildung von „*bubbles*“.

Finanztransaktionen werden zu einem beachtlichen Ausmaß über IKT-gestützte Tradingpraktiken (*high frequency trading*) getätigt, die aufgrund ihrer Natur trendverstärkend sind. Diese Handelspraktiken führten zu einem Anstieg der Volumina auf ein Vielfaches des weltweiten Bruttosozialprodukts und zu einem Anstiegs des Potenzials für Instabilitäten.

Eine Finanztransaktionssteuer kann einerseits einen Lenkungseffekt erzielen – sprich einen dämpfenden Effekt auf die Volatilität durch kurzfristige Handelsaktivitäten haben, und andererseits eröffnet sich bei entsprechender Gestaltung eine zusätzliche Einnahmequelle für die öffentlichen Haushalte. Auf Grund der hohen Mobilität der Besteuerungsbasis ist bei diesem Instrument eine internationale Koordination besonders wichtig. Ein Teil des Aufkommens aus der FTS könnte für die Dotierung eines Finanzstabilisierungsfonds verwendet werden.

4.3.7 Konsumenten- und Anlegerschutz

Überarbeitung der Prospekt-Richtlinie

Die Prospekt-Richtlinie führte einen „einheitlichen Emittentenpass“ ein, wodurch Investoren Wertpapiere entweder durch ein öffentliches Angebotsverfahren oder durch das Zulassen der Aktien zum Handel erwerben können. Das bedeutet, dass wenn ein Prospekt einmal von der Regulierungsbehörde in einem Mitgliedstaat gebilligt wurde, dieser überall innerhalb der EU anerkannt werden muss. Themen einer öffentlichen Konsultation Anfang 2009 zur Überprüfung der Prospekt-Richtlinie waren u.a. die Definition der qualifizierten Investoren, die Überprüfung der Freistellungsangebote (Weiterveräußerung von Wertpapieren und Wertpapierregelungen für Beschäftigte), Überprüfung der jährlichen Offenlegungspflicht, Frist für die Ausübung des Widerrufsrechts bzw. bestimmte Schwellenwerten der Richtlinie.

Geplante Veröffentlichung eines Vorschlages der Kommission: September 2009

Überarbeitung der Richtlinie über Anlegerentschädigungssysteme

Die Kommission hielt im Frühjahr 2009 eine Sondierung über die Überarbeitung der Anwendung der Richtlinie über Anlegerentschädigungssysteme ab. In der Richtlinie werden Anleger gegen Verlustrisiken geschützt, die sich im Falle der Unfähigkeit einer Wertpapiergesellschaft zur Rückzahlung von Geldern oder der Erstattung von im Namen von Kunden gehaltener Vermögenswerte ergeben können. Themen waren u.a. der Anwendungsbereich der Richtlinie in Bezug auf die abgedeckten Dienstleistungen – auch im Zusammenhang mit den Märkten für Finanzinstrumente (MiFID), Höhe der Entschädigungsleistungen, Finanzierung der Entschädigungssysteme, die ein ausschlaggebender Faktor für das Funktionieren des Mechanismus ist, bzw. einige technische Aspekte, die das wirksame und fristgerechte Funktionieren der Systeme behindern können (vor allem bestehende Beschränkungen für die Staffelnung nicht gezahlter Erstattungsschulden während eines bestimmten Zeitraums und die Notwendigkeit der Festlegung einer angemessenen Erstattungsfrist).

Konsultation zu “Responsible Lending and Borrowing”

Im Zentrum der von der Kommission eingeleiteten öffentlichen Konsultation steht die Frage, wie EU-weit die verantwortungsvolle Aufnahme und Vergabe von Krediten gewährleistet werden kann. U.a. werden Themen wie Werbung und Vermarktung von Kreditprodukten, die Be-

reitstellung von vorvertraglichen Informationen, Möglichkeiten zur Beurteilung von Produkteignung und Kreditwürdigkeit eines Kreditnehmers, Standards für Beratungen, verantwortungsvolle Kreditvergabe sowie ein Rahmenwerk für Kreditvermittler (Informationspflichten, Registrierung, Lizenzierung und Überwachung) behandelt.

Konsultation zu OGAW Verwahrstelle

Im europäischen Rechtsrahmen spricht man bei Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) von Investmentfonds. Die Konsultation soll Aufschluss geben, wie Europa damit verbundene Schwachstellen beheben und so den Schutz der OGAW-Anleger verbessern kann.

Die öffentliche Konsultation ist Teil einer umfassenden Überprüfung der für Verwahrstellen in der EU geltenden Regulierungsgrundsätze. Sie soll als Konsequenz des Madoff Skandals einen Beitrag zu einer klareren und schärferen Regulierung und Beaufsichtigung von OGAW-Verwahrstellen leisten.

So hatten vier Verwahrstellen (der insgesamt 30.000) OGAW Fondsvermögen im Umfang von 1,6 Mrd. EUR in Madoff-Fonds angelegt. Diese Gelder konnten aber bislang nicht wieder aufgetrieben werden. EU-weit erlitten somit Anleger und andere Fonds, die darin investiert hatten, Verluste.

Eine Konsultation wurde bis 15. September 2009 durchgeführt.

Mitteilung zu Packaged Retail Investment Products (PRIPs)

Die Kommission will den Anlegerschutz bei Produkten, die hauptsächlich von Kleinanlegern gekauft werden, verbessern. Die Unterschiede zwischen den geltenden Standards können laut Kommission dem Anleger schaden und den Markt für Kleinanlegerprodukte verzerren.

Die Mitteilung begründet die Ansicht der Kommission, dass der gegenwärtige regulatorische Rahmen auf EU-Ebene aktualisiert werden muss und schlägt vor, eine neue Gesetzgebung einzuführen, die auf zwei Hauptaspekte abstellt – Auskünfte über Produkte und Vertriebsprozesse. Ziel ist es, Konsistenz in den Ansätzen für alle verschiedenen Anlageprodukte für Kleinanleger herzustellen und so einen Beitrag zu leisten, dass sichergestellt wird, dass Anleger immer die richtige Information erhalten und die richtige Behandlung erfahren. Die Finanzkrise unterstreiche laut Kommission die Notwendigkeit eines regulatorischen Umfelds, welches eine solide Basis für wohlinformierte Entscheidungen bietet, und in dem Anleger hinsichtlich der Informationen und Dienstleistungen, die sie erhalten, zuversichtlich sein können.

Mit Einleitung einer Konsultation oder Veröffentlichung einer weiteren Mitteilung ist für Ende 2009 zu rechnen.

4.3.8 *Sonstige*

Einlagensicherungsrichtlinie

Die Novellierung der Einlagensicherung gewährleistet, dass innerhalb von 20 (plus 10) Tagen im Falle des Konkurses eines Kreditinstituts die fälligen Garantiebeträge ausbezahlt werden müssen. Nach zwei Jahren soll die Kommission überprüfen, ob diese Frist verkürzt werden kann. Innerhalb von höchstens drei Tagen soll zudem eine Notfallsauszahlung in angemessener Höhe stattfinden können

Die Kommission wird bis 2011 einen Bericht ausarbeiten, in dem die Effizienz der Regelung und eine mögliche Senkung der Frist um zehn Tage überprüft wird. Nach bestehenden Rechtsordnungen reichen die aktuellen Fristen in den Mitgliedstaaten von drei bis sechs Monaten.

Darüber hinaus sieht die Richtlinie ab 1. Juli 2009 eine Einlagensicherung von 50.000 Euro vor, die mit 31. Dezember 2010 auf 100.000 Euro erhöht wird, falls dies die Kommission bis Ende 2009 in einer Folgenabschätzung bestätigt. Gleichzeitig wird auch dem Co-Versicherungssystem ein Ende bereitet. Dies sah vor, dass für Sparer bisher ein Abschlag von zehn Prozent bei ihren gesicherten Einlagen galt. Der Anwendungsbereich beschränkt sich nicht nur auf Privatanleger.

Versicherungssicherungssysteme

Analog zu einem Einlagensicherungssystem bei Banken evaluiert die Kommission, ob, bei welchen Produkten und in welcher Form solche Maßnahmen auch im Versicherungsbereich eingeführt werden können.

Veröffentlichung eines Weißbuches bis Ende 2009

Early Intervention for Ailing Banks

Zur Verwendung von Instrumenten, die bei einer Bankenkrise noch vor der Liquidation eingesetzt werden können, ist für Herbst ein Weißbuch oder eine Mitteilung geplant (z.B. Einstellen von Dividendenzahlungen, Verkauf oder Transfer von Vermögenswerten, Übernahme des Managements etc.).

Marktmissbrauchsrichtlinie

Im Rahmen ihrer Überprüfung der Marktmissbrauchsrichtlinie hielt die Kommission im Frühling 2009 eine Konsultation ab, die auch erste

Erkenntnisse und Vorschläge zur Verbesserung und Vereinfachung dieser Richtlinie enthält. Mit der Richtlinie soll sichergestellt werden, dass Praktiken wie Insider-Handel und Marktmanipulation verhindert und angemessen geahndet werden. Themen der Konsultation waren u.a. der Kreis der unter die Richtlinie fallenden Märkte und Finanzinstrumente, die Möglichkeit für börsennotierte Emittenten, die Bekanntgabe von Insider-Informationen aufzuschieben, die Bekanntgabe von Insider-Informationen durch die Emittenten von Warenderivaten, die Möglichkeit der zuständigen Behörden, auf Telefonaufzeichnungen und andere Daten zuzugreifen, die Pflicht zur Erstellung von Insider-Verzeichnissen und zur Meldung der Geschäfte von Führungskräften des Emittenten. Im Herbst 2009 sollte ein Vorschlag veröffentlicht werden; geplante Veröffentlichung eines Vorschlages der Kommission Ende 2009.

5. FINANZKRISE UND ÖSTERREICHISCHER BANKENSEKTOR³⁵

Im ersten Teil werden die Spezifika des österreichischen Finanzsektors analysiert. Dazu zählen die Exponierung in Mittel-, Ost- und Südosteuropa (MOSOE), der Fokus auf das Retailgeschäft und damit einhergehend eine Struktur im Inland.

5.1 Spezifika von Österreichs Banken in der Finanzkrise

Die aktuelle Krise hatte ihren Auslöser im US-Subprime-Markt im Bereich der strukturierten Kreditprodukte. In der ersten Phase der Krise stieg die Risikoaversion hinsichtlich dieser strukturierten Kreditprodukte an, Vertrauensverluste unter den Marktteilnehmern breiteten sich aus und der Zugang zur Refinanzierung am Interbankenmarkt, dann auch auf den Kapitalmärkten, erschwerte sich. Die verschlechterten Bedingungen griffen in einer zweiten Phase auf die Emerging Markets, darunter auch MOSOE, über. Die Risikoprämien in MOSOE erlebten einen massiven Anstieg. Schließlich weitete sich in der dritten Phase die realwirtschaftliche Abkühlung von den entwickelten Märkten auf Osteuropa aus.

Während Österreich sowohl aufgrund seiner wirtschaftlichen Struktur als auch aufgrund seines Geschäftsmodells die gegenwärtige Krise mit einiger Verzögerung spürte, werden die Auswirkungen zum Teil bereits deutlich sichtbar

5.1.1 *Durch „originate and hold“ gering betroffen bei strukturierten Kreditprodukten*

Aufgrund ihres „*originate and hold*“-Geschäftsmodells³⁶ – also des Halten von Krediten in der Bankbilanz bis zur Fälligkeit – waren die österreichischen Banken von den Verwerfungen im Bereich der strukturierten Kreditprodukte vergleichsweise wenig betroffen. Gegenüber strukturierten Produkten hielten die 25 größten österreichischen Banken³⁷ ein relativ moderates Gesamtexposure von ca. ca. 1,5% der gesamten Bilanzsumme bzw.

35) Vgl. Kurzstudie in Finanzmarktstabilitätsbericht Nr. 17, H12009

36) Im Gegensatz dazu steht das „*originate and distribute*“ Modell, also die Verbriefung (und meist Strukturierung) von und der Handel mit Krediten. Die Risiken verbleiben dabei nicht in der Bilanz der generierenden Bank.

37) Im Vergleich zur vorherigen Umfrage veränderte sich das Sample wie folgt: im vorherigen Sample enthalten und im letzten Sample nicht: RLB OOe, Investkredit, Hypo Steiermark, Bausparkasse der österreichischen Sparkassen, Salzburger Hypo, Tiroler Sparkasse, Salzburger und Steiermärkische Sparkasse; im aktuellen Sample enthalten und im letzten nicht: RLB Burgenland, Kärnten, Vorarlberg und Dexia Kommunkredit.

15,9 Mrd EUR³⁸ zum Jahresende 2008 in Summe, wovon 14,6 Mrd EUR auf die sechs größten Banken³⁹ entfielen und per Jahresende 2008 57,6% AAA-AA⁴⁰ geratet waren.

Die unmittelbare Betroffenheit der österreichischen Banken zeigte sich in dieser Phase vor allem in einer erschwerten Refinanzierung auf den Interbankmärkten, insbesondere im USD. Zusätzliche Tender, gegen Jahresende 2007 implementierte USD Swap-Fazilitäten der EZB zusammen mit der FED für USD (ab Oktober 2008 auch für CHF) und die Erweiterung der belehnbaren Wertpapiere milderten die angespannte Liquiditätssituation. Mit der Aufnahme der Geschäftstätigkeit der neu gegründeten Oesterreichischen Clearingbank AG per 13.11.2008 wurde ein zusätzlicher Beitrag zur Stabilisierung des Interbankenmarktes geschaffen.

Insgesamt kam den österreichischen Banken in dieser Hinsicht ihre starke Retailbasis zugute. So sind seit Beginn der Finanzmarktkrise 34,2 Mrd EUR an inländischen Einlagen von Kunden bis Jahresende 2008 neu hinzugekommen. Auf konsolidierter Ebene inkl. Auslandsgeschäft waren es sogar 60 Mrd EUR.

5.1.2 Profitabilität sinkt stark aufgrund erhöhter Wertberichtigungen, Provisionsgeschäftsrückgang und negativer Handelsergebnisse

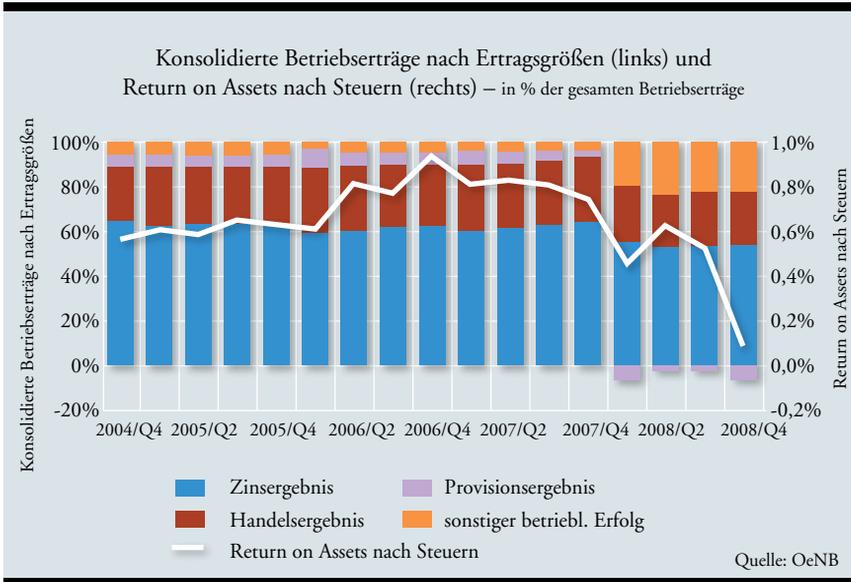
Die negativen Auswirkungen der Krise auf die Liquiditätssituation und die Geschäftsentwicklung der Banken konnten durch Maßnahmenpakete von Notenbanken, Regierungen, EBRD, EIB, IWF und der Weltbank gemildert werden. Das österreichische Bankenpaket erleichterte die Liquiditätssituation und schuf einen zusätzlichen Eigenkapitalpuffer. Die Profitabilitätssituation verschlechterte sich 2008 jedoch beträchtlich. Der konsolidierte Return on Assets nach Steuern sank 2008 auf 0,09%. Deutlich gestiegene Wertberichtigungen, ein negatives Handelsergebnis und ein deutlicher Rückgang im Provisionsergebnis waren begleitet von einer anhaltend guten Situation im traditionellen Zinsgeschäft. Dies war vor allem durch ein anhaltend hohes Kreditwachstum 2008 begründet.

Alle bisher angefallenen Belastungen konnten aus eigener Kraft bilanziell dargestellt werden. Bedeutende Quellen der Bankenprobleme (Abschreibungen wie auf Lehman-, Washington Mutual) waren bislang noch außerhalb des Kerngeschäfts der österreichischen Banken zu finden.

38) Exklusive Credit Default Swaps

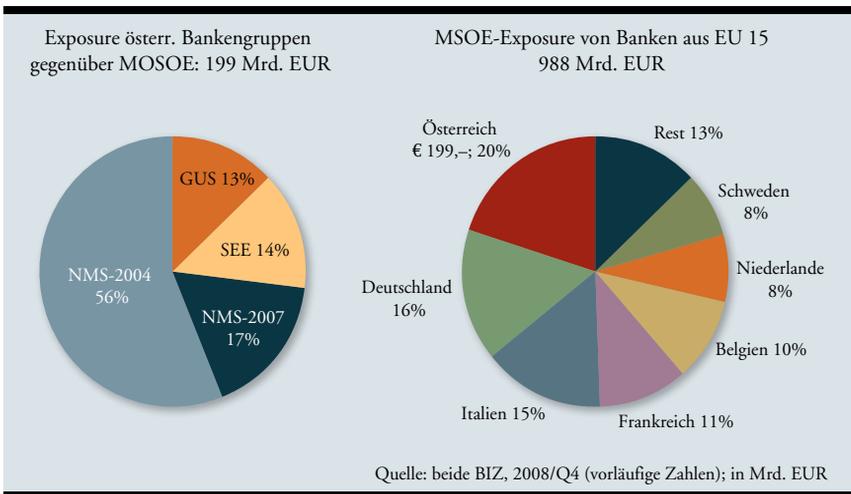
39) Erste Group Bank AG, UniCredit Bank Austria AG, Raiffeisen Zentralbank AG, BAWAG, Oesterreichische Volksbanken AG (inkl. Kommunalkredit), Hypo Group Alpe Adria

40) 19,5% des Gesamtvolumens entfällt auf die Ratingklasse BBB, 7,2% auf Non-Investment Grade.



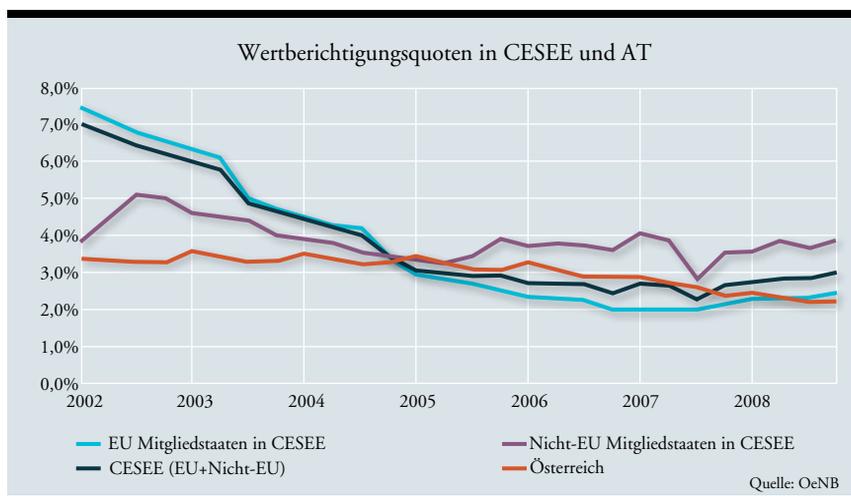
5.1.3 MOSOE-Geschäft durch realwirtschaftlichen Einbruch berührt

Obwohl das MOSOE-Exposure österreichischer Bankkonzerne nur rund 20% des Exposures westlicher Banken in der Region ausmacht und hierbei der Hauptanteil von ca. 70% auf den neuen EU (und teils EMU)-Mitgliedstaaten liegt, sticht es mit 199 Mrd EUR vor allem in seiner Relation zum BIP mit rund 70% per Ende 2008 hervor, was im letzten Quartal 2008 zu drastischen Ausweitungen der CDS Spreads und ebenso extremen Aktienkurs-einbrüchen für österreichische Banken führte (weitere Details zur MOSOE-Exponierung – Fremdwährungskredite, Refinanzierung – siehe unten).



Als klar wurde, dass sowohl der IWF als auch die Europäische Kommission gewillt waren, rasch neue Geldmittel für die Region verfügbar zu machen, kam es zu einer gewissen Erholung im Frühjahr 2009. Nationale Bankenpakete, sei es das österreichische, seien es nationale Maßnahmenbündel in MOSOE, trugen ebenfalls zur Stabilisierung bei (s. Anhang: Übersicht über MOSOE-Bankenpakete).

