

Rolf Beike
Johannes Schlütz

FINANZNACHRICHTEN LESEN – VERSTEHEN – NUTZEN

Ein Wegweiser durch Kurs-
notierungen und Marktberichte



7. Auflage

SCHÄFFER
POESCHEL

Hinweis zum Urheberrecht:

Alle Inhalte dieses eBooks sind urheberrechtlich geschützt.

Bitte respektieren Sie die Rechte der Autorinnen und Autoren, indem Sie keine ungenehmigten Kopien in Umlauf bringen.

Dafür vielen Dank!

myBook+

Ein neues Leseerlebnis

Lesen Sie Ihr Buch online im Browser – geräteunabhängig und ohne Download!

Und so einfach geht's:

- Gehen Sie auf <https://mybookplus.de>, registrieren Sie sich und geben Sie Ihren Buchcode ein, um auf die Online-Version Ihres Buches zugreifen zu können
- **Ihren individuellen Buchcode finden Sie am Buchende**

Wir wünschen Ihnen viel Spaß mit myBook+ !



Finanznachrichten lesen - verstehen - nutzen

Rolf Beike/Johannes Schlütz

Finanznachrichten lesen - verstehen - nutzen

Ein Wegweiser durch Kursnotierungen und Marktberichte

7. Auflage

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Dr. Rolf Beike ist Inhaber einer auf die strategische Ausrichtung und Restrukturierung von Banken ausgerichteten Managementberatung.

Johannes Schlütz ist Bürgermeister der Stadt Nieheim. Bis Oktober 2020 leitete er die Abteilung Investor-Relations bei der Bundesrepublik Deutschland - Finanzagentur GmbH, Frankfurt a.M. Zudem ist er ausgebildeter Financial Planner (HfB).

Die im Text dargestellten Interpretationen und Meinungen geben ausschließlich die persönliche Auffassung der Autoren wieder.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Print: ISBN 978-3-7910-5461-2	Bestell-Nr. 20082-0003
ePub: ISBN 978-3-7910-5463-6	Bestell-Nr. 20082-0100
ePDF: ISBN 978-3-7910-5462-9	Bestell-Nr. 20082-0151

Rolf Beike/Johannes Schlütz

Finanznachrichten lesen - verstehen - nutzen

7. Auflage, März 2024

© 2024 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH
www.schaeffer-poeschel.de
service@schaeffer-poeschel.de

Bildnachweis (Cover): © Pleasureofart, iStock

Produktmanagement: Anna Pietras
Lektorat: Petra Bandl

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte, insbesondere die der Vervielfältigung, des auszugsweisen Nachdrucks, der Übersetzung und der Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen, vorbehalten. Alle Angaben/Daten nach bestem Wissen, jedoch ohne Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit.

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart
Ein Unternehmen der Haufe Group SE

Sofern diese Publikation ein ergänzendes Online-Angebot beinhaltet, stehen die Inhalte für 12 Monate nach Einstellen bzw. Abverkauf des Buches, mindestens aber für zwei Jahre nach Erscheinen des Buches, online zur Verfügung. Ein Anspruch auf Nutzung darüber hinaus besteht nicht.

Sollte dieses Buch bzw. das Online-Angebot Links auf Webseiten Dritter enthalten, so übernehmen wir für deren Inhalte und die Verfügbarkeit keine Haftung. Wir machen uns diese Inhalte nicht zu eigen und verweisen lediglich auf deren Stand zum Zeitpunkt der Erstveröffentlichung.

Anke, Niklas, Lennart und Amelie -

für die unglaubliche Geduld und vielen Stunden ohne mich

Vorwort

Das Finanz- und Börsengeschehen erscheint vielen undurchsichtig und ein Buch mit sieben Siegeln, obwohl Finanznachrichten wie Kurse, Indexstände oder Börsenkennzahlen die täglichen Nachrichten prägen. Oft fehlt es an Wissen und Verständnis für die wirtschaftlichen Gesetzmäßigkeiten. Zugegeben, ohne Grundlagenwissen sind die Zusammenhänge nicht leicht zu durchschauen.

»Finanznachrichten lesen – verstehen – nutzen« erklärt die Hintergründe einfach und verständlich seit über 25 Jahren, fundiert, detailliert und anschaulich anhand praktischer Fallstudien und Beispiele, für Leserinnen und Leser mit Interesse, aber ohne große Vorkenntnisse.

Die siebte Auflage ist überarbeitet und aktualisiert. Das Buch gliedert sich nach einem ausführlichen Einleitungsteil über das Finanzmarktgeschehen und den Börsenhandel in die Themenbereiche Aktien, Geldmarkt und Devisen, Anleihen, Derivate, Investmentfonds und Rohstoffe. Wie gewohnt orientieren sich die Inhalte der einzelnen Kapitel an den Gepflogenheiten der jeweiligen Finanzmärkte, ohne dass dabei die konzeptionelle Fundierung zu kurz kommt. Im Gegenteil: Wir legen besonderen Wert auf eine nachvollziehbare Herleitung unserer Ausführungen mit praxisnahen Fallbeispielen und grafischen Elementen zur Unterstützung der Textbeiträge. Mit diesem Buch wenden wir uns daher insbesondere auch an Studierende wirtschaftswissenschaftlicher Fachrichtungen, die einen einfachen Einstieg in komplizierte finanzwirtschaftliche Themen wie z. B. Barwertkonzepte oder Optionsbewertungsmodelle suchen.

Auch in der 7. Auflage dieses Buches verzichten wir auf eine genderneutrale Sprache. Die Verwendung der traditionell männlichen Begriffsformen dient lediglich der sprachlichen Vereinfachung und soll keinesfalls als Ausdruck einer geschlechtsspezifischen Präferenz verstanden werden. Wir streben an, die Inhalte so einfach wie möglich zu präsentieren und hoffen daher auf Ihr Verständnis für unsere Entscheidung.

Ohne die geduldige und in jeder Hinsicht professionelle Unterstützung des Verlages, namentlich und stellvertretend seien hier Anna Pietras und Petra Bandl genannt, hätte das Buch in der vorliegenden Form nicht erscheinen können. Für dieses nicht selbstverständliche Engagement sei an dieser Stelle herzlich gedankt.

Sollte sich auf der einen oder anderen Seite ein Fehlerteufel eingeschlichen haben, sind wir all jenen Leserinnen und Lesern besonders dankbar, die uns durch ihr Feedback darauf aufmerksam machen. In diesem Sinne freuen wir uns über Kritik und sind für Anregungen offen und dankbar.

Rolf Beike und Johannes Schlütz

Münster und Holzhausen (Kreis Höxter) im Frühjahr 2024

Inhaltsübersicht

Vorwort	9
1 Einführung	23
1.1 Finanzmärkte im Dauerkrisenmodus	23
1.2 Die Situation an den internationalen Finanzmärkten seit 2015	59
1.3 Langfristige Entwicklungen im Bereich der Geldanlage	66
1.4 Börse	77
1.5 Finanzmanagement	103
2 Aktien	141
2.1 Wie Aktien entstehen	141
2.2 Aktienarten	164
2.3 Auswahlstrategien für Aktien	171
2.4 Indizes	208
3 Geldmarkt und Devisen	221
3.1 Geldmarkt	221
3.2 Devisen	289
4 Anleihen	313
4.1 Begriff und Klassifizierung	313
4.2 Anleihen nach Emittenten	349
4.3 Emission und Handel	376
4.4 Barwert	385
4.5 Rendite	397
4.6 Risiken	407
4.7 Rentenindizes	427
4.8 Genussscheine als Wertpapierzwitterformen	431
4.9 Strukturierte Produkte	433
5 Derivate	451
5.1 Einführung in den Terminhandel	451
5.2 Forwards	479
5.3 Swaps	489
5.4 Futures	514
5.5 Optionen: Grundlagen	541
5.6 Traded Options: Optionen an Terminbörsen	592
5.7 OTC-Optionen	603
5.8 Hebelprodukte	614
6 Investmentfonds	653
6.1 Idee und Funktionsweise	653
6.2 Kauf und Verkauf	668
6.3 Fondsausgestaltungen	675
6.4 Fondsarten nach dem Anlageschwerpunkt	697
6.5 Portfoliomanagement	716

6.6	Fondsauswahl	746
6.7	Fondsresearch	768
7	Rohstoffe	777
7.1	Ausgangssituation	777
7.2	Definition und Klassifizierung	779
7.3	Handel mit Rohstoffen	827
7.4	Rohstoff-Indizes	829
7.5	Geldanlage in Rohstoffen	837
	Stichwortverzeichnis	857
	Die Autoren	874

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	9
1 Einführung	23
1.1 Finanzmärkte im Dauerkrisenmodus	23
1.1.1 Die Finanzmarktkrise 2008 ff.	23
1.1.2 Ursachen der Finanzkrise	28
1.1.2.1 Wenn Geld nichts kostet – die jahrelange Niedrigzinspolitik der FED	28
1.1.2.2 Der wirtschaftliche Abschwung in den Jahren 2000 bis 2003: Startzeitpunkt der Finanzmarktkrise?	31
1.1.2.3 Die Rolle der Ratinggesellschaften	33
1.1.2.4 Die besondere Brisanz der Subprime-Kredite	35
1.1.3 Die Auswirkungen der Krise auf die globalen Finanzmärkte	38
1.1.4 Die Bankenkrise wird zur Staatenkrise	41
1.1.5 Das Zusammenspiel von Target2 und der lockeren Refinanzierungspolitik der EZB ..	44
1.1.6 Die Finanzmärkte auf Jahre im Krisenmodus	50
1.1.7 Euroland: Bankenkonsolidierung bleibt aus	53
1.1.8 Keine Aussicht auf eine Rückkehr zu nachhaltigem, globalem Wirtschaftswachstum?	58
1.2 Die Situation an den internationalen Finanzmärkten seit 2015	59
1.2.1 Marktgeschehen in Europa von Staatsanleihekäufen durch die EZB dominiert	59
1.2.2 Inflation und Wirtschaftswachstum bleiben verhalten	60
1.2.3 Die Ukraine-Krise sorgt für globale Inflation	63
1.2.4 Fazit: Keine Besserung ohne grundlegende politische Reformen	64
1.3 Langfristige Entwicklungen im Bereich der Geldanlage	66
1.3.1 Nachhaltige Geldanlage	66
1.3.1.1 Was bedeutet Nachhaltigkeit und nachhaltig investieren?	66
1.3.1.2 Indexdefinitionen der EU	69
1.3.1.3 EU: Green Deal and Taxonomy	70
1.3.2 Geldanlage mithilfe Künstlicher Intelligenz	72
1.3.2.1 Überblick	72
1.3.2.2 Perspektiven und Chancen	75
1.3.2.3 Risiken	76
1.3.2.4 Zukünftiger Umgang mit KI im Bereich Geldanlage	77
1.4 Börse	77
1.4.1 Zentraler Handelsort	77
1.4.2 Börsenplätze	78
1.4.3 Teilnehmer am Börsenhandel	79
1.4.4 Börsen- versus OTC-Handel	84
1.4.5 Wertpapierhandelsformen	85
1.4.6 Limitierung und Ausgestaltung von Wertpapierorders	87
1.4.7 Segmente an der Deutschen Börse	90
1.4.8 XETRA	92
1.4.8.1 Handel am Computer	92
1.4.8.2 Handelsphasen	92
1.4.8.3 Fortlaufender Handel und Auktion	93
1.4.8.4 Offenes Orderbuch	95

1.4.8.5	Designated Sponsors	95
1.4.9	Börsenaufsicht	96
1.4.9.1	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	96
1.4.9.2	Insiderhandel und Front-Running	97
1.4.9.3	Ad-hoc-Meldungen	98
1.4.10	Kurszusätze	98
1.4.11	Wertpapier-Erkennungs-codes	100
1.4.12	Giroverkehr	101
1.4.13	Verwahrung und Verwaltung	101
1.5	Finanzmanagement	103
1.5.1	Risiken	103
1.5.2	Wertzuwachs und Rendite	106
1.5.3	Standardabweichung und Volatilität	109
1.5.4	Moderne Portfoliotheorie	114
1.5.5	Kapitalmarkttheorie	119
1.5.6	Betafaktor und Korrelation	120
1.5.7	Value-at-Risk	126
1.5.8	Risikoadjustierte Ergebnismessung	132
1.5.9	Risikomanagement	135
1.5.10	Asset Allocation und Financial Planning	136
1.5.11	Vermögensmanagement: Aktiv oder passiv?	137
2	Aktien	141
2.1	Wie Aktien entstehen	141
2.1.1	Aktie und Dividende	141
2.1.2	Die Bilanz einer Aktiengesellschaft	144
2.1.3	Grundkapital und Nennwert	146
2.1.4	Wertpapiere: Von der Emission bis zur Verwaltung	147
2.1.5	Going Public	148
2.1.5.1	Due Diligence	150
2.1.5.2	Preisfindung und Aktienzuteilung – Verfahren auf einen Blick	151
2.1.5.3	Investor Relations	152
2.1.6	Kapitalerhöhungen	153
2.1.6.1	Formen	153
2.1.6.2	Bezugsrechte auf Aktien	155
2.1.7	Kapitalherabsetzung	158
2.1.8	Aktienrückkaufprogramme und Stock Splits	159
2.1.9	Mergers & Acquisitions: ihr Einfluss auf den Aktienkurs	162
2.2	Aktienarten	164
2.2.1	Stamm- und Vorzugsaktien	164
2.2.2	Inhaber- und Namensaktien	165
2.2.3	Nennwert- und nennwertlose Aktien	166
2.2.4	Aktienarten im Ausland am Beispiel der USA	168
2.3	Auswahlstrategien für Aktien	171
2.3.1	Fundamentalanalyse	172
2.3.2	Ertragsgrößen	172
2.3.2.1	Ergebnis je Aktie	173
2.3.2.2	Cashflow	175

	2.3.2.3	EBITDA	176
2.3.3		Barwertmethoden	178
2.3.4		Multiplikatormodelle	180
	2.3.4.1	Gewinnmultiplikator: KGV	182
	2.3.4.2	Dynamisches KGV oder PEG	184
	2.3.4.3	Dividendenrendite	186
	2.3.4.4	Kurs-Cashflow-Verhältnis	186
	2.3.4.5	Ergebnismultiplikator: EV/EBITDA-Ratio	187
	2.3.4.6	Umsatzmultiplikator: Cap/Sales-Ratio	187
2.3.5		Sell- und Buy-Side-Analysen	189
2.3.6		Technische Analyse	191
2.3.7		Behavioral Finance	195
2.3.8		Investmentstile	197
	2.3.8.1	Aktive und passive Aktienauswahl	197
	2.3.8.2	Value- und Growth-Style	199
	2.3.8.3	Total- und Absolute-Return-Ansatz	202
2.3.9		Anlegertypen	205
2.4		Indizes	208
	2.4.1	Einführung	208
	2.4.2	Deutsche Aktienindizes	212
	2.4.3	Nordamerikanische Indizes	216
	2.4.4	Länderübergreifende Indizes	219
3		Geldmarkt und Devisen	221
3.1		Geldmarkt	221
	3.1.1	Geldmarkttransaktionen	221
	3.1.1.1	Overnight	223
	3.1.1.2	Tomorrow-against-Next-Day	224
	3.1.1.3	Spot-against-Next-Day	224
	3.1.2	Geldhandel	234
	3.1.2.1	Usancen	234
	3.1.2.2	Marktteilnehmer und Organisation	236
	3.1.2.3	Geldhändler und ihre Motive	238
	3.1.3	Inlandsgeldmarkt und Euro-Geldmarkt	241
	3.1.4	Die Rolle der Zentralbanken auf dem Geldmarkt	244
	3.1.5	Federal-Reserve-System	248
	3.1.5.1	Struktur und Aufgaben	248
	3.1.5.2	Geldpolitische Instrumente	251
	3.1.5.3	Ein Tag im Trading-Desk der Federal-Reserve-Bank von New York	255
	3.1.6	Europäische Zentralbank	256
	3.1.6.1	Struktur und Aufgaben	256
	3.1.6.2	Geldpolitische Instrumente	258
	3.1.6.3	Weitere Instrumente zur geldpolitischen Steuerung	261
	3.1.7	Wichtige Zinssätze am Geldmarkt	263
	3.1.7.1	Leitzinssätze	266
	3.1.7.1.1	Federal-Funds- und Discount-Rate	266
	3.1.7.1.2	Refinanzierungssätze der EZB	270
	3.1.7.1.3	Basiszins: Ersatz für den Diskontsatz	273

3.1.7.2	Referenzzinssätze	276
3.1.7.2.1	EURIBOR und ESTR	276
3.1.7.2.2	Libor	278
3.1.7.2.3	Prime-Rate	279
3.1.7.3	Zinssätze für Geldmarktpapiere	281
3.2	Devisen	289
3.2.1	Einführung des Euro	289
3.2.2	Konvertibilität	291
3.2.3	Kurse und Notierungen	292
3.2.3.1	Preis- und Mengennotierung	292
3.2.3.2	Devisen- und Sortenkurse	292
3.2.3.3	Cross-Rates	293
3.2.3.4	Nominale und reale Wechselkurse	294
3.2.3.5	Geld- und Briefkurs	295
3.2.3.6	Kassa- und Terminkurs	295
3.2.3.7	Sonderziehungsrechte – eine Kunstwährung	298
3.2.4	Devisenhandel	299
3.2.4.1	Akteure	300
3.2.4.2	Rolle der Notenbanken	300
3.2.4.3	Interbankenhandel	301
3.2.4.4	Spezielle Handelsusancen und Handelsnachbearbeitung	303
3.2.4.5	Referenzkurse	305
3.2.5	Was die Devisenkurse bewegt	306
3.2.5.1	Auf- und Abwertung	306
3.2.5.2	Fundamentale Einflussfaktoren	307
3.2.5.3	Kurzfristige Schwankungen	310
4	Anleihen	313
4.1	Begriff und Klassifizierung	313
4.1.1	Prinzip	313
4.1.2	Emissionsbedingungen und -prospekt	314
4.1.3	Verzinsung	317
4.1.4	Tilgung	323
4.1.5	Struktur	325
4.1.6	Sonderformen	326
4.1.6.1	Wandel- und Optionsanleihen	326
4.1.6.2	Gewinnschuldverschreibungen	330
4.1.6.3	Gestrippte Anleihen	330
4.1.6.4	Inflationsgeschützte Anleihen (Inflation-Indexed Securities)	331
4.1.6.5	Asset-Backed Securities (ABS)	339
4.1.6.5.1	Mortgage-Backed Securities (MBS)	342
4.1.6.5.2	Collateralized Debt Obligations	343
4.2	Anleihen nach Emittenten	349
4.2.1	Einführung	349
4.2.2	Staatsanleihen	350
4.2.2.1	Überblick	350
4.2.2.2	US-Anleihen	351
4.2.2.2.1	Treasury Notes und Bonds	351

4.2.2.2	US Savings Bonds	354
4.2.2.3	Mittel- und langfristige Wertpapiere des Bundes	357
4.2.2.3.1	Bundesanleihen, Bundesobligationen und -schatzanweisungen	357
4.2.2.3.2	Grüne Bundeswertpapiere	360
4.2.2.3.3	Bundesschatzbriefe, Finanzierungsschätze und Tagesanleihe des Bundes	365
4.2.3	Municipal Bonds, Anleihen von Bundesländern und Gemeinden	365
4.2.4	Agency-Bonds	367
4.2.5	Corporate Bonds	369
4.2.5.1	Überblick	369
4.2.5.2	Emittent	371
4.2.5.3	Rating	372
4.2.5.4	Struktur	373
4.2.6	Bankschuldverschreibungen	373
4.3	Emission und Handel	376
4.3.1	Anleiheemission	376
4.3.2	Von der Roadshow bis zum Reoffer	378
4.3.3	Handel mit Anleihen	380
4.3.4	Nicht jedes Zinspapier ist an der Börse handelbar	381
4.3.5	Kurspflege	382
4.3.6	Clean-Price, Dirty-Price	383
4.4	Barwert	385
4.4.1	Prinzip des Barwerts	385
4.4.2	Berücksichtigung der Zinsstruktur	388
4.4.3	»Riding the yield curve«	393
4.4.4	Besonderheiten bei Floatern	394
4.4.5	Bewertung exotischer Anleihen	395
4.5	Rendite	397
4.5.1	Kalkulation und Interpretation	397
4.5.2	Kuponeffekt	402
4.5.3	Erscheinungsformen	403
4.6	Risiken	407
4.6.1	Einordnung	407
4.6.2	Ausfall- und Spreadrisiko	408
4.6.3	Zinsänderungsrisiken	414
4.6.3.1	Kurs- und Wiederanlagerisiko	414
4.6.3.2	Duration	416
4.6.3.3	Modified Duration und Konvexität	421
4.6.3.4	Value-at-Risk	423
4.6.4	Sonstige Risiken	425
4.7	Rentenindizes	427
4.8	Genussscheine als Wertpapierzwitterformen	431
4.9	Strukturierte Produkte	433
4.9.1	Entstehung	433
4.9.2	Indexzertifikate (Indextracker)	435
4.9.3	Garantieprodukte	437
4.9.4	Seitwärtsprodukte: Discount-Zertifikate und Aktienanleihen	440
4.9.5	Bonuszertifikate	445
4.9.6	Quanto-Mechanismus	448

5	Derivate	451
5.1	Einführung in den Terminhandel	451
5.1.1	Entstehungsgeschichte und Funktionsweise	451
5.1.2	Einsatzzwecke	456
5.1.3	Basiswerte (Underlyings)	462
5.1.4	OTC-Handel	464
5.1.5	Terminbörsenhandel	466
5.1.6	Eurex	472
5.1.7	Schattenseiten der Derivate	478
5.2	Forwards	479
5.2.1	Devisentermingeschäfte	479
5.2.2	Forward-Rate-Agreements	481
5.2.3	Sonstige Forwards	488
5.3	Swaps	489
5.3.1	IBM-Weltbank-Swap als Klassiker	489
5.3.2	Zinsswaps	491
5.3.2.1	Funktionsweise	491
5.3.2.2	Einsatzzwecke	492
5.3.2.3	Zinsmanagement am Beispiel öffentlicher Haushalte	494
5.3.2.4	Quotierung und Bewertung	497
5.3.2.5	Glattstellung	501
5.3.2.6	Constant-Maturity-Swaps	503
5.3.3	Währungsswaps	506
5.3.4	Credit Default Swaps (CDS)	508
5.3.5	Weitere Swap-Arten	512
5.3.6	Swaps als Finanzbausteine	512
5.4	Futures	514
5.4.1	Funktionsweise	514
5.4.2	Handelsgepflogenheiten	516
5.4.3	DAX-Future	521
5.4.3.1	Handel	521
5.4.3.2	Einsatzzwecke	525
5.4.3.3	Preisbildung	526
5.4.4	Weitere aktienmarktbezogene Futures	528
5.4.5	BUND-Future	530
5.4.5.1	Fiktive Anleihe als Basiswert	530
5.4.5.2	Handel und Andienung	531
5.4.5.3	Einsatzzwecke	535
5.4.5.4	Weitere Rentenfutures	536
5.4.6	Euribor-Futures	537
5.4.7	Währungsfutures	539
5.4.8	Futures mit neuartigen Underlyings	540
5.5	Optionen: Grundlagen	541
5.5.1	Funktionsweise	541
5.5.2	Vertragsausgestaltung	544
5.5.3	Einführung in die Optionsbewertung	548
5.5.4	Preiseinflussgrößen	557
5.5.5	Modell von Black und Scholes	562

5.5.6	Historische, implizite und Forward-Volatilität	571
5.5.7	Volatilitätsindizes	577
5.5.8	Put-Call-Parität	579
5.5.9	Ausgewählte Strategien	582
5.5.9.1	Einfache Strategien: Spekulation auf Hausse und Baisse	582
5.5.9.2	Spekulation auf Volatilitätsänderungen	584
5.5.9.3	Spekulation bei Seitwärtsmärkten	586
5.5.9.4	Kombinationsstrategien	586
5.5.9.5	90/10-Strategie	587
5.5.9.6	Kurssicherungsstrategie	590
5.6	Traded Options: Optionen an Terminbörsen	592
5.6.1	Einführung	592
5.6.2	Aktioptionen und LEPOs	594
5.6.3	DAX-Option	596
5.6.4	Zinsoptionen	598
5.6.1	Zero Days to Expiration Optionen	601
5.6.2	Put-Call-Ratio	602
5.7	OTC-Optionen	603
5.7.1	Einführung	603
5.7.2	Devisenoptionen	604
5.7.3	Zins-Caps und -Floors	605
5.7.4	Swaptions	611
5.8	Hebelprodukte	614
5.8.1	Optionsscheine	614
5.8.1.1	Einführung und Ausstattungsdetails	614
5.8.1.2	Spreads	617
5.8.1.3	Handel	622
5.8.1.4	Optionskennzahlen	624
5.8.1.5	Szenario-Analysen	634
5.8.1.6	Risiken	636
5.8.1.7	Risikoabsicherung durch Emittenten	640
5.8.1.8	Vorzeitige Ausübung	643
5.8.2	Volatilitätslose Hebelprodukte	646
5.8.2.1	Mini-Futures	646
5.8.2.2	Contracts for Difference	649
6	Investmentfonds	653
6.1	Idee und Funktionsweise	653
6.1.1	Prinzip und organisatorischer Aufbau	653
6.1.2	Gesetzliche Regulierung	657
6.1.3	Anteilwertberechnung	661
6.1.4	Vorteile	662
6.1.5	Nachteile	664
6.1.6	Risiken	665
6.2	Kauf und Verkauf	668
6.2.1	Ausgabe- und Rücknahmepreis	668
6.2.2	Anspar- und Auszahlpläne	671
6.2.3	Verkaufs- und Verwahrstellen	673

6.2.4	Informationsquellen	674
6.3	Fondsausgestaltungen	675
6.3.1	Publikums- und Spezialfonds	675
6.3.2	Offene und geschlossene Fonds	676
6.3.3	Ausschüttende und thesaurierende Fonds	678
6.3.4	Laufzeitfonds	680
6.3.5	Garantiefonds	682
6.3.6	Fremdwährungsfonds	682
6.3.7	Fonds nach geografischer Ausrichtung	683
6.3.8	Exchange Traded Funds (ETF)	684
6.3.8.1	Idee	684
6.3.8.2	Creation and Redemption	686
6.3.8.3	Indexabbildung (Replikation)	689
6.3.8.4	Art der Ertragsverwendung	691
6.3.9	European Long-Term Investment Fund (ELTIF)	691
6.3.10	Master- und Feeder-Funds	692
6.3.11	Umbrella-Fonds	693
6.3.12	Pensionsfonds	694
6.3.13	Riesterfonds	695
6.3.14	Anteilscheinklassen	696
6.4	Fondsarten nach dem Anlageschwerpunkt	697
6.4.1	Überblick	697
6.4.2	Aktienfonds	699
6.4.2.1	Einführung	699
6.4.2.2	Aktienfonds nach Marktkapitalisierung	699
6.4.2.3	Aktienfonds nach Anlagezielen	700
6.4.2.4	Aktienfonds nach Anlagestilen	701
6.4.2.5	Aktienfonds nach Branchen	702
6.4.2.6	Aktienfonds nach Morningstar-Style-Box	703
6.4.3	Rentenfonds	705
6.4.3.1	Klassifizierungskriterien	705
6.4.3.2	Rentenfonds nach Morningstar-Style-Box	707
6.4.3.3	Laufzeitproblematik: Rentenfonds und Direktanlagen im Vergleich	708
6.4.4	Geldmarktfonds	710
6.4.5	Immobilienfonds	713
6.4.6	Gemischte Fonds	714
6.4.7	Dachfonds	715
6.5	Portfoliomanagement	716
6.5.1	Einführung	716
6.5.2	Aktives und Passives Fondsmanagement	717
6.5.3	Aktives Fondsmanagement	719
6.5.3.1	Aktienfonds	719
6.5.3.2	Rentenfonds	723
6.5.3.3	Geldmarktfonds	731
6.5.3.4	Immobilienfonds	733
6.5.4	Absolute-Return-Fonds	734
6.5.4.1	Publikums- und Spezialfonds	734
6.5.4.2	Hedge-Fonds	735

6.6	Fondsauswahl	746
6.6.1	Prozess	746
6.6.2	Charakteristika der Investmentgesellschaft	749
6.6.3	Fondsspezifische Charakteristika	750
6.6.4	Leistungsmessung	757
6.6.4.1	Historische Performance	757
6.6.4.2	Volatilität, Beta, Korrelation	761
6.6.4.3	Sharpe-Maß	762
6.6.4.4	Tracking Error	763
6.6.4.5	Alpha-Faktor	764
6.7	Fondsresearch	768
6.7.1	Buy- und Sell-Side-Research	768
6.7.2	Dachfonds-Research	770
6.7.2.1	Einführung	770
6.7.2.2	Analyse des Anlagestils nach Morningstar	773
6.7.2.3	Warum Style-Alphas?	774
7	Rohstoffe	777
7.1	Ausgangssituation	777
7.2	Definition und Klassifizierung	779
7.2.1	Was genau sind Rohstoffe?	779
7.2.2	Rohstoffe als extrem heterogene Gruppe	783
7.2.3	Nachwachsende Rohstoffe und erneuerbare Energien (Soft-Commodities)	785
7.2.3.1	Einführung	785
7.2.3.2	Viehzucht und -mast	785
7.2.3.3	Milch, Molkereiprodukte	787
7.2.3.4	Fischereierzeugnisse	788
7.2.3.5	Ackerbau, Forst- und Plantagenwirtschaft	789
7.2.3.6	Erneuerbare Energien	799
7.2.4	Der Handel mit Strom	802
7.2.4.1	Ist Strom ein Rohstoff?	802
7.2.4.2	Deregulierung als Ausgangspunkt	803
7.2.4.3	Strombörsen	805
7.2.5	Fossile Brennstoffe und Metalle (Hard-Commodities)	805
7.2.5.1	Metalle	805
7.2.5.1.1	Einleitung	805
7.2.5.1.2	Industriemetalle (ohne Edelmetalle)	806
7.2.5.1.3	Edelmetalle	813
7.2.5.1.4	Radioaktive Metalle	820
7.2.5.2	Fossile Brennstoffe	820
7.2.5.2.1	Kohle	820
7.2.5.2.2	Rohöl	821
7.2.5.2.3	Erdgas	825
7.3	Handel mit Rohstoffen	827
7.3.1	Handelsformen	827
7.3.2	Motive und Bedeutung	828
7.4	Rohstoff-Indizes	829
7.4.1	Reuters/Jefferies CRB Index (RJ/CRB)	830

7.4.2	S&P Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI)	832
7.4.3	Rogers International Commodity Index (RICI)	834
7.4.4	Bloomberg Commodity Index (BCOM)	835
7.5	Geldanlage in Rohstoffen	837
7.5.1	Grundlagen	837
7.5.2	Rohstoffe vs. klassische Finanzanlagen	838
7.5.3	Rohstoff-Aktien	839
7.5.4	Rohstoff-Futures	840
7.5.4.1	Grundlagen Pricing	840
7.5.4.2	Ertragsquellen	844
7.5.5	Rohstoff-Fonds	847
7.5.5.1	Aktiv gemanagte Rohstoff-Fonds	847
7.5.5.2	Indexorientierte Rohstoff-Fonds	849
7.5.6	Rohstoff-Zertifikate	850
7.5.6.1	Bezugsobjekt	850
7.5.6.2	Partizipation	851
7.5.6.3	Laufzeiten	853
7.5.6.4	Währung	853
7.5.6.5	Struktur	854
7.5.6.6	Emittenten-Risiko	854
	Stichwortverzeichnis	857
	Die Autoren	874

1 Einführung

Lernziele

- Der Leser versteht die Ursachen der Finanzmarkt- und Eurokrise und kann sich ein Bild von den unmittelbaren Folgen auf Realwirtschaft und Finanzmärkte machen.
- Er erlangt ein grundlegendes Verständnis, wie eine Börse funktioniert und Börsenkurse zustande kommen.
- Der Leser kann den Unterschied sowie Vor- und Nachteile von Börsen- und OTC-Handel beschreiben.
- Die unterschiedlichen Arten zur Gestaltung von Kauf- und Verkaufsaufträgen an der Börse können erläutert werden.
- Der Leser kennt die wesentlichen Börsensegmente und kann Präsenz- und Computerhandel voneinander abgrenzen.
- Die Leser lernen die Grundlagen zur Quantifizierung von Erträgen und Risiken, die Verknüpfung von Ertrags- und Risikokennzahlen zu risikoadjustierten Maßen sowie die Vorgehensweise beim Risikomanagement kennen.
- In diesem Buchkapitel wird der Leser mit konkreten Zahlenbeispielen in die Grundzüge der Modernen Portfolio- und Kapitalmarkttheorie eingeführt und erfährt deren Kernaussagen.
- Er erhält zudem Einblicke in die Themenfelder Asset Allocation und Financial Planning.

1.1 Finanzmärkte im Dauerkrisenmodus

1.1.1 Die Finanzmarktkrise 2008 ff.

Besondere Finanzinstrumente ermöglichen Risikotransfer auf globaler Ebene

Ein Buch über Finanznachrichten kann und darf die Finanzmarktkrise, die im Jahr 2007 ihren Anfang nahm und in ihrem Verlauf auch die Realwirtschaft nachhaltig negativ beeinflusste, nicht ausblenden. Mit Blick auf die Inhalte dieses Buches ist es wichtig zu wissen, dass bestimmte Finanzinstrumente im Rahmen der Finanzmarktkrise eine ganz entscheidende Rolle spielten und die globale Dimension sowie das Übergreifen auf sämtliche Finanzmarktsegmente und Anlageformen überhaupt erst möglich machten. Krisen, die durch überdurchschnittlich hohe Ausfallraten in bestimmten Kreditsegmenten ausgelöst wurden, hatte es auch schon in der Vergangenheit regelmäßig gegeben (z.B. die Asien-Krise 1997). Die kreditvergebenden Banken hatten in den meisten Fällen die Ausfallrisiken bestimmter Schuldner aufgrund überzogener Erwartungen an künftige Entwicklungen unterschätzt. Von den Auswirkungen derartiger Krisen in nationalen oder zumindest regional begrenzten Kreditmärkten wurde normalerweise nur das Land bzw. die Region selbst betroffen – Opfer der Fehlentwicklungen waren dann in erster Linie die kreditvergebenden Banken vor Ort. Dieses Mal war es jedoch anders: Zwar ging die Krise wieder von einem nationalen Kreditmarkt aus, dem Markt für US-Hypothekenkredite. Jedoch hatten es besondere Finanzinstrumente wie Collateral Debt Obligations (CDOs) oder Credit Default Swaps (CDSs) den Kreditinstituten ermöglicht, einen Großteil der Ausfallrisiken über Jahre hinweg auf Marktteilnehmer in der ganzen Welt zu transferieren. Insbesondere dadurch erlangte die Krise eine ganz besondere Brisanz und das Potenzial, wesentliche Elemente des modernen weltumspannenden Finanzsystems zu zerstören.

Dass im US-Immobilienmarkt irgendetwas nicht stimmte, deutet sich spätestens Anfang des Jahres 2007 an. Der Boom am amerikanischen Markt für Einfamilienhäuser neigt sich nach kräftigen Preissteigerungen – in den Jahren 2000 bis 2006 hatten sich die Hauspreise in den Vereinigten Staaten landesweit mehr als verdoppelt – ganz offensichtlich seinem Ende zu. Eine zunehmende Zahl an Privathaushalten kann aufgrund deutlich gestiegener Leitzinsen und damit spürbar höherer Zinsbelastungen die monatlichen Annuitätzahlungen nicht mehr pünktlich leisten. Immer mehr Hypothekenkredite fallen aus, die Zahl der Zwangsversteigerungen steigt dynamisch an. Bis August 2007 gehen rund 50 Immobilienfinanzierer in den Vereinigten Staaten in Konkurs oder werden im Zuge von Notverkäufen übernommen.

Das Geschäft mit hypothekenbesicherten Schuldverschreibungen (CDOs), das über Jahre floriert hatte und dem in der Hochzeit ein Emissionsvolumen von mehreren Billionen US-Dollar zugrunde lag, gerät in eine ernsthafte Schieflage. Finanzstarke Marktteilnehmer wie Pensions- und Hedge-Fonds, Lebensversicherer und Geschäftsbanken, die die Wertpapiere über Jahre hinweg mit gewaltigen Volumina am Markt aufgekauft hatten, sind plötzlich nicht mehr bereit, ihre liquiden Mittel in diese Titel zu investieren. Damit wird Immobilienfinanzieren der Geldhahn quasi über Nacht zugedreht. Aber nicht nur sie kommen in Schwierigkeiten, sondern auch viele institutionelle Investoren: Durch die spürbar anziehenden Ausfallraten bei Immobilienkrediten werden ihre Bestände an hypothekenbesicherten Wertpapieren von Tag zu Tag weniger wert. Sie erleiden zum Teil Verluste in Milliardenhöhe. Viele von ihnen haben die Käufe außerdem fremdfinanziert und dabei auf sehr kurzfristige Kreditformen zurückgegriffen, weshalb die Refinanzierung bei Fälligkeit der Kredite immer schwieriger wird und mehr und mehr Investoren mit ernsthaften Liquiditätsproblemen konfrontiert sind.

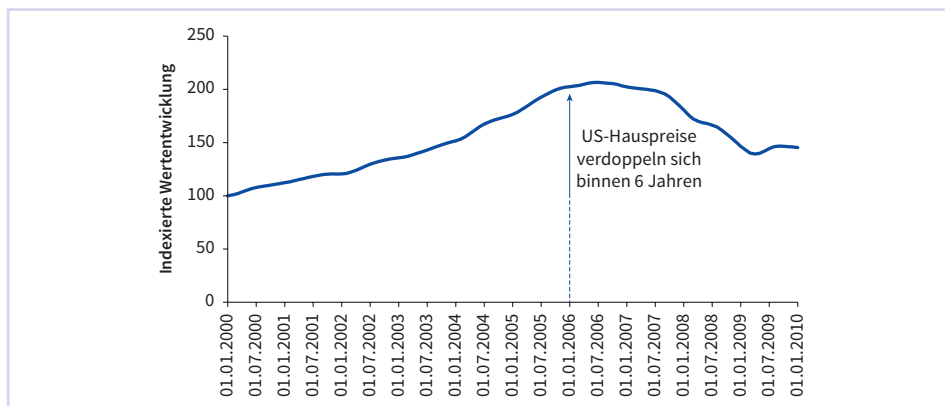


Abb. 1-1: S & P Case-Shiller US-Hauspreisindex 01.03.2000–01.01.2010 (Wiederverkaufspreise von Einfamilienhäusern)

Da sich viele internationale Geschäftsbanken über spezialisierte und nicht bilanzierte Gesellschaften (für die sie jedoch in letzter Konsequenz haften müssen) im US-Immobilienmarkt engagiert hatten, weiß anfangs niemand wirklich, welche der großen amerikanischen und europäischen Kreditinstitute wie stark am US-Immobilienmarkt beteiligt sind. Dieser Umstand, gepaart mit einer nicht enden wollenden Flut an negativen Meldungen über den

US-Immobilienmarkt in den ersten Monaten des Jahres 2007, führt im August schließlich zu einem massiven Vertrauensverlust im globalen Bankensystem.

August 2007: Der internationale Geldhandel gerät ins Stocken

Erstmals seit den 1950er-Jahren kommt der internationale Geldhandel (hierunter versteht man insbesondere die Vergabe kurzfristiger Kredite unter Banken) weitgehend zum Erliegen. Die Zentralbanken sehen sich gezwungen, mit milliardenschweren Kreditprogrammen in den Interbankenmarkt einzugreifen und liquiditätsschwache Banken direkt mit zusätzlichen Mitteln zu stützen.