Das Kerngeschäft der österreichischen Banken zeigte sich bislang relativ robust, was die Werthaltigkeit der betreffenden Aktiva anlangt. So liegt sowohl die Wertberichtigungsquote im Inland als auch jene in MOSOE auf einem historisch sehr niedrigen Niveau: in Österreich etwa bei 2,2%, der historische Höchststand betrug 3,78% (1. Quartal 1997), zu einer wirtschaftlich sicherlich günstigeren Periode. Es ist davon auszugehen, dass die deutliche realwirtschaftliche Eintrübung in den kommenden Quartalen auf die Ertragslage der Banken durchschlagen wird. In MOSOE hat diese Entwicklung bereits begonnen.



Historische Vergleiche mit früheren Krisen sind in dieser Frage sicherlich nur bedingt möglich. Eine vorsichtige Analogie zur Asienkrise lässt jedoch einen ausgeprägten Anstieg der Wertberichtigungsquoten von den bisherigen Werten Ende 2008 von 2,5% (EU-Mitgliedstaaten in MOSOE) und 3,8% (Nicht-EU Mitgliedstaaten in MOSOE) annehmen: im Verlauf der Asienkrise erreichte die maximale Wertberichtigungsquote einzelner Länder zum Teil über 20%.⁴¹

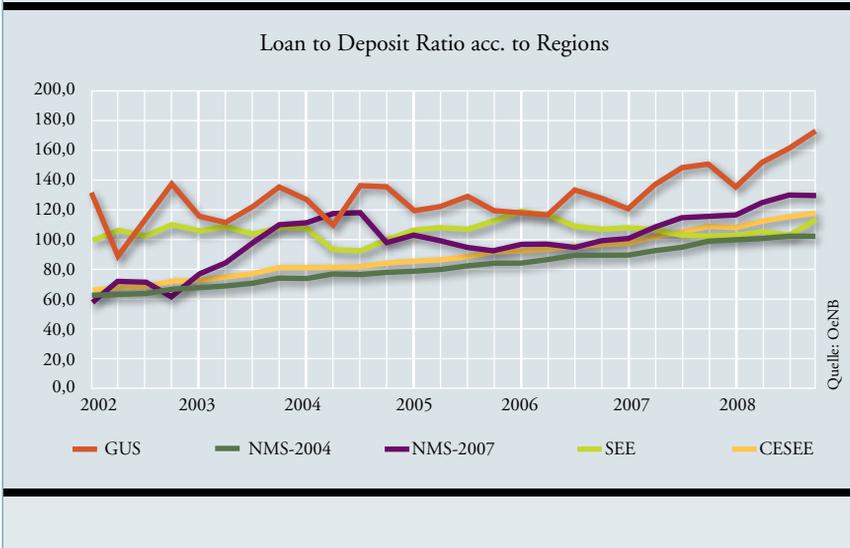
Aufgrund des regional beschränkten Nachfrageeinbruchs während der Asienkrise erholten sich die Wachstumsraten in den betroffenen Ländern

41) IWF/Luc Laeven and Fabian Valencia: Systemic Banking Crisis. A New Database.

jedoch relativ rasch. Der IWF rechnet hingegen in der aktuellen Krise aufgrund des globalen Wachstumseinbruchs mit einer verzögerten wirtschaftlichen Erholung. Gleichzeitig machen gerade die Mittelaufstockung des IWF und der EU das Eintreten sehr negativer Szenarien aber deutlich weniger wahrscheinlich.

Refinanzierung der MOSOE-Töchter

Die Refinanzierung österreichischer Tochterbanken verzeichnet in den letzten Jahren einen Rückgang der Einlagendeckung bei Krediten (siehe Grafik). Jedoch bekräftigten die Bankengruppen ihr Commitment gegenüber ihren Töchtern und sicherten ihnen damit Refinanzierungsmöglichkeiten innerhalb der Gruppe, was insbesondere für die Refinanzierung der Fremdwährungskredite in MOSOE von Bedeutung ist.

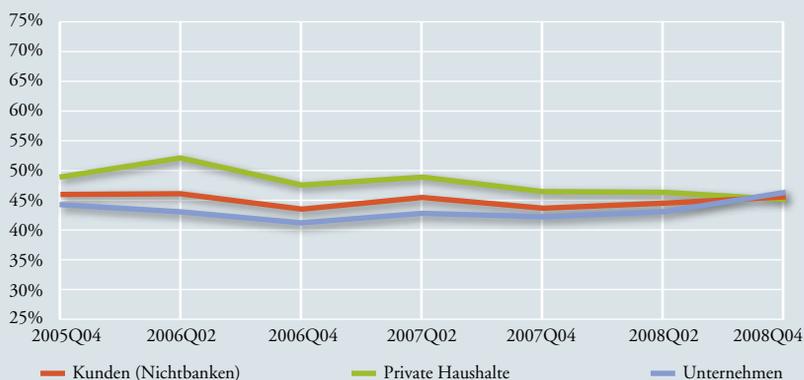


Anhaltend hoher Anteil von Fremdwährungskrediten in MOSOE

Die Verschuldung in fremder Währung war in den vergangenen Jahren ein wesentliches Charakteristikum der MOSOE Region. Bedingt durch das bergreifen der Finanzmarktkrise und die damit einhergehenden negativen Auswirkungen auf die lokalen Währungen standen Fremdwährungskredite als wesentlicher Risikofaktorverstarkt auch im internationalen Fokus. FMA und OeNB betrachten seit längerem die Vergabe von Fremdwährungskrediten in MOSOE sehr kritisch und verfolgen diese deshalb genau.

Ende 2008 hatten sterreichische Tochterbanken in MOSOE Kundenkredite (private Haushalte und Nichtfinanzielle Unternehmen) in der Höhe von rund 193 Mrd EUR vergeben. Davon waren rund 90 Mrd EUR in Fremdwährung denominiert, was einem Fremdwahrungskreditanteil von knapp 47% (bereinigt um Wechselkurseffekte: 46%) entspricht. Dieser Anteil blieb im letzten Jahr nahezu unverändert, lediglich bei den privaten Haushalten kam es zu einem leichten Rückgang.

Fremdwahrungskreditanteil bei Krediten sterreichischer Tochterbanken in CESEE

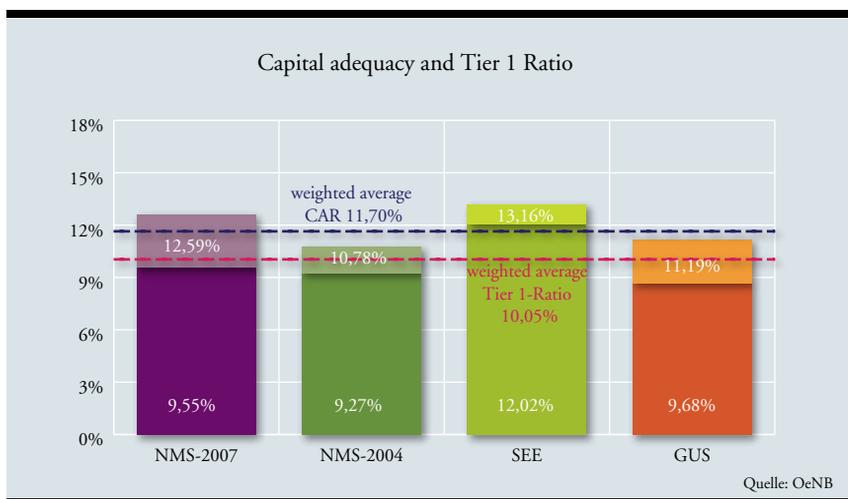


Quelle: OeNB, Entwicklung um Wechselkurseffekte bereinigt

Zu den von Tochterbanken vergebenen FWK kommen noch rund 41 Mrd EUR sog. Direktkredite (also direkt aus Österreich vergebene Kredite) in fremder Währung sowie rund 10 Mrd EUR an Leasingverträgen in Fremdwährungen hinzu, sodass das „Fremdwährung-Gesamt-exposure“ in MOSOE und GUS insgesamt rund 142 Mrd EUR betrug und somit deutlich über dem inländischen Fremdwährung-Exposure lag, das für private Haushalte und Unternehmen bei rund 50 Mrd EUR lag.

5.2 Kapitalquoten durch österreichisches Bankenpaket gestärkt

Die gegenwärtige Krise veranschaulicht, dass die Bankensysteme weltweit zu stark fremdfinanziert waren. Ein wesentlicher Grund für einen hohen Leverage bestand darin, dass das Handelsbuch mit relativ wenig regulatorischem Eigenkapital zu unterlegen ist. Österreich traf diese Problematik aufgrund fehlender großer Handelsbücher relativ wenig, doch u.a. durch die rasche Expansion in MOSOE kam es auch bei den österreichischen Banken zu einem Absinken der Eigenmittelquote von 11,8% Ende 2004 auf 10,5% im dritten Quartal 2008. Mittels des Bankenpakets konnte eine Stärkung der Kernkapitalquote gemessen an den risikogewichteten Aktiva per Ende 2008 um 222 Basispunkte erreicht werden. Für alle osteuropäischen Ländergruppen wurden die regulatorischen Eigenmittelquoten per Jahresende 2008 ebenfalls erfüllt. Das österreichische Bankenpaket erlaubt die freie Allokation von Kapital auch an MOSOE-Tochterbanken.



5.3 Entspannung an den Märkten

Im zweiten und dritten Quartal 2009 kam es zu einer deutlichen Entspannung auf den internationalen Finanzmärkten, getragen von einer Abnahme der infolge des Lehman Konkurses sprunghaft angestiegenen Risikoaversion. Von dieser Entwicklung konnten auch die österreichischen Banken profitieren. So erholte sich das Betriebsergebnis vor Risikokosten deutlich, getrieben unter anderem von einem starken und erstmals seit Ende 2007 wieder positivem Handelsergebnis. Auch die Refinanzierungsbedingungen am Interbankenmarkt haben sich merklich normalisiert.

Besonders relevant für die österreichischen Banken waren zweifelsfrei die konzertierten internationalen Stabilisierungsbemühungen für Osteuropa. Diese verschaffen der Region Zeit, die bestehenden Ungleichgewichte abzubauen. Wenngleich die Probleme der betroffenen Länder und damit der dort tätigen Banken keineswegs als gelöst zu betrachten sind, ist die Gefahr einer Abwärtsspirale ähnlich jener vorangegangener Krisen in Emerging Markets deutlich geringer geworden. Die österreichischen Banken haben indessen ihr Commitment zur Region unter Beweis gestellt. Selbst in äußerst schwierigen Märkten haben sie ihre Präsenz aufrecht erhalten, wenngleich die hohen Kreditwachstumsraten der Vergangenheit sich aufgrund des konjunkturellen Umfeldes drastisch eingebremst haben.

Nichts desto weniger bleibt die Situation herausfordernd. Auf der Ertragsseite ist davon auszugehen, dass die Provisionsergebnisse aufgrund der anhaltenden Risikoaversion der Anleger und deren Präferenz für Veranlagungen in traditionellen Sparformen weiterhin schwach bleiben. Für den sich in den letzten Quartalen ebenfalls dynamisch entwickelnden Nettozinsenertrag als wichtigste und stabilste Komponente des Betriebsergebnisses ist – auch abhängig von der künftigen Entwicklung der Zinskurve – ein schwächeres Wachstum zu erwarten. Auf der Kostenseite war 2009 bereits eine eindeutige Wende im Kreditzyklus, sowohl in Österreich als auch in Osteuropa zu bemerken. So stiegen etwa die Wertberichtigungsquoten in den Tochterbanken in MOSOE im ersten Quartal 2009 quer über alle Regionen an – am deutlichsten in der GUS (+374 Basispunkte gegenüber dem historischem Tief) und in den NMS-2007 (+189 Basispunkte gegenüber historischem Tief). Gleichzeitig zeigt der Anstieg der notleidenden Kredite für die jeweiligen lokalen Bankensektoren im Verlauf des Jahres klar weiteren Bedarf für Wertberichtigungen an.

Vor dem Hintergrund steigender Wertberichtigungen konnte, auch dank der im Bankenpaket vorgesehenen Kapitalstärkungsmaßnahmen, die konsolidierte Eigenmittelquote der österreichischen Banken im zweiten Quartal 2009 auf 12,1% angehoben werden. Da in diesen Daten noch nicht alle Zuzählungen berücksichtigt sind, ist auch in den kommenden Quartalen von einem weiteren Anstieg auszugehen. Diese Entwicklungen folgen freilich einem internationalen Trend, da auch ausländische Institute weiterhin, zum Teil stark, Eigenmittel aufstockten.

5.4 Strukturelle Fragen

Aufgrund des sicherlich ansteigenden Ertragsdrucks werden sich verstärkt auch strukturelle Fragen im österreichischen Bankensystem stellen. Dies betrifft sowohl das Inlandsgeschäft, das einerseits in internationa-

len Vergleichen oft als „*overbranched and overbanked*“⁴² bezeichnet wird, aber andererseits Voraussetzung für das relativ stabilere „*retail*“-Geschäft ist und im KMU-Bereich für stabilere Kunde-Bankbeziehungen sorgt, als auch das MOSOE Geschäft, wo es im Rahmen des gegenwärtigen Umfeldes zu Konsolidierungstendenzen kommen wird. Da das Engagement der österreichischen Banken in MOSOE strategischer Natur ist, kann dies durchaus auch als Chance gesehen werden, wenn auch für einzelne Bankengruppen eine zunehmende Fokussierung auf Kernmärkte erfolgt.

5.5 Schlussbemerkungen

Österreich folgt in der Finanzkrise einem generellen abwärtsgerichteten Trend. Wenngleich strukturierte Kredite und die damit einhergehenden Belastungen für österreichische Banken relativ geringe Bedeutung hatten, beginnt die Krise bereits deutliche Spuren in der Ertragslage zu hinterlassen. Die Sequenz der Phasen in vergangenen Krisenverläufen spricht im Fall der gegenwärtigen Situation dafür, dass wesentliche Teile des Feedbacks der realwirtschaftlichen Eintrübung auf den Bankensektor noch bevorstehen.

42) ECB: EU Banking Structure. October 2008, p.38

6. KREDITVERGABE DER ÖSTERREICHISCHEN BANKEN AN DIE UNTERNEHMEN

Seit August 2007 unterliegen die internationalen Finanzmärkte Spannungen, die sich im Gefolge der Insolvenz von Lehman Brothers im Herbst 2008 verschärft haben. Durch diese Zuspitzung der Finanzkrise haben sich zunächst die Refinanzierungsbedingungen der Banken im Euroraum auf den Interbankmärkten markant verschlechtert; in den letzten Monaten hat sich, nicht zuletzt aufgrund der umfassenden Liquiditätsbereitstellung durch die EZB sowie der Inanspruchnahme eines Teils der Mittel aus den Bankenrettungspaketen die Lage etwas entspannt, wozu auch die Zinssenkung der EZB seit Oktober 2008 um 325 Basispunkte auf 1% beigetragen hat.

Auch die Kapital- und Liquiditätsausstattung der österreichischen Banken wurde im Zuge der Finanzmarktkrise beeinträchtigt. Dieses Kapitel analysiert, ob dies die Banken dazu veranlasst hat, eine restriktivere Kreditvergabepolitik gegenüber den Unternehmen zu verfolgen, ob es also eine Kreditklemme gibt.⁴³ Dabei wird unter Kreditklemme eine angebotsseitige Kreditverknappung verstanden. Folgt man der Definition von Bernanke und Lown (1991), so bedeutet eine Kreditklemme eine über die konjunkturbedingte Abschwächung der Kreditnachfrage oder die Verschlechterung der Kreditwürdigkeit hinausgehende Kürzung des Kreditangebots seitens der Banken aufgrund von Refinanzierungsbeschränkungen.⁴⁴ Eine Abschwächung der Kredite, die auf eine sinkende Nachfrage seitens der Unternehmen oder auf eine verschlechterte Bonitätseinschätzung durch die Banken zurückzuführen ist, stellt keinen „credit crunch“ dar.

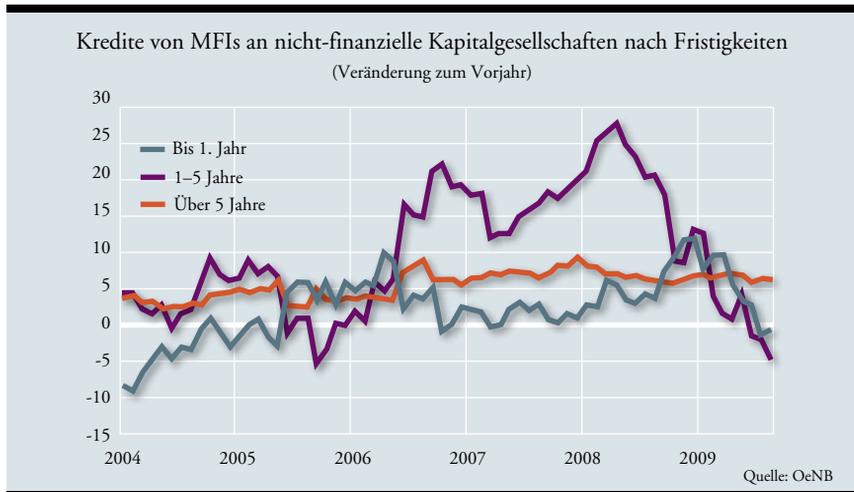
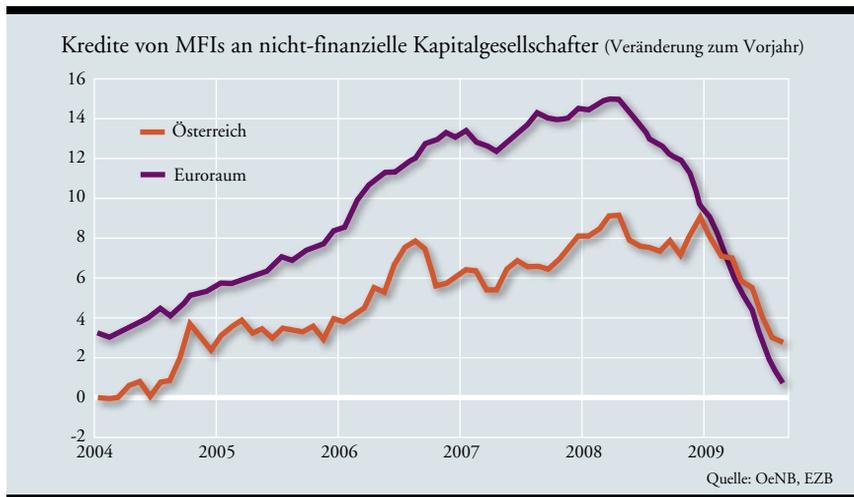
Die Frage nach der Kreditklemme wird zunächst anhand statistischen Datenmaterials diskutiert, wobei der letzt verfügbare Wert über das Kreditwachstum aus dem August 2009 datiert. Der Nachteil der statistischen Analyse ist, dass angesichts der historisch ungewöhnlich hohen Geschwindigkeit, mit der sich in dieser Krise die Lage ändert, die analysierten Daten heute nicht aussagekräftig genug sind. Zum anderen verbergen sich hinter aggregierten Daten über die Kreditvergabe vermutlich Substitutionsprozesse, die mit einem stärkeren Differenzierungsverhalten der Banken gegenüber Kunden nach unterschiedlichsten Kriterien verbunden sein können. Dies bedeutet, dass ein robustes aggregiertes Kreditwachstum mit der Erfahrung einzelner Unternehmen über quantitative Kreditbeschränkun-

43) Der Beitrag stellt eine um neue Daten erweiterte Zusammenfassung des Kreditberichts der OeNB vom Juli 2009 dar: Kreditvergabe des österreichischen Bankensystems an den Unternehmenssektor (www.oenb.at)

44) Bernanke und Lown (1991) definieren „credit crunch“ als eine signifikante Verschiebung der Kreditangebotskurve nach links, bei der der reale Zinssatz für sichere Anlagen und die Qualität potenzieller Kreditnehmer konstant bleiben.

gen durchaus kompatibel sein kann. Um ein aktuelles und umfassendes Bild zu erhalten, werden zusätzlich zur statistischen Analyse die Ergebnisse von Unternehmensumfragen zusammengefasst. Es folgt ein Überblick über die Ergebnisse von Umfragen, die zum einen die Sicht der Banken (Bank Lending Survey der OeNB) und zum anderen jene der Unternehmen (Umfrage von WKO, WIFO sowie OeNB) beleuchten.

6.1 Aktuelle Kreditentwicklung



6.2 Wachstumsraten

Die Jahresveränderungsrate der von inländischen Banken an die Unternehmen in Österreich vergebenen Kredite, die nach dem Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 auf hohem Niveau verharrte, hat sich seit Jahresbeginn 2009 kontinuierlich abgeschwächt und erreichte im August 2009 gemäß EZB-Monetärstatistik (MONSTAT) mit 2,8% (bereinigt um Reklassifikationen, Bewertungsänderungen und Wechselkurseffekte) den niedrigsten Wert seit mehr als vier Jahren (im Dezember 2004 betrug das Kreditwachstum 2,4%).⁴⁵ Die Netto-Kreditausweitung schwankte in den bisherigen Monaten des Jahres 2009 im Monatsabstand um die 0% Marke, und die monatlichen Netto-Transaktionen lagen stets unter den Vergleichswerten der jeweiligen Vorjahresmonate.