Im Oktober 2007 kündigt die Citigroup, seinerzeit eine der größten und bedeutendsten Geschäftsbanken der Welt, einen Abschreibungsbedarf auf Hypothekenkredite in Höhe von fast 17 Mrd. US-Dollar an (Anfang 2008 kommen noch einmal rund 24 Mrd. US-Dollar Abschreibungsbedarf für das 4. Quartal 2007 hinzu). Auch in Deutschland mehren sich die Gewinnwarnungen der Geschäftsbanken aufgrund unvorhergesehener Abschreibungen auf US-Hypotheken.

Im Dezember 2007 verkündet die US-Regierung einen Rettungsplan für private Kredit-schuldner als erste staatliche Notfallmaßnahme. Der Plan zielt darauf ab, mehr als 1 Mio. Immobilienbesitzer vor der Zwangsvollstreckung zu bewahren und damit einen Preissturz bei US-Immobilien zu verhindern. Die variablen Zinssätze für finanzschwache Kreditnehmer werden für fünf Jahre festgeschrieben, um im Falle weiterer Leitzinserhöhungen das Risiko neuer Zahlungsausfälle einzudämmen. Gleichzeitig erreicht die Krise auch die weltweit bekannte US-Hypothekenbank Fannie Mae. Sie meldet einen Kapitalbedarf von mehreren Milliarden US-Dollar, den sie zunächst durch die Ausgabe neuer Aktien decken kann. Im weiteren Verlauf der Krise (September 2008) wird sie gemeinsam mit dem zweiten großen Hypothekenfinanzierer der USA, Freddie Mac, unter staatliche Kontrolle gestellt.

Im Frühjahr 2008 wird erstmals offenbar, dass sich auch zahlreiche deutsche Banken in beachtlichem Ausmaß mit US-Hypothekenkrediten verspekuliert haben. Im Mittelpunkt des »deutschen Teils der Krise« stehen zunächst mehrere große Landesbanken und die halbstaatliche Industriekreditbank IKB. Letztere muss aufgrund ihres starken (überwiegend fremdfinanzierten) Engagements in hypothekenbesicherten Papieren durch mehrere, milliardenschwere Kapitalspritzen der staatlichen Großaktionärin KfW sowie deutscher Geschäftsbanken vor dem endgültigen Aus bewahrt werden.

Die Nachrichtenlage bleibt in den kommenden Monaten unverändert düster. Meldungen über Pleiten und Notverkäufe bedeutender US-Banken sowie weitere gewaltige Kredit- und Anlageabschreibungen diesseits und jenseits des Atlantiks machen während der Frühlings- und Sommermonate 2008 die Runde.

Schreckensmeldung Nr. 1: Das Ende der Lehman Brothers

Und dann schockieren zwei Meldungen die globale Finanzwelt: Am 15. September 2008 beantragt das US-Bankhaus Lehman Brothers Gläubigerschutz. Für die meisten Marktteilnehmer vollkommen überraschend steht eine alteingesessene Investmentbank am Rande des Ruins. Gleichzeitig kommt es zur Zwangsübernahme des traditionsreichen Wall-Street-Unternehmens Merrill Lynch durch die Bank of America. Außerdem war im August auch Bear Stearns durch Morgan Stanley übernommen worden, weshalb viele Marktteilnehmer nicht mehr mit dem Bankrott einer der großen US-Investmentbanken gerechnet hatten. Die Leh-

man Brothers sind jedoch aufgrund eines hohen Abschreibungsbedarfs auf hypothekenbesicherte Wertpapiere ohne eine gewaltige Finanzspritze durch die US-Regierung nicht mehr zu retten – Gespräche zwischen hohen Regierungsvertretern sowie den Vorständen großer Bankhäuser über ein entsprechendes Hilfspaket verlaufen erfolglos, weshalb der Konkurs im Fall der Lehman Brothers unabwendbar ist.

Schreckensmeldung Nr. 2: AIG muss verstaatlicht werden.

Die Meldung über die bevorstehende Pleite löst weltweit massive Turbulenzen an den Renten- und Aktienmärkten aus. Nahezu gleichzeitig sieht sich die US-Regierung gezwungen, eines der größten Versicherungsunternehmen der Welt, die American International Group (AIG), mit einer Kapitalspritze in Höhe von 85 Mrd. US-Dollar zu unterstützen und 80% der Anteile der Gesellschaft zu übernehmen. (Über die kommenden Monate muss die US-Regierung weitere rund 100 Mrd. US-Dollar an die AIG überweisen, um einen Kollaps zu vermeiden. Warum die US-Regierung bei AIG komplett anders reagierte als bei Lehman Brothers bzw. warum sie die Investmentbank als einzigen großen Marktteilnehmer tatsächlich in Konkurs gehen ließ, erschließt sich Marktbeobachtern bis heute nicht.)

Das erste Rettungspaket für die HRE

Mit der Hypo Real Estate (HRE) steht im September 2008 erstmals auch eine große deutsche Bank am Rande des Abgrunds. Eine Gruppe privater und öffentlich-rechtlicher Banken vereinbart gemeinsam mit der Bundesregierung eine erste Finanzspritze in Höhe von 35 Mrd. Euro, um den Zusammenbruch des einstmals hoch angesehenen DAX-Unternehmens zu verhindern. Schon wenige Tage später tun sich neue Milliardenlöcher bei der HRE auf. Nach zähen Gesprächen einigen sich die Bundesregierung und Vertreter großer Finanzinstitute auf ein neues Hilfspaket mit einem Volumen von mehreren zehn Mrd. Euro. Banken und Regierungsvertreter gehen heute davon aus, dass eine Pleite der Bank die globalen Finanzmärkte endgültig hätte kollabieren lassen. Die HRE spielte und spielt eine herausragende Rolle am europäischen Pfandbriefmarkt. Zahlungsausfälle in diesem traditionell als überaus sicher geltenden Anlagesegment hätten mit hoher Wahrscheinlichkeit Auswirkungen auf jede in Deutschland abgeschlossene (Kapital-)Lebensversicherung gehabt.

Es folgt eine weitere Notfallmaßnahme der US-Regierung, die in ihren Ausmaßen als außergewöhnlich zu bezeichnen ist: Das US-Repräsentantenhaus verabschiedet im Oktober 2008 ein 700-Mrd.-Dollar-Paket zur Stabilisierung der Finanzwirtschaft. Das Maßnahmenbündel sieht insbesondere Sonderkreditprogramme und staatliche Bürgschaften für angeschlagene Finanzhäuser vor und hätte aufgrund seines gewaltigen Volumens jedem Zeitung lesenden Menschen rund um den Globus zeigen müssen, dass das internationale Finanzsystem in eine gewaltige Schiefelage geraten war und die Auswirkungen mit hoher Wahrscheinlichkeit auch die Realwirtschaft nachhaltig beeinflussen werden.

Insbesondere deutsche Privatanleger scheinen aber von der potenziell systembedrohenden Krise an den internationalen Finanzmärkten über Monate nahezu unbehelligt, obwohl diese Krise die deutsche Medienlandschaft über die Geschehnisse bei Landesbanken, IKB und HRE längst erreicht hatte. Umschichtungen in privaten Anlageportfolios waren bis zum Oktober 2008 kaum festzustellen. Die US-Immobilienkrise schien über Monate weit entfernt auf der anderen Seite des Atlantiks abzulaufen – wirklich wahrgenommen wurden die Aus-

maße, die diese Krise mittlerweile im Bankensystem erreicht hatte, von kaum jemandem. Warum sollten sich deutsche Anleger deshalb auch Sorgen machen?

Oktober 2008: Die Bundesregierung spricht Garantie für private Spareinlagen bei deutschen Banken aus.

Erst im Oktober 2008, als die Bundesregierung erstmals eine Komplettgarantie des Staates für private Spareinlagen verkündet, scheint sich die öffentliche Wahrnehmung der Finanzmarktkrise zu verändern. Am Tag nach der Ankündigung durch die Bundeskanzlerin stürzt der DAX auf den niedrigsten Stand seit Sommer 2006. In den Folgetagen kommt es zu weiteren beachtlichen Kapitalumschichtungen – das Geld fließt raus aus riskanten Anlagen wie Aktien und Aktienfonds sowie in großem Maßstab auch aus den nicht staatlich garantierten Geldmarktfonds, hin zu sicheren Anlageformen wie Bundesanleihen. Dieser Trend wird noch verschärft, als mit Island plötzlich auch ein westlicher Staat vor dem Bankrott steht. Unter deutschen Anlegern wächst die Unsicherheit – niemand, kein Unternehmer, kein Zentralbanker oder Bankvorstand, kein Regierungsmitglied, hatte in den vergangenen 60 Jahren Erfahrungen mit einer vergleichbaren Situation gemacht. Das globale Finanzsystem scheint in seinen Grundfesten erschüttert. Dennoch: Die große Panik, insbesondere ein Sturm auf die Banken, bleibt in Deutschland, anderen europäischen Ländern und auch den Vereinigten Staaten aus, was ohne Zweifel dem schnellen und entschiedenen Handeln der Regierungen und Zentralbanken in den G20-Staaten zu verdanken ist.

Ein Übergreifen der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft lässt sich aufgrund der gegebenen globalen Verflechtungen und besonderen Umstände dieser Krise jedoch nicht verhindern. Immerhin gelingt es aber, die Folgen für Privathaushalte durch die eingeleiteten staatlichen Maßnahmen und Konjunkturpakete deutlich abzumildern.

Die Finanzmarktkrise erreicht die Realwirtschaft zuerst in den USA und dann auch in Europa.

In der deutschen Industrie, die zwischen 2003 und 2008 durch ihren traditionell hohen Exportanteil überdurchschnittlich an der positiven globalen Wirtschaftsentwicklung partizipierte, wird im Jahr 2009 der schärfste Auftragsrückgang seit dem Ende des 2. Weltkriegs verzeichnet. Jahrelang hatten US-Bürger einen Teil der über Hauskredite erlangten Barmittel nicht in die betreffenden Immobilien selbst investiert, sondern für Konsumartikel und hochwertige Gebrauchsgüter, insbesondere Autos, ausgegeben. In Summe reden wir hier über zig Milliarden US-Dollar, die geliehen und ausschließlich für Konsumzwecke aufgewendet wurden. Angesichts des gewaltigen Kreditvergabevolumens und der hohen Importquote der USA ist es daher auch nicht weiter verwunderlich, dass die gesamte Weltwirtschaft durch die außergewöhnlichen Entwicklungen am US-Immobilienmarkt einen gewaltigen Aufschwung erlebte. Hinzu kam das »konsumfördernde« Gefühl der Amerikaner, durch die steigenden Immobilienpreise immer reicher zu werden und sich immer mehr leisten zu können. Die Blase bei US-Hauspreisen führte damit zu Übertreibungen auch in zahlreichen Sektoren außerhalb der Bank- und Baubranche und ihr Platzen wirkte sich nachhaltig negativ auf die Umsatz- und Gewinnentwicklung von Industrie- und Handelsunternehmen rund um den Globus aus.

Ein »künstlicher« Wirtschaftsboom?

Im Rückblick auf die Erholungsphase nach dem wirtschaftlichen Abschwung in den Jahren 2000 bis 2003 muss man sich heute die Frage stellen, ob die Erholung ohne die maßlos übertriebene Kreditvergabe am US-Immobilienmarkt überhaupt möglich gewesen wäre bzw. welche Entwicklung die Weltwirtschaft ohne diese Übertreibungen genommen hätte. Aus heutiger Sicht scheint die Inkaufnahme einer länger anhaltenden, wirtschaftlichen Abschwungs- und Konsolidierungsphase am Anfang des Jahrhunderts (mit einer anschließenden, möglicherweise deutlich schwächeren Erholung) im Vergleich zum jetzt erreichten Krisenniveau – man schätzt, dass die Finanzmarktkrise insgesamt Vermögenswerte in Höhe von mehreren Dutzend Billionen US-Dollar vernichtet hat – jedenfalls als das deutlich kleinere Übel. Aber die Spekulation über Alternativszenarien ist müßig.

Im weiteren Verlauf dieses Abschnitts unternehmen wir zumindest für die internationalen Finanzmärkte den Versuch, Perspektiven für die kommenden Jahre aufzuzeigen. Zunächst aber möchten wir die möglichen Ursachen der Finanzmarktkrise intensiv durchleuchten.

1.1.2 Ursachen der Finanzkrise

1.1.2.1 Wenn Geld nichts kostet – die jahrelange Niedrigzinspolitik der FED

Im Jahr 1987 übernahm Alan Greenspan den Vorsitz des Federal Reserve Board. Er wurde damit Chef der US-Notenbank und zu einem der einflussreichsten Männer der Welt. Gegen Ende seiner Amtszeit genoss er unter Politikern und Finanzexperten ein beachtliches Ansehen. Schließlich hatte er es geschafft, sämtliche Wirtschafts-, Banken- und Börsenkrisen während der vorausgehenden rund 20 Jahre vergleichsweise glimpflich zu beenden und den westlichen Industrienationen ein nahezu ununterbrochenes Wirtschaftswachstum zu bescheren.

US-Konsum belebt die Weltwirtschaft

Die Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten hatte in seiner Amtszeit nie wieder das hohe Niveau von Anfang der 1980er-Jahre erreicht. Der steigende Wohlstand in Amerika sorgte aufgrund einer starken Konsumtätigkeit der US-Bürger bei gleichzeitig hoher Abhängigkeit von Güterimporten auch in anderen Industrienationen für beständiges Wachstum und konnte seit Anfang des neuen Jahrhunderts vor allem auch die chinesische Wirtschaft nachhaltig in Schwung bringen.

Menschen in den westlichen Industrienationen schufen während der Amtszeit Greenspans in Summe beachtliche Vermögenswerte. So wuchs etwa das private Anlagevermögen der Deutschen in der Zeit von 1991 bis 2008 von etwa 1,75 Billionen Euro auf in der Spitze über 4,5 Billionen Euro an. Das verfügbare Einkommen der Deutschen stieg gleichzeitig um mehr als 50 Prozent. »Maestro« wurde Greenspan ehrfürchtig genannt und gefeiert als der beste Währungshüter aller Zeiten.

Preemptive Easing

Was aber war sein Geheimnis? In der Sprache der Volkswirtschaftler nennt man es »Preemptive Easing« und »Quantitative Easing« – zu Deutsch sinngemäß etwa »vorsorgliche (präventive) Zinssenkungen« im ersten Fall bzw. »Geldmengenausweitung« im zweiten. Kritiker nennen es heute schlicht »Politik des billigen Geldes«. Greenspan hatte in allen größeren

Krisenphasen während seiner Amtszeit die Zinsschraube kräftig nach unten gedreht und den Banken im großen Umfang zusätzliche Liquidität zur Verfügung gestellt. In der Folge wurde die Menge umlaufender US-Dollar über die vergangenen rund 20 Jahre deutlich ausgeweitet. Von Dezember 1987 bis Dezember 2007 war die US-Dollar-Geldmenge M2 von 2,8 Billionen US-Dollar auf ca. 7,5 Billionen US-Dollar angestiegen. Das breitere Aggregat M3, das z. B. in der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank über Jahrzehnte eine große Rolle spielte, wird von der FED seit dem Jahr 2006 gar nicht mehr veröffentlicht. M3 hatte von Dezember 1987 bis Februar 2006 (letzter verfügbarer Wert) von ca. 3,7 Billionen US-Dollar auf ca. 10,3 Billionen US-Dollar zugelegt und dürfte sich bis Ende 2007 deutlich mehr als verdreifacht haben.

»Politik des billigen Geldes«

Rechtfertigen gegenüber Politikern, Volks- und Wirtschaftswissenschaftlern sowie dem Rest der Welt ließ sich die »Politik des billigen Geldes« durch die starke Fokussierung der US-Notenbank auf die Preissteigerungsrate bei Gütern und Dienstleistungen der privaten Lebensführung. Im Kern geldpolitischer Entscheidungen der FED standen und stehen vor allem anerkannte Verbraucherpreisindizes. Experten nennen das auch »Inflation Targeting«: Solange die Verbraucherpreise nicht signifikant steigen (Inflation) oder sinken (Deflation), sieht die US-Zentralbank prinzipiell keinen Handlungsbedarf.

Preemptive Easing (»vorsorgliche Zinssenkungen«) und Preemptive Tightening (»vorsorgliche Zinserhöhungen«): Mittel zum Zweck seit Ende der 1980er-Jahre

Die starke Fokussierung geldpolitischer Entscheidungen der US-Notenbank auf steigende Inflationsraten einerseits und Rezessions- bzw. Deflationsgefahren andererseits lässt sich in den vergangenen zwei Jahrzehnten sehr gut und regelmäßig beobachten.

1987 und 1988: die FED hebt die Leitzinsen deutlich an mit dem erklärten Ziel der Inflationsbekämpfung.

1989 bis 1990: die US-Notenbank senkt die Leitzinsen, bevor die Rezession spürbar Fuß fassen kann.

Februar 1994 bis Februar 1995: die FED hebt die Leitzinsen in schneller Abfolge von 3 auf 6% an; Ziel: vorsorglicher Kampf gegen einen erwarteten deutlichen Inflationsanstieg, der jedoch nicht kommt.

März 1997 bis Mai 2000: erneute Zinsanhebungen, um eine »konjunkturelle Überhitzung« zu vermeiden.

2000 bis 2003: mehr als 10, zum Teil aggressive Zinssenkungen (kumuliert: – 5,5%), um einen Wirtschaftskollaps nach dem Platzen der Technologieblase, nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 sowie im Zuge der Anbahnung des 2. Irak-Krieges zu verhindern.

2004 bis 2006: insgesamt 16 Zinserhöhungsschritte von 1,0% auf 5,25%; durch die deutliche und nachhaltige Leitzinsanhebung soll anziehenden Verbraucherpreisen, aber auch den Übertreibungen am Immobilienmarkt entgegengewirkt werden.

2007 bis 2009: drastische, in ihrer Dynamik und ihren Ausmaßen bisher noch nicht da gewesene Rücknahme des Leitzinssatzes von 5,25% auf 0%, um einen Zusammenbruch der Realwirtschaft im Zuge der Finanzmarktkrise sowie deflationäre Tendenzen zu verhindern.

Angst vor Deflation bestimmt das Handeln der FED

Seit Anfang des neuen Jahrhunderts wurden die Entscheidungen der US-Notenbanker eindeutig von deren Angst vor längeren Phasen mit sinkenden Preisen, also Deflation, dominiert. Letztere wird von Volkswirtschaftlern gemeinhin als noch schlimmer für die Wirtschaft eingestuft als Inflation. Diese Einschätzung beruht vor allem auf den Erfahrungen während der Weltwirtschaftskrise in den 1930er-Jahren sowie jenen in Japan in den 1990er-Jahren. In beiden Situationen hegten die Wirtschaftsteilnehmer angesichts langfristig sinkender Preise mehr und mehr die Erwartung, die Preise würden noch weiter fallen und es wäre nur rational, Kaufentscheidungen möglichst weit in die Zukunft zu verschieben. In der Folge kam es in beiden Fällen zu einem konjunkturellen Zusammenbruch und einer Lähmung der Wirtschaftstätigkeit. Deflation ist demnach eine Spirale, die über einen gewissen Zeitraum mit immer weiter sinkenden Preisen zu immer größerer Kaufzurückhaltung (und damit sinkendem Wirtschaftswachstum) führt. In den vergangenen 10 Jahren stand die Bekämpfung dieses Phänomens im Mittelpunkt der Geldpolitik der US-Notenbank bzw. wurden die geldpolitischen Entscheidungen mit starkem Fokus auf Deflationsgefahren getroffen.