<i>Kredite der MFI an nicht finanzielle Unternehmen</i>							
	Jahresdurchschnitte		2009				
	2007	2008	April	Mai	Juni	Juli	August
Nettoveränderung (in Mrd. EUR)	0,8	0,9	-0,9	-0,1	0,2	-1,0	0,2
Veränderungsraten (in %)	0,7	0,7	-0,7	-0,1	0,2	-0,8	0,1
12-Monats-Veränderungsraten (in %)	8,1	9,1	5,8	5,5	4,1	3,0	2,8

Quelle: OeNB

Gleichzeitig war das Kreditwachstum in Österreich seit März 2009 erstmals seit Beginn der dritten Stufe der WWU im Jahr 1999 höher als im gesamten Euroraum, wo sich die Wachstumsrate inzwischen auf einen Wert nahe null verringerte. In nahezu allen Ländern des Euroraums waren die Kreditwachstumsraten rückläufig, nur in Luxemburg und in Malta hat sich die Jahreswachstumsrate seit Mai 2008 erhöht. Alle anderen Länder verzeichneten stärkere Wachstumsrückgänge als Österreich, am stärksten waren die Rückgänge des Kreditwachstums in Griechenland, der Slowakischen Republik und in Slowenien.

45) Im Rahmen der MONSTAT werden nur Strände gemeldet. Für Globalgrößen wurden durch die Bereinigung um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen (Netto-) Transaktionsströme ermittelt. Zahlen, die auf dieser Berechnungsmethode basieren, haben gegenüber dem Vergleich von Periodenendständen den Vorteil, näher an den tatsächlichen Transaktionen zu sein. Allerdings liegen diese Steigerungsraten derzeit nur für Globalgrößen und nicht für einzelne Institute vor. Auch für Daten, die auf anderen statistischen Quellen basieren, ist eine derartige Berechnungsweise nicht möglich.

6.2.1 *Fristigkeit*

Vor allem Kredite mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren waren von der Abschwächung betroffen. Die Jahreswachstumsrate der Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr verringerte sich zwischen Dezember 2008 und Juli 2009 von 11,9% auf -1,3%, erholte sich aber im August wieder geringfügig auf -0,5%. Die Wachstumsrate der Kredite mit Laufzeiten zwischen ein und fünf Jahren verringerte sich im selben Zeitraum von 13,2% auf -4,7%. Demgegenüber war die Steigerungsrate der Kredite mit Laufzeiten über fünf Jahren im August 2009 mit 6,3% noch deutlich positiv und hat sich nicht wie bei den anderen Laufzeiten im laufenden Jahr deutlich abgeschwächt. Betrachtet man die Veränderungsraten der ersten acht Monate des laufenden Jahres, dann war die der kurz- und mittelfristigen Kredite rückläufig, während die längerfristigen Finanzierungen weiter ausgeweitet wurden.

6.2.2 *Kredithöhe*

Einen Anhaltspunkt über die Entwicklung der Kredite unterschiedlicher Kredithöhe kann ein Vergleich von Daten der MONSTAT mit jenen der Großkreditevidenz (GKE) liefern.⁴⁶ Dabei zeigt sich, dass seit Anfang 2008 die Entwicklung der Großkredite gemäß GKE eine relativ hohe Übereinstimmung mit den gesamten Krediten laut MONSTAT aufwies.⁴⁷ Im Juni 2009 beliefen sich die Kredite gemäß GKE auf rund 90% der MFI-Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen, wobei zu beachten ist, dass trotz einer möglichst an den Kriterien der MONSTAT orientierten Auswertung der Kreditdaten aus der GKE noch Abgrenzungsunterschiede bestehen.

Jedenfalls ist auf Basis dieser Daten eine nach Kreditgröße unterschiedliche Entwicklung nicht zu erkennen. Nimmt man an, dass großvolumige Kredite eher von Großunternehmen aufgenommen werden, so könnte der Vergleich von Großkrediten und Gesamtkreditvolumen auch dahingehend interpretiert werden, dass sich die Kredite nach Unternehmensgröße nicht unterschiedlich entwickelt haben.

46) Im Rahmen der GKE melden alle österreichischen Kredit- und Finanzinstitute sowie Vertragsversicherungen eingeräumte Kreditrahmen oder Kreditausnutzungen ab 350.000 EUR (Kredite mit einem geringeren Volumen bleiben in dieser Darstellung außer Betracht). Melderkreis und Kreditdefinitionen der GKE unterscheiden sich von jenen der MONSTAT. Über wechsellkursbedingte Veränderungen des Kreditvolumens kann in der Großkreditevidenz keine Aussage getroffen werden. Für den Zweck der vorliegenden Analyse wurden die Daten der GKE an die Definition und Abgrenzungen der MONSTAT angeglichen.

47) Die Großkreditevidenzdaten sind aufgrund der Komplexität der Meldung auf Einzelkreditnehmerbasis zeitversetzt verfügbar. Für die vorliegende Analyse wurden die GKE-Daten bis Juni 2009 herangezogen.

6.2.3 Wirtschaftssektoren

Die Daten der GKE erlauben auch eine Aufgliederung der Kredite der österreichischen Banken nach Wirtschaftssektoren. Auf der Ebene von ÖNACE-Einstellern⁴⁸ hatten im Durchschnitt der Monate von Jänner bis Juni 2009 die Verkehrswirtschaft, der Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen, die Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen sowie in geringfügigerem Ausmaß der Handel Kreditrückgänge zu verzeichnen. In allen anderen Branchen stagnierte die Kreditvergabe oder sie wurde sogar ausgeweitet, wie in der Energiewirtschaft, im Bereich Information und Kommunikation oder bei den freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Leistungen. Allerdings ist bei einer disaggregierten Betrachtung zu beachten, dass Branchen mit einem überproportional hohen Anteil kleinerer Betriebe unterrepräsentiert sein könnten, wenn Kredite unter 350.000 EUR außer Betracht bleiben.

6.3 Neukreditstatistik

Seit Ende April 2009 erhebt die OeNB von 106 österreichischen Banken eine Meldung über ihre Neukreditvergabe an Unternehmen, private Haushalte und Finanzleasinggesellschaften. Daten liegen derzeit für den Zeitraum Jänner bis Juni 2009 vor. Damit erlauben die Daten zwar noch keine Aussagen über die Trendentwicklung, dennoch geht aus ihnen hervor, dass die Banken in den ersten sechs Monaten 2009 weiter neue Kredite an den Unternehmenssektor vergeben haben. Insgesamt wurde in diesem Zeitraum ein Volumen von 43,1 Mrd EUR neu gewährt (ohne Berücksichtigung von Rückzahlungen bzw. Tilgungen). Rund 90% waren Kredite über 1 Mio EUR. Der weitaus überwiegende Teil der neu vergebenen Kredite betraf kurzfristige Ausleihungen mit einer Laufzeit bis zu 6 Monaten. Bei diesen kurzfristigen Finanzierungen handelt es sich in der Regel um Barvorlagen, die oftmals nach Ablauf erneut abgeschlossen werden.

6.4 Eingeräumte Rahmen und Rahmenausnützung laut Großkreditevidenz

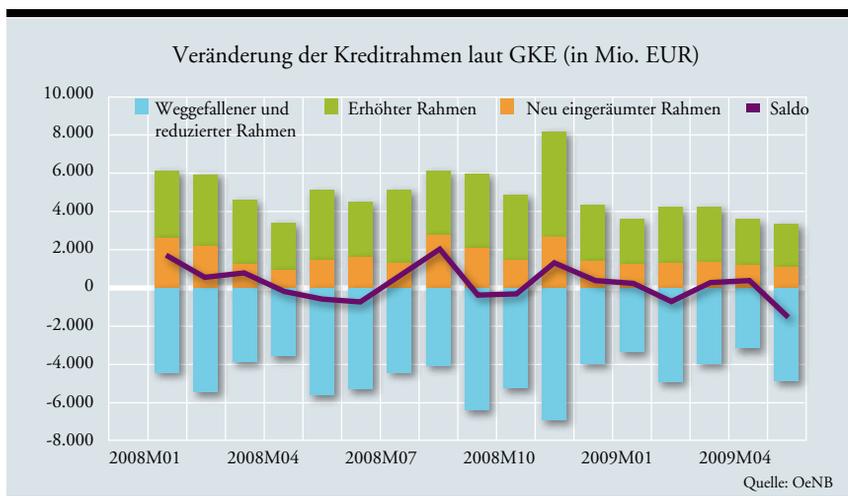
In der GKE werden nicht nur tatsächlich in Anspruch genommene Kreditvolumina, sondern auch die von den Banken eingeräumten Kreditrahmen (von Großkrediten über 350.000 EUR) erfasst. Dabei zeigt sich, dass die Banken den Unternehmen in den ersten Monaten dieses Jahres nach wie vor neue Kreditlinien eingeräumt haben. Zwischen Jänner und April

48) ÖNACE 2008.

2009 stellten die österreichischen Banken den Unternehmen 23,3 Mrd EUR in Form neuer und erhöhter Rahmen (im Betrag von jeweils über 350.000 EUR) zur Verfügung – das waren fast soviel wie in den ersten sechs Monaten des Vorjahres (25,2 Mrd EUR), aber deutlich weniger als das Volumen der zweiten Jahreshälfte von 2008. Vor allem im Dezember 2008 wurden den Unternehmen in großem Umfang neue Rahmen eingeräumt. Dabei ist zu beachten, dass die vorhandenen Daten nur bis Anfang 2008 zurückreichen und daher zum derzeitigen Zeitpunkt nicht gesagt werden kann, inwieweit die Rahmengewährung der Banken ein saisonales Muster aufweisen und etwa die starke Ausweitung zu Jahresende ein übliches Phänomen ist. Außerdem sind in diesen Daten Ablehnungen von Kreditanträgen bzw. von Rahmenerhöhungswünschen nicht erfasst.

Gleichzeitig wurden auch Rahmen gekürzt bzw. sind Kreditlinien weggefallen. Das davon betroffene Kreditvolumen belief sich in den ersten sechs Monaten 2009 auf 24,3 Mrd EUR, das waren deutlich weniger als in den letzten sechs Monaten von 2008 (32,4 Mrd EUR). Dabei ist zu beachten, dass aus der zahlenmäßigen Entwicklung von Rahmenkürzungen und –reduktionen nicht geschlossen werden kann, ob die Initiative hierzu vom Kreditnehmer oder vom Kreditgeber ausgegangen ist.

Saldiert man neue Rahmen und Rahmenausweitungen mit den Rahmenkürzungen und –reduktionen, so wurden den österreichischen Unternehmen in den ersten sechs Monaten des Jahres 2009 Kredite von netto 1 Mio EUR weniger eingeräumt, wobei der negative Wert auf eine starke Rahmenreduktion im letzten Berichtsmonat Juni 2009 zurückzuführen ist. Ohne diesen Wert hätten sich die neuen Kredite (in Summe der ersten fünf Monate) um netto 500 Mio EUR erhöht. In der davorliegenden Sechsmonatsperiode (Juli bis Dezember 2008) war der Anstieg 2,6 Mrd EUR und in den ersten sechs Monaten 2008 rund 2,2 Mrd EUR.



Da die Inanspruchnahme der Rahmen durch die Unternehmen im vergangenen Jahr stärker zunahm als die eingeräumten Kreditlinien selbst, stieg das Verhältnis von Ausnützung und eingeräumten Rahmen von 79% zu Beginn des Jahres 2008 auf rund 84% im Dezember 2008. In den ersten sechs Monaten des Jahres 2009 blieb die Rahmenausnützung hingegen relativ stabil auf diesem Niveau. Der „Spielraum“, den die Unternehmen in Bezug auf ihre offenen Rahmen haben, ist also 2009 nicht geringer geworden.

6.5 Zinsentwicklung

6.5.1 Neugeschäft

Die Zinsen für Kredite an Unternehmen haben sich im Einklang mit den Zinssenkungen der EZB vermindert. Der Leitzins, dessen Entwicklung sozusagen die „geldpolitische Komponente“ der Zinsentwicklung bildet, wurde vom EZB-Rat zwischen Oktober 2008 und Mai 2009 von 4,25% auf 1% zurückgeführt. Die Leitzinsen liegen damit auf dem niedrigsten Niveau seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion.

Die Differenz zwischen Geldmarktsätzen und Leitzinsen, die sich auf dem Höhepunkt der Krise, infolge der zunehmenden Unsicherheiten auf dem Interbankenmarkt, auf über 1 Prozentpunkt (bezogen auf den 3-Monatssatz) ausgeweitet hatte, hat sich in den letzten Monaten wieder zurückgebildet. Derzeit (Anfang Oktober 2009) liegt der 3-Monatssatz sogar 25 Basispunkte unter dem Leitzinssatz.⁴⁹

Im Juli 2009 lagen die Zinsen für neu vergebene Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen mit einem Volumen von bis zu 1 Mio EUR bei 2,7% und für Kredite von über 1 Mio EUR bei 2,2% – das waren jeweils mehr als 3 Prozentpunkte weniger als im Oktober 2008.

Die Reduktion war vor allem bei den kurzen Zinsbindungsfristen, die in Österreich dominieren, ausgeprägt. Hier wurden die Zinssenkungen beinahe zur Gänze weitergegeben. Die Zinssätze für längere Zinsbindungsfristen gingen weniger stark zurück.

6.5.2 Bestehende Kredite

Die Zinssätze für laufende Kredite wurden seit Oktober 2008 über sämtliche Zinsbindungsfristen reduziert. Gründe für die nicht vollständige

49) Anzumerken ist jedoch, dass die Daten über die Höhe der Geldmarktzinsen keine Aussagen über die Verfügbarkeit von Geldmarkteinlagen erlauben.

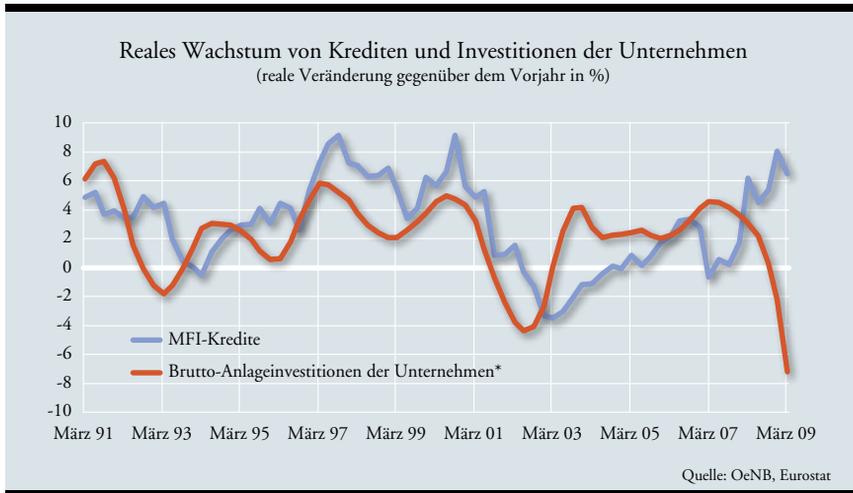
Weitergabe der Zinssenkungen bei bestehenden Krediten, insbesondere im längerfristigen Zinsbindungsbereich, sind folgende Faktoren: Zum einen sind die gemeldeten Zinssätze Durchschnittswerte – und viele Zinsanpassungsklauseln in Kreditverträgen bei variablen Zinsen beginnen erst mit einigen Monaten Verspätung zu greifen, und zum anderen sind die Kundenzinsen nicht nur an die Geldmarktsätze, sondern auch an andere Indikatoren gebunden. Besonders die Renditen für Bundesanleihen dienen in vielen Fällen – oft in Kombination mit dem Geldmarktsatz – als Indikator für Kreditzinsen.

6.6 Kredite und Investitionen

Angesichts der krisenbedingt stark rückläufigen Investitionen ist zu erwarten, dass – wie in früheren Phasen sinkender Unternehmensinvestitionen – der Finanzierungsbedarf der Unternehmen zurückgeht. Seit Beginn der 1990er Jahre weisen die (realen) Wachstumsraten der Bruttoanlageinvestitionen der Unternehmen und der Kredite eine relativ hohe Übereinstimmung auf. Allerdings sind Kredite ein nachlaufender Indikator. Auf die massiven Investitionsrückgänge in den Jahren 1993 und 2001/02 folgte mit einigen Quartalen Verzögerung eine Abschwächung der Kreditdynamik. Im Lichte dieses Zusammenhangs würde der Rückgang der Unternehmensinvestitionen ab dem 3. Quartal 2008 einen Rückgang der Kreditnachfrage (mit einer zeitlichen Verzögerung) nahelegen.

Tatsächlich berichteten die Banken im Rahmen des Bank Lending Survey im 4. Quartal 2008 und im 1. Quartal 2009 über eine leicht sinkende Kreditnachfrage der Unternehmen. Nachfragedämpfend wirkte dabei nach Angaben der befragten Kreditmanager der geringere Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen sowie für Fusionen und Übernahmen bzw. Unternehmensumstrukturierungen. Auch der Mittelbedarf im Zusammenhang mit Lagerhaltung und Betriebsmittel reduzierte sich leicht. Nach einer von der OeNB beim WIFO in Auftrag gegebenen Befragung von österreichischen Unternehmen ist hingegen die Kreditnachfrage bei einem Viertel der Unternehmen in den letzten Monaten leicht gestiegen, wobei dies insbesondere für Unternehmen mit bis zu 50 Beschäftigten stärker gilt, als für große Unternehmen. Dass trotz sinkender Investitionsnachfrage die Nachfrage nach Krediten steigt, könnte auf folgende Faktoren zurückzuführen sein: einerseits könnte die Liquiditätspräferenz gestiegen sein, die sich im Zuge von Absicherung gegen vorhersehbaren, aber auch unabwägbaren Refinanzierungsbedarf oder allgemeiner Unsicherheit vermutlich erhöht hat. Aufgrund sinkender Umsätze steigt oft der Liquiditätsbedarf für die Finanzierung von Lager und Personal. Zum anderen hat zwischen

Herbst 2008 und Frühjahr 2009 die Finanzierung über Bankkredite und die Nachfrage danach wegen der eingeschränkten Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes an Bedeutung gewonnen. Ob dies auch im 2. Quartal 2009 der Fall war, wird im Folgenden nachgegangen.



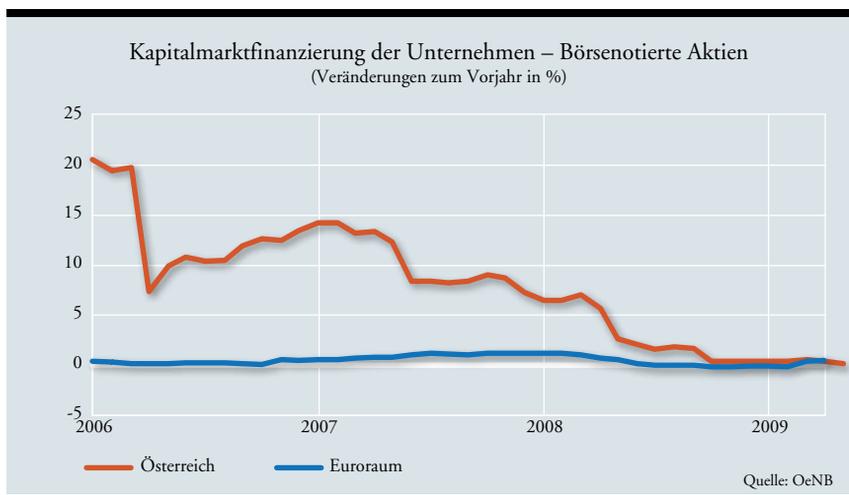
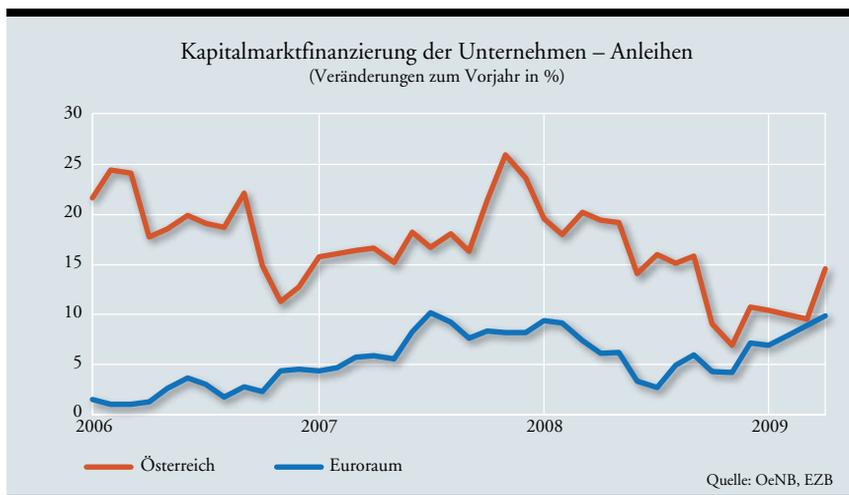
6.7 Substitution von Kapitalmarktfinanzierung

Während die Investitionen den Finanzierungsbedarf der Unternehmen in den letzten Monaten höchstwahrscheinlich vermindert haben, dürfte die im 1. Quartal 2009 beobachtbare eher schwächere Beanspruchung des Kapitalmarktes als Finanzierungsquelle die Nachfrage nach Bankkrediten erhöht haben. Seit dem 2. Quartal 2009 hat sich jedoch der Unternehmensanleihenmarkt für Unternehmen mit guter Bonität wieder spürbar belebt.

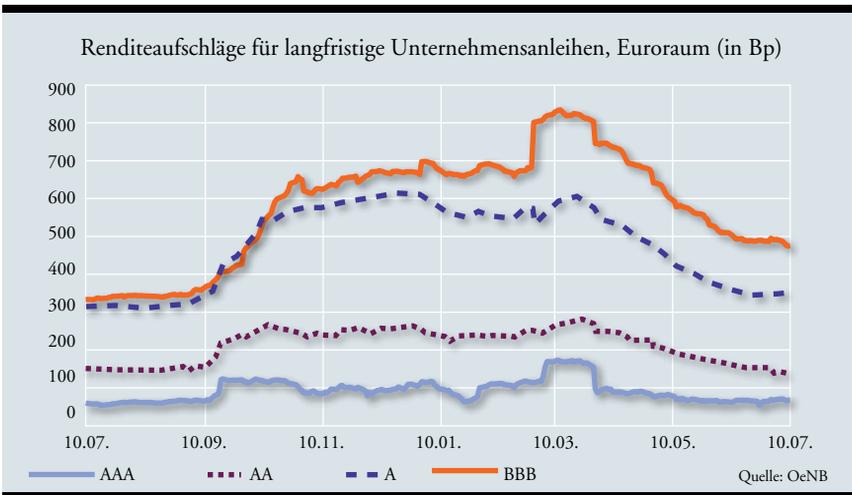
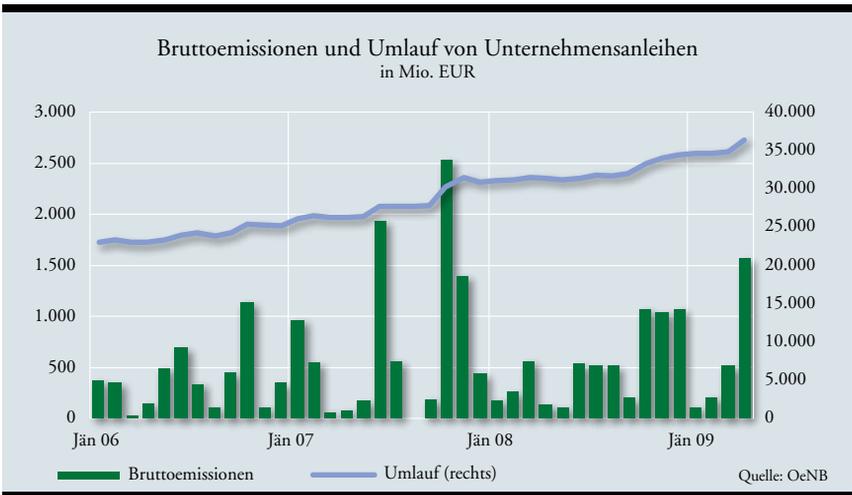
Die Mittelaufnahme auf dem Aktienmarkt ist jedoch infolge der Krise nahezu zum Erliegen gekommen. Während börsennotierte Aktien bis Mitte 2007 (vor allem für größere Unternehmen) einen nicht unwesentlichen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung geleistet hatten, gab es seit Mitte 2008 keine nennenswerten Börsenplatzierungen mehr. Zwischen Jänner und Juli 2009 beliefen sich die Neuemissionen netto auf -4 Mio EUR.

Demgegenüber hat sich die Emission von Unternehmensanleihen nach einem Rückgang im Jahresverlauf seit Dezember 2008 wieder belebt. Im Juli 2009 betrug die Jahreswachstumsrate der von österreichischen nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Anleihen 16,8% – das war der höchste Wert seit April 2008. Die Bruttoemissionen beliefen sich laut Emissionsstatistik für den Zeitraum von Jänner bis Juli 2009 auf 6,1 Mrd EUR (in den ersten sieben Monaten 2008 waren es 2,3 Mrd EUR).

Insbesondere im Juni und Juli 2009 sind einige größere Emissionen getätigt worden.



Im Zuge der erhöhten Unsicherheit und der höheren Risikoaversion nach der Insolvenz von Lehman Brothers im Herbst 2008 schnellten die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen auf dem Euro-Rentenmarkt abrupt nach oben. Der Anstieg war vor allem bei schlechter gerateten Anleihen stark ausgeprägt. Die Aufschläge von Anleihen der Ratingstufe BBB im Euroraum (relativ zur Rendite von Staatsanleihen) erreichten im März 2009 zeitweise rund 800 Basispunkte. Danach bildeten sich die Aufschläge wieder zurück. Die Aufschläge von Anleihen mit BBB-Rating lagen Ende September 2009 bei etwa 300 Basispunkten.



6.8 Substitution von Krediten aus dem Ausland

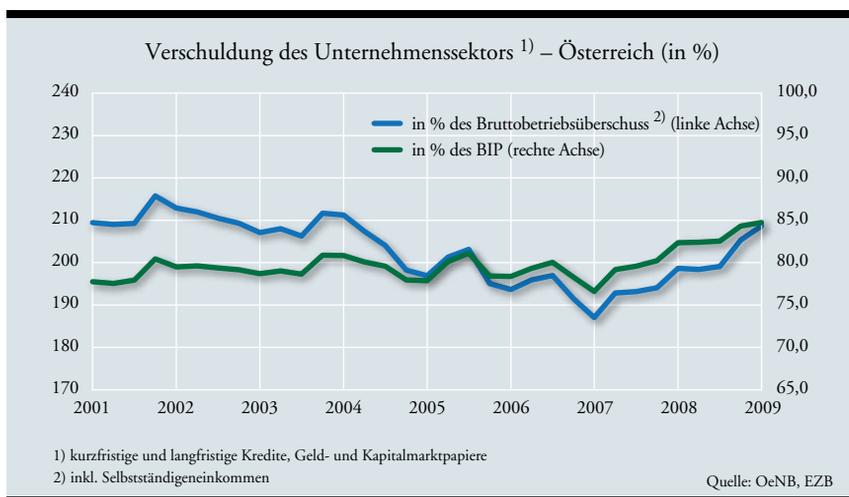
Die Kreditvergabe aus dem Ausland an die österreichischen Unternehmen war seit dem vierten Quartal 2008 deutlich rückläufig. Im 4. Quartal 2008 gingen die Auslandskredite im Vergleich zum Vorquartal um netto 2,2 Mrd EUR zurück, im 1. Quartal 2009 flossen netto weitere 1,7 Mrd EUR ab. Sowohl im 4. Quartal 2008, als auch im 1. Quartal 2009 handelte es sich um konzerninterne Finanzierungsströme und weniger um rückläufige Kreditaufnahmen bei ausländischen Banken. Die Transaktionen im 4. Quartal 2008 stehen jedoch fast ausschließlich im Zusammenhang mit Tausch von Auslandskrediten in Eigenkapital im Zuge von Direktin-

vestitionen. Im 1. Quartal 2009 geht die rückläufige Kreditaufnahme im Ausland mehrheitlich auf den Rückgang von konzerninternen Krediten zurück, die sich sowohl aktivseitig (Kreditgewährungen an das Ausland) als auch passivseitig (Kredithereinnahmen aus dem Ausland) zeigen. Rückgänge von Krediten ausländischer Banken an inländische Unternehmen sind dagegen nicht in hohem Maß festzustellen.

Ebenfalls hierher gehören (grenzüberschreitende) Handelskredite, die österreichische Unternehmen bei ihren ausländischen Lieferanten aufgenommen haben. Entgegen der rückläufigen Entwicklung der österreichischen Importe stiegen die Handelskredite im 1. Quartal 2009 leicht an. Allerdings ist zu beachten, dass Einzeltransaktionen einen großen Einfluss auf die Entwicklung der Gesamtaggregate haben können.

6.9 Bonität der Unternehmen

Die Bonität vieler Unternehmen hat sich durch die Krise zweifellos verringert. Zum einen haben sich angesichts eines sinkenden BIP und rückläufiger Exporte die Absatzperspektiven der Unternehmen in den letzten Monaten verschlechtert, zum anderen stieg die Verschuldung der Unternehmen infolge der verstärkten Inanspruchnahme von Fremdkapital seit Beginn der Finanzkrise an (von 187% des Bruttobetriebsüberschusses im ersten Quartal 2007 auf 209% im ersten Quartal 2009). Auch in Relation zum BIP nahm die Verschuldungsquote vom 1. Quartal 2007 bis zum 1. Quartal 2009 zu, nämlich von 77% auf 85%. Die Unternehmensverschuldung liegt in Österreich aber weiterhin unter dem Euroraumdurchschnitt, und ihr Anstieg setzte später als im Euroraum ein, wo bereits ab dem Jahr 2005 eine Zunahme der Verschuldung zu verzeichnen war.





In der Insolvenzstatistik spiegelte sich die Verschlechterung der Bonität der Unternehmen bereits wider. Die Anzahl der Insolvenzen und die Insolvenzverbindlichkeiten stiegen seit dem 2. Quartal 2008. Die Gesamtzahl der Insolvenzen war in den ersten drei Quartalen 2009 um 10,4% höher als in den ersten drei Quartalen 2008, die geschätzten Insolvenzverbindlichkeiten waren sogar um 44% höher.

7. DIE FUNKTION VON FINANZINTERMEDIÄREN IN EINER MODERNEN WIRTSCHAFT

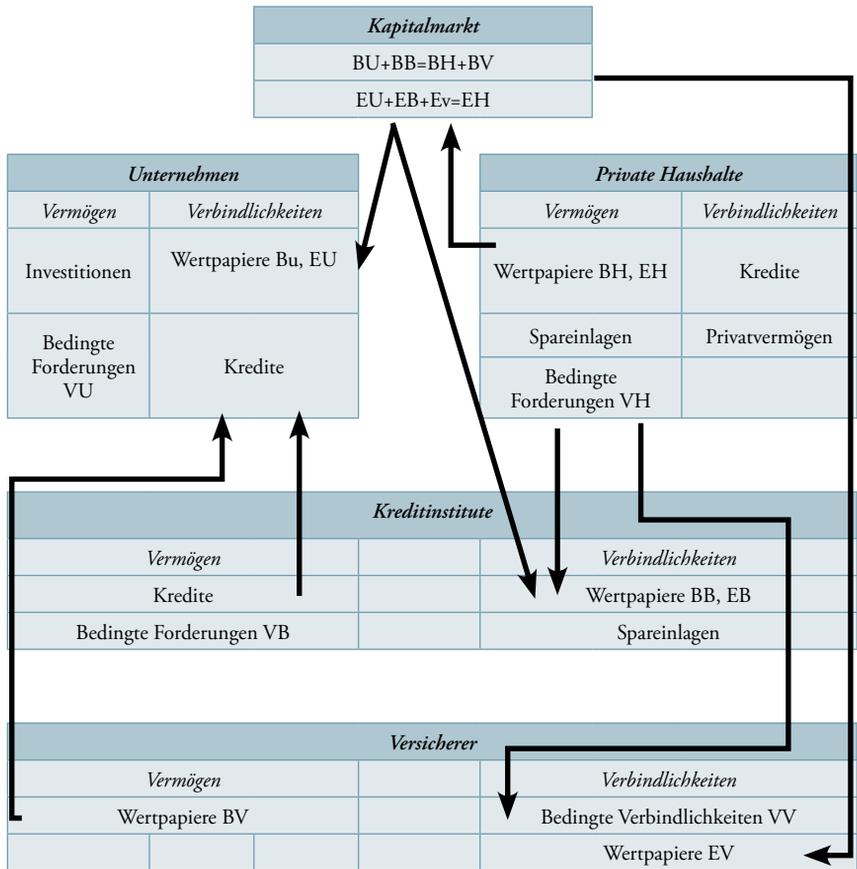
Der Kapitalmarkt soll die effiziente Zuteilung von Kapital auf die produktivsten Verwendungszwecke und die effiziente Verteilung der Konsumausgaben privater Haushalte über deren gesamten Lebenszyklus ermöglichen. Als Institutionen dazu entwickelten sich im Zeitverlauf Privatbankiers, Finanzintermediäre und direkte Kapitalmarktinstrumente. Finanzintermediäre in ihrer heutigen Ausprägung – wie etwa Banken, Sparkassen, Kreditgenossenschaften, Versicherungsunternehmen, Pensions- und andere Vorsorgekassen oder Private Equity und Venture Capital Fonds – entwickelten sich erst vergleichsweise spät. Der Kapitaltransfer von Investoren zu Unternehmern war anfangs auf direkte Beteiligungen beschränkt. Erst nach und nach entwickelten sich moderne Finanzierungsformen wie börsennotierte Anleihen oder Aktien von Publikumsgesellschaften. An Börsen gehandelte Finanzinstrumente wie Futures, Optionen oder komplizierte Derivative gibt es seit dem 19. Jahrhundert.

Finanzintermediäre und Kapitalmärkte erfüllen in einer modernen Wirtschaft eine wichtige Rolle. Sie vermitteln Geld zwischen Unternehmen, privaten Haushalten und dem Staat. Wenn es sich dabei um kurzfristige Zahlungstransfers handelt, spricht man von Dienstleistungen des Zahlungsverkehrs, d. h. Geld wird zwischen Wirtschaftseinheiten übertragen. Diese Aufgaben erfüllen überwiegend Kreditinstitute, die in diesem Fall als Adresse für die Überweisung und als kurzfristiger Aufbewahrungsort dienen. Längerfristige bzw. zeitlich festgelegte Transaktionen finden entweder indirekt über Finanzintermediäre oder direkt über die Emission und den Handel von Wertpapieren auf dem Kapitalmarkt statt. Doch auch bei einer direkten Finanzierung über den Kapitalmarkt treten Finanzintermediäre als ausgebende Stelle, Anbieter von Kapitalanlagefonds und Indexprodukten, Market Maker, Bereitsteller eines Handelsplatzes, Clearingstelle oder Aufbewahrungsort auf.

Die Abbildung auf Seite 90 zeigt stark vereinfachend die Bilanzen, d. h. das Vermögen bzw. die Verbindlichkeiten, privater Haushalte und Unternehmen einerseits sowie von Kreditinstituten bzw. Versicherungsunternehmen als Repräsentanten für Finanzdienstleister andererseits. Die Abbildung veranschaulicht die Rolle des Kapitalmarktes und der Kreditinstitute als Vermittler von Kapital zwischen den privaten Haushalten als Anleger und den Unternehmen als Schuldner. Die auf dem Kapitalmarkt gehandelten Wertpapiere können sowohl Anleihen (B_i) als auch Unternehmensanteile (E_i) sein. Versicherungen (V_i) sind in Abbildung 1 ebenfalls berücksichtigt. Haushalte, Unternehmen und Kreditunternehmen

besitzen bedingte Forderungen an Versicherer, die als Vermögensposition in deren Bilanzen aufscheinen. Diese Forderungen sind bedingte Ansprüche auf eine Geldzahlung, weil sie nur im Schadenfall geleistet werden. Sie sind gleichzeitig eine bedingte Verbindlichkeit der Versicherungsunternehmen. Zur übersichtlicheren Darstellung scheint der Staat in der folgenden Abbildung nicht auf; er würde als Anbieter von Wertpapieren auftreten, die zur Finanzierung der Staatsschuld dienen. Dieser Schuld stünden die Forderungen aus zukünftigen Steuerzahlungen als Aktiva gegenüber.

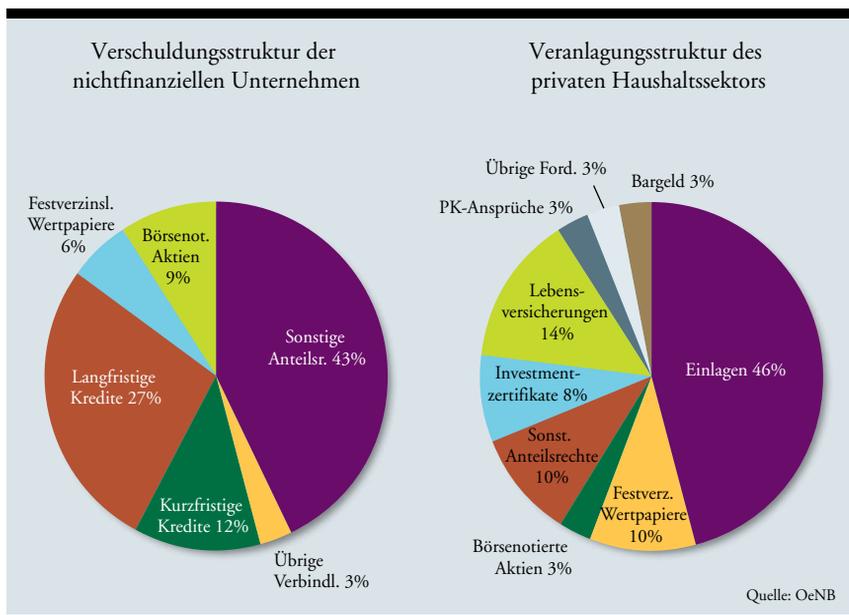
Die Rolle von Kapitalmärkten und Finanzintermediären in der Wirtschaft



Quelle: modifiziert nach Freixas - Rochet (1997).

In Österreich dominieren Kreditinstitute in der Vermögensveranlagung privater Haushalte. Knapp die Hälfte des Vermögens privater Haushalte war 2008 in Form von Einlagen in Kreditinstituten veranlagt (Abbildung unten). Zusätzlich bestehen Ansprüche privater Haushalte an Kreditinstitute in Form von festverzinslichen Wertpapieren; diese machen etwa 6,5% (2007) des Finanzvermögens privater Haushalte aus. Der hohe Anteil von Einlagen und Bankenemissionen am privaten Vermögen zeigt, dass Kreditinstitute im österreichischen Finanzsystem eine dominante Rolle spielen. Die zweitgrößte Position bilden bedingte Forderungen an Versicherungsunternehmen. Danach folgen die Bestände an direkten Forderungen in Form von Wertpapieren. Auf der Verschuldungsseite der privaten Haushalte sind Kreditinstitute mit Abstand die größten Anbieter von Fremdkapital.

Die Unternehmensfinanzierung beruht in Österreich stark auf direkten Beteiligungen an Unternehmen (Sonst. Anteilsrechte). Direkte Beteiligungen werden von privaten Haushalten, anderen Unternehmen, Finanzintermediären, dem Ausland und dem Staat getätigt. Gleich danach stellen kurz- und langfristige Kredite mit 39% der Gesamtverbindlichkeiten die wichtigste Form der Fremdfinanzierung dar (Abbildung unten). Kapitalmarktinstrumente, wie etwa festverzinsliche Wertpapiere oder börsennotierte Aktien, tragen gemeinsam nur 15% zur Mittelaufbringung bei.



Die folgende Beschreibung der einzelnen Tätigkeiten von Finanzintermediären konzentriert sich auf Kreditinstitute, weil sie den überwiegenden Teil der Fremdfinanzierung von Unternehmen bereitstellen. Kreditinstitute sind dauerhaft tätige Einrichtungen, die Einlagen von Sparern erhalten und diese Mittel in Kredite umwandeln (Freixas – Rochet, 1997). Sie unterscheiden sich von herkömmlichen Unternehmen dadurch, dass sie die Mittelaufnahme und Mittelvergabe ins Zentrum der geschäftlichen Aktivität stellen und sie nicht als Nebentätigkeit ausüben. Drei Eigenschaften von Finanzintermediären rechtfertigten schon immer öffentliche Eingriffe: (1) der Schutz von Einlegern, (2) die Möglichkeit zum Zugriff auf ein funktionsfähiges, sicheres und effizientes Zahlungssystem und (3) die durch die Fristentransformation entstehende Gefahr der Illiquidität.

Andere Finanzintermediäre wie etwa Versicherungsunternehmen oder Kapitalanlagegesellschaften halten überwiegend auf dem Kapitalmarkt gehandelte Vermögenstitel, die in Österreich einen vergleichsweise geringen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung leisten. Die Beteiligungen von Private Equity und Venture Capital Gesellschaften an Unternehmen sind in Österreich unbedeutend (Marchart – Url, 2008). Hedge Fonds nehmen nur Teile der Funktionen von Kreditinstituten wahr und beschränken ihre Aktivität auf enge Märkte. Sie sind vor allem dann von systemischer Bedeutung, wenn sie in einer engen Beziehung zu Kreditinstituten stehen, z.B. durch einen hohen Fremdfinanzierungsgrad in Form von Krediten, und eine bestimmte Größe überschreiten.

Kreditinstitute haben in einer modernen Wirtschaft eine Reihe von grundlegenden Funktionen, die neben dem Zahlungsverkehr auch die Transformation von Vermögen, das Risikomanagement, die Überwindung der ungleichen Informationsverteilung zwischen Gläubigern und Schuldern und die Allokation von Kapital auf produktive Aktivitäten umfasst. Diese vor allem im Retailbanking übernommenen Funktionen werden in den folgenden Abschnitten näher beschrieben.