Niedrige Inflation rechtfertigt niedrige Leitzinsen, aber das Prinzip war einfach: Immer, wenn keine Inflationsgefahren drohten, konnte die FED das Mittel des Preemptive-Easing anwenden und die Krisenbekämpfung mit massiven Zinssenkungen umsetzen. Das Fatale daran jedoch ist, dass die starke Fokussierung auf die Inflationsentwicklung innerhalb der vergangenen rund 25 Jahre in eine Zeitperiode fiel, in der es durch die wirtschaftliche Integration Chinas und anderer Schwellenländer ohnehin zu einem globalen Druck auf die Preise für Güter und Dienstleistungen kam. Darüber hinaus schränkte die sich beschleunigende Globalisierung den Preiserhöhungsspielraum der Unternehmen in den westlichen Industrienationen ein und wirkte dämpfend auf die Lohnentwicklung. Die Güterpreise verloren dadurch ihre Funktion als Krisenindikator. Gleichzeitig ordnete die FED anderen wichtigen Faktoren, wie der Geldmengenentwicklung, dem Volumen ausstehender Kredite oder der Entwicklung bei Vermögenswerten wie Aktien oder Immobilien oftmals eine nur untergeordnete Rolle zu. Insbesondere in der Rezession zu Anfang des neuen Jahrhunderts sowie im Herbst 2008, dem bisherigen Extrempunkt der aktuellen Finanzmarktkrise, verwies die US-Notenbank bei ihren zum Teil drastischen Zinssenkungsschritten auf die besonders hohe Gefahr rückläufiger Verbraucherpreise, um ihre »Politik des billigen Geldes« zu rechtfertigen. Vor allem in der – für damalige Verhältnisse noch – außergewöhnlich langen Niedrigzinsphase von Sommer 2003 bis Sommer 2004 nahm die FED in Kauf, dass sich die dynamischen Preissteigerungen bei US-Immobilien durch die von ihr betriebene Niedrigzinspolitik noch verstärken konnten. Wir werden diesen Aspekt in den folgenden Abschnitten weiter vertiefen.

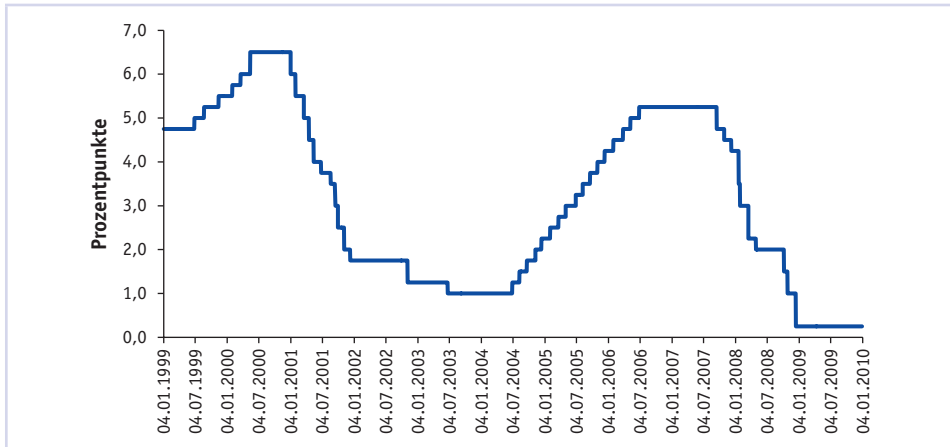


Abb. 1-2: US-Leitzinsentwicklung 1999–2008 (Fed Funds Rate)

1.1.2.2 Der wirtschaftliche Abschwung in den Jahren 2000 bis 2003: Startzeitpunkt der Finanzmarktkrise?

Technologie-Boom findet jähes Ende

Die wesentliche Basis für die globale Finanzkrise wurde nach heutiger Auffassung bedeutender Wirtschaftswissenschaftler in der konjunkturellen Abschwungphase am Anfang des neuen Jahrtausends gelegt. Mit dem Platzen der Technologieblase im Frühjahr 2000 hatte eine mehrjährige Periode mit zweistelligen Kursgewinnen an den bedeutenden westlichen Aktienmärkten ein jähes Ende gefunden. Viele Aktiengesellschaften konnten die hochgesteckten Erwartungen der Investoren nicht erfüllen – die Auswirkungen des technologischen Fortschritts, insbesondere des Internets, auf das tägliche Leben, die wirtschaftliche Entwicklung und Unternehmensgewinne waren von Vorständen, Analysten und Investoren gleichermaßen maßlos überschätzt worden.

Mit den stark rückläufigen Aktienkursen gingen vor allem in Nordamerika beachtliche Vermögensverluste breiter Bevölkerungsschichten einher. Die Unsicherheit über die finanzielle Zukunft, besonders die Angst, im Alter mittellos dazustehen, führte zu einem spürbaren Einbruch der US-Binnennachfrage und infolgedessen auch zu einer konjunkturellen Abkühlung in Europa und Asien. Waren zunächst vor allem Aktien von Technologieunternehmen unter die Räder gekommen, wurden jetzt auch Standardunternehmen aus traditionellen Branchen und letztlich sämtliche Aktienmarktsegmente betroffen.

US-Notenbankchef Greenspan sah sich erneut zum Griff zu seinem Wundermittel gezwungen, dem »Preemptive Easing«: Der US-Leitzins wurde in der Zeit von August 2000 bis August 2001 von 6,5 Prozent auf 3,5 Prozent gesenkt. Zu mehreren, vergleichsweise starken Zinssenkungen kam es in den Monaten nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001. Die US-Notenbank und mit ihr alle bedeutenden Zentralbanken der Industrienationen sahen sich durch die Terroranschläge in den Vereinigten Staaten zu sehr deutlichen Zinssenkungen gezwungen, um einen weltweiten Wirtschaftskollaps und deflationäre Tendenzen zu verhindern. Denn schon damals fürchtete sich Greenspan vor sinkenden Güterpreisen und einer wirtschaftlichen Depressionsphase, wie sie letztmalig in den 1930er-Jahren aufgetreten war. Die Fed Funds Rate wurde von September 2001 bis Januar 2002 von 3,5 Prozent auf 1,75 Pro-

zent gesenkt und damit binnen weniger Monate halbiert. Der Tiefpunkt der Zinssenkungsphase wurde rund eineinhalb Jahre später erreicht, als der Leitzins im Juli 2003 auf 1,0 Prozent herabgesetzt wurde. Auf diesem bis dahin historisch niedrigen Niveau verharrte er dann für exakt zwölf Monate.

Der ausschließliche Blick auf die Inflationsrate schien diese lange Phase extrem niedriger Zinsen zu legitimieren, denn die starke Mittelversorgung des Bankensystems hatte kaum messbare Auswirkungen auf die Preise von Gütern und Dienstleistungen des täglichen Bedarfs. Heute aber wissen wir, dass die lockere Geldpolitik, mit der Greenspan auf das Platzen der Technologieblase reagierte, den Grundstein für eine neue Übertreibung legte: den Boom bei US-Immobilien.

Vermögenspreisexplosion

Die »Politik des billigen Geldes« entlud sich also zum einen in steigenden Hauspreisen, zum anderen kam es zeitversetzt zu einer Preisexplosion bei risikobehafteten Anlageformen wie Aktien, Rohstoffen und Unternehmensanleihen. Die Verbindung von hoher Liquidität und niedrigen Zinsen schuf für professionelle Vermögensverwalter wie Hedge-Fonds-Manager, Versicherungs- und Fondsgesellschaften starken Druck, in immer risikoreichere Anlageformen zu investieren, um überhaupt noch vertretbare Renditen zu erzielen. In der Folge legten in den Jahren 2003 bis 2008 auch andere Vermögenswerte, insbesondere Aktien und Unternehmensanleihen, deutlich an Wert zu. Die Risikozuschläge (»Spreads«) gegenüber sicheren Anlageformen wie Staatsanleihen reduzierten sich spürbar und erreichten historisch niedrige Niveaus.

Risikotransfer in gigantischem Ausmaß

Parallel setzte ein Boom bei der Emission komplexer Finanzprodukte ein, die es insbesondere Banken ermöglichten, Kreditrisiken im großen Stil auf andere Finanzmarktteilnehmer zu transferieren. Die bekanntesten dieser Produkte sind Mortgage-Backed Securities (MBSs), Collateral Debt Obligations (CDOs) und Credit Default Swaps (CDSs). Diese werden später im Kapitel über Anleihen bzw. Derivate beschrieben. Da sie jedoch maßgeblich zum Ausbruch und zur Verstärkung der Finanzmarktkrise beitrugen, möchten wir auch an dieser Stelle kurz auf sie eingehen. Bei Mortgage-Backed Securities handelt es sich um besondere Formen von Schuldverschreibungen (»Anleihen«): Während man sich bei herkömmlichen Anleihen darauf verlässt, dass der Herausgeber regelmäßig Zinszahlungen und am Ende der Laufzeit auch die Kapitalrückzahlung leistet, kommen bei MBSs weitere Parteien ins Spiel, zum Beispiel die Schuldner von Hypothekenkrediten: Die Zahlungsansprüche (»Forderungen«), die gegenüber diesen Schuldnern bestehen, werden gebündelt, in neuen Wertpapierurkunden verbrieft und an Anleger verkauft. Wenn nun jemand diese neuen Wertpapiere erwirbt, hat er Anspruch auf die regelmäßigen Zahlungen, die aus den zugrunde liegenden Forderungen resultieren. Einfaches Beispiel: Die monatliche Annuitätenzahlung aus einem Hypothekenkredit fließt nicht mehr an die Hausbank des Immobilienbesitzers, sondern an die Inhaber der darauf geschriebenen MBSs. Die Bank hat die Forderung quasi durch Verkauf an den Inhaber des MBS abgetreten und selbst keinerlei Ansprüche mehr gegen den Hausbesitzer. Der enorme Vorteil für das Kreditinstitut: Mit der Forderung überträgt es auch sämtliche Risiken aus dem Immobilienkredit. Und wenn der Häuslebauer seinen Zahlungsverpflichtungen aus dem Hypothekenkredit nicht mehr nachkommt, schlägt das voll auf die Inhaber des MBS

durch, da diese dann keine Zahlungen aus dem Papier mehr erhalten – die Bank bleibt von dem Zahlungsausfall jedoch unberührt, sofern der Kredit eine gewisse Mindestlaufzeit »ausfallfrei« überstanden hat.

CDO: Risikotransfer und Refinanzierung

Verstehen muss man an MBSs und CDOs, die wiederum MBSs bündeln, eigentlich nur zwei wesentliche Eigenschaften: Erstens ermöglichen sie es Banken und Sparkassen, die in Form von Krediten vergebenen Mittel relativ schnell und kostengünstig wiederzubeschaffen (»zu refinanzieren«). Zweitens wird das Kreditausfallrisiko mittels Verbriefung und Verkauf der MBSs unmittelbar auf eine dritte Partei, die Käufer der MBSs und CDOs, übertragen.

CDS: Risikotransfer durch Kreditversicherung

Ein Credit Default Swap (CDS) bietet einer Bank – analog zu einem MBS – einen Transfer des Kreditrisikos auf eine Dritte Partei, den Swap-Kontrahenten. Anders als bei einem MBS- oder CDO-Konstrukt kann eine Bank über einen CDS jedoch keine Liquidität beschaffen, also keine Refinanzierung vergebener Kredite vornehmen. In einfachen Worten stellen CDS daher eine Kreditausfallversicherung dar: Der Swap-Partner der Bank verspricht dieser, im Falle von Zahlungsausfällen aufseiten der Schuldner selbst für die Zahlungen einzustehen. Die Bank zahlt für dieses Versprechen eine Prämie an den Kontrahenten. Im Gegensatz zu herkömmlichen Versicherungen, die im Regelfall durch Gesetze, spezielle Kapitalunterlegungssowie -anlagevorschriften und Aufsichtsbehörden stark reglementiert sind, konnten Swaps lange Jahre vollkommen unkontrolliert und auf Basis des allgemeinen Vertragsrechtes frei zwischen zwei Marktteilnehmern ausgehandelt werden. In Anbetracht der phasenweise im Raum stehenden Größenordnungen – man vermutet heute, dass über Swaps in Spitzenzeiten ein weltweites Kreditvolumen von rund 60 Billionen US-Dollar (!) »versichert« war – ein Zustand, der durch die Regierungen und Aufsichtsbehörden der westlichen Industrienationen wohl unter keinen Umständen hätte geduldet werden dürfen.

CDS zwingen AIG, den seinerzeit weltgrößten Versicherungskonzern, in die Knie

Das zeigt auch das Beispiel der American International Group (AIG), die unter der Last einer schier unglaublichen Zahl an abgeschlossenen Kreditversicherungsverträgen (auf US-Hypothekenkredite) im Jahr 2008 beinahe zusammengebrochen wäre und durch die US-Regierung mit über 180 Mrd. US-Dollar gestützt werden musste.

1.1.2.3 Die Rolle der Ratinggesellschaften

Aber kommen wir noch einmal zurück zu CDOs, also Bündeln von hypothekenbesicherten Wertpapieren und dem Anfang des neuen Jahrhunderts ausgelösten Boom dieser Papiere. Besonders verwundern muss die Tatsache, dass sie von professionellen Käufern (Hedge- und Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Geschäftsbanken etc.) in unglaublichen Mengen erworben wurden, ohne dass sich die Käufer einen tieferen Eindruck von der Qualität der zugrunde liegenden Kredite hätten verschaffen können. Einfach ausgedrückt, haben sie jahrelang die »Katze im Sack« gekauft und sich bei der Anlageentscheidung zu fast 100 Prozent auf das Urteil eines Dritten verlassen, nämlich das der großen Ratinggesellschaften. Eine solche Verhaltensweise scheint angesichts der enormen Anlagesummen geradezu verantwortungslos, wird aber von Juristen zumindest nicht als Straftatbestand eingestuft. »Wenn

die gekauften Wertpapiere mit einem guten Rating versehen waren, lässt sich daraus wohl kein Schuldvorwurf konstruieren«, so die Ansicht eines deutschen Strafrechts-Professors. Genauso werden sich die Aufsichtsbehörden und Wirtschaftsprüfer auf das Urteil der Ratinggesellschaften verlassen und entsprechend die Risiken dieser Papiere maßlos unterschätzt haben.

Mehrzahl der CDO Emissionen erhält Dreifach-A-Rating.

Und diese Urteile fielen in der Mehrzahl der CDO-Emissionen auf dem Niveau der sichersten Staatsanleihen (AAA) aus – allein das hätte professionelle Marktteilnehmer stutzig machen müssen. Heute geht man davon aus, dass rund 60 Prozent aller in den Boomjahren emittierten CDOs mit einem Dreifach-A-Rating ausgestattet waren und damit – zumindest auf dem Papier – die exakt gleiche Güte wie Staatsanleihen aus den USA oder Deutschland besaßen.

Fakt ist, dass die Ratingagenturen bei der Benotung von CDO-Emissionen – aufgrund der gewaltigen Menge von zum Teil mehreren Tausend zugrunde liegenden Krediten – vergleichsweise oberflächliche, da weitgehend automatisierte (= standardisierte) Verfahren anwandten. In einem Bericht des Jahres 2003 mit dem Titel »Risikotransfer« beschrieb die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) die Techniken der führenden Ratingagenturen im Bereich der CDO-Bewertung als »relativ plump« und kam zu dem Schluss, dass die Resultate »mit Vorsicht« zu genießen seien. Bei der Beurteilung derart gewaltiger Anleihebündel, wie sie bei CDOs im Kern der Konstruktion standen, verließen sich die Ratingagenturen in erster Linie auf historische Ausfallraten von zum Beispiel Hauskrediten und leiteten hieraus pauschale Risikobewertungen für die Zukunft her. Die historischen Ausfallraten besaßen aber durch die außergewöhnlichen Entwicklungen ab dem Jahr 2003 (siehe hierzu auch den nächsten Abschnitt) in der Rückbetrachtung keinerlei Aussagekraft mehr. Beispielsweise lagen die Ausfallraten von zweitklassigen Krediten 2008 etwa zehnmal höher als noch einige Jahre zuvor von den Ratingagenturen antizipiert.

Interessenskonflikte offensichtlich

Der große Vorwurf, den man den Ratinggesellschaften neben den gerade angedeuteten handwerklichen Fehlern machen muss, liegt darin, dass sie Immobilienfinanzierer auch bei der Konstruktion von CDOs beraten und einen sehr tiefen Einblick in die Bewertungsmethoden gewährt haben. Gleichzeitig ließen sie sich für die Bewertung von CDO-Konstrukten im Vergleich zu herkömmlichen Anleiheemissionen noch deutlich besser entlohnen, zum Teil mit den doppelten Gebühren. Einer Studie zu Folge soll Moody's Investor Service, einer der renommiertesten Bonitätsbewerter der Welt, auf dem Höhepunkt der Immobilienblase fast 45 Prozent seiner Umsätze aus CDO-Bewertungen generiert und hierauf eine Gewinnmarge von rund 50 Prozent erzielt haben. Die Ratingagenturen gerieten damit in eine starke wirtschaftliche Abhängigkeit vom Wachstum des CDO-Marktes, was in der Folge auch den Beurteilungsprozess maßgeblich beeinflusst haben dürfte. Das seit Jahren bekannte Grundproblem bei Anleiheratings – der Herausgeber der Anleihen bezahlt die Ratingagenturen für die Abgabe eines Bonitätsurteils, womit eine hundertprozentige Unabhängigkeit von Natur aus nicht gegeben ist (man spricht in diesem Zusammenhang häufig auch vom »Geburtsfehler« der Ratingagenturen) – erscheint gegen die besonderen Problematiken bei CDO-Ratings geradezu banal. Die Ratingagenturen wussten, dass schlecht bewertete CDO-Emissionen nicht verkauft werden konnten. Je besser daher die Kreditbündel durch eine Ratinggesell-

schaft bewertet wurden, desto größer das Absatzpotenzial dieser Bündel, desto begehrt die Ratinggesellschaft und desto größer waren deren Umsatz- und Gewinnzuwächse. Ein Anreizsystem, das maßgeblich zu den Exzessen im Markt mit US-Hypothekenkrediten beigetragen und damit die Weltwirtschaftskrise mit ausgelöst haben dürfte.

1.1.2.4 Die besondere Brisanz der Subprime-Kredite Gewaltige CDO-Nachfrage treibt Blüten

Die Verbriefung geldlicher Ansprüche aus Forderungen wie Haus- oder Autokrediten in Form spezieller Wertpapiere ist nicht neu. In den Vereinigten Staaten wird hiervon insbesondere im Bereich der Refinanzierung von Hypothekenkrediten schon seit den 1970er-Jahren Gebrauch gemacht. Seit Mitte der 1990er-Jahre hat dieses Geschäft jedoch einen besonderen Boom erlebt. Heute schätzt man, dass sich im Jahr 2006 hypothekenbesicherte Wertpapiere mit einem Gesamtwert von rund 3 Billionen US-Dollar (!) im Umlauf befanden. Ursächlich für diese gigantische Ausweitung waren diverse Entwicklungen: Erstens konnten US-Finanzinstitute das Angebot dank politischer Förderung deutlich ausweiten. Zweitens hatten Aktien Anfang des Jahres 2000 weltweit ein aus historischer Sicht außerordentlich hohes Kursniveau erreicht und waren anschließend rasant in den Keller gerauscht, womit sie im Vergleich zu anderen Anlageformen enorm an Attraktivität verloren. Drittens waren mit sicheren Anlageformen wie Staatsanleihen über lange Marktphasen augenscheinlich nur noch vergleichsweise geringe Renditen zu erzielen.

CDOs: höhere Renditen bei indentischer Bonität?