7.1 Bereitstellung von Dienstleistungen des Zahlungsverkehrs und von Liquidität

Der Umstieg vom reinen Tauschhandel zu Transaktionen mit einem unabhängigen Tauschmittel fand bereits relativ früh statt, weil dadurch das Problem der doppelten Koinzidenz vermieden wird: Im Tauschhandel muss der Käufer einen Verkäufer finden, der genau die Menge und Qualität des gesuchten Gutes anbietet, und der gleichzeitig die Menge und Qualität des vom Käufer angebotenen Gutes nachfragt. Dasselbe gilt für den direkten Tausch von Dienstleistungen. Such- und Transaktionskosten beim Tausch führen rasch zu einem effizienteren Tauschmittel in Form

von Geld (z.B. Banknoten), die für sich genommen keinen Wert haben. Banknoten erhalten erst durch die allgemeine Akzeptanz als temporäres Wertaufbewahrungsmittel einen Wert für die Wirtschaftsteilnehmer. Ein effizientes Tauschmittel benötigt daher das Vertrauen der Marktteilnehmer in dessen Werterhalt. Finanzintermediäre bieten hier zwei wichtige Dienstleistungen an: (1) Sie tauschen Geld unterschiedlicher Emittenten um und stellen dazu Wechselkurse bereit. (2) Sie bewahren Geld auf und transferieren Geld zwischen Haushalten, nicht finanziellen Unternehmen, anderen Finanzintermediären, dem Staat und dem Ausland. Für Kundeneinlagen und für den Zahlungsverkehr muss ein eindeutiges Kontensystem verwaltet werden, und gleichzeitig muss ein Überweisungssystem bestehen, in dem Geldtransfers rechtsgültig geleistet und verbindlich abgerechnet werden können. Während für den reinen Geldtausch keine besonderen Voraussetzungen notwendig sind, benötigt die Einlagenverwaltung zwei Voraussetzungen, damit sie für Haushalte und Unternehmen vorteilhaft ist. Die Verwahrungstechnologie muss steigende Skalenerträge aufweisen, d.h. höhere Einlagen können zu niedrigeren durchschnittlichen Kosten sicher aufbewahrt werden, und der Finanzintermediär muss verlässlich signalisieren können, dass er mit dem anvertrauten Geld keine riskanten Investitionen tätigt.

7.2 Vermögenstransformation

Kreditinstitute führen drei Arten der Vermögenstransformation durch. Sie transformieren Geldbeträge in die von den Kunden gewünschte Stückelung. Während Kreditnehmer zur Projektfinanzierung große Beträge auf einmal benötigen, sammeln private Haushalte ihre Sparguthaben im Zeitverlauf durch Einzahlung kleiner Beträge an. Sparer und Kreditnehmer könnten wegen zu hoher Transaktionskosten in keinen direkten Austausch treten, wenn es keine Institution gäbe, die den bestehenden Fremdfinanzierungsbedarf in kleine Nennbeträge stückelt. Zweitens bieten Kreditinstitute eine Qualitätstransformation an, d.h. die Forderung an das Kreditinstitut hat andere Qualitätseigenschaften als die direkte Forderung an den Kreditnehmer. Die Änderung der Qualität erfolgt über die größere Streuung, die ein Kreditinstitut mit dem vorhandenen Kreditportfolio erzielen kann. Drittens ermöglichen Kreditinstitute ihren Kunden eine Fristentransformation, d.h. sie bieten ihren Einlegern kurzfristig abrufbare Einlagen an, während sie ihren Kreditnehmern langfristig laufende Kredite gewähren. Dadurch entsteht für Kreditinstitute ein Risiko, weil den illiquiden Forderungen teilweise täglich fälliges Geld gegenübersteht.

7.3 Risikomanagement

Zusätzlich zu den bereits beschriebenen Funktionen der Vermögenstransformation müssen Kreditinstitute ihre eigene Risikoposition dauernd neu beurteilen und anpassen. Für herkömmliche Kommerzbanken bestehen neben dem Kreditausfallsrisiko das Zinsänderungs- und das Liquiditätsrisiko. Das Kreditausfallsrisiko beschreibt die Wahrscheinlichkeit mit der Kreditnehmer ihrer Rückzahlungsverpflichtung nicht nachkommen. Das Zinsänderungsrisiko bildet die Wahrscheinlichkeit ab, dass durch unterschiedliche Fristigkeiten von Forderungen und Verbindlichkeiten Verluste entstehen, und das Liquiditätsrisiko beschreibt die Möglichkeit, dass ein Kreditinstitut kurzfristig hohe Auszahlungen tätigen muss, obwohl die Mittel in langfristigen Krediten gebunden sind. Zur Bewältigung dieser Risiken stehen Kreditinstituten Absicherungs- und Derivatengeschäfte zur Verfügung, die jedoch selbst wieder dem Risiko unterliegen, dass der jeweilige Geschäftspartner im Ernstfall die gemachten Zusagen nicht einhält. Für Investmentbanken bestehen zusätzliche Risiken durch die verbindliche Übernahme von Neuemissionen (Underwriting), durch Handelsaktivitäten im Bereich der Devisen-, Swap- und Derivatengeschäfte, sowie durch außerbilanzielle Geschäfte. Die jüngste Finanzkrise wurde gerade durch die Auflösung der Grenzen zwischen bilanziellen und außerbilanziellen Geschäften verstärkt. Der Abschluss und die sofortige Verbriefung von Hypothekendarlehen brachte eine unzureichende Risikoteilung zwischen Kreditvermittler, Kreditinstitut, außerbilanzieller Sondergesellschaft und Investor mit sich, die im herkömmlichen Risikomanagementsystem nicht abgebildet war.

Kreditnehmer können durch die Beistellung einer Besicherung (Pfand) das Kreditausfallsrisiko vermindern und senken damit ihre Finanzierungskosten bzw. verschaffen sich dadurch erst Zugang zu einer Kreditfinanzierung. In der Regel liegt der Wert der Besicherung über dem Kreditvolumen. Je geringer der Wert einer Besicherung ist, desto eher muss ein Kreditinstitut sicherstellen, dass die geliehenen Mittel vereinbarungsgemäß eingesetzt werden. Der Kreditnehmer soll mit den anvertrauten Mitteln keine anderen risikoreicheren Investitionen tätigen. In diesem Fall steigt die Bedeutung der Risikoaversion von Kreditnehmern und die Wahrscheinlichkeit von Moral Hazard-Problemen.

Durch die Fristentransformation entsteht für Kreditinstitute ein Zinsrisiko, weil die vorab fixierten Zinseinnahmen aus Krediten unter den laufenden Finanzierungskosten zu liegen kommen können. Selbst bei einer Kreditvergabe zu variablen Zinssätzen besteht innerhalb der Frist, in der der Zinssatz fixiert ist, ein Zinsrisiko. Die Finanzierungskosten eines

Kreditinstituten hängen von den kurzfristigen Zinssätzen ab, weil Einlagen zumeist nur kurzfristig gebunden sind. Andererseits können Zinserträge aus Krediten durch langfristig feste Zinssätze bestimmt sein, sodass bei einer anhaltenden Erhöhung der Finanzierungskosten die Erträge aus Kreditzinsen nicht mehr die Kosten decken. Dieses Risiko kann durch variable Kreditzinssätze vermieden werden.

Wegen des steigenden Wettbewerbsdruck durch Kapitalmarktprodukte verlagerten Kreditinstitute ihre Aktivitäten in Bereiche mit höherem Ertragspotential. Besonders Produkte aus dem Liquiditätsmanagement eignen sich für diese Verschiebung. Durch Kreditzusagen, Kreditlinien und Bankgarantien erleichtern Kreditinstitute nichtfinanziellen Unternehmen die Refinanzierung von Lieferungen mit verzögerter Bezahlung (Lieferforderungen). Ein weiterer profitabler Geschäftsbereich sind Absicherungsgeschäfte für Wechselkurs-, Rohstoffpreis- und Zinsänderungsrisiken nichtfinanzieller Unternehmen.

7.4 Beobachtung von Kreditnehmern und Informationsverarbeitung

Eine der interessantesten Begründungen für das Bestehen von Kreditinstituten ist deren Rolle in der Überwindung der asymmetrischen Informationslage zwischen Investoren, Unternehmensleitung bzw. privaten Haushalten. Jede Unternehmensleitung hat gegenüber Außenstehenden einen Informationsvorteil über den aktuellen Unternehmenserfolg und über den erwarteten Erfolg eines Investitionsvorhabens. Die Unternehmensleitung kann im Allgemeinen nicht vollkommen glaubhaft signalisieren, dass sie die anvertrauten Mittel mit größter Effizienz und unter höchstem Einsatz verwendet. Schließlich kann trotz vollem Einsatz der Unternehmensleitung ein Investitionsvorhaben scheitern, weil sich die Marktbedingungen negativ entwickeln. Im Verhältnis zwischen Investoren und privaten Haushalten ist die asymmetrische Informationslage verschärft, weil deren laufende Beobachtung für Investoren ungleich schwieriger ist. Externe Finanzintermediäre treten in dieser asymmetrischen Informationslage als Mittler auf und bieten Informationsdienstleistungen an, indem sie Schuldner laufend beobachten und Maßnahmen setzen, sobald sich ein Investitionsvorhaben negativ entwickelt oder die Rückzahlungen privater Haushalte ins Stocken geraten.

Auf dem Kapitalmarkt beruht die Bewältigung der asymmetrischen Informationslage auf einem anderen Mechanismus. Ratingagenturen übernehmen die Informationsverarbeitung. Sie vergeben für Kapitalmarktprodukte gegen Bezahlung durch den Schuldner eine Einschätzung über

dessen aktuelle und zukünftige Bonität. Durch die Analyse und laufende Beobachtung des Schuldners sollen Investoren rechtzeitig auf eine mögliche Schieflage in einem nichtfinanziellen Unternehmen aufmerksam gemacht werden. Dieser Informationstransfer ermöglicht es den Unternehmen, Mittel über den Kapitalmarkt zu gewinnen, und die Investoren ersparen sich die laufende Beobachtung der Schuldner. Ratingagenturen haben jedoch im Vergleich mit Kreditinstituten einen erheblichen Informationsnachteil, weil sie auf veröffentlichte Unternehmensnachrichten – wie etwa Presseaussendungen oder Quartalsberichte – oder auf eine direkte Kontaktaufnahme zum Schuldner angewiesen sind. Im Prinzip richten sie ihre Beurteilungen an den Marktinformationen aus, dementsprechend gering ist auch der zeitliche Unterschied zwischen einer Änderung des Ratings und der Änderung eines Wertpapierpreises. Im Bereich der Konsumkredite gibt es wegen der vergleichsweise kleinen Kreditsummen keine Ratings.

Kreditinstitute beziehen aus der laufenden Beziehung zum Kunden zusätzliche Informationen über den Schuldner. In der Regel bezieht ein Schuldner eine Vielzahl von Dienstleistungen von einem Kreditinstitut, die eine zuverlässige und kostengünstige Informationsquelle über die Geschäftslage des Schuldners und dessen Rückzahlungsfähigkeit bilden. Dadurch haben sie einen Kostenvorteil in der Beobachtung des Schuldners, und sie können rascher feststellen, ob das vereinbarte Investitionsprojekt auch tatsächlich und im angekündigten Umfang umgesetzt wird. Die langfristige Beziehung und dauernde Kontakte zwischen Kreditnehmern und Hausbank sind ein Instrument zur Verminderung von Moral Hazard Effekten auf Seiten des Kreditnehmers, d.h. die geliehenen Mittel werden vom Kreditnehmer tatsächlich für den vereinbarten Zweck verwendet.

7.5 Allokation von Ressourcen

In der Allokation von Kapital auf verschiedene Investitionsprojekte spielen Kreditinstitute ebenfalls eine wichtige Rolle. Sie fungieren dabei als Kapitalsammelstelle und übertragen Kapital aus Sektoren mit einem Überschussangebot in Wirtschaftssektoren mit einer Überschussnachfrage. Sie investieren in Projekte, die sie im Idealfall sorgfältig auswählen, und tragen damit zu einer effizienten Verteilung des Überschusskapitals auf die vorhandenen Investitionsmöglichkeiten bei. Durch die auf der Ebene einzelner Projekte durchgeführte Auswahl wird aus volkswirtschaftlicher Sicht das Kapital in vorsichtige und tragfähige Investitionsprojekte kanalisiert. Der Ausgleich zwischen Nachfrage und Angebot an Kapital kann auch über Nationalgrenzen hinweg stattfinden.

Für private Haushalte ermöglichen Kreditinstitute die Abkoppelung der Konsumausgaben vom laufenden Einkommen. Ein Hauskauf oder der Kauf wertvoller langlebiger Konsumgüter wäre eine typische Situation, in der private Haushalte eine Kreditfinanzierung brauchen können. Mit einem Kredit können private Haushalte ihren Konsumstrom über die Zeit glätten. Sie sind dadurch nicht mehr darauf angewiesen, den gesamten Kaufbetrag vollständig anzusparen und können den Kaufzeitpunkt zeitlich vorziehen.

Kreditinstitute bieten für ihre Produkte in der Regel stabile Bedingungen an. Damit unterscheiden sie sich von den meisten anderen Kapitalmarktprodukten. Der Ertrag eines festverzinslichen Sparbuchs ist z.B. vorab fixiert und unterliegt nach der Einzahlung keinen weiteren Schwankungen. Dasselbe gilt mit umgekehrtem Vorzeichen für einen Kredit mit Festzinsvereinbarung. Durch Einlagensicherungssysteme ist zumeist auch die Rückzahlung des eingezahlten Betrags innerhalb vorgegebener Höchstgrenzen garantiert und selbst bei vorzeitiger Auflösung des Sparbuchs wird der Nominalbetrag immer ausgezahlt; nur die vereinbarte Zinszahlung wird entsprechend an täglich fälliges Geld angepasst. Aktien haben im Gegensatz dazu weder einen festen Wert noch eine vorab fixierte Dividende. Im Fall einer Unternehmensanleihe ist zwar der Kuponwert vorab fixiert, der Wert der Anleihe schwankt jedoch mit dem Marktwert, sodass Anleihen erst mit dem Abreifungszeitpunkt zum Nominale realisierbar sind. Kreditinstitute gleichen durch Festzinsvereinbarungen volatile Schwankungen der Marktpreise über die Zeit aus und verstetigen den Einkommensstrom für Sparer. Sie leisten aus Sicht privater Haushalte einen wichtigen Beitrag zur Risikoverteilung über die Zeit und ermöglichen privaten Haushalten ein gleichförmigeres Konsummuster (Freixas – Tsomocos, 2004).

7.6 Der Wirkungsmechanismus der Geldpolitik

Die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen steht schon lange im Zentrum der wirtschaftspolitischen Diskussion. Üblicherweise wird zwischen kurz- und langfristiger Wirkungsweise unterschieden, wobei langfristig von einer Neutralität des Geldes ausgegangen wird, d.h. ein geldpolitischer Impuls hat langfristig keine Wirkung auf die reale Wirtschaftsaktivität, sondern ändert alle nominellen Größen gleichzeitig. Ein positiver Impuls führt langfristig zu Inflation, während ein negativer Impuls das allgemeine Preisniveau senkt. Kurzfristig treten jedoch auch reale Effekte auf, die je nach dem unterstellten Wirkungskanal andere Größen beeinflussen.

Im einfachen keynesianischen makroökonomischen Modell einer geschlossenen Wirtschaft (IS-LM) wirkt der Zinssatz gleichzeitig auf die

Investitions- und Konsumnachfrage und auf das Angebot an Sparguthaben (IS), sowie auf die Geldnachfrage (LM) (*Mishkin*, 1996). Unter der Annahme, dass sich die Wirtschaft im Ausgangszeitpunkt in einem Gleichgewicht befand, bewirkt eine Erhöhung des Geldangebotes in dieser stark vereinfachenden Modellwelt bei konstanter Geldnachfrage eine Zinssatzsenkung und damit eine Verminderung der Kapitalkosten. Niedrigere Kapitalkosten verursachen wiederum steigende Konsum- und Investitionsausgaben. Damit ist eine nachfrageinduzierte Zunahme von Beschäftigung und Output verbunden, die aber gleichzeitig einen höheren Transaktionsbedarf der privaten Wirtschaftseinheiten erzeugt, sodass ein Teil der Zinssatzsenkung durch den Anstieg der Geldnachfrage ausgeglichen wird. Die Überschussnachfrage auf dem Güter- und Arbeitsmarkt setzt eine Lohn- und Preisspirale in Gang, die zu einer Rückkehr aller realen Größen zum ursprünglichen Niveau führt (*Blanchard*, 2000) und die langfristige Neutralität geldpolitischer Impulse herstellt. In diesem Wirkungskanal sind vor allem die langfristigen Realzinssätze die treibende Anpassungskraft. Die kurzfristigen geldpolitischen Impulse sind wirksam, weil die Inflation nur langsam darauf reagiert und daher kurzfristige nominelle Zinsänderungen voll auf die realen Zinssätze durchschlagen. Weitere Voraussetzung für diesen Wirkungsmechanismus sind die stark vereinfachenden Modellannahmen und die darin enthaltene Trennung zwischen Faktoren, die das Güterangebot bestimmen und jenen, die auf die Abweichungen vom Trendoutput einwirken.

In einer offenen Wirtschaft kommen als weitere einflussreiche Größen die Im- und Exporte sowie die ausländischen Preise bzw. Zinssätze hinzu. Falls es sich in der Analyse um ein kleines Land handelt, werden üblicherweise zwei Gleichgewichtsbedingungen unterstellt: die ungedeckte Zinsparität und die Kaufkraftparität. Diese beiden Gleichgewichtsbedingungen stellen sicher, dass Abweichungen der inländischen Preise vom Auslandspreis durch Änderungen des Wechselkurses korrigiert werden. Weicht z.B. der inländische Zinssatz vom entsprechenden Auslandswert ab, so muss dieser Unterschied durch die erwartete Änderung des Wechselkurses ausgeglichen werden. Ähnlich sollte eine Zunahme des inländischen Preisniveaus entsprechend durch eine Abwertung der Währung korrigiert werden, sodass die internationale Wettbewerbsfähigkeit wieder hergestellt wird und sich Arbitragegeschäfte nicht lohnen. In diesem Wirkungskanal reagieren die Nettoexporte einer Volkswirtschaft auf den geldpolitischen Impuls.

Die geldpolitische Literatur führt zwei weitere bedeutende Wirkungskanäle an: den kredittheoretischen und den vermögenstheoretischen Wirkungskanal (*Duwendag et al.*, 1985). Beide Kanäle gehen von einem geldpolitischen Impuls, z.B. in Form eines erhöhten Geldangebotes aus, sie erklären aber den Mechanismus, der zu höheren Konsum- bzw. Inves-

titionsausgaben führt unterschiedlich und ermöglichen daher auch verschiedene Blockaden bzw. Verzögerungen in der Übertragung des geldpolitischen Impulses auf die reale Wirtschaft.

7.7 Der kredittheoretische Wirkungskanal

Der kredittheoretische Wirkungsmechanismus betont die Rolle der Kreditgewährung während die Geldmengenentwicklung oder das Vermögen der privaten Haushalte keine Rolle spielt. Von der Kreditgewährung wird eine Wirkung auf die kreditabhängigen Ausgaben erwartet, die sich auf die kreditunabhängigen Ausgaben fortpflanzt. Zwei Größen spielen in diesem Wirkungskanal eine bedeutende Rolle: die Kreditkosten und quantitative Kreditbeschränkungen.

Die Kreditkosten sind der Preis, den Kreditnehmer für einen gewährten Kredit bezahlen muss. Die Höhe dieses Preises bestimmt, ob ein kreditfinanziertes Investitionsprojekt umgesetzt wird. Investitionsprojekte müssen neben den Abschreibungskosten auch die Finanzierungskosten einbringen. Steigende Kreditkosten vermindern die Menge erfolgreicher potentieller Investitionsprojekte und schränken damit die Investitionstätigkeit ein. Im Bereich der privaten Haushalte werden nur kreditfinanzierte Projekte umgesetzt, die einen entsprechend hohen Grenznutzen aufweisen. Die Wirksamkeit der Kreditkosten auf die Nachfrageentwicklung wurde jedoch in vielen empirischen Untersuchungen als klein und von kurzer Dauer eingeschätzt (Bernanke – Gertler, 1995; Thury – Wüger, 1994). Für eine kleine Zinselastizität der Investitionen sprechen auch zwei theoretische Argumente: (1) große Investitionsprojekte sind in eine langfristige Unternehmensstrategie eingebettet und hängen daher kaum von kurzfristigen Zinssatzbewegungen ab, und (2) eine gleichgerichtete Steigerung der Ertragsaussichten von Investitionsprojekten würde höhere Finanzierungskosten kompensieren.

Quantitative Kreditbeschränkungen unterstellen keine Rückkoppelung zwischen Zinssatz und Kreditmenge sondern beruhen auf dem Konzept der Kreditrationierung. Bei einer Kreditrationierung wird die Kreditnachfrage zum bestehenden Zinssatz nicht vollständig bedient, d.h. Wirtschaftseinheiten würden zum bestehenden Zinssatz einen Kredit aufnehmen, erhalten aber vom Kreditinstitut keine Zuteilung.

Ein Grund für die nur teilweise Zuteilung liegt in der asymmetrischen Information über das Risiko des Investitionsprojektes. Eine Anhebung des Zinssatzes auf das markträumende Niveau würde risikoreichere Investitionsprojekte in das Kreditportfolio bringen, risikoärmere verdrängen und folglich die Ausfallswahrscheinlichkeit erhöhen. Durch Kreditrationierung kann dieser negative Ausleseprozess vermieden werden. Wenn Kredite ra-

tioniert sind, haben geldpolitisch restriktive Maßnahmen nur fallweise eine Wirkung auf die Kreditvergabe, weil bereits ein Teil der vorhandenen Kreditnachfrage nicht erfüllt wird (rationiert ist). Im Fall einer expansiven Geldpolitik wird jedoch das Ausmaß der rationierten Kreditnachfrage vermindert und die gewünschte Kreditausweitung könnte eintreten.