Insbesondere nach dem Platzen der Technologieblase suchten institutionelle Marktteilnehmer wie Fonds- und Versicherungsgesellschaften händeringend nach Anlageinstrumenten, die Renditen deutlich über denen sicherer Anlageformen boten, deren Risiken aber gleichzeitig überschaubar waren und weit unter denen von Aktien lagen. Diese Lücke schienen CDOs perfekt zu schließen: Die Renditen fielen spürbar höher aus als bei erstklassigen Staatsanleihen und dennoch bewegten sich die Ratings nicht selten auf demselben Niveau wie die sichersten Staatspapiere der Welt. CDOs schienen das alte und eigentlich als unumstößlich geltende Finanzmarktgesetz zu durchbrechen, nach dem Anlageformen mit höheren Renditen stets auch höhere Risiken verkörpern. Dass es mit den vergebenen Rating-Noten im Falle der CDOs oftmals nicht weit her war und auch nicht sein konnte, zeigen in Ansätzen bereits die Ausführungen im letzten Kapitel. Doch kommen wir noch einmal zur Perspektive der potenziellen Käufer für CDOs und dem besonderen Reiz dieser Papiere im schwierigen Marktumfeld zu Anfang des neuen Jahrtausends zurück: Vergleichsweise große Tranchen dieser Anleihen waren durch die renommierten Ratingagenturen genauso gut bewertet worden wie die sichersten Staatsanleihen der Welt, gleichzeitig boten sie jedoch höhere Renditen. Das Ertragspotenzial wurde letztendlich nur von Aktien, bestimmten Unternehmensanleihen und Schuldtiteln aus Schwellenländern getoppt, an die sich in den Jahren 2001 bis 2003 aber kein institutioneller Investor wirklich herantraute. In der Folge kam es zu einem globalen Nachfrageboom nach CDOs. Da immer mehr institutionelle Anleger wie große Geschäftsbanken (zumeist über spezialisierte Zweckgesellschaften), Pensions- und Hedge-Fonds sowie Versicherungs- und Investmentgesellschaften ihre Mittel in die Wunderwaffe investieren wollten, wurden immer mehr Kredite (insbesondere Hypotheken) in CDOs verbrieft. Damit machten Kreditvermittler, Immobilienfinanzierer, die Emittenten der CDOs,

außerdem renommierte Anwaltskanzleien und auch die alteingesessenen Ratinggesellschaften immer größere Gewinne. Und als irgendwann die neu entstehende Zahl an Krediten nicht mehr ausreichte, um eine – die Nachfrage deckende – Anzahl an neuen CDOs zu kreieren, gingen die Akteure in der gigantischen Risikotransfer- und Wertschöpfungskette einen Schritt zu weit: Banken und ihre auf Provisionsbasis arbeitenden Vermittler vergaben immer mehr Kredite an Schuldner minderer Bonität, sogenannte Subprime-Borrower (»zweitklassige Schuldner«).

Zweitklassige Schuldner

Von nun an zählte nur noch Quantität statt Qualität. So stieg etwa der Anteil der zweitklassigen Immobilienkredite an dem Gesamtvolumen neu vergebener Immobilienkredite in der Zeit von 2000 bis 2006 von 9 auf 20 Prozent (das absolute Volumen neu vergebener Subprime-Kredite verdreifachte sich in dieser Zeit auf 600 Mrd. US-Dollar pro Jahr). Die folgende Übersicht zeigt eindrucksvoll, unter welchen Umständen bzw. nach welchen »Verfehlungen« ein Schuldner als Subprime-Borrower eingestuft wird.

»Subprime Borrower«

= Kreditnehmer mit vergleichsweise geringer Kreditwürdigkeit (mindestens einer der folgenden Punkte trifft zu)

- mind. zwei Kredite oder Kreditkartenrechnungen wurden innerhalb der letzten zwölf Monate 30 Tage lang weder mit Zins- noch mit Tilgungszahlungen bedient bzw. innerhalb der letzten 24 Monate traten bei einer Bedienung Verzögerungen von 60 Tagen auf
- Gerichtsurteil, Zwangsversteigerung, Wiederinbesitznahme einer Immobilie in den vorausgehenden 24 Monaten
- Private Insolvenz innerhalb der letzten fünf Jahre
- geringes Kreditprofil (vergleichbar »Schufa-Eintrag« in Deutschland)
- mind. 50% des Einkommens werden bereits für Schuldendienst geleistet oder Schuldner hat generell Schwierigkeiten, die notwendigen Aufwendungen nach Abzug des Schuldendienstes aufzubringen.

Bei Licht betrachtet und unter Beachtung traditioneller Kreditvergabekriterien hätte wahrscheinlich nicht mal ein Bruchteil dieser Schuldner überhaupt noch einen (weiteren) Kredit bekommen dürfen – nicht über wenige Hundert oder Tausend US-Dollar und schon gar nicht über mehrere Hunderttausend Dollar, wie es phasenweise bei zweitklassigen Hypothekenkrediten die Regel war. Doch mehrere Faktoren begünstigten den Vergabeprozess aus Sicht der Schuldner ganz maßgeblich, wodurch die unglaubliche Maschinerie über Jahre in Gang gehalten werden konnte.

Stetig steigende Hauspreise: Unendlicher Hauspreisboom?

Die Hauspreise waren zu Beginn des »Subprime-Booms« bereits über rund drei Jahre deutlich angestiegen – in bestimmten Regionen der USA vollkommen unabhängig von Qualität und Lage –, womit aus Sicht der Banken der Wert der Kreditsicherheiten permanent zulegte und sich die Risiken der Kreditvergabe per se in Grenzen hielten. Denn im Falle einer Zwangsversteigerung schien eine Veräußerung der beliebigen Immobilien problemlos und mindestens zum ursprünglichen Beleihungswert möglich.

Risikotransfer durch CDOs: Kreditvergabe ohne jedes Risiko?

Aber noch entscheidender: Die gigantische CDO-Nachfrage schuf über Jahre die Gewissheit für kreditvergebende Banken, dass eine umgehende Refinanzierung von Hypothekenkrediten ebenfalls problemlos möglich war. Die Banken erlebten damit paradiesische Zustände. Je mehr Kredite vergeben wurden, desto höher die vereinnahmten Vermittlungsprovisionen und Bearbeitungsgebühren. Risiken existierten lange Zeit de facto keine. War eine Kreditforderung erst einmal über ein MBS- bzw. CDO-Konstrukt verkauft, konnte die Bank von Zahlungsausfällen nicht mehr betroffen werden, das Risiko trugen die Käufer der abgeleiteten Wertpapiere. Die einzigen Risiken für die Bank bestanden letztendlich darin, dass die Schuldner schon nach wenigen Monaten ausfielen (dann musste die Bank die betreffenden Kredite sofort zurückkaufen – was aber in den ersten Jahren des Booms so gut wie niemals notwendig wurde) oder die Verbriefung über MBSs und CDOs aus irgendeinem Grund nicht mehr gelingen könnte (auch das schien in den ersten Jahren des Booms nahezu ausgeschlossen). Ein ähnliches Risikotransferinstrument, Credit Default Swaps, die – wie eingangs beschrieben – eine Art Kreditausfallversicherung darstellen, bot den Banken aus ökonomischer Sicht vergleichbare Möglichkeiten, weshalb es auch hier zu einem nahezu unkontrollierten Wachstum in den Jahren 2003 bis 2007 kam.

Niedrige Zinsen

Die Aufnahme von Krediten für den Kauf oder Bau eines Hauses oder die Beleihung existenter Immobilien wurde Subprime-Schuldnern insbesondere aber auch deshalb möglich, weil die Leitzinsen in den Vereinigten Staaten über Monate auf dem historisch niedrigen Niveau von 1 Prozent gehalten wurden. Die Zinsbelastungen in den ersten Laufzeitjahren der Kredite fielen vergleichsweise gering aus, weshalb mehr und mehr Schuldner trotz möglicherweise sehr geringem Einkommen das Gefühl hatten, sich die Aufnahme auch sehr großer Kreditsummen leisten zu können.

Besondere Kreditformen

Die niedrige Anfangsverzinsung bei gleichzeitiger Aussetzung von Tilgungszahlungen für einen Zeitraum von bis zu drei Jahren wurde durch besondere Kreditformen möglich, die auf die Bedürfnisse von Subprime-Schuldnern (und das niedrige Zinsniveau) besonders gut zugeschnitten waren: sogenannte Adjustable Rate Mortgages, kurz ARMs oder zu Deutsch: variabel verzinsliche Hypothekenkredite. Die Verzinsung dieser Instrumente orientiert sich nach einer zwei- oder dreijährigen Festzinsphase mit Minimalzinssätzen am Leitzins der US-Notenbank – je tiefer (höher) dieser am Anpassungstermin ist, desto geringer (höher) auch die künftige Zinsbelastung. Darüber hinaus verlangten die Banken – wie eingangs schon angedeutet – in den ersten zwei oder drei Jahren überhaupt keine Tilgungszahlungen für diese besondere Kreditform.

Die Übersicht im folgenden Fallbeispiel New Century als Kreditgeber ist ein Beispiel aus der Praxis und zeigt, welche wahnwitzigen Charakteristika eine CDO-Emission aufweisen konnte.

Die hier beschriebenen Voraussetzungen sowie immer laxere Vorschriften für verbrieftbare Hypothekenkredite sorgten für ein gewaltiges Hypothekenwachstum in den Vereinigten Staaten, seit 2003 vor allem im Bereich der Subprime-Kredite. Letztendlich tickte aber jahrelang eine gewaltige Bombe unter dem Geschäft mit Hypothekenkrediten, die nur auf einen finalen Auslöser wartete. In der Retrospektive dürften das vor allen Dingen die in

Summe kräftigen Zinserhöhungen der FED im Zeitraum von Sommer 2004 bis Sommer 2006 gewesen sein. Denn geht man von einem Beginn des Subprime-Booms im Sommer 2003 aus und unterstellt außerdem bei der überwiegenden Mehrheit der variablen Hypothekenkredite eine Zinsfixierung für zwei Jahre, so fanden die ersten Zinsanpassungen auf einem deutlich höheren Leitzinsniveau von etwa 3 Prozent statt – zwei Prozentpunkte höher als im Zeitpunkt der Kreditaufnahme.

Fallbeispiel New Century als Kreditgeber – Zusammensetzung eines ausgewählten CDO-Kreditportfolios

- 43 Prozent der Kredite dienen zum Kauf der unterliegenden Immobilie, der Rest dient ausschließlich zur Finanzierung von Konsum.
- In Summe besitzen nur 16 Prozent der Kredite ein akzeptables Rating, wurden aber unter Inkaufnahme hoher Risiken vergeben (größere Kreditsummen bei geringerer Beleihungsgrenze, mangelhafte Dokumentation, Finanzierung eines Zweitwohnsitzes).
- Die Kreditnehmer mit besserer Bonität sind mit hoher Wahrscheinlichkeit überwiegend Spekulanten, die für die Rückzahlung ihrer Kredite auf steigende Hauspreise angewiesen sind.
- Durchschnittskreditvolumen: 223.000 US-Dollar, 24 Prozent der verbrieften Kredite > 300.000 US-Dollar.
- Überwiegend 2/28 ARM (Zinsen 2 Jahre fest, dann 28 Jahre variabel) mit 40 Jahren Tilgungszeitraum.
- Schuldendienst macht bei Kreditnehmern schon im Zeitpunkt der Vergabe durchschnittlich 42 Prozent des Bruttoeinkommens aus.

Steigende Leitzinsen führen zu steigenden Ausfallraten

Die monatliche Zinsbelastung der betroffenen Subprime-Schuldner konnte sich damit – abhängig von der Höhe des »Einstiegszinssatzes« – quasi über Nacht sogar verdoppeln. Beispiel: Sah der Kreditvertrag für die ersten zwei Jahre einen Einstiegsatz von 4 Prozent vor und sollte der Zinssatz anschließend gemäß der Formel »US-Leitzins + 5 Prozentpunkte« angepasst werden, so stieg der Zinssatz für den betreffenden Subprime-Schuldner von 4 Prozent im Zeitpunkt der Kreditaufnahme auf 8 Prozent bei der ersten Zinsanpassung (ohne die zwischenzeitlichen Leitzinserhöhungen der FED wäre der Zins von 4 Prozent auf nur 6 Prozent angestiegen). Hinzu kommt die Tatsache, dass nach Ablauf von zwei oder drei Jahren zusätzlich zur monatlichen Zinszahlung auch ein erster Tilgungsbetrag für den Kredit zu überweisen war. Es bedarf keiner großen Fantasie, sich vorzustellen, dass die meisten Subprime-Schuldner, die häufig schon vor der Aufnahme der Hauskredite einen beachtlichen Teil ihres Einkommens für die Bedienung anderer Kredite (z. B. Kreditkartenschulden) aufwenden mussten, ab dem ersten Tag nach Ablauf der Zinsbindungsfrist in arge finanzielle Schwierigkeiten gerieten. Der Anfang vom Ende des US-Immobilienbooms.

1.1.3 Die Auswirkungen der Krise auf die globalen Finanzmärkte Geldmarkt

Die Abbildung 1-3 auf der folgenden Seite zeigt die Entwicklung des EONIA – das war über lange Zeit der Durchschnittszinssatz für »Übernachtkredite« unter Banken – in Relation zum Hauptrefinanzierungssatz der EZB (»Leitzins«) und Satz für EZB-induzierte Geldaufnahmen bei der Zentralbank) sowie zum Einlagezinssatz (Zinssatz für kurzfristige Geldanlagen bei der EZB). Während EONIA in normalen Marktphasen um den Leitzinssatz herum schwankte,

lag er im dargestellten Zeitabschnitt seit Herbst 2008 ständig unter diesem und sehr nahe dem Einlagezinssatz. Banken mit ausreichend Liquidität legten diese lieber zu einem Minimalzinssatz bei der EZB an. Ein Indiz dafür, dass das Vertrauen am Geldmarkt noch nicht wieder hergestellt war.

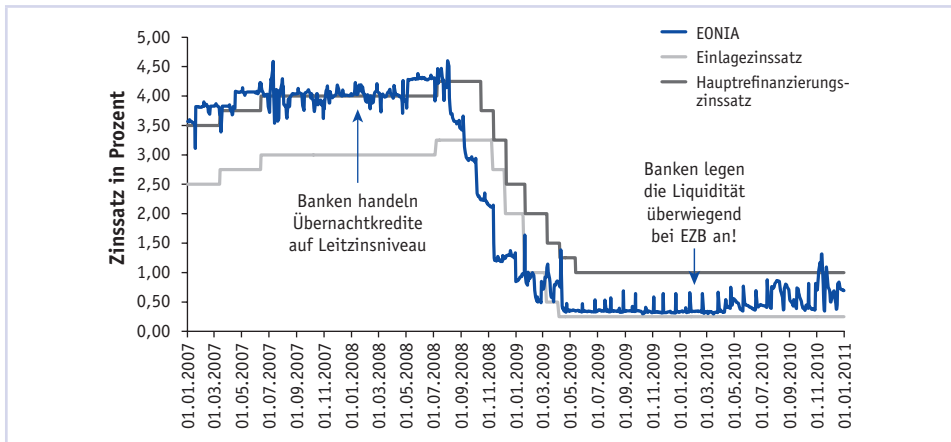


Abb. 1-3: Zusammenhang von Interbanken-Zinssatz und Leitzinssatz

Rentenmarkt

Die Linie in der Abbildung 1-4 unten zeigt die Differenz (»Spread«) zwischen der durchschnittlichen Rendite von Unternehmensanleihen mit guter Bonität (Anleihen mit Dreifach-B-Rating) und der Rendite deutscher Bundesanleihen. Im Verlauf der Krise weiteten sich die Renditeaufschläge sehr deutlich aus – zeitweise lagen die Renditen der Unternehmensanleihen um 4 Prozentpunkte über denen von deutschen Staatsanleihen – nachdem der Spread über Monate zwischen 1 und 2 Prozentpunkten geschwankt hatte. Staatsanleihen hatten während der Krise – durch eine gewaltige Nachfrage nach sicheren Papieren – historische Renditetiefpunkte erreicht (steigende Kurse führen zu sinkenden Renditen), wohingegen Unternehmensanleihen eher auf der Verkaufsliste der Marktteilnehmer standen (= rückläufige Kurse und steigende Renditen). Die Spreads haben sich im 2. Halbjahr 2009 relativ schnell wieder »normalisiert«.

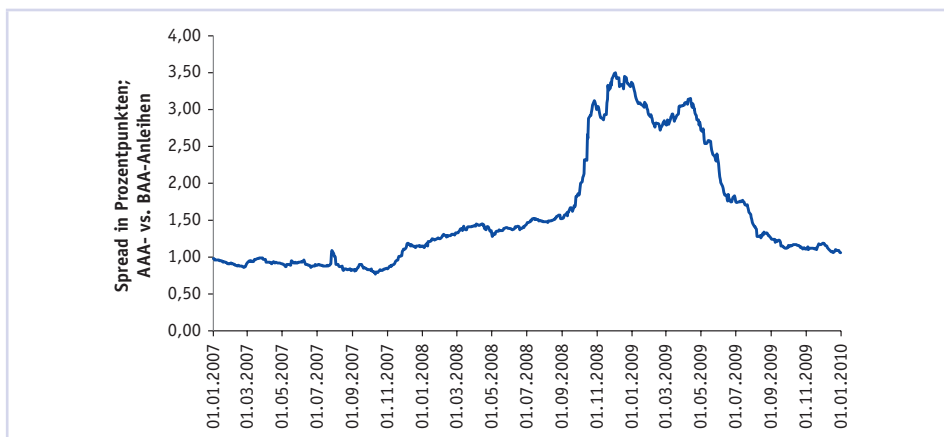


Abb. 1-4: Renditeaufschläge (Spreads) Unternehmens- versus Staatsanleihen

Aktien

Die internationalen Aktienmärkte büßten im Zuge der Finanzmarktkrise deutlich an Wert ein (gemessen an DAX und S+P 500 vom Hoch- zum Tiefpunkt minus ca. 55 Prozent). Der Wendepunkt wurde im März 2009 erreicht, nachdem die weltweiten Konjunkturindikatoren erste Erholungssignale aussandten. Seither zogen die Börsen wieder deutlich an.

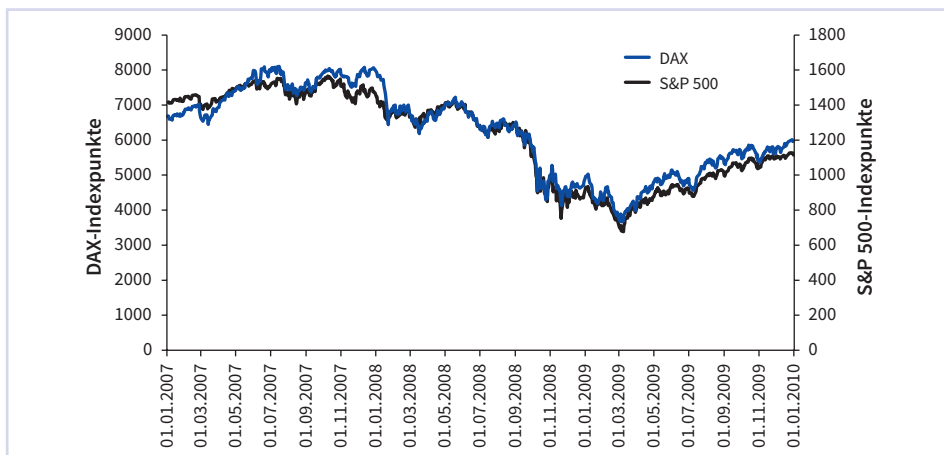


Abb. 1-5: Aktienmarktentwicklung während der Krise

Rohstoffe

Die weltweit hohe Liquidität bei institutionellen Anlegern führte auch an den internationalen Rohstoffmärkten zu Preisübertreibungen – zunächst, im Frühjahr 2008, bei Weizen, später dann, im Sommer 2008, sehr auffällig beim Rohöl, das mit rund 150 US-Dollar pro Barrel einen historischen Hochpunkt erreichte, und auch bei Mais (wegen dessen Einsatzmöglichkeiten in der Kraftstoffherstellung). Als sich im Zuge der Finanzmarktkrise die weltweite

Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen deutlich abschwächte, brachen im Herbst 2008 dann auch sämtliche Rohstoffpreise deutlich ein (siehe Abbildung 1-6).