Eine Konsequenz der asymmetrischen Information zwischen Kreditinstitut und Kreditnehmer ist die Besicherung der Kreditsumme durch dingliche Pfandgegenstände. Die Besicherung verschafft dem Kreditgeber eine Möglichkeit zur Rückgewinnung der Kreditsumme, falls das kreditfinanzierte Investitionsprojekt verlustreich endet. Üblicherweise liegt der Pfandwert deutlich über der Kreditsumme, sodass auch ein gewisser Wertverfall des Pfandwerts zu keinem Kreditausfall führt. Dieser Zusammenhang macht bereits klar, dass die Verschuldungsmöglichkeit von Unternehmen und privaten Haushalten stark vom Pfandwert abhängt: Je höher der Pfandwert ist, desto größer ist die zur Verfügung stehende Kreditsumme und umgekehrt. Darüber hinausgehend zeigen Bernanke – Gertler (1989) in einem theoretischen Modell, dass dieser positive Zusammenhang auch dazu führt, dass geldpolitische Maßnahmen längere Zeit brauchen bis sie ihre volle Wirkung entfalten. In diesem Wirkungskanal verringert ein expansiver geldpolitischer Impuls die asymmetrische Informationslage zwischen Kreditinstitut und Kreditnehmer durch steigende Wertpapierpreise oder durch den sinkenden Aufwand für Kapitalkosten. Dadurch steigt die Kreditgewährung und zusätzliche Investitionen und Output sind die Folge. In diesem Fall wirken selbst nominelle Zinssatzsenkungen, weil dadurch z.B. der Finanzierungsaufwand sinkt. Niedrige Zinskosten vermindern auch direkt die asymmetrische Informationslage, weil weniger risikoreiche Projekte zur Umsetzung gelangen.

Neben der asymmetrischen Informationslage kann die Regulierung von Kreditinstituten durch die Vorgabe von Eigenkapitalquoten zu Kreditrationierung führen. Risikoadäquate Eigenkapitalquoten entsprechend den Basel II Vorschriften wirken prozyklisch auf die Kreditvergabe und schwächen die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen ab. Bankinterne Bewertungssysteme schätzen das Ausfallrisiko von Krediten prozyklisch ein, daher sinkt in einem Konjunkturaufschwung der risikoadäquate Eigenkapitalbedarf und das Potential zur Kreditvergabe steigt. Umgekehrt verschlechtert sich im Konjunkturabschwung die Bonität der Kreditnehmer, was den Eigenkapitalbedarf für den Kreditbestand erhöht und die Kreditausweitung dämpft.

Systemkrisen im Kreditwesen haben negative Auswirkungen für die Fähigkeit zur Mittelaufbringung der Kreditinstitute. In einer Krise verschärft sich die asymmetrische Informationslage zwischen Anlegern und Investoren und in einer Finanzkrise greift sie auf die Beziehung zwischen

privaten Haushalten als Einleger und den Kreditinstituten als Verwalter der eingelegten Vermögen über. Mangelndes Vertrauen auf Seiten der Einleger kann zum Sturm auf die Bank und zu einer Liquiditätskrise des betreffenden Instituts führen. Maßnahmen zum Einlegerschutz (Garantien, Liquiditätszufuhr) sollen diese Situation verhindern. Eine starke Konzentration der Mittelaufbringung auf den Geldmarkt macht Kreditinstitute jedoch gegenüber Vertrauenskrisen wieder anfällig, weil die kurzfristige Refinanzierung in einer Vertrauenskrise zusammenbricht. Konventionelle geldpolitische Maßnahmen in Form von Änderungen des Leitzinssatzes versagen in dieser Situation und müssen durch direkte Formen der Liquiditätszufuhr ergänzt werden.

7.8 Der vermögens theoretische Wirkungskanal

Der vermögens theoretische Wirkungskanal beruht auf der Wechselwirkung zwischen den relativen Preisen bzw. Erträgen und den gewünschten Beständen einzelner Wertpapiere. Geld wird dabei als eines von vielen Wertpapieren betrachtet, das einen Ertrag hat und gleichzeitig Nutzen für Tauschzwecke und zur Wertaufbewahrung stiftet. Ausgangspunkt des Wirkungsmechanismus ist eine Änderung der Geldbasis durch die Zentralbank über Offenmarktpolitik. Zum Beispiel kann die Zentralbank durch ein zusätzliches Angebot an Offenmarktpapieren die Rendite auf diese Papiere steigern und Kreditinstitute zum Kauf animieren. Sie bezahlen für diese Wertpapiere in dem sie Zentralbankgeld an die Zentralbank übertragen, wodurch die Geldbasis sinkt. Die Kreditinstitute stehen nun vor dem Problem ihr gesamtes Portfolio an die neue Renditestruktur anpassen zu müssen.

Die zur Verfügung stehenden Vermögensgegenstände werden dabei sehr weit definiert und reichen von Geld über Finanzaktiva bis zu den Sachaktiva der Geschäftsbanken. Tendenziell werden Vermögensgegenstände mit vergleichsweise niedrigen Renditen an die nichtfinanziellen Unternehmen und Privathaushalte abgestoßen. Diese Portfolioanpassung führt dazu, dass im neuen Gleichgewicht die Preise aller Wertpapiere niedriger sind und damit deren Renditen ansteigen. Gleichzeitig ist die gewünschte Geldhaltung niedriger, weil die Opportunitätskosten der Geldhaltung höher sind. Nunmehr ist die Vermögensstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen und Privathaushalte gestört, die einen ähnlichen Anpassungsprozess wie die Geschäftsbanken durchführen. Sobald der Substitutionsprozess bei den Sachaktiva angelangt ist, hat der geldpolitische Impuls eine erste dämpfende Auswirkung auf die Preise realwirtschaftlicher Größen. In dieser Phase setzt die Reaktion von Investitionen und Konsumausgaben ein, weil

niedrigere Preise für bestehende Sachaktiva die Produktion neuer Sachaktiva unattraktiver machen. Ähnliches gilt für langlebige Konsumgüter, die relativ zu Neuanschaffungen günstigere Kosten aufweisen. Durch Multiplikator- und Vermögenseffekte wird der monetäre Impuls weiter verstärkt. Diese monetaristische Interpretation des vermögenstheoretischen Wirkungskanals kann durch Informations- und Transaktionskosten sowie wertpapierspezifische Risiken ergänzt werden, die die Substituierbarkeit zwischen einzelnen Vermögenstiteln einschränken.

Wenn sich die Haushalte nach dem Lebenszyklusmodell des Konsums verhalten, sind nicht nur die Investitionen im vermögenstheoretischen Wirkungskanal betroffen, sondern auch die privaten Konsumausgaben. In diesem Modell sind die privaten Konsumausgaben durch die zur Verfügung stehenden Ressourcen bestimmt. Wenn ein expansiver geldpolitischer Impuls das vorhandene Vermögen aus Humankapital, Realkapital und Finanzkapital aufwertet, reagieren die Konsumausgaben verzögert auf diese positive Entwicklung des Lebens Einkommens.

LITERATURVERZEICHNIS

- Asian Development Bank (2002), Key Indicators of Developing Asia and Pacific Countries. Manila 2002
- Bernanke, B., Gertler, M. (1989), „Agency Costs, Net Worth, and Business Cycle Fluctuations“, American Economic Review, 79, 1989, 14-31.
- Bernanke, B., Gertler, M. (1995), „Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission“, Journal of Economic Perspectives, 9, 1995, 27-48.
- Blanchard, O. (2000), „Macroeconomics“, Prentice Hall, Upper Saddle River NJ, 2000.
- Borio, C. (2003), „Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?“. In: BIS Working Paper Nr. 128
- Borio, C. (2007), „The Financial Turmoil of 2007 – ? : A Preliminary Assessment and some Policy
- Caprio, G. and D. Klingenbeil (2003), Episodes of systemic and borderline financial crises. January 2003, World Bank.
- „de Larosière-Bericht“ = Bericht der hochrangigen Gruppe zur Finanzaufsicht in der EU an die Europäischen Kommission (2009)
- Duwendag, D., Ketterer, K. H., Kösters, W., Pohl, R., Simmert, D. B. (1985), „Geldtheorie und Geldpolitik“, bund-Verlag, Köln.
- ECB (2008): EU Banking Structure. October 2008
- Freixas, X., Rochet, J.-C. (1997), „Microeconomics of Banking“, MIT-Press, Cambridge MA. (1997)
- Freixas, X., Tsomocos, D. (2004), „Book vs. Fair Value Accounting in Banking, and Intertemporal Smoothing“ Universität Pompeu Fabra Dept. of Economics and Business, Economics Working Paper No. 771, Barcelona.
- Greenspan, Alan (2007), The Age of Turbulence: Adventures in A New World, Penguin.
- Hahn, Franz R. (2006), Teilstudie „Der Einfluss der Finanz- und Kapitalmarktsysteme“ zu WIFO-Weissbuch (2006)
- Hellwig, Martin (2008), Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis, Working Paper Series of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2008 43, Max Planck Institute for Research on Collective Goods.
- Laeven Luc and Valencia Fabian (2008), Systemic Banking Crisis. A New Database, Working Paper No. 08/224. IWF
- Marchart, J., Url, T., (2008), „Hemmnisse für die Finanzierung von Frühphasen- oder Venture-Capital-Fonds in Österreich“, WIFO-Studie, Wien.

- McKinsey (2008), Mapping Global Capital Markets. Fifth Annual Report, October 2008.
- Mishkin, F. S. (1996), „The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy“, NBER Working Paper No. 5464, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA.
- Mooslechner, Peter, Helene Schuberth and Beat Weber (eds. 2006), The Political Economy of Financial Market Regulation. The Dynamics of Inclusion and Exclusion, Cheltenham.
- Redak, Vanessa (2006), Risks, Ratings and Regulation: Toward a Reorganization of Credit via Basel II?. In: Mooslechner, Peter, Helene Schuberth and Beat Weber (eds. 2006).
- Reinhard, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009), The Aftermath of Financial Crises, Paper prepared for presentation at the American Economic Association meetings in San Francisco, January 3, 2009.
- Samuelson, P. (2004), Where Ricardo and Mill rebut and confirm arguments of mainstream economists supporting globalization, Journal of Economic Perspectives 18(3).
- Sinclair, Timothy J. (2008): Subprime: Misunderstanding the crisis of global finance. Paper für den Workshop „The Political Economy of the Subprime Crisis“, University of Warwick, 25.9.2008, www.allacademic.com/meta/p251734_index.html.
- Taleb, Nassim N.: The Black Swan (2007)
- Tett, van Duyn, Grant (2009), Let battle commence, Financial Times 20.5.2009
- Thury, G., Wüger, M. (1994), „Schätzung einer datenkonformen Konsumfunktion für nicht dauerhafte Konsumgüter und Dienstleistungen“, WIFO-Monatsberichte, 67, 1994(12), 680-688.

ANHANG: NATIONALE MASSNAHMEN ZUR BEKÄMPFUNG DER FINANZKRISE

(Stand 31.8.09)

Euroraum Beschluss 12.10., sowie EU-Rat 16.10.08	
Staatsgarantien	Staatsgarantien für Mittelaufnahme von Banken (zu Marktpreisen, Bedingung Unterstützung der Realwirtschaft, bis 31.12.09) EU Gesamtsumme: 2.500 Mrd. € (25.2. 09)
Rekapitalisierungsmaßnahmen	EU Gesamtsumme: 300 Mrd € (25.2. 09)
Einlagensicherung	
Sonstiges	
Belgien Stand 14.5. 09	
Staatsgarantien	Staatsgarantien für Interbankkredite (für Neukredite bis 31.10.09, Laufzeit bis 31.10.2011) Fortis (150 Mrd.€), Dexia (150 Mrd. €) Kriterien: Ausreichende Kapitalisierung, wirtschaftl. Bedeutung Bedingungen: Gebühr
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Ad hoc Rekapitalisierungen von Fortis(4,7 Mrd.€), Dexia (3 Mrd. €), KBC (3,5 Mrd.€+ 1,5 Mrd. von Flandern, 22.1.09), Ethias (1,5 Mrd.€, gegen Vorzugsrecht auf Dividenden etc.) 14.5.09: KBC: 90% staatl. Verlustgarantie f. 20 Mrd.€-Portfolio (erste Verlusttranche [3,2 Mrd.] trägt KBC; 2. Tranche [2 Mrd.] trägt Staat zu 90% im Tausch gegen KBC-Aktien; 3. Tranche trägt Staat zu 90%; Gebühr: 1,2 Mrd.+30 Mio.pro Quartal)
Einlagensicherung	100.000 € (ausgeweitet auf Spareinlagen-ähnliche Versicherungsprodukte)
Sonstiges	
Bulgarien 16.10. 08	
Staatsgarantien	Staatsgarantien für Interbankkredite, Rückkauf von Staatsbonds
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Investitionen (gegen Marktverzinsung) und Rekapitalisierungen möglich
Einlagensicherung	50.000 €
Sonstiges	Mindereserve(MiRe)-Senkung auf 12%

Dänemark 24.4.09	
Staatsgarantien	<p>Neue Lending Facility der NZB Staatsgarantien für Interbank- und Hypothekarbankkredite und (bestehende und neue mit Laufzeit bis zu 3 Jahren), Ausmaß: 80 Mrd. € Bedingungen: Beschränkung für Geschäftsausweitung; Management-Gehaltsbeschränkungen; Gebühr gemäß EZB-Empfehlung</p> <p>Mitte Jänner 09: 133 Banken haben Garantie in Anspruch genommen</p>
Rekapitalisierungsmaßnahmen	<p>Einrichtung einer staatlichen Anstalt zur Liquidierung insolventer Banken (max. 4,7 Mrd. € Finanzierungsbeitrag von Geschäftsbanken. Dividendenverbot bis Okt.2010) Übernahme und Liquidation von Roskilde Bank (0,6 Mrd. €), Ankauf von Vermögenswerten EBH Bank (0,2Mrd.€), Übernahme Fionia Bank (0,13Mrd.€), Gudme Raaschou Bank (0 €). 19.1.09: Hybridkapital (ohne Laufzeitbeschränkung, ohne Stimmrechte, ohne Wandlungsrecht) Ausmaß: 13,5 Mrd.€ Bedingungen: Verzinsung zw. 9 und 11,24%; rückzahlbar nach 3 Jahren zu 100%, danach ansteigend; Boni max. 20% des Jahresgehalts, nur 50% Steuerabzugsfähigkeit von Managementgehältern; Dividendenverbot bis 2010; Kreditvergabe</p>
Einlagensicherung	Unbeschränkt, für zwei Jahre. Ab 1.10.2010 100.000 €
Sonstiges	NZB-Liquidität für Roskilde
Deutschland 3.7.09	
Staatsgarantien	<p>Finanzmarktstabilisierungs-Anstalt SoFFin (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung) kann Garantien übernehmen (für neue und begründete sonstige Verbindlichkeiten; Laufzeit bis zu 36 Monate, beschränkte Zahl verlängerbar auf 5 Jahre. Auslaufen der Garantie bis 31.12.2012) Ausmaß: 400 Mrd. €. Kriterien: Angemessene Eigenmittelausstattung Bedingungen: marktgerechte Vergütung, (bei Besicherung geringer)</p> <p>Aareal (4 Mrd.), BayernLB (15 Mrd.€), Hypo Real (52 Mrd. € [+50 Mrd. vor Soffin]), Commerzbank (15 Mrd. €), IKB (5 Mrd.€ + 7 Mrd. am 6.7.09), HSH Nordbank(30 Mrd.€). Sachsen LB (2,75 Mrd. von Land Sachsen), NordLB (20 Mrd.€ von Ländern); Sicherungseinrichtungsges. Dt. Banken (6,7 Mrd.) Stand 9.6.09: 143 Mrd. € Garantien durch Soffin vergeben</p> <p>3.7.09: Garantien für bad banks (Transfer toxischer Papiere mit Abschlag 10% vom Buchwert am 30.6.08 (resultierender Wert max. in Höhe des Buchwerts vom 31.3.09) von Banken (Voraussetzung: erfolgreicher Stresstest) an SPV, im Tausch gegen bundesgarantierte Anleihe, deren Verzinsung+Rückzahlung aus Verkauf toxischer Papiere kommt; gegen Gebühr an SPV zur Kompensation der Differenz zw. Transfer- und Realwert über 20 Jahre). Ausgabe von Vorzugsaktien möglich, sonstige Dividenden bis zur Rückzahlung an Staat verboten. Plus Auflagen für Gehälter. Einrichtung von Liquidierungsanstalten auf Bundes oder Länderebene möglich</p>

Deutschland 3.7.09	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	SoFFin kann Rekapitalisierung auf Antrag eines Unternehmens gewähren, über Stille Einlagen Ausmaß: 80 Mrd. € (Obergrenze pro Unternehmen: 10 Mrd. €) Bedingungen: Gegen marktgerechte Vergütung (insbes. Gewinnvorzug oder Verzinsung). Geschäftspolitik auf Nachhaltigkeit überprüfen; Riskante Geschäfte reduzieren oder aufgeben; Kreditbedarf für KMU Rechnung tragen; Vergütungssysteme begrenzen (500.000 Euro pro Jahr; keine freiwilligen Abfindungen, keine Bonifikationen, keine Dividendenausschüttung, kein Aktienrückkauf) und Anreize zum Eingehen von Risiko reduzieren. Zuvor: IKB (9 Mrd. €). Bislang: Commerzbank (8,4 Mrd.€ stille Einlage, 9% Verzinsung, Rückzahlung zum Nominalwert, Dividendenverbot bis 2010, danach Zinserhöhung bei Dividendenausschüttung; 2,5 Mrd. € Kredite an KMUs, Begrenzung Managementgehälter + 10 Mrd. gegen 25% Beteiligung 9.1.09 [EK 7.5.09: Verkauf von Geschäftsteilen, 3 Jahre keine Übernahmen, Konditionenbeschränkungen]), Aareal (16.2.09: 525 Mio.€ stille Einlage, 9% Verzinsung), Hypo Real Estate (2.6.09: Übernahme durch Kapitalaufstockung um 2,96 Mrd.€) Stand 9.6.09: 24,5 Mrd. € Eigenkapital durch Soffin vergeben
Einlagensicherung	Politisches Commitment: Unbeschränkt
Sonstiges	
Estland 14.10. 08	
Staatsgarantien	Geplant: Garantien von Bankverbindlichkeiten
Rekapitalisierungsmaßnahmen	
Einlagensicherung	50.000 €
Sonstiges	Geplant: Möglichkeit zu beschleunigtem Einsatz von Reserven; sowie Darlehen an notleidende Institute
Finnland 24.11. 08	
Staatsgarantien	Garantie über Schuldverschreibungen von Kreditinstituten (Neukredite, Laufzeit zw. 3 Monaten und 3 Jahren; mortgage-backed bonds bis zu 5 Jahre; Ausgabe bis 30.4.09) Ausmaß: 50 Mrd. € (pro Institut max. in Höhe Nominalwert vor 17.10.08 ausgegebener kurzfr. Schuldinstrumente) Kriterien: Solvabilität Bedingungen: marktorientierte Vergütung (gem. EZB-Empf.), Beschränkungen f. Geschäftsausweitung, Gehälter und Boni
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Unbesicherte Kapitalkredite (nachrangig), rückzahlbar nach 5 Jahren, sofern Solvabilitätsanforderungen erfüllt und FSA zustimmt. Bei Nichtrückzahlung Wandlung in Kapitalanteile. Ausmaß: 4 Mrd. € (pro Institut max. 20% der konsolidierten Eigenmittel) Kriterien: Solvabilität (mind. 7% EK-Quote) Bedingungen: Verzinsung entweder 12-Monats Libor plus Marge oder Gewinnanteil; falls zwei Jahre keine Zahlung: Entsendung von 2 Vertretern in Bankleitung; Beschränkungen für Gewinnverteilung, Fusionen, Marketing, Ausweitung der Geschäftstätigkeit, Managementgehälter und Boni Übernahme notleidender Banken möglich
Einlagensicherung	50.000 € (bis Ende 2009)
Sonstiges	

Frankreich 7.4.09	
Staatsgarantien	Kredite an Banken, finanziert durch Anleihen der Société de financement de l'économie française (SFEF) Ausmaß: 320 Mrd. € (Laufzeit bis zu 5 Jahre) zu Marktkonditionen (Bedingung: Kreditvergabe an Realwirtschaft, Ethikcodex für Manager) 27.1.09: 23 Mrd. € vergeben (13 Finanzinstitute) Verzinsung 4% Garantie für Dexia
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Rekapitalisierungen durch Société de prise de participation de l'Etat (SPPE) Ausmaß : 40 Mrd.€ (EK Genehmigung bislang für 21 Mrd. €) -Dexia : 1 Mrd. € -21.10.08 : 1. Tranche 10,5 Mrd. € Tier 1 nachrangiger Anleihen von BNPP (2,55 Mrd.), Crédit Agricole (3,0), Société Générale (1,7), Banques Populaires (0,95), Caisses d'Epargne (1,1), Crédit Mutuel (1,2) , zu Marktpreisen. Bedingungen: Keine Aktienrückkäufe; Plafondierung für Managemententgehälter; Bemühen um Lösung von Überschuldungsproblemen von Kreditnehmern -15.1.09: 2. Tranche 11 Mrd.€, nachrangige Anleihen oder stimmrechtslose Vorzugsaktien (Option der Umwandlung der Anleihen der 1. Tranche in Vorzugsaktien; Aktien-Verzinsung höher, rund 8%. Verzinsung steigt um 25 Basispunkte p.a. vom Niveau der Anleihenverzinsung oder im Ausmaß von 105%[2010] auf 125%[2018] der Dividenden). Bedingungen: Kreditwachstum 3-4% p.a., 7 Mrd. Exportkredite, Ethikcodex, Boni-Verzicht, Eigenkapitalstärkung vor Dividenden -23.2.09: Staat verordnet Fusion von Sparkassen und Volksbankensektor (Staat stellt 2,5 Mrd. € in Aussicht, konvertierbar in Aktien falls nach 3 Jahren nicht rückgezahlt; 4 von 18 Aufsichtsratsmitgliedern) -7.4.09: BNPP (187 Mio. stimmrechtslose Vorzugsaktien, d.i.17,03% des Kapitals)
Einlagensicherung	70.000 €
Sonstiges	Geplant: Möglichkeit zu beschleunigtem Einsatz von Reserven; sowie Darlehen an notleidende Institute
Griechenland 19.1. 09	
Staatsgarantien	Garantien für Bankverbindlichkeiten (Laufzeit 3 Monate-3 Jahre) Ausmaß: max. 15 Mrd. €; Kriterien: Liquiditäts- und Kapital-adäquanz-Situation, Größe der Bank, Größe der ausstehenden Verbindlichkeiten, Beitrag zur Finanzierung von KMUs und Hausbesitzern. Bedingungen: Zu Marktkonditionen (Risiko-orientiert und basierend auf EZB-Empfehlungen), Besicherung optional, Sitz im Vorstand. Ausgabe von bis zu 8 Mrd. Euro Anleihen, die Banken als Sicherheit bei EZB zur Liquiditätserhöhung einsetzen können (Laufzeit bis zu 3 Jahre): Vergabekriterien wie Garantien, Bedingungen: Gegen Sicherheiten (Haircuts, Gebühr wie Garantien). Verhaltensbeschränkungen: Wachstumsbeschränkungen, Gehaltsbeschränkungen. Einrichtung eines Aufsichtsgremiums zur Abwicklung
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Beteiligungen über rückzahlbare Vorzugsaktien. Ausmaß: bis zu 5 Mrd. € Kriterien: Eigenkapitalquote, Marktanteil, Bedeutung für Finanzmarktstabilität und Kreditvergabe an KMUs und Hausbesitzer. Bedingungen: Fixertrag 10% p.a., Rückkauf zum Ausgabepreis nach 5 Jahren oder Umwandlung in Stammaktien, Sitz im Vorstand, Vetorecht betr. Dividenden und Boni 19.1.09: EFG Eurobank, Alpha Bank (je 950 Mio. €, gegen stimmrechtslose Vorzugsaktien, Veto bei Gehalt, Boni, Dividenden) ; div. weitere Banken haben im Jänner 09 Absicht erklärt (Agric.Bank, Aspis, Attica, General Bank, Millenium, Piraeus, National Bank, Proton)
Einlagensicherung	100.000 € bis 2010
Sonstiges	

Irland 8.4.09	
Staatsgarantien	<p>Garantie für Bankverbindlichkeiten (bestehende und neue), inkl. covered bonds. Anträge bis 29.9.2010 Ausmaß: 440 Mrd. € Kriterien: Systemische Relevanz Bedingungen: Entschädigung (quartalsweise Neuberechnung, gemäß Risiko [Rating], Geschäftspolitik, Kostendeckung und Ertrag für Staat); Beschränkungen für Geschäftsausweitung (gemäß Indikatoren), für Vorstandsgehälter (Einrichtung eines staatl. Überwachungsgremiums dafür) und für Einsatz von niederrangigen Schulden; 1-2 Aufsichtsratsmitglieder auf Staatsvorschlag; allf. Dividendenbeschränkungen; CSR-Initiativen. Bislang: Anglo Irish Bank, Bank of Ireland, Allied Irish Banks, Irish Nationwide, EBS, Irish Life&Permanent, Postbank (insg. 440 Mrd. €)</p>
Rekapitalisierungsmaßnahmen	<p>Beteiligungen möglich (Vorzugsaktien oder Stammaktien), 10 Mrd. € 22.12. 08: Anglo Irish Bank (1,5 Mrd.€ - Vorzugsaktien, 10% Fixdividende, 75% der Stimmrechte. 15.1.09: Verstaatlichung angekündigt), Bank of Ireland, Allied Irish Banks plc (je 2 Mrd. € Vorzugsaktien; 12.2.09: je 3,5 Mrd.€, 8% Vorzugsdividende, 25% Stimmrechte, 25% Vorstands-Ernennungsrechte; Option auf 25% Aktien (reduziert, falls Bank Staatsanteil reduziert), Bonus- und Gehaltsbeschränkungen, Moratorium house repossessions). Rückzahlbar zum Nennwert nach 5 Jahren, später zu 125%. Ausweitung der Kreditvergabe zugesagt. 8.4.09: National Asset Management Agency zum Ankauf fauler Wertpapiere (Max. Buchwert 80-90 Mrd. €, Ankauf gegen Abschlag durch Ausgabe von Staatsanleihen)</p>
Einlagensicherung	Unbeschränkt (bis 29.10.2010)
Sonstiges	
Italien 20.3. 09	
Staatsgarantien	<p>Garantien für Bankverbindlichkeiten (Neue; Laufzeit 3 Monate – 5 Jahre) Ausmaß: max. 25% der Garantien mit Laufzeit über 3 Jahre, pro Institut Höchstgrenzen Kriterien: Solvabilität, Bewertung durch NZB Bedingungen: Gebühr gem. EZB-Empf., Beschränkungen für Marketing und Bilanzwachstum Einmonatige Swapeinrichtung Staats-/Privatpapiere der NZB (bis zu 40 Mrd.€). Max. 1 Mrd. € pro Institut Garantien für dritte Parteien, die Banken Aktiva für EZB-Refinanzierung leihen 16.1.09: NZB garantiert Interbankkredite auf neuem Marktsegment (Papier mit Laufzeit mind. 1 Woche) bis Ende 09, Teilnahme abhängig von Höhe des Eigenkapitals und der bei der NZB gestellten Sicherheiten.</p>
Rekapitalisierungsmaßnahmen	<p>Beteiligungen möglich (nachrangige Schuldtitel) Ausmaß: insgesamt 12 Mrd. €; pro Institut bis zu 2% der risikogewichteten Aktiva und innerhalb 8% tier1-Kapital Kriterien: Nur gesunde Banken (gemäß CDS, Ratings, NZB-Bewertung) Bedingungen: Step-up Klauseln, Verzinsung steigt mit Dividendenausschüttung und Refinanzierungskosten des Staates. (Verzinsung 7,5% im 1. Jahr, jährl. Steigerung um 25 Basispunkte. Rückzahlung über Nominale, ansteigend mit Laufzeit. Alternativoption: Höhere Verzinsung bis 2014, geringere Rückzahlung zum Nominale bis 2013). Beschränkungen für Dividenden, Managementgehalt, Verhalten, Ethik-Codex; Kreditvergabe-Monitoring durch NZB, Hypothekenerleichterungen für Arbeitslose und Kurzarbeitende. 10.3.09: Banco Popolare (1,45 Mrd.€),20.3.: Intesa (4 Mrd. Antrag)</p>
Einlagensicherung	Abgesehen von allg. Einlagensicherung (100.000 €): Garantie für individuelle Einleger möglich
Sonstiges	NZB Refinanzierungsgarantie (40 Mrd. €)

Lettland 28.8.09	
Staatsgarantien	<p>Garantieschema (für Verbindlichkeiten mit Ausnahme Interbankeinlagen, nachrangige Schuldtitel und besicherte Verbindlichkeiten mit Höchstlaufzeit 3 Jahre; Ausgabe in den nächsten 6 Monaten Ausmaß: 10% des BIP Kriterien: Nur gesunde Banken (inkl. Töchter von Ausländ. Banken) Bedingungen: Marktvergütung (gemäß EZB-Empfehlungen), Beschränkungen f. Marketing, Gehälter und Boni. Parex Bank 1,25 Mrd.€</p>
Rekapitalisierungsmaßnahmen	<p>Übernahme notleidender Banken möglich 9.11.08: Übernahme von 51% der Parex Banka (um 3€).(17.4.09: EBRD beteiligt sich mit 25% [84 Mio.€])</p>
Einlagensicherung	50.000 €
Sonstiges	<p>Internationales Hilfspaket 19.12.08: 7,5 Mrd. € -IWF Stand-by-Kredit 1,7 Mrd. € 28.8. 09: (28.8. 09: 2. Tranche ausgezahlt, 1.+2.Tranche= insgesamt 0,7 Mrd. €) -EU 3,1 Mrd. € (6 Tranchen; bislang ausgezahlt: 2,2 Mrd.) -Weltbank 400 Mio. € -Bilaterale Hilfen (DK, Fin, Nor, Swe): 1,8 Mrd. € -EBRD, CZ, PL, Est: 500 Mio. € 17.12. 08: Swap-Vereinbarung 500 Mio. € mit NZBs von SWE und DK</p>
Litauen 12.11. 08	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	
Einlagensicherung	100.000 € (bis 1.11.09)
Sonstiges	Mindesreserve(MiRe)-Senkung von 6 auf 4%, Änderung der MiRe-Bestimmungen
Luxemburg	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Rekapitalisierung von Fortis (2,5 Mrd.€), Dexia (376 Mio. €) Unterstützung für Geldmarktfonds in Aussicht gestellt.
Einlagensicherung	100.000 €
Sonstiges	
Malta	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	
Einlagensicherung	100.000 €
Sonstiges	

Niederlande 26.1. 09	
Staatsgarantien	<p>Garantien für Bankverbindlichkeiten (neue; Laufzeit 3 Monate – 3 Jahre) Ausmaß: 200 Mrd.€, Kriterien: Solvabilität, Prüfung durch NZB Bedingungen: Marktvergütung (gemäß EZB-Empfehlungen), Beschränkungen für Geschäftsausweitung und Werbung, Boni und Abfertigungen Bislang: Lease Plan Corp (1,6 Mrd.+1,8 Mrd. April 09), NIBC (4,8 Mrd.), SNS (5,5 Mrd.), ING (6,4 Mrd.), 26.1.09: Illiquid Assets Back-up Facility garantiert ING Hypothekerverbriefungsportfolio (Gewinn/Verlustteilungs 80% Staat, 20% ING). Bedingungen: Gebühr von ING an Staat f. Risiko, Gebühr von Staat an Bank f. Verwaltung; Kreditvergabe 25 Mrd. €, Bonusverzicht;</p>
Rekapitalisierungsmaßnahmen	<p>Beteiligungen möglich (Anfangsausstattung 20 Mrd. €) (Bedingungen: Ertragsgarantien, Managementgehaltsregeln, Besetzung der Führungspositionen) ING (10 Mrd.), Aegon (3 Mrd.), SNS REAAL (750 Mio.), Fortis (3.10.08: 16,8 Mrd.€ Eigenkapital, 34 Mrd. kurzfr. Kredit [zurückgezahlt am 2.7.09], 16 Mrd. langfr. Kredit[davon 6,5 Mrd. ein Eigenkapital umgewandelt])</p>
Einlagensicherung	100.000 €
Sonstiges	<p>Fazilität zur Garantie illiquider Vermögenswerte von ING (26.1.09): Übertragung eines best. Anteils solcher Papiere, die in Bilanz der Bank verbleiben, gegen Kredit (Staat erhält Garantiegebühr, zahlt Leistungsgebühr. Ausstiegsanreize vorgesehen)</p>
Österreich 31.8.09	
Staatsgarantien	<p>Unabhängiges Liquiditäts-Clearinghaus mit Staatsgarantie für Haftungen am Interbankenmarkt sowie Haftungen für Wertpapieremissionen von Kreditinstituten (Laufzeit 3 Jahre, in Ausnahmefällen max. 5; Neuregelung seit Verlängerung am 30.6.: Max.1/3 der Garantien mit Laufzeit 3-5 Jahre) Ausmaß: 75 Mrd.€ (pro Institut Obergrenze gem. Bilanzsumme, Stellung, Großkreditgrenzen etc.) Kriterien: Solvabilität Bedingungen: marktconformes Entgelt; Beschränkungen für Geschäftsausweitung und Werbung 2009: Volksbank (3 Mrd.), Erste (10,05 Mrd), RZB (4,25 Mrd.), Kommunalkredit (5,4 Mrd.), HypoAA (1,35 Mrd.) 30.4.09: Bawag (400 Mio. Garantie f. Unterlegungspflichten v. riskanten Assets) 13.5.09: 10 Mrd. für Garantien für Großunternehmenskredite umgewidmet</p>
Rekapitalisierungsmaßnahmen	<p>Finanzmarkt Beteiligung AG des Bundes (FIMBAG) übernimmt Haftungen/Darlehen/Beteiligungen/Übernahme (max. 15 Mrd.€) (Vorgesehene Bedingungen: Mindestverzinsung mind. 7% für schuldrechtl. Instr., mind. 9,3% für tier 1 Kapital (gesunde Institute) (außer bei 30% Privatbeteiligung an Kapitalzuführung) bzw. mind.10% (nicht-gesunde Institute); Kreditvergabe an KMU+Haushalte; angemessene Gehälter, keine Aktienoptionsprogramme; Dividenden max. 17,5% [außer bei 30% Privatbeteiligung an Kapitalzuführung] (Dividendenverbot für nicht-gesunde Banken); Erhalt von Arbeitsplätzen; Entgelt für die Hilfe) Fälle bislang: Haftung für Constantia, Übernahme Kommunalkredit (99,78% um 2 €; Ende April 09: Bürgschaft 1,21 Mrd.€. [=1,5 Mrd. verlorener Zuschuss, lt. 19.5.09] für Sondergesellschaft mit toxic assets, 250 Mio. Startkapital für neue Bank), Hypo Alpe Adria (900 Mio.€, 8% Dividende, Rückzahlung 110%, Wandlungsrecht), Erste (März/April 09: 1 Mrd. Partizipationskapital [davon 540 Mio. von Privaten, Dividende 8%], + weiteres. Hybrid/PSKapital bis zu 2,7 Mrd. angeboten, kein Wandlungsrecht), ÖVAG (1 Mrd. €, 9,3% Dividende, Laufzeit 10 Jahre, Wandlungsrecht), RZB (1,75 Mrd.€, kein Wandlungsrecht), Bawag (29.8.09: 550 Mio; Verzinsung 9,3%, falls 2 Jahre keine Zinsen: Wandlungsrecht)</p>
Einlagensicherung	100.000 €, bis 2009: Unbeschränkt
Sonstiges	MiRe Senkung von 6 auf 4%, Änderung der MiRe-Bestimmungen

Polen 6.5. 09	
Staatsgarantien	Garantien und Darlehen NZB: Repo Operationen, Swap tenders, Ausweitung der collateral-Liste
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Temporäre Beteiligungen möglich
Einlagensicherung	50.000 € (bis Ende 09)
Sonstiges	Dez.08: Weltbank Kredit 3,77 Mrd. € (für Strukturpolitik; davon 0,75 Mrd. € ausbezahlt) 16.4. 09: Ansuchen um IWF Kredit 15,5 Mrd. € (6.5.: FCL bewilligt) Swapvereinbarung mit Schweizer NB
Portugal 17.4. 09	
Staatsgarantien	Garantien für Bankverbindlichkeiten (Laufzeit max. 3 Jahre, ausnahmsweise 5 Jahre), bis 31.12.09 Ausmaß: 20 Mrd. € Kriterien: Solvabilität, Überwachung durch BMF und NZB, Bedingungen: Gebühr gem. EZB-Empf., Kompensationspflicht (Geld oder Kapitalbeteiligung) im Verlustfall, Beschränkungen für Geschäftsausweitung Bislang: Espirito Santo (1,5 Mrd.), Finantia (100 Mio.), Internacional do Funchal (550 Mio.), Invest (25 Mio.), BPP (450 Mio.), Caixa Geral (2 Mrd.)
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Beteiligungsplan. Max. 4 Mrd. € (Formen: Aktienkauf, Kapitalerhöhung, Anleiheausgabe) (Befristung: 31.12.09) Bedingungen: Kreditvergabe an Haushalte und KMUs, Good corporate governance (u.a. Zahl unabhängiger Aufsichtsräte), Dividenden- und Bezügebeschränkungen, keine Wettbewerbsverzerrungen, Ertragsgarantie für Staat 2.11.08: Privatbank BPN verstaatlicht 2.12.08: Privatbank BPP verstaatlicht
Einlagensicherung	100.000 €
Sonstiges	MiRe Senkung von 6 auf 4%, Änderung der MiRe-Bestimmungen
Rumänien 11.8. 09	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Kapitalerhöhung der Staatsbanken EximBank (rd. 50 Mio. €) and CEC Bank (rd. 264 Mio. €) f. Kreditvergabe. BCR (April/Mai 09: 100 Mio. € von EBRD, 440 Mio. von EIB)
Einlagensicherung	50.000 €
Sonstiges	Internationales Hilfspaket (25.3.09): IMF: 12,95 Mrd. € 2jähriges Stand-By Arrangement EU: 5 Mrd. € (5 Tranchen; bislang ausgezahlt: 1,5 Mrd.) Weltbank: 1 Mrd. € EBRD u.a.: 1 Mrd. € Privatbanken sagen Aufrechterhaltung der FX-Exposure zu, Erhöhung des Eigenkapitals auf 10%

Schweden 30.4. 09	
Staatsgarantien	<p>Garantien für Verbindlichkeiten von Banken und Hypothekarinstituten (neue; Laufzeit 3 Monate- 3 Jahre, covered bonds auch 5 Jahre), bis 30.4.2009 (30.4.09 EK: verlängert bis 31.10.09; Ausweitung auf 5-Jahre-Laufzeit-Instrumente [max. 46,7 Mrd.€])</p> <p>Ausmaß: 150 Mrd. €</p> <p>Kriterien: erhöhte Kapitaladäquanz (21.11.08: Absenkung auf gesetzl. Mindestniveau, nach Bankenprotesten)</p> <p>Bedingungen: Gebühr gem. EZB-Empf., Beschränkungen für Geschäftsausweitung (Jän.09 wieder aufgehoben!), Werbung, Boni und Managementgehälter</p> <p>Bislang: Swedbank (11,4 Mrd.€), Swedbank Hypotek (1,3), Volvo Finanzbank (0,2),Carnegie, SBAB</p>
Rekapitalisierungsmaßnahmen	<p>Rekapitalisierungen durch Stabilisierungsfonds (Aktien oder Hybridkapital; Vergabe: entweder max. 70% Staatsbeteiligung an Kapitalerhöhung am Markt zu gleichen Bedingungen wie Private, oder darüber hinaus zu staatl. Bedingungen)</p> <p>Ausmaß:4,6 Mrd. €</p> <p>Bedingungen: Gebühr (2009/10 in halber Höhe, ab 2011 in voller Höhe. Gebühren für staatl. Kreditgarantien tw. davon abzugsfähig); Managementgehälter 2 Jahre eingefroren; Bonusverbot, Abfindungs-Beschränkungen.</p> <p>10.11.08: Carnegie Investment Bank verstaatlicht</p>
Einlagensicherung	50.000 €
Sonstiges	Temporäre Kreditfazilität der Riksbank
Slowakei	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	
Einlagensicherung	Unbeschränkt
Sonstiges	MiRe Senkung von 6 auf 4%, Änderung der MiRe-Bestimmungen
Slowenien 12.12. 08	
Staatsgarantien	<p>Garantien für Bankverbindlichkeiten (neue; Laufzeit 3 Monate - 5 Jahre)</p> <p>Ausmaß: 12 Mrd.€</p> <p>Kriterien: Kapitaladäquanz</p> <p>Bedingungen: Gebühr gem. EZB-Empf. (Kreditkosten+Rating), Begrenzung von Expansion, Marketing, Entlohnung und Boni.</p> <p>Bislang: NLB (2,5 Mrd.)</p>
Rekapitalisierungsmaßnahmen	<p>Beteiligungen und Kredite an Banken (Laufzeit 1-5 Jahre)</p> <p>Kriterien: Kapitaladäquanz</p> <p>Bedingungen: Verzinsung (Kreditkosten und Rating); Kreditvergabe, Beschränkungen für Managementgehälter und Boni, Dividenden und andere Aktionärsrechte, Geschäftsausweitung, Aktienrückkauf, Verkauf von Aktiva; Kreditvergabe</p>
Einlagensicherung	22.000 €, politisches Commitment: Unbeschränkt
Sonstiges	<p>Internationales Hilfspaket (25.3.09):</p> <p>IMF: 12,95 Mrd. € 2jähriges Stand-By Arrangement</p> <p>EU: 5 Mrd. € (5 Tranchen; bislang ausgezahlt: 1,5 Mrd.)</p> <p>Weltbank: 1 Mrd. €</p> <p>EBRD u.a.: 1 Mrd. €</p> <p>Privatbanken sagen Aufrechterhaltung der FX-Exposure zu, Erhöhung des Eigenkapitals auf 10%</p>