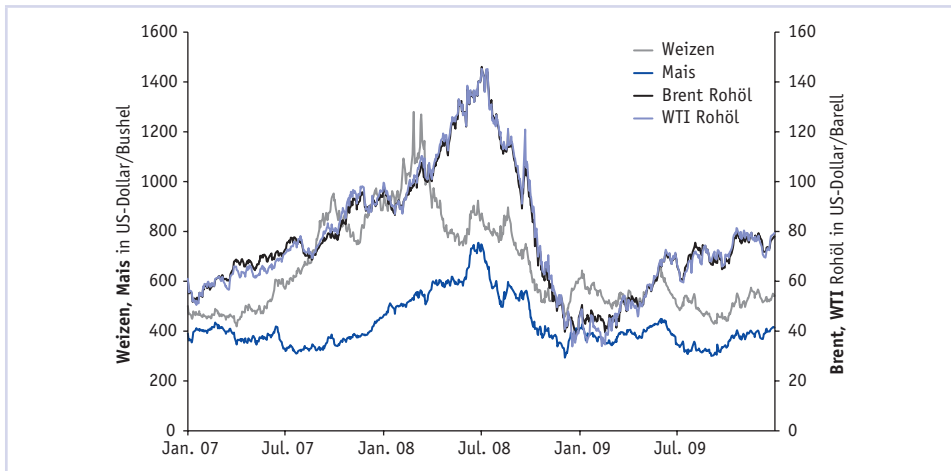


Abb. 1-6: Rohstoffmarktentwicklung während der Krise

1.1.4 Die Bankenkrise wird zur Staatenkrise

Durch die Krise in Island Ende 2008 wurde bereits in einem sehr frühen Stadium der Finanzmarktkrise deutlich, dass die Probleme im Bankensektor nicht isoliert zu betrachten sind, sondern auch Staat und Regierung erheblich in Mitleidenschaft gezogen werden können. In Island verursachte das marode Bankensystem die Zahlungsunfähigkeit des Staates. In der Folge wurde die Regierung vom eigenen Volk wortwörtlich »vertrieben«.

Potenzielle Kandidaten für ein vergleichbares Szenario waren seinerzeit insbesondere Irland und Spanien. Beide sind jedoch Teil der Eurozone und konnten dank der finanziellen Hilfe der anderen Mitgliedsstaaten die Zahlungsunfähigkeit von Banken und Staat abwenden. Auch in Großbritannien und der Schweiz wurden die Staatsregierungen durch die hohen Verbindlichkeiten der nationalen Banken in arge Bedrängnis gebracht. Hier wiederum konnten jedoch die nationalen Zentralbanken eine landesweite Finanzkrise aus eigener Kraft vermeiden.

Bedrohliche Verschuldungssituation

Die Finanzmarktkrise hat die bedrohlichen Verschuldungssituationen vieler Staaten, die im Zuge des wirtschaftlichen Booms der Jahre 2003 bis 2007 noch sehr gut kaschiert werden konnten, schonungslos und mit erschreckender Wucht zutage gefördert. Und im Gegensatz zu den bisher genannten Ländern resultierte der Schock für Staat und Regierungen in Ländern wie Griechenland, Portugal oder Italien nicht aus dem kapitalschwachen Bankensystem, sondern aus einer jahrelangen exorbitanten Verschuldungspolitik der Staatsregierungen, der Unternehmen und letzten Endes auch der privaten Haushalte.

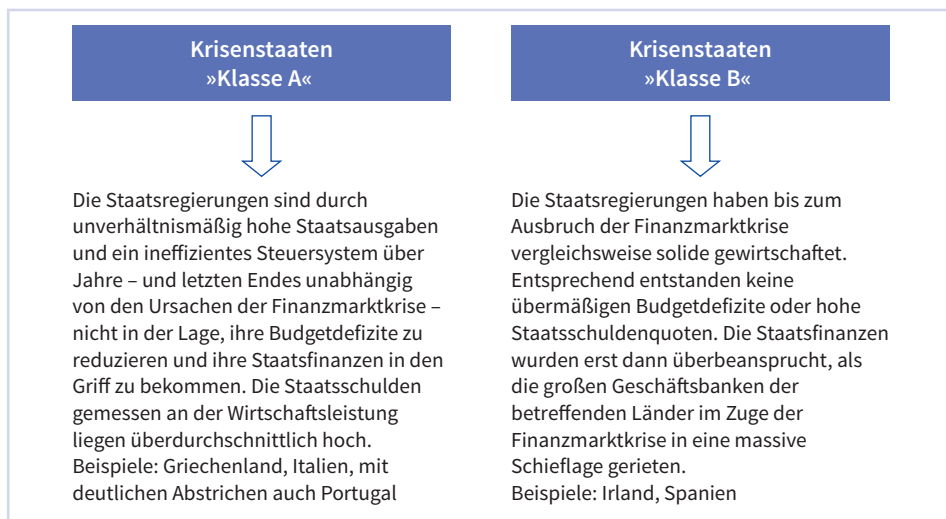


Abb. 1-7: Krisenstaaten – Zwei Kategorien

Zu diesem Kontext passend gibt es einen treffenden Ausspruch von Warren Buffett, der sich eigentlich auf Unternehmen in wirtschaftlichen Krisenzeiten bezieht: »Erst wenn die Ebbe kommt, sieht man, wer nackt schwimmt.« Dieser lässt sich sehr gut auf die Situation vieler Staaten seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 übertragen. Warum das so ist, zeigen wir am Beispiel der Euro-Mitgliedsländer Italien, Griechenland und Portugal.

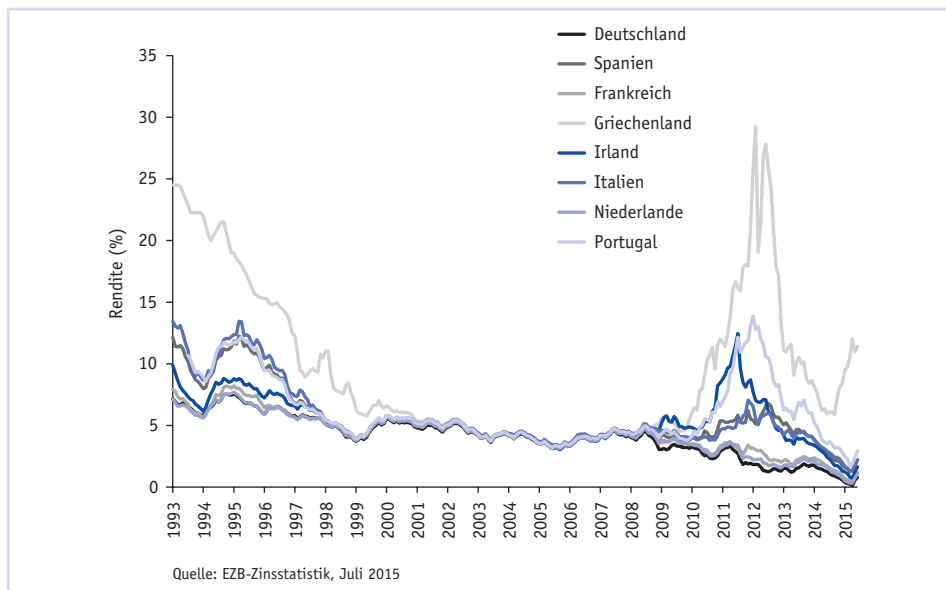


Abb. 1-8: Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in ausgesuchten Euro-Mitgliedsländern

Die Abbildung 1-8 zeigt die Entwicklung der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in ausgesuchten Euro-Mitgliedsländern seit Mitte der 1990er-Jahre bis 2012: Italien, Griechenland und Portugal haben durch die Einführung des Euro enorme Vorteile genossen. Mussten die jeweiligen Regierungen bis zur Mitte der 1990er-Jahre noch zweistellige Renditen für zehnjährige Staatsanleihen aufwenden (Italien: grob zwischen 10 und 15 Prozent, Griechenland: in der Spitze bis zu knapp 25 Prozent), so schrumpfte die Belastung bis zum Jahr 2001 auf sage und schreibe etwa 5 Prozent – und damit auf das Renditeniveau zehnjähriger Bundesanleihen.

Konvergenzphase

Gemeinhin wurde und wird die Periode zwischen dem Madrider Gipfel im Dezember 1995 – auf diesem Gipfel wurde beschlossen, dass die Währungsunion am 1. Januar 1999 offiziell beginnen soll – und der Festlegung der Umtauschrelationen der jeweiligen nationalen Währungen zum Euro im Mai 1998 als **Konvergenzphase** bezeichnet. Einfach übersetzt würde diese Phase in diesem Kontext heißen: »Zeitraum des Zusammenlaufens der Staatsanleiherenditen«. Dafür gibt es bei Licht betrachtet jedoch keine ökonomische Begründung. Denn die Annäherung der Renditen von hochriskanten gegenüber sicheren Staatsanleihen wäre nur dann erklärbar gewesen, wenn Anleger sicher hätten davon ausgehen können, dass ihnen die Einführung der Einheitswährung sämtliche Verlust- und Ausfallrisiken nimmt. Dazu bestand aber kein Anlass, was wir im Folgenden zeigen werden.

Verlustrisiken

Schauen wir zunächst auf **Verlustrisiken** aus Währungsabwertungen: Bestanden vor der Einführung des Euro z. B. für deutsche Anleger Wechselkurs- und damit währungsbedingte Verlustrisiken beim Kauf von italienischen oder portugiesischen Staatsanleihen, und verlangten deutsche Anleger einen Ausgleich für diese Risiken durch einen Zinsaufschlag gegenüber Bundesanleihen, so waren diese Risiken mit dem Tag der Einführung des Euro vollkommen eliminiert. Ein Zinsaufschlag für Wechselkursrisiken musste in dem hier beschriebenen Beispiel gegenüber Bundesanleihen nicht mehr gewährt werden.

Bonitätsrisiken

Für die **Bonitätsrisiken**, die in erster Linie aus unterschiedlichen Einnahme- und Ausgabe strömen der verschiedenen Staaten der Eurozone resultieren, hatte die Einführung des Euro aber keine vergleichbare Auswirkungen. Das heißt: Anleger hätten prinzipiell auch weiterhin Renditeaufschläge für die vorhandenen Unterschiede in der Kreditwürdigkeit der verschiedenen Staaten verlangen müssen. Nur unter einer Voraussetzung hätte sich ein vollständiger Verzicht auf Renditeaufschläge rechtfertigen lassen: Der gemeinsame Währungsraum hätte vom ersten Tag an gleichzeitig auch eine Haftungsgemeinschaft repräsentieren müssen. Ohne Wenn und Aber hätten die finanzstarken Staaten für die finanzschwachen haften müssen – das heißt, sie hätten per vertraglicher Verpflichtung im Notfall für deren Verbindlichkeiten eintreten müssen. Aber genau das war durch den Maastrichter-Vertrag und die dort fixierte »**No-Bail-out-Klausel**« (zu deutsch sinngemäß: »zwischenstaatliches Beistandsverbot«) ausgeschlossen worden. Halten wir fest: Eine nahezu deckungsgleiche Rendite von deutschen und z. B. italienischen Staatsanleihen hätte es allein aufgrund der Euro-Einfüh-

rung nicht geben dürfen. Was die Marktteilnehmer zu einer nahezu 100-prozentigen Konvergenz bewog, lässt sich heute nicht mehr ergründen.

Handhabung der Staatsschulden in Problemländern

Nehmen wir daher nur die Fakten: Die Staatsanleiherenditen haben sich in Italien, Griechenland und Portugal durch die Einführung des Euro bis auf wenige Basispunkte den deutschen Staatsanleiherenditen angenähert und damit de facto drastisch vermindert.

Die von Jahr zu Jahr abnehmende Zinsbelastung der Staatshaushalte schaffte den jeweiligen Regierungen in den rund zehn Jahren von 1998 bis 2007/2008 enorme finanzielle Spielräume. Vor diesem Hintergrund macht Hans-Werner Sinn in seinem Buch »Die Target-Falle« ein beeindruckendes Rechenbeispiel auf: Gemäß seiner Berechnungen hätte Italien unter bestimmten Annahmen heute schuldenfrei sein können, hätte es nur sämtliche Finanzmittel, die dem Staat durch die eingetretene Zinersparnis über Jahre zur Verfügung standen, diszipliniert für die Abtragung seiner Staatsschulden eingesetzt.

In der Praxis ist sowohl in Italien als auch in Griechenland und Portugal aber wohl eher das Gegenteil passiert: Die Regierungen haben in diesen Ländern die neuen finanziellen Spielräume nicht für die Konsolidierung der Staatsschulden genutzt, sondern für Mehrausgaben im Staatsetat.

In Griechenland und Portugal wurde mit den eingesparten Zinsen insbesondere der öffentliche Sektor aufgebläht. Immer mehr Staatsdiener wurden zu vergleichsweise hohen und laufend erhöhten Gehältern eingestellt – und das aus der verminderten Zinslast gewonnene Geld wurde auf diese Weise mit beiden Händen förmlich zum Fenster rausgeworfen.

Doch damit nicht genug: Die ungezügelte Ausgabenpolitik der betreffenden Staatsregierungen in den zehn Jahren von 1998 bis 2008 führte sogar zu einer steigenden Staatsverschuldung in den genannten südeuropäischen Staaten. Gleichzeitig kam es dank der günstigen Zinsentwicklung mit der Euro-Einführung zu einer kräftigen Ausweitung des privaten Konsums, einhergehend mit einer drastisch steigenden Auslandsverschuldung.

Staaten wie Italien, Griechenland und Portugal sind also über Jahre »nackt geschwommen«, haben dank der Einführung des Euro weit über ihre Verhältnisse leben können und gleichzeitig die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Wirtschaft ruiniert, ohne dass diese brenzlige Situation den Marktteilnehmern bis zum Ausbruch der Finanzmarktkrise Anlass gewesen wäre, deutlich höhere Renditen auf die jeweiligen Staatsanleihen bzw. höhere Zinsen insgesamt von den Schuldnern dieser Länder zu verlangen. Die folgenden Ausführungen verdeutlichen, dass es ein Zusammenspiel aus dem Target2-System und der lockeren Refinanzierungspolitik der EZB ist und war, das eine finanzielle Unterstützung der Krisenstaaten zu sehr günstigen Konditionen seit Jahren möglich macht – die wahren Folgen dieses Zusammenspiels für alle Beteiligten aber heute noch längst nicht absehbar sind.

1.1.5 Das Zusammenspiel von Target2 und der lockeren Refinanzierungspolitik der EZB

»Target«

ist die Abkürzung für »Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System« und »Target2« beschreibt die zweite Generation eines Zahlungsverkehrssystems, mit dessen Hilfe Zahlungen zwischen den Banken im Euro-System durchgeführt und verbucht werden können.

Das **Target-System** kommt – wie der Namensbestandteil »Trans-European« schon andeutet – ausschließlich bei grenzüberschreitenden Zahlungstransaktionen zwischen Geschäftsbanken innerhalb der Eurozone zum Einsatz (an Target beteiligen können sich auch Banken mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsraumes, was wir im Folgenden aber vernachlässigen werden).

Beispiel

Ein stark vereinfachtes Beispiel verdeutlicht die Zusammenhänge: Ein irischer Autohändler kauft Autos bei einem deutschen Autohersteller in einem Gesamtwert von 50 Mio. Euro und zahlt diese Summe per Banküberweisung. Die Hausbank des Autohändlers in Irland bucht das Geld von dessen Firmenkonto ab. Die "irischen Euros" landen am Ende der Kette auf der irischen Seite (Autohändler, Geschäftsbank, Irische Nationalbank) auf dem Konto der Irischen Nationalbank und verbleiben dort, das heißt, sie verlassen das Land nicht und überschreiten keine Grenze. Im nächsten Schritt weist die Irische Nationalbank die Deutsche Bundesbank über das Target-System an, 50 Mio. Euro an die Geschäftsbank des deutschen Autoherstellers zu überweisen. Die Hausbank des Autoherstellers in Deutschland bekommt die 50 Mio. Euro von der Deutschen Bundesbank gutgeschrieben und verbucht diese auf dessen Firmenkonto. Beim Zahlungsstrom auf deutscher Seite handelt sich also um 50 Mio. Euro, die unmittelbar von der Deutschen Bundesbank stammen, nicht von der Irischen Nationalbank. Als zentrale und finale Verbuchungsstelle für die vorgenommene Zahlung dient die Europäische Zentralbank (EZB). Durch die Transaktion entsteht der Irischen Nationalbank eine Verbindlichkeit in Höhe von 50 Mio. Euro gegenüber der EZB. Die Deutsche Bundesbank hingegen erlangt eine Euro-Forderung gegenüber der EZB in exakt gleicher Höhe. Einmal am Tag, um 24 Uhr, verrechnet die EZB sämtliche Forderungen und Verbindlichkeiten der jeweiligen nationalen Zentralbanken miteinander. Nehmen wir an, dass weder die Irische Nationalbank noch die Deutsche Bundesbank eine weitere Transaktion am Tag des Autogeschäfts vorgenommen hat, so stellt sich der Saldo der beiden Banken um 24 Uhr desselben Tages wie folgt dar:

Target2-Saldo Irische Nationalbank: – 50 Mio. Euro (= Verbindlichkeit ggü. EZB)	Target2-Saldo Deutsche Bundesbank: + 50 Mio. Euro (= Forderung ggü. EZB)
--	---

Aus ökonomischer Sicht stecken hinter den Verbuchungen im Target-System mehr als reine Zahlungen zwischen den teilnehmenden Banken. In seinem Buch »Die Target-Falle« beschreibt Hans-Werner Sinn auf sehr anschauliche Weise, warum Target-Salden in Funktion und Wirkung mit Krediten vergleichbar sind. Wir zitieren aus Kapitel 6 des erwähnten Buches:

»Warum die Target-Salden Kredite messen.

Das Kreditverhältnis entsteht ... dadurch, dass beispielsweise beim Kauf eines deutschen Autos durch einen Iren die Deutsche Bundesbank eine von der Irischen Notenbank in Auftrag gegebene Überweisung durchführt. Dazu muss die Bundesbank der inländischen Geschäftsbank des deutschen Autoherstellers eine Gutschrift erteilen, die für sie selbst eine Schuld gegenüber dieser Geschäftsbank darstellt. Gleichzeitig gewährt sie der Irischen Nationalbank in Höhe der Gutschrift, die sie der inländischen Geschäftsbank erteilt hat, einen Kredit, den sie als Forderung in ihrer Bilanz verbucht. Es ist, als ob ich für meinen Freund, der sein Portemonnaie vergessen hat, eine Handwerkerrechnung bezahle. Ich gebe ihm durch die Ausführung der Zahlung an seiner Stelle einen Kredit und erwerbe dadurch eine Forderung gegenüber ihm. Der Unterschied ist nur, dass mein Freund mir das Geld des Abends zurückgibt, während die Target-Forderung im Prinzip unbegrenzt stehen bleibt und niemals fällig gestellt werden kann. Irland bezieht also die Ware und lässt anschreiben, ohne selbst eine Ware zurückliefern zu müssen.«

Beispiel

In den Abbildungen 1-9 bis 1-12 ist der hier beschriebene Zusammenhang noch einmal anschaulich dargestellt. In unserem Beispiel von oben, das wir im Folgenden weiterverwenden, erwirbt ein irischer Autohändler deutsche Autos im Gesamtwert von 50 Mio. Euro. Hinzu kommt jetzt aber noch eine weitere Begebenheit: Eine deutsche Immobiliengesellschaft zahlt am selben Tag (= vor 24 Uhr) den exakt selben Betrag für eine Immobilie in Dublin an einen irischen Immobilienmakler. Diese Zahlung wird ebenfalls über das Target-System und damit über die irische Notenbank auf der einen Seite und die Deutsche Bundesbank auf der anderen Seite abgewickelt. In der Folge sind die Target-Konten der Irischen Nationalbank und der Deutschen Bundesbank am Ende des betreffenden Tages exakt ausgeglichen. Ein positiver oder negativer Target-Saldo entsteht in diesem Fall für keine der beiden Banken.