Spanien 26.6.09	
Staatsgarantien	<p>Garantie über Schuldverschreibungen von Kreditinstituten (Laufzeit 3 Monate bis 3 Jahre, ausweitbar auf 5 Jahre) Ausmaß: 100 Mrd. € (ausweitbar auf 200 Mrd.). Pro Institut in Höhe des Marktanteils und je nach Risiko Kriterien: Gesunde Banken, Marktanteil von mind. 0,1%, Bedingungen: Marktvergütung (gem. EZB); Beschränkungen für Geschäftsausweitung und Marketing</p> <p>Ende Dez.08: 90 Mrd. € an 53 Institute vergeben 30.3.09: ELA an CCM (mit Staatsbürgschaft max. 9 Mrd. €)</p>
Rekapitalisierungsmaßnahmen	<p>Beteiligungen möglich (30 Mrd.€, erweiterbar auf 50 Mrd. 15.5.09: Ausweitung auf 90 Mrd. geplant)</p> <p>Fonds über 30 Mrd. Euro, ausweitbar auf 50 Mrd. zum Ankauf von Wertpapieren -Auktions-Kauf von covered Bonds mit AAA Rating -Repos: covered bonds oder ABS (mind. Rating AA) Bislang: 7,2 Mrd. € MBS von 31 Banken (11.12.08), 2,1Mrd.€ von 23 Banken (20.11.08), geplant: 4 Mrd. (15.1.09), 6 Mrd. (30.1.09) 26.6.09: Fund for Ordered Bank Restructuring: 9Mrd. € (davon 1/4 von Privater Einlagensicherung, Erweiterbar auf 99 Mrd.€), zur Sanierung des Sparkassensektors</p>
Einlagensicherung	100.000 €
Sonstiges	17.7.09: Senkung der obligatorischen Rückstellungen für Hypothekarkredite
Tschechien 15.10. 08	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	
Einlagensicherung	50.000 €
Sonstiges	
UK 8.5.09	
Staatsgarantien	<p>Garantien (nur für Neukredite; bis zu 3 Jahre, max. 1/3 verlängerbar für weitere 2 Jahre; in GBP, USD, €, Yen, AUS-\$, CDN-\$, SFR).9.1.09: verlängert bis Ende09 Ausmaß: 309 Mrd.€. Bedingungen: Gebühr 50bp + fünf-Jahres-CDS Median zw. 2.7.07 und 1.7.08; Bilanzwachstums-Beschränkung (außer für gesunde Banken) 1.9.09: Versicherung gegen Kreditausfälle (Immobilienkredite, strukturierte Produkte, Unternehmenskredite, Absicherungsinstrumente) angekündigt (Bedingungen: Gebühr, Selbstbehalt, Kreditvergabe, Managementgehälter-Beschränkungen). Dauer mind. 5 Jahre Garantien für ABS (Hypotheken, Unternehmens- und Konsumenten-Kredite) ab April 09 -26.2.09: RBS (340 Mrd.€ - 1st loss von 219 Mrd.€ trägt RBS, danach 90% Staat, 10% RBS. Bedingungen: 7,3 Mrd.€ Gebühr, Verzicht auf Steuerl. Verlustgeltendmachung, bis zu 28 Mrd. € Kreditvergabe p.a. bis 2010) -7.3.: Lloyds (280 Mrd.€ -1st loss bis zu 27 Mrd. trägt Lloyds. Bedingungen: Kreditvergabe: 3,2 Mrd. Hypothekarkredite, 11,8 Mrd. Unternehmenskredite bis März 2010, sowie ähnlich bis März 2011, Managementgehaltsanpassungen)</p>

UK 8.5.09	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Temporäre Beteiligung (Vorzugsaktien) (62 Mrd. €) Bislang RBS (19,7 Mrd. GBP; 19.1.09: Umwandlung von 5 Mrd. Vorzugs- in Stammaktien, Staatsanteil jetzt 70%), HBOS (11,5 Mrd.)Lloyds TSB (5,5 Mrd. € 7.3.09: Umwandlung in Stammaktien); Bradford&Bingley, Northern Rock (30.3.09: Aufspaltung in good/bad bank) (Bedingungen: Kreditvergabe an KMUs und Hausbesitzer drei Jahre lang auf Niveau von 2007; Unterstützung für Gläubiger in Zahlungsschwierigkeiten und Financial Capability Initiativen; Managergehaltsregeln – keine Boni, Bemessung nach langfristigen Anreizen, Leistungsabhängigkeit; staatliche Mitsprache bei non-executive directors; Dividendenpolitik) 19.1.09: Erhöhung bestehender Rekapitalisierungen angekündigt;
Einlagensicherung	50.000 GBP
Sonstiges	Von Staatsgarantie gedeckte Liquiditätsfazilität der NZB. 9.1.09: Ausweitung angekündigt Ankauf von Unternehmenskrediten und ABS durch NZB ab 2.2.09; Ausmaß: 57 Mrd. € (8.5.09: Aufstockung auf 142 Mrd. €) 19.1.09: Lockerung der Eigenkapitalvorschriften
Ungarn 4.8.09	
Staatsgarantien	Garantiefonds (offen bis Ende 09) für Interbankkredite (Neukredite bis 31.12.09; Laufzeit 3 Monate-5 Jahre). Ausmaß: 1,15 Mrd. €; gegen Gebühr (123,50 Bp). Bedingungen: Kreditvergabe ZB: Repo Operationen, Swap tenders der NZB, Auktionsankauf von Staatspapieren
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Fonds für Rekapitalisierung (1,15 Mrd. €) über stimmrechtslose Vorzugsaktien, zu Marktpreisen (7,32% über 5jährigem Bund), Rückzahlung erhöht sich pro Jahr um 1%Punkt. (Bedingungen: Dividenden, Einfluss auf Geschäftsführung) Genannte Kandidaten: OTP, CIB, MKB (Töchter von Banken mit Unterstützung aus anderen Ländern ausgeschlossen) 26.3.09: OTP (Kredit 1,3 Mrd.€), , FHB (Kredit 0,4 Mrd.€, Kapital 0,1 Mrd.€) 14.4.09: staatl. Entwicklungsbank MFB (Kredit 0.6 Mrd.€) 24.4.09: EBRD Kredit an OTP in Verhandlung
Einlagensicherung	Unbegrenzt
Sonstiges	6.11.08: Internationales Hilfspaket: IMF: 15,7 Mrd. USD (12,5 Mrd. Euro) 17-monatiges Stand-By Arrangement EU:8,1 Mrd. USD (6,5 Mrd. Euro) Medium term assistance facility (4 Tranchen; bislang ausgezahlt: 5,5 Mrd.) Weltbank: 1,3 Mrd. USD (1 Mrd. Euro) Vereinbarung mit 9 Banken über gebührenlose Umschuldung von FX-Krediten, Laufzeit- und Zahlungsaufschübe für Kunden
Zypern	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Bailout-Fonds über 2 Mrd.€
Einlagensicherung	100.000 €
Sonstiges	

Europäische Nicht EU-Länder

Albanien 15.3.09	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	
Einlagensicherung	25.000 €
Sonstiges	Limitierung des Kapitalanteils, den Tochterbanken bei ausländischen Müttern deponieren dürfen, auf 10%
Bosnien und Herzegovina 7.7.09	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	
Einlagensicherung	10.000 €
Sonstiges	MiRe-Senkung auf 14% 5.5.09: 1,13 Mr. € IWF-Stand-by Juli 09: EK Vorschlag für EU-Makrofinanzhilfe in Vorbereitung
Island 20.7.09	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Kaupthing, Landsbanki, Glitnir und Straumur Burdaras verstaatlicht 20.7.09: Landsbanki (785 Mio.€ Staatsanleihen); Islandsbanki (336 Mio.€, + Fusion mit Glitnir), New Kaupthing (392 Mio.€; 13% Staatseigentum, 87% Kaupthing)
Einlagensicherung	Gesetzlich 20.887 €, derzeit bilaterale Verhandlungen über Erhöhung
Sonstiges	Internationales Kreditpaket über 5,1 Mrd. USD (IWF: 2,1 Mrd., Rest: bilateral); Kapitalverkehrskontrollen Juli 09: EK Vorschlag für EU-Makrofinanzhilfe in Vorbereitung
Kasachstan 3.2. 09	
Staatsgarantien	Staatsgarantien für Interbankkredite
Rekapitalisierungsmaßnahmen	-5 Mrd. in vier Großbanken -Fonds für Distressed Assets (v.a. aus dem Bausektor) (gemeinsam mit Garantien insges. 15 Mrd. USD) -Verstaatlichung BTA (78,14% für 2,1 Mrd. €) und Alliance Bank (76% für symbol. Betrag)
Einlagensicherung	32.700 €
Sonstiges	MiRe-Senkung

Kroatien 24.11. 08	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	
Einlagensicherung	50.000 €
Sonstiges	Abschaffung der 55% Marginalreserveverpflichtung auf Auslandsschulden von Banken. MiRe-Senkung auf 14% (ab 10.10.08)
Montenegro 1.4. 09	
Staatsgarantien	Staatsgarantien für Interbankkredite und langfristige Kredite an KMUs (150 Mio. €), Liquiditätszuführung durch Frührückzahlung von Staatsschulden
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Staatskredite für Banken, Beteiligungen möglich Dez.08: Prva Banka (Rekapitalisierung 1,3% des BIP)
Einlagensicherung	Unbeschränkt
Sonstiges	Bis zu 20% der MiRe können für Ankauf von Staatsanleihen verwendet werden, die Einlagen werden den Banken gutgeschrieben.
Russland 20.3.09	
Staatsgarantien	Staatsgarantien für Interbankkredite
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Zusätzliche langfristige BMF-Einlagen (36 Mrd. USD) Nachrangige Kredite (Laufzeit mind. 5 Jahre) an Banken (36 Mrd. USD) Kapitalisierung der staatl. Hypothekenagentur (2,4 Mrd. USD) zum Ankauf von MBS Kapitalerhöhung staatl. Entwicklungsbank VEB (3 Mrd. USD) Kredite an Unternehmen Rosneft, Gazprom, Lukoil, TNK-BP (9 Mrd. USD) Pensionsveranlagung durch VEB in heimischen Wertpapieren (3 Mrd. USD) Staatsbank VEB: Kredite an strategische Industrien (Refinanzierung Auslandsschulden) (50 Mrd. USD von NZB), an Banken (VTB, Sberbank, Rosselkhozbank u.a.) Bailout von Svyaz und Globex Bank (4,5 Mrd. USD von NZB) 5.2.09 Ankündigung: Neue Kapitalzufuhr 31 Mrd.€ (Sberbank 11,4; VTB 4,6 u.a.) 20.3.09: 8,7 Mr. USD Nachtragsbudget für Bankenhilfe
Einlagensicherung	19.400 €
Sonstiges	MiRe-Senkung auf 0,5% Bislang 15 Banken-Lizenz-Entzüge (Stand 15.12.) Reduktion von Mindestratings für verbrieft Wertpapiere

Serbien 14.8.09	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Übernahme der Metals Bank
Einlagensicherung	50.000 €
Sonstiges	MiRe-Senkung 19.1.09: IWF Stand By 530 Mio. USD 26.3.09: Aufstockung auf 2,9 Mrd. € (Laufzeit bis April 2011) Selbstverpflichtung für Aufrechterhaltung von Exposure von 10 Banken (inkl. RI, Hypo, Unicredit, VBI) angekündigt. 14.8.09: 349 Mio. € vom IWF f. Währungsreserven
Türkei 16.12. 08	
Staatsgarantien	ZB wirkt als Intermediär im Fremdwährungs-Einlagen-Markt
Rekapitalisierungsmaßnahmen	
Einlagensicherung	Derzeit 23.500 €; 21.11.: Erhöhung geplant
Sonstiges	IWF Kredit in Verhandlung. 1.1.09: Währungsreform
Ukraine 17.4.09	
Staatsgarantien	
Rekapitalisierungsmaßnahmen	Rekapitalisierungsfonds durch IWF-Gelder Bislang: Nadra 0,9 Mrd. € 3.3.09: Derzeit 9 Banken unter Zentralbankkontrolle 17.4.09: Rekapitalisierung von 7 Banken angekündigt (Finance and Credit, Imexbank, Kyiv, Nadra, Rodovid, Ukrgazbank und Ukrprombank) Mai 09: 515 Mio. € Rekapitalisierungsfonds EBRD
Einlagensicherung	Erhöhung auf 20.000 € geplant
Sonstiges	IWF Kredit 12,8 Mrd. € Juli 09: EK Vorschlag für EU-Makrofinanzhilfe in Vorbereitung

MITGLIEDER DER ARBEITSGRUPPE

Geschäftsführung und Redaktion

Erich Kühnelt

Thomas Zotter

Günther Chaloupek

Christian Helmenstein

Georg Kovarik

Ralf Kronberger

Peter Mooslechner

Nikolaus Morawitz

David Mum

Helene Schuberth

Ernst Tüchler

Thomas Url

Josef Zuckerstätter

Grafik und Layout

Michael Haderer

AUTOREN VON TEILENTWÜRFEN DER STUDIE

Genesis und Ursachen der Finanzkrise

Peter Mooslechner
Helene Schubert

Stabilisierungsmaßnahmen

Bruno Rossmann
Thomas Zotter

*Reform der Finanzmarktarchitektur – bessere Regulierungen
für den Finanzsektor*

Erich Kühnelt
Michael Brandstetter
Amir Ghoreishi

Finanzkrise und österreichischer Bankensektor

Ralf Schoellhammer
Markus Schwaiger
Julia Übeleis

Kreditvergabe der österreichischen Banken an die Unternehmen

Helene Schubert
Walter Waschiczek

Die Funktion von Finanzintermediären in einer modernen Wirtschaft

Thomas Url

Übersicht nationale Maßnahme (Tabellenanhang)

Beat Weber

PUBLIKATIONEN DES BEIRATS FÜR WIRTSCHAFTS- UND SOZIALFRAGEN

(* = vergriffen)

1*	Untersuchung über die Preis- und Einkommensentwicklung (1964)	vergriffen
2*	Stabilisierungsprogramm (1964).....	vergriffen
3	Vorschläge zur Neugestaltung der Budgetpolitik (1964)	€ 0,80
4*	Vorschläge zur Kapitalmarktpolitik, 1. Teil (1964).....	vergriffen
5	Vorausschätzung des österreichischen Arbeitskräftepotentials bis 1980 (1965).....	€ 0,80
6	Vorschau auf die österreichische Wirtschaft im Jahre 1966 (1965).....	€ 0,80
7	Empfehlungen zur Budgetpolitik (1965)	€ 0,80
8*	Vorschläge zur Koordinierung und Stabilisierung in der Bauwirtschaft (1966)	vergriffen
9*	Die Erscheinungen des grauen Marktes und ihr Zusammenhang mit den Formen der Preisbildung (1966)	vergriffen
10	Vorschläge zur Kapitalmarktpolitik, 2. und 3. Teil (1966)	€ 1,80
11*	Zweite Vorausschätzung des österreichischen Arbeitskräftepotentials bis 1980 (1968)	vergriffen
12	Vorschläge zur Kapitalmarktpolitik, 4. Teil (1968)	€ 0,80
13*	Untersuchung des Preis- und Kostenauftriebes in Österreich (1968)	vergriffen
14	Bericht über Teilzeitbeschäftigung (1968)	€ 0,80
15*	Untersuchung über die Probleme der Arbeitszeitverkürzung (1969)	vergriffen
16	Budgetvorschau 1970–1974 (1970)	€ 0,80
17	Vorschläge zur Industriepolitik (1970).....	€ 1,40
18	Empfehlungen zur Verbesserung der Konjunkturdiagnose (1971)	€ 0,80
19*	Budgetvorschau 1971–1975 (1971)	vergriffen
20*	Untersuchung über die Abwanderung von Arbeitskräften aus Österreich nach Süddeutschland und in die Schweiz (1972)	vergriffen
21	Gutachten über den Preis- und Kostenauftrieb (1972)	€ 1,80
22*	Vorschläge zur regionalen Strukturpolitik (1972)	vergriffen
23*	Die Verträge mit den Europäischen Gemeinschaften (1972)	vergriffen
24	Klein- und Mittelbetriebe in Wachstumsprozeß (1973)	€ 1,80
25	Frauenbeschäftigung in Österreich (1974)	€ 2,60
26*	Budgetvorschau 1974–1978 (1974)	vergriffen
27	Probleme der Umweltpolitik in Österreich (1976)	€ 1,50
28*	Möglichkeiten und Grenzen des Einsatzes ausländischer Arbeitskräfte (1976)	vergriffen
29	Qualitative Aspekte der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung (1976)	€ 2,70
30	Budgetvorschau 1976–1980 (1977)	€ 2,70
31*	Empfehlungen zur Verbesserung der Statistiken zur Einkommensverteilung (1977)	vergriffen
32	Vorschläge zur Industriepolitik II (1978)	€ 3,60
33	Budgetvorschau 1978–1982 (1978)	€ 2,70
34	Kurz- und mittelfristige Fragen der Zahlungsbilanzentwicklung (1978)	€ 5,80
35	Die statistische Differenz in der österreichischen Zahlungsbilanz (1979)	€ 2,90
36	Längerfristige Arbeitsmarktentwicklung (1980)	€ 4,70
37	Budgetvorschau 1980-1984 (1980)	€ 2,90
38	Bericht zur Zahlungsbilanz (1980)	€ 2,90
39	Mittelfristige Finanzplanung (1981)	€ 4,10
40	Wohnbau (1981).....	€ 4,90
41	Längerfristige Aspekte der Energieversorgung (1982)	€ 5,80
42	Untersuchung ausgewählter Ausgabenbereiche des Bundeshaushalts (1982)	€ 4,80
43	Budgetvorschau 1982-1986 (1982)	€ 3,20
44	Methoden der Politikberatung im wirtschaftspolitischen Bereich (1984)	€ 4,80
45	Budgetvorschau 1984-1988 (1984)	€ 3,50

46	Regionale Strukturpolitik (1984).....	€ 18,30
47*	Arbeitszeitentwicklung und Arbeitszeitpolitik (1984)	vergriffen
48	Schattenwirtschaft (1985)	€ 2,80
49	Landwirtschaftliche Produktionsalternativen am Beispiel Ethanol, Ölsaaten und Eiweißfutterpflanzen (1985)	€ 6,50
50	Finanzmärkte (1986)	€ 7,60
51	Umweltpolitik (1986)	€ 9,50
52	Öffnungszeiten (1986)	€ 4,70
53	Budgetvorschau 1986–1990 (1986)	€ 2,90
54	Flächenstillegung als agrarpolitisches Instrument (1987)	€ 2,00
55	Wachstumsorientierte Strukturpolitik (1988)	€ 2,60
56	Empfehlungen aus Studien und Kurzgutachten 1984–1988 (1988)	€ 4,80
57	Entwicklungspolitik (1988)	€ 4,90
58*	Qualifikation 2000 (1989)	vergriffen
59	Internationalisierung (1989)	€ 1,80
60	Überlegungen zum statistischen System der 90er Jahre (1990)	€ 1,70
61*	Industriepolitik III (1991)	vergriffen
62*	Vorschläge zur Reform des Hochschulwesens und der Forschungspolitik (1991)	vergriffen
63	Strukturelle Budgetsalden des Bundes 1986–1990 (1991)	€ 1,70
64*	Soziale Sicherheit im Alter (1991)	vergriffen
65	Finanzverfassung und Finanzausgleich – Herausforderungen und Anpassungserfordernisse (1992)	€ 6,70
66	Abfallwirtschaft (1992)	€ 6,50
67	Ostöffnung (1992)	€ 7,70
68	30 Jahre Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen (1993).....	€ 4,70
69*	Lohnnebenkosten (1994)	vergriffen
70	Wirtschaftsstandort Österreich (1994)	€ 5,00
71	Europäische Wirtschafts- und Währungsunion – Neue Rahmenbedingungen für die österreichische Wirtschafts- und Finanzpolitik (1994)	€ 6,00
72	Beschäftigungspolitik (1997)	€ 5,80
73	Wirtschaftspolitische Handlungsspielräume (3sprachig) (1998)	€ 4,70
74	Verbesserte Spielregeln für den Bundeshaushalt (1998)	€ 8,50
75	Innovative Kooperationen für eine leistungsfähige Infrastruktur (1998)	€ 5,30
76	Voraussetzungen für eine erfolgreiche Wirtschafts- und Währungsunion (1999)	€ 3,70
77	Modernisierung des öffentlichen Sektors – Chancen und Grenzen von New Public Management	€ 7,90
78	Längerfristige Aspekte der österreichischen Technologiepolitik	€ 3,60
79	Digitale Wirtschaft	€ 9,70
80	Die makroökonomische Politik und die Lissabon-Strategie der EU	€ 4,00
81	Herausforderungen für eine partizipative Demokratie in einem erweiterten Europa	€ 11,40
82	Herausforderungen in der Energiepolitik – Weißbuch der österreichischen Sozialpartner ...	€ 9,50
83	Österreich und die internationale Finanzkrise.....	€ 6,50

Preise inkl. 10 % MwSt.

Ihre Bestellung nimmt das Abo-Service von Ueberreuter Print und Digimedia gerne entgegen:
 Tel.: (02262) 789-110,
 Fax: (02262) 789-116,
 e-mail: aboservice@ueberreuter.com,
 http://www.ueberreuter.com



9 783901 466144

ISBN: 978-3-901466-14-4