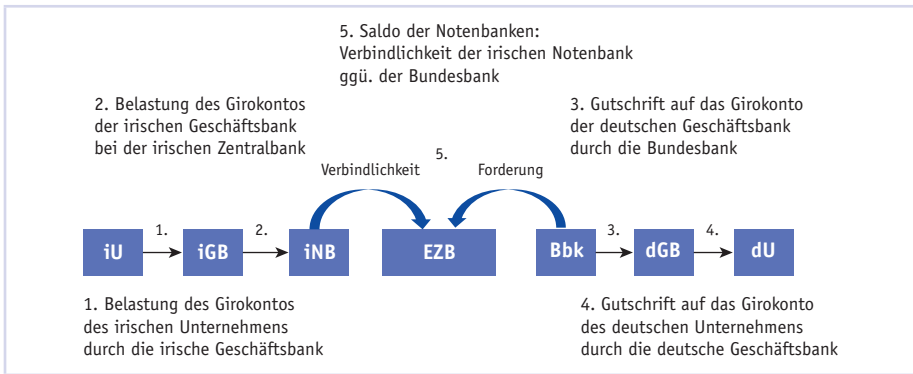


Abb. 1-9: Geldfluss über das Target-System

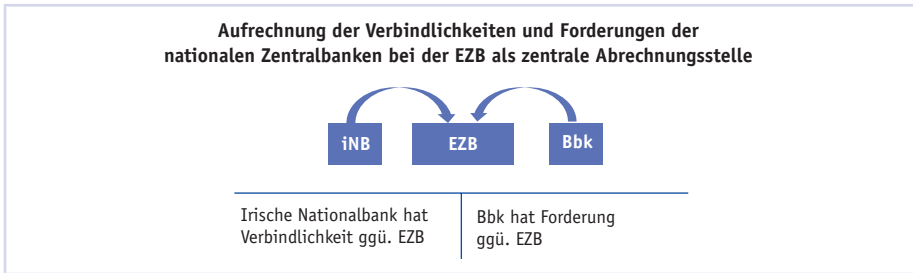


Abb. 1-10: Gegenüberstellung der Positionen auf dem EZB-Konto der Targetkunden zweier Nationalbanken

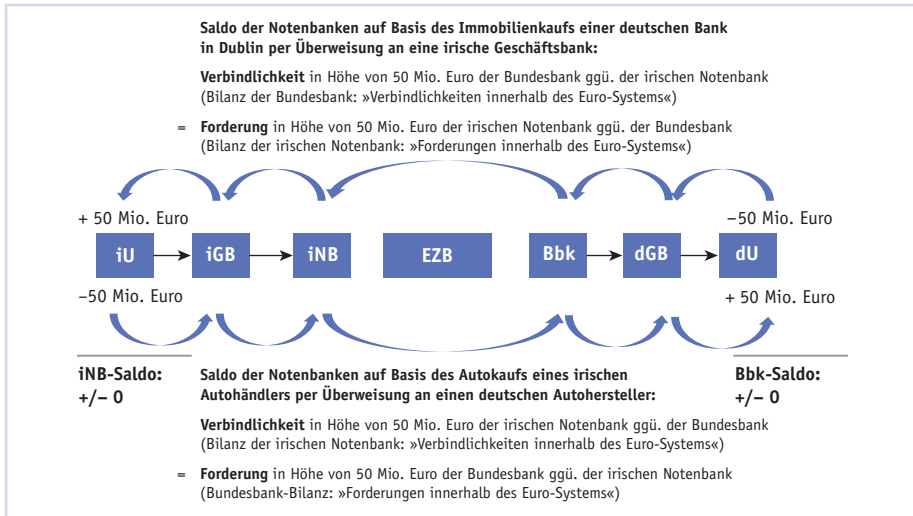


Abb. 1-11: Immobilien- bzw. Autokauf über Target-System

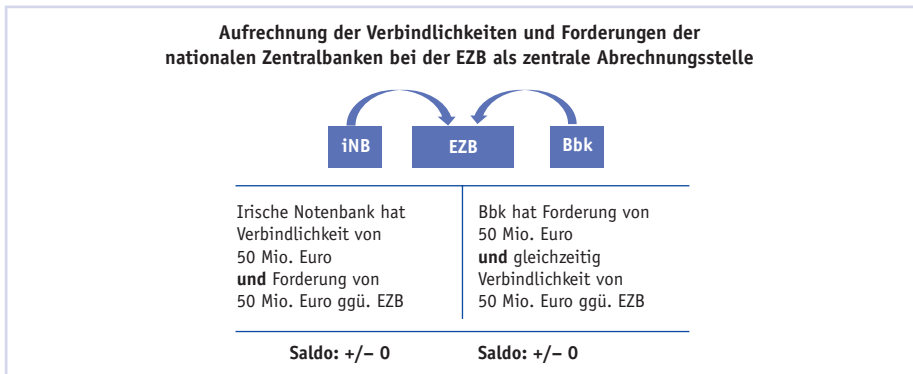


Abb. 1-12: Schuldenausgleich über Target-System

Abbildungslegende:

- iU irisches Unternehmen
- iGB irische Geschäftsbank
- iNB irische Nationalbank
- Bbk Bundesbank
- dGB deutsche Geschäftsbank
- dU deutsches Unternehmen

Die **Target-Konten** der nationalen Zentralbanken im Euro-System waren bis zum Jahr 2007 – wie im Beispiel dargestellt – Tag für Tag nahezu ausgeglichen. **Target2-Salden** traten dauerhaft und in größerem Umfang erst mit bzw. nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise auf.

Target2-Salden

Die Begründung dafür ist einfach: Während die Krisenländer dank Target-System und EZB auch nach Ausbruch der Krise weiter in der Lage waren, Güter aus Nicht-Krisenländern einzukaufen und über das Target-System relativ einfach zu bezahlen, fanden Zahlungen in Richtung der Krisenländer quasi mit einem Schlag nicht mehr statt. Aufgrund des schwindenden Vertrauens in die wirtschaftliche Lage der Krisenländer wurde zum Beispiel in Irland oder Griechenland nicht mehr direkt investiert – entsprechend existierten auch keine Zahlungsströme mehr in Richtung der Krisenländer. Die Target-Salden entwickelten sich daher nur noch in eine Richtung: Die negativen Target-Salden der Krisenländer wuchsen beständig an – zum Teil noch verstärkt durch eine Kapitalflucht und damit verbundene massenhafte Auslandsüberweisungen inländischer Bürger –, die positiven Target-Salden der Nicht-Krisenländer ebenso. Ein Ausgleich der jeweiligen Target-Salden kam nicht mehr zustande. Zur Veranschaulichung dieser Situation dienen die Abbildungen 1-13 und 1-14.

Problematik des Target2-Systems

Die besondere Problematik des **Target2-Systems** liegt darin, dass eine nationale Zentralbank, nennen wir sie Zentralbank A, quasi einen Kontraktionszwang hat. Sie kann sich einer Zahlung in Euro, die eine andere nationale Zentralbank (Zentralbank B) in Richtung Sitzland der Zentralbank A über das Target-System anstößt, letztendlich nicht verschließen und muss diese für Zentralbank B ausführen. Eine Prüfung, wie Letztere an das Zentralbankgeld gelangte, ist Bank A nicht möglich. Akzeptierte die EZB beispielsweise Anleihen mit geringer Bonitätsnote zur Besicherung eines Refinanzierungskredits der Zentralbank B, so muss Bank A diese Besicherung akzeptieren und kann dagegen nicht intervenieren – abgesehen davon, dass sie von der EZB nicht einmal in Kenntnis darüber gesetzt würde, wie Bank B an das Zentralbankgeld gelangte bzw. den Refinanzierungskredit besichert hat.

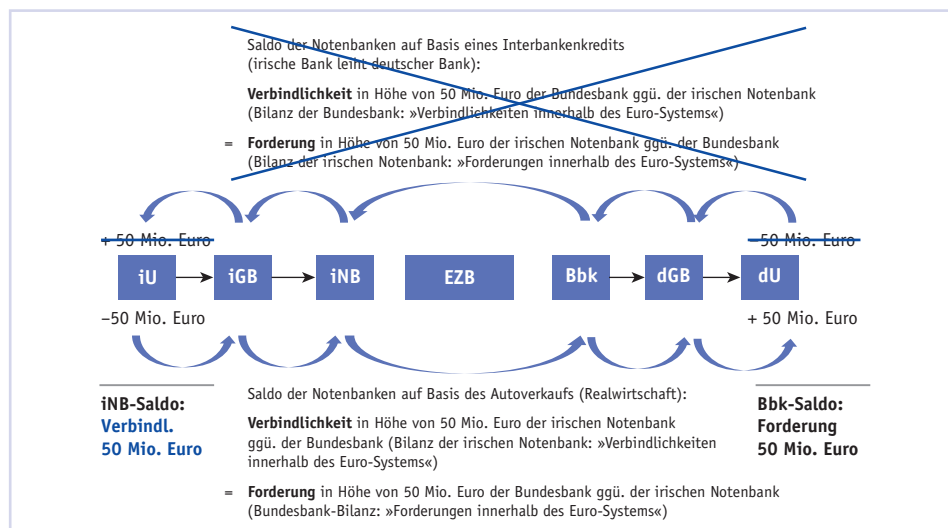


Abb. 1-13: Ausfallende Zahlungen über Target2-System; hier: entfallender Immobilienkauf in Irland

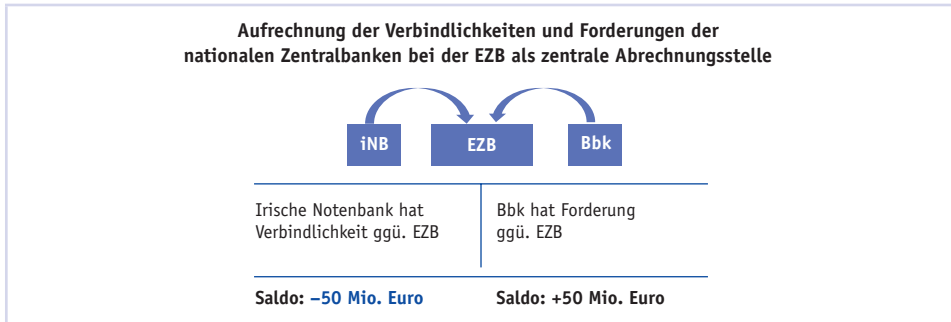


Abb. 1-14: Nicht ausgeglichener Target2-Saldo

Hieraus resultiert die weitere Brisanz des Target- bzw. des gesamten EZB-Systems: Der Bestand an Zentralbankgeld (Bargeld und Sichteinlagen) in einer Volkswirtschaft ist im Regelfall vergleichsweise klein. Aus einer Volkswirtschaft können nicht Unmengen an Zentralbankgeld z. B. durch Überweisungen ins Ausland abfließen, ohne dass die Volkswirtschaft schon bald in eine Liquiditätskrise geraten würde. Der Spielraum für die Krisenstaaten, Target-Salden zur Importfinanzierung aufzubauen, ist also normalerweise begrenzt und nicht unendlich ausbaubar – quasi ein eingebauter Schutzmechanismus. Jetzt kommt aber die EZB ins Spiel. Sie legt die Bedingungen für Refinanzierungskredite für Geschäftsbanken im Euro-Raum und damit auch in Krisenstaaten fest. Waren diese Bedingungen in normalen Zeiten recht hart formuliert und mussten die zur Besicherung von Refinanzierungskrediten akzeptierten Wertpapiere vor der Krise höchsten Qualitätsanforderungen (z. B. Ausstattung mit einem Dreifach-A-Rating) genügen, so hat die EZB die Anforderungen in den letzten Jahren immer mehr gelockert und auch Wertpapiere akzeptiert, die am Markt längst nicht mehr ohne deutliche Preisabschläge handelbar waren. Hierdurch wurde es Banken in Krisenstaaten möglich, sich auch nach Ausbruch der Finanzmarktkrise problemlos bei der EZB zu refinanzieren und immer mehr neues Zentralbankgeld zu beschaffen. Die Liquidität für die auch in der Krise noch enormen Zahlungsflüsse in Richtung Ausland konnten sich die Banken der Krisenstaaten also ohne Probleme selbst erzeugen, ohne dass ein Regulativ sie daran gehindert hätte. Hans-Werner Sinn bringt das folgendermaßen auf den Punkt: »Durch die Absenkung der Standards für die Besicherung von Refinanzierungskrediten hat der EZB-Rat finanzschwachen Ländern die Möglichkeit gegeben, sich den Überziehungskredit quasi aus dem Kassenautomat zu ziehen, ohne dass die Bank, in diesem Fall die Bundesbank, in Lage wäre, ein Limit einzuziehen. ... Die Bundesbank muss sich mit einer ewigen Buchforderung begnügen.«

Die andere Seite der Medaille sollten wir aber an dieser Stelle nicht verschweigen: Deutsche Bürger mit hohen Anlagevolumina in Ländern der Eurozone hatten aufgrund der Target2-Systematik überhaupt die Möglichkeit, ihre Mittel nach Ausbruch der Finanzmarktkrise schnell und vollkommen unbeschadet nach Deutschland zurückzuholen. Target2 hat insbesondere Kapitalverkehrscontrollen verhindert, die Mittelflüsse zwischen den Euro-Staaten aufrechterhalten und damit durchaus auch Vorteile für die Marktteilnehmer gehabt.

Risiken des Target2-Systems

Halten wir in Kenntnis dessen dennoch fest: Target2 und EZB ermöglichten Krisenländern – auch nach Ausbruch der Finanzmarktkrise – weit über ihre Verhältnisse zu leben (»weiterhin nackt zu schwimmen«). Die daraus resultierenden Risiken wurden auf die Zentralbanken der finanzstarken Länder, insbesondere die Bundesbank, verlagert.

Der Target2-Saldo der Bundesbank beträgt mehrere Hundert Milliarden Euro (plus). Bei Drucklegung des Buches hat die Bundesbank eine Forderung gegenüber der EZB bzw. den anderen Zentralbanken der Eurozone in nach wie vor beachtlicher Höhe – für diese Summe gibt es auf Basis der Target2-Vereinbarungen weder Rückzahlungsgarantien oder -fristen noch eine ausreichende Besicherung. Bei

- einem Ausscheiden einzelner Staaten aus dem Euro-System müsste die Bundesbank die Target-Salden mit hoher Wahrscheinlichkeit zum Teil abschreiben, was ihr einen Buchverlust bescheren könnte (was wiederum in der Geschichte der Bundesbank bisher noch nicht vorgekommen ist).
- einem Zusammenbruch des Euro-Währungssystems müsste die Bundesbank diesen Betrag mit hoher Wahrscheinlichkeit vollständig abschreiben und anschließend möglicherweise selbst sofort aus Steuergeldern deutscher Bürger refinanziert werden, sofern die Abschreibung das Eigenkapital der Bank überschreitet und ein formaler Bankrott der Bundesbank verhindert werden soll.

Im besten Fall aber, so die Hoffnung, kommt es in den folgenden Jahren zu gegenläufigen Finanzströmen, im Fall der Bundesbank also zu hohen Flüssen an Zentralbankgeld aus Deutschland in Richtung der Krisenländer (z. B. für Waren- und Wertpapierkäufe oder auch den Erwerb von Firmen und Immobilien). Dann würden sich die Target-Salden im Lauf der Jahre ausgleichen und alle Probleme mit dem Target-System wären schließlich vom Tisch. Per Ende des Jahres 2023 lagen die Target-Salden der Deutschen Bundesbank in Summe über 1 Billion (1.000 Mrd.) Euro. Die deutsche Zentralbank hatte in dieser enormen Dimension offene Forderungen gegenüber den Notenbanken der anderen Euro-Teilnehmerstaaten.

1.1.6 Die Finanzmärkte auf Jahre im Krisenmodus

Die Finanzkrise mit ihrem Ursprung im Immobilien- und Bankensektor der Vereinigten Staaten wurde durch besondere Wertpapierformen zu einer Krise globalen Ausmaßes. Sie förderte die wirtschaftliche und finanzielle Schwäche vieler Industrienationen schonungslos zutage und mündete in Europa schließlich in der Euro-Krise. Fairerweise muss man sagen, dass die in den USA gestartete Finanzkrise nicht der einzige Auslöser der Euro-Krise war. Die jahrelange Misswirtschaft und dadurch erreichte desolatte Situation der Staatsfinanzen in Griechenland, Portugal oder Italien wäre früher oder später auch ohne die Krise an den internationalen Finanzmärkten offensichtlich geworden und eine Finanzkrise dieser Länder insbesondere auf längere Sicht wohl kaum zu verhindern gewesen. In Spanien und Irland lagen die Ursachen für die späteren Staatsfinanzkrisen nicht bei den Regierungen selbst, sondern in erster Linie im eigenen Bankensektor. Spanische Banken hatten im Zuge des Immobilienbooms enorme Kreditbestände aufgebaut, die nach dem Platzen der Blase zu großen Teilen abgeschrieben werden mussten. Ganz ähnlich war es in Irland. Bei oberflächlicher Betrachtung hatten die Regierungen dieser Staaten – im Gegensatz zu ihren Pendanten in Athen, Rom

oder Lissabon – über Jahre vergleichsweise solide gewirtschaftet und Budgetdefizit und Staatsschuldenquote sehr gut im Griff. Allerdings war ein beachtlicher Teil der hohen Steuereinnahmen durch die jahrelangen Übertreibungen am Immobilienmarkt entstanden und entstammten daher unmittelbar hochspekulativen Immobiliengeschäften. Auch waren die Regierungen an der gefährlichen Blasenbildung nicht ganz unbeteiligt. Insbesondere hätten sie als Verantwortliche für die Bankenaufsicht die Klumpenrisiken in den Bilanzen der einheimischen Banken viel früher erkennen und dem Treiben per Gesetz bzw. strengeren Regulierungsvorschriften ein Ende setzen können.

Anzeichen für anhaltende Krise

Die Finanzmarktkrise hatte die globalen Finanzmärkte über ein ganzes Jahrzehnt fest im Griff und wirkt heute immer noch nach. Die Corona- und Ukraine- sowie Inflationskrise folgten direkt nach, was die Lage insgesamt noch einmal deutlich verschärfte. Nachhaltiges Wirtschaftswachstum scheint unter den gegebenen Bedingungen, das heißt insbesondere ohne vergleichsweise harte Reformschritte, auf absehbare Zeit kaum möglich. Deshalb ist die Gefahr weiterer Krisen permanent gegeben. Hinzu kommt: Mit jedem weiteren Tag ohne grundlegende politische Veränderungen steigt die Wahrscheinlichkeit, dass auch Nordamerika und Europa in eine langjährige Phase mit schwachem Wirtschaftswachstum und stark deflationären Tendenzen hineingeraten und es damit der Entwicklung der japanischen Volkswirtschaft seit Ende der 1980er-Jahre letzten Endes gleich tun.

Börsen- und Bankenkrise in den 1930er-Jahren

Die Reaktionen der Regierungen in den USA und Europa auf die Ereignisse der Finanzmarktkrise fielen im Detail betrachtet recht unterschiedlich und insgesamt auch deutlich anders aus als die Reaktionen auf die Börsen- und Bankenkrise in den 1930er-Jahren: Nachdem in der Zeit von 1929 bis 1931 bereits rund 15 Prozent aller US-Banken vom Markt verschwunden waren und bis 1932 mehr als 5.000 weitere Kreditinstitute in den Vereinigten Staaten pleitegingen, sah sich US-Präsident Franklin Delano Roosevelt zu radikalen Eingriffen in den Bankensektor gezwungen. Zunächst wurden sämtliche Banken im Rahmen sogenannter »Bank Holidays« für eine ganze Woche geschlossen. Auf diese Weise sollten weitere »Bank-Runs« und eine dadurch noch weiter verstärkte Pleitewelle verhindert und das Vertrauen in den Bankensektor wieder hergestellt werden. Die solventen und überlebensfähigen Institute wurden nach Ablauf der »Bank-Ferien« wieder eröffnet und ihre Einlagen zunächst durch den Staat zu 100 Prozent garantiert.

Glass-Steagall-Act

Im Jahr 1933 wurde in den Vereinigten Staaten außerdem ein neues Bankengesetz (»Banking Act of 1933«) zur Reform des Bankensektors erlassen. Die aus heutiger Sicht bedeutendsten Abschnitte des neuen Gesetzes waren die Sektionen 16, 20, 21 und 32, die heute als **Glass-Steagall-Act** bekannt sind. Diese hatten bis 1999 Bestand und sorgten v. a. dafür, dass Banken, die Kundeneinlagen annahmen und verwalteten, weder mittelbar noch unmittelbar im Geschäft mit Wertpapieren oder Derivaten tätig sein durften (sogenanntes »Trennbankensystem« mit – vereinfacht dargestellt – Einlage- und Kreditinstituten auf der einen Seite und Investmentbanken sowie Wertpapier- und Devisenhandelshäusern auf der anderen). Es gibt Wirtschaftswis-

senschaftler, die der Überzeugung sind, dass es die jüngste Finanzmarktkrise bei Fortbestand des Glass-Steagall-Acts in den gesehenen Ausmaßen nicht gegeben hätte, weil sich

1. herkömmliche Geschäftsbanken bzw. ihre im Haftungsverbund befindlichen Tochtergesellschaften nicht mit großen Volumina stark risikobehafteter Wertpapiere hätten eindecken können und
2. keine starken Verflechtungen über Derivategeschäfte mit später in Schieflage geratenen Investmentbanken wie Merrill Lynch oder Lehman Brothers hätten existieren dürfen.

Dieser Gedankenansatz klingt auf den ersten Blick plausibel. Schaut man jedoch auf die Fakten, so offenbart diese These durchaus Schwächen: Gemäß einer Untersuchung in den Vereinigten Staaten war von jenen 25 Geschäftsbanken, die im Jahr 2008 in Konkurs gingen, nur eine einzige stärker in den Handel mit Hypotheken besicherten Schuldverschreibungen involviert. Die hauptsächliche Ursache für die Pleiten lag bei allen 25 Banken vielmehr in den enormen Verlusten, die im traditionellen Geschäft mit Hypothekenkrediten aufgetreten waren, was ein frühzeitig wieder eingeführtes Glass-Steagall-Gesetz definitiv nicht verhindert hätte.

Risiken durch Immobilienkredite

An diesem Beispiel zeigt sich zudem, dass Banken im Vorfeld der Krise zum Teil erhebliche Risiken bei der Vergabe von Immobilienkrediten eingegangen waren. Diese Entwicklung wiederum wurde durch die US-Regierungen unter Bill Clinton und George W. Bush maßgeblich begünstigt, da beide Präsidenten über Jahre das Ziel verfolgten, möglichst vielen US-Bürgern den Traum vom Eigenheim zu erfüllen. Gesetzliche Restriktionen bei der Vergabe und Refinanzierung von Hypothekenkrediten an Privathaushalte wurden unter dieser politischen Leitlinie seit Mitte der 1990er-Jahre zum Teil vollständig aufgehoben oder zumindest stark aufgeweicht, womit die Risiken bei der Immobilienfinanzierung und -refinanzierung permanent gewachsen waren.

Trennbankensystem

Dennoch: Die Wiedereinführung eines Trennbankensystems hätte nach den Erfahrungen der 1930er-Jahre als erster radikaler Reformschritt in den USA eigentlich nahegelegen, zumal ein zeitlicher Zusammenhang zwischen der Entstehungsphase der Krise und der endgültigen Außerkraftsetzung des Glass-Steagall-Act im Jahr 1999 nicht von der Hand zu weisen war. Im Gegensatz zur Weltwirtschaftskrise des letzten Jahrhunderts kam es in den USA im Jahr 2008 allerdings nicht zu einem »Sturm auf die Einlagen« der Geschäftsbanken, also einem Bank-Run.

Einen solchen gab es vereinzelt in Europa, etwa bei der britischen Bank Northern Rock, die durch windige Immobiliengeschäfte in eine finanzielle Schieflage geraten war, oder aber auch bei den drei ehemals größten isländischen Geschäftsbanken Kaupthing, Landsbanki und Glitnir. Ansonsten hatten die Regierungen in den USA und Europa – wahrscheinlich als Lehre aus den Erfahrungen der 1930er-Jahre – in Schieflage geratene Geschäftsbanken mit beachtlichem Einlagengeschäft entweder sofort verstaatlicht (wie dann sehr schnell auch bei Northern Rock der Fall) oder aber unmittelbar staatliche Garantien für deren Einlagen ausgesprochen. In Deutschland ging die Bundesregierung sogar soweit, sämtliche Einlagen bei deutschen Banken staatlich zu garantieren. Selbst für Gelder, die deutsche Sparer durch

Einlagen bei der isländischen Kaupthing Bank aufs Spiel gesetzt hatten, trat die Bundesregierung ein und schrieb den Betroffenen diese Gelder nach einer vorübergehenden Sperrung in voller Höhe gut. Ein unmittelbarer Handlungsdruck, alle Banken eines Landes – wie im Jahr 1933 der Fall – vorübergehend zu schließen und innerhalb der Schließungsperiode z. B. abzuwickeln oder zu zerschlagen und neu (z. B. in Form von Trennbanken) zu organisieren, war im Jahr 2008 nur in Island gegeben, in den anderen Ländern auf dem nordamerikanischen und europäischen Kontinent jedoch nicht.

Too-Big-Too-Fail

Als ein ganz wesentliches Argument gegen die Schließung und Abwicklung großer Banken wurde von Politik und Bankenseite immer wieder deren hohe Komplexität ins Feld geführt und deren starke wirtschaftliche und finanzielle Verflechtungen und die gegenseitigen Abhängigkeiten, die heute nicht nur zwischen den Banken eines Landes, sondern zwischen allen großen Banken und Finanzkonzernen weltweit bestehen. Angesichts dessen sei es nahezu ausgeschlossen, so die Argumentation der Vertreter der Bankenseite, eine große Geschäftsbank zu zerschlagen oder gar in Konkurs gehen zu lassen. »Too-Big-Too-Fail«, zu Deutsch etwa »zu groß, um pleite zu gehen«, oder »systemrelevant« wurde daher in den USA und Europa zur »schützenden« Umschreibung aller Großbanken und zu einem wahren »Totschlag«-Argument in jeder Diskussion um härtere Maßnahmen zur Krisenbewältigung.

1.1.7 Euroland: Bankenkonsolidierung bleibt aus

Anders als in Europa wurde in den Vereinigten Staaten von politischer Seite trotz allem eine spürbare Konsolidierung der Bankenbranche zugelassen. In den Jahren von 2008 bis 2012 wurden insgesamt 465 Banken in den Konkurs geschickt oder zwangsweise übernommen, hierunter allerdings nur ganz wenige wirklich große Institute etwa die Washington Mutual Bank mit einer Bilanzsumme von 307 Mrd. US-Dollar oder die IndyMac mit einer Bilanzsumme von 32 Mrd. US-Dollar. Im Jahr 2008 waren es zunächst »nur« 25 Banken, die in Konkurs gingen. Danach wurde der Prozess immer dynamischer. Im Vergleich zum geschilderten 5-Jahres-Zeitraum waren in der Zeit von 2003 bis 2007 insgesamt nur zehn US-Banken abgewickelt worden.

Longer-Term Refinancing Operations

Der europäische Bankensektor hat sich einer vergleichbaren Bereinigung bisher vollkommen entziehen können, was durch den fehlenden Druck bzw. die Direktive, den Bankensektor zu konsolidieren und kapitalschwache Banken zu schließen, sowie mit Unterstützung der EZB durch eine extreme Niedrigzinspolitik und insbesondere eine überaus großzügige Kreditvergabe möglich geworden ist. So wurden in den Hochzeiten der Euro-Krise, also in den Jahren 2011 und 2012, im Rahmen sogenannter Longer-Term Refinancing Operations (kurz LTROs) Kreditvergaben an die Banken der Eurozone mit außergewöhnlich langen Laufzeiten von jeweils drei Jahren und beachtlichen Volumina von insgesamt über 1 Billion Euro durchgeführt. Die Geldmittel wurden von der EZB darüber hinaus zu einem bis dahin historisch niedrigen Zinssatz von 1 Prozent zur Verfügung gestellt. Als Besicherung dieser Kredite akzeptierte die Europäische Zentralbank schließlich auch Schuldverschreibungen mit vergleichsweise geringem Rating, womit sie selbst beachtliche Risiken einging.

Asset Quality Reviews und Stresstests

Ein Bankenkonkurs bzw. die Abwicklung einer kapitalschwachen Geschäftsbank wurde in Kontinentaleuropa auch dann nicht zugelassen, als die EZB und die European Banking Authority (EBA) im Jahr 2014 sogenannte **Asset Quality Reviews** und **Stresstests** im Bankensektor der Eurozone durchgeführt hatten und einigen Banken angesichts unverhältnismäßig hoher Bilanzrisiken im Ergebnis eine außerordentlich schwache Eigenkapitalbasis attestieren mussten (was noch in den 1980er- und 1990er-Jahren mit hoher Wahrscheinlichkeit zur Abwicklung der betreffenden Banken geführt hätte). Die Rettung auch stark überschuldeter Banken wird der EZB in der Zwischenzeit von vielen Kritikern vorgeworfen, da hierdurch Wettbewerbs- und Preisverzerrungen immer wahrscheinlicher und falsche Signale an die überlebensfähigen Banken im Markt gesendet werden. Auch hinter den Anfang 2015 gestarteten Staatsanleiheankäufen im großen Umfang sahen zahlreiche Kritiker in erster Linie einen weiteren Versuch, die Probleme im Bankensektor der Peripherieländer, insbesondere in Spanien und Italien, zu überdecken.

»Zombi-Banken« und »Zombifizierung«

Als die japanische Regierung Mitte der 1990er-Jahre eine ähnliche »Bankstützungspolitik« mit allen Mitteln verfolgte, hatten sich Analysten in den USA und Europa noch darüber lustig gemacht, und für Institute, die nur mit finanzieller Hilfe des japanischen Staates bzw. der Notenbank überleben konnten, den Begriff »Zombi-Banken« geprägt. Vor einer solchen »Zombifizierung« des europäischen Bankensektors und deren Folgen hat der Chef-Volkswirt der Commerzbank, Dr. Jörg Krämer, im Januar 2015 in seinem Analystenbrief eindringlich gewarnt. »Der Einbruch zuvor hochgejubelter Aktien- und Immobilienpreise riss Anfang der Neunzigerjahre Lücken in die Bilanzen der japanischen Banken. Um ihnen zu helfen, senkte die Zentralbank ihre Leitzinsen massiv und tolerierte faule Kredite in den Bilanzen der Kreditinstitute. Daraufhin verwandelten japanische Banken häufig uneinbringliche Kredite in subventionierte Endloskredite. Sie stellten Anschlussfinanzierungen für Schuldner bereit, die sich die praktisch bei null liegenden Zinsen gerade leisten konnten. Waren Tilgungen fällig, vergaben die Banken neue Kredite. Diese Politik schwächte die japanische Volkswirtschaft. Erstens hielten die Endloskredite schein tote Unternehmen (»Zombies«) künstlich am Leben, die wegen viel zu geringer Gewinne nur wenig investierten und kaum neue Mitarbeiter einstellten. Zweitens schwächten die Endloskredite gesunde Unternehmen, für die nicht mehr genügend Kredite übrig waren, die diese zum Wachsen benötigt hätten. Das ist auch eine Erklärung dafür, warum das japanische Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf in den Neunzigerjahren verglichen mit den USA oder Deutschland kaum wuchs.

Die japanische Wirtschaftsgeschichte lehrt, dass sich die EZB nicht um Deflation, sondern um Zombifizierung sorgen sollte. ... Die wegen der EZB-Politik gesunkenen Staatsanleiherenditen nehmen Druck von den Politikern vieler Krisenländer, überfällige Strukturreformen durchzuführen. Es geht um überlange Gerichtsverfahren, schleppende Genehmigungen von Investitionen, schlechte Verkehrswege, Korruption oder einen überdehnten Einfluss der Gewerkschaften. ... Mit dem Kauf von Staatsanleihen ignoriert die EZB wichtige Lehren aus Japan«, so Krämer's Analyse und Fazit in stark verkürzter Form.

Aber schauen wir zunächst noch einmal zurück in den Herbst 2008, dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise: Die Zentralbanken in den USA und Europa hatten seinerzeit keinen Moment gezögert, in kürzester Zeit außerordentliche Hilfsmaßnahmen zu ergreifen und

alles zu tun, um die Geld- und Kreditversorgung in den westlichen Industrienationen aufrechtzuerhalten. Diese Politik war überaus mutig und in der gesehenen Aggressivität nicht unbedingt zu erwarten gewesen. Und auch wenn die Notenbankchefs damit den stärksten Rückgang der weltweiten Wirtschaftstätigkeit seit Ende des Zweiten Weltkrieges letztendlich nicht verhindern konnten, so ersparten sie der westlichen Welt doch eine Schockstarre und den totalen Zusammenbruch des bestehenden Finanz- und Wirtschaftssystems. Der Politik verschafften sie außerdem die notwendige Zeit, um Hilfspakete für die Realwirtschaft zu entwickeln und Reformen für die Finanzwirtschaft zumindest in die Wege zu leiten.

Reformschritte

Für diese Reformschritte gab es auf beiden Seiten des Atlantiks zahlreiche Vorschläge und Gesetzesentwürfe. Die Abbildung 1-15 fasst die wesentlichen Ideen und Ansätze übersichtlich zusammen.

Mit Blick auf die Reformschritte bleibt als Fazit bisher festzuhalten, dass die richtigen Ansatzpunkte wie etwa eine Verschärfung der Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen an Geschäftsbanken (u. a. zur wirksamen Beschränkung riskanter Wertpapier- und Derivate-transaktionen) oder die gesetzlich vorgeschriebene Abwicklung von Derivategeschäften über zentrale Clearing-Stellen sehr früh identifiziert wurden. Es muss jedoch gleichzeitig festgestellt werden, dass die Umsetzung entsprechender Vorschriften eine globale Perspektive und ein weltweit koordiniertes Vorgehen verlangt, daher äußerst zeitaufwendig ist und ganz offensichtlich auch noch mehrere Jahre beanspruchen wird. Ebenso zeichnet sich ab, dass bestimmte Vorschriften zumindest auf Basis der aktuell jeweils vorliegenden Entwurfs-

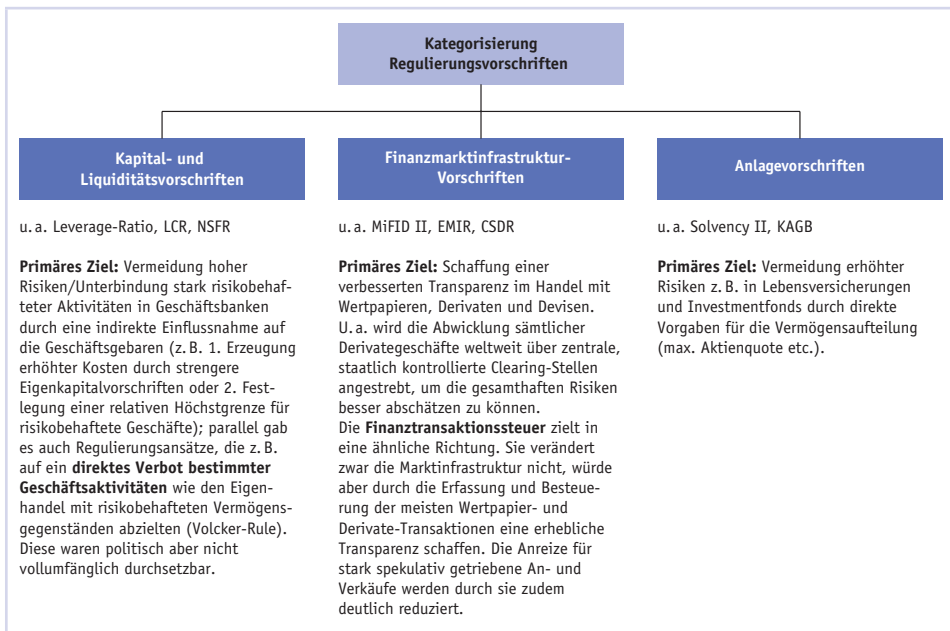


Abb. 1-15: Kategorisierung von Regulierungsvorschriften

stadien sehr weitreichend sind und daher am Ende auch Marktbereiche betreffen könnten, die zur Entstehung der Krise de facto keinerlei Beitrag geleistet hatten.

Ein Beispiel ist etwa eine Finanztransaktionssteuer, die nach den ersten Entwürfen auch den Handel mit Staatsanleihen vollumfänglich erfassen würde. Das würde den Handel und damit die Marktliquidität dieser Instrumente mit hoher Wahrscheinlichkeit deutlich einschränken und erhebliche Folgewirkungen zum Beispiel auch im Bereich der Bankenrefinanzierung über besicherte Geldmarktkredite (»Repurchase Agreements«) haben. Die weitere Entwicklung bleibt in jedem Fall abzuwarten. Nach den Erfahrungen der letzten Jahre ist davon auszugehen, dass die Verantwortlichen mit dem notwendigen Augenmaß vorgehen und auch mittelbare bzw. indirekte oder verdeckte Auswirkungen neuer Regulierungsvorschriften frühzeitig erkennen und zu vermeiden oder zumindest abzumildern wissen.

EZB und Fed

In einigen Bereichen der Bankenregulierung wurden darüber hinaus sowohl in den USA als auch in Europa bereits weitreichende Entscheidungen getroffen. Insbesondere wurden die Zentralbanken in den Vereinigten Staaten und der Eurozone, Fed und EZB, zusätzlich zu ihren traditionellen Aufgaben mit der direkten Beaufsichtigung großer Geschäftsbanken und Finanzinstitutionen im jeweiligen Währungsgebiet betraut. Die EZB beispielsweise ist seit November 2014 für die unmittelbare Kontrolle der 120 größten Banken in den Euro-Mitgliedsländern zuständig. Diese Zuständigkeit übernahm sie von den jeweiligen nationalen Zentralbanken und Bankaufsichtsbehörden, so etwa in Deutschland von der Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Die Zuständigkeiten der Fed im Rahmen ihrer Funktion als oberste Aufsichtsbehörde wurden seit 2008 – gegen heftige politische Widerstände – noch einmal erweitert. Heute ist die Fed nicht nur der Aufseher für die größten amerikanischen Geschäftsbanken und Mitgliedsbanken des Federal Reserve System, sondern auch großer Finanzkonzerne wie Investmentbanken oder Versicherungsgesellschaften (z. B. AIG-Konzern).

Diese zusätzliche Aufgabenzuordnung bzw. starke Aufgabenbündelung war sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa heftig umstritten. Interessenskonflikte scheinen innerhalb einer Zentralbank vorprogrammiert, wenn sie auf der einen Seite die Banken sowohl als Marktintermediäre für die Umsetzung ihrer geldpolitischen Maßnahmen nutzt bzw. bei der Erreichung ihrer geldpolitischen Ziele auf deren aktives Mitwirken sogar angewiesen ist und sie auf der anderen Seite insbesondere das Risikomanagement derselben Banken streng kontrollieren soll.

Beispiel

Dazu ein überaus prägnantes Beispiel: Die Europäische Zentralbank hat im Rahmen der Euro-Krise ihre traditionellen Prinzipien durchbrochen und als Notenbank in großem Umfang auch Schuldverschreibungen mit niedrigem Bonitätsurteil, insbesondere griechische Staatsanleihen, die von den Rating-Agenturen längst als Ramsch klassifiziert worden waren, als Sicherheit im Rahmen von Offenmarktoperationen akzeptiert – und zwar ohne jeden Abschlag (»Haircut«) auf den Nominalwert. Dadurch hat sie für die Institute starke Anreize gesetzt, diese zwar hoch rentierlichen, aber gleichzeitig stark risikobehafteten Anleihen in die Bücher zu nehmen, um sie anschließend zur Besicherung von Zentralbankkrediten einzusetzen.

Einfach ausgedrückt, passierte in der Eurozone jahrelang Folgendes: Die Banken erwarben hochrentierliche Staatsanleihen und bekamen anschließend Jahr für Jahr Zinszahlungen in Höhe von 5 Prozent und mehr auf den Nominalwert dieser Papiere. Den Kauf der Schuldtitel refinanzierten sie, indem sie die Anleihen als Sicherheit bei der EZB hinterlegten, z. B. im Rahmen eines LTRO für einen Zeitraum von drei Jahren. Die Anrechnung als Sicherheit erfolgte dabei zu 100 Prozent des Nennwertes. Für diesen Kredit waren jährliche Zinszahlungen in Höhe von 1 Prozent an die EZB zu leisten, sodass die Banken einen recht erklecklichen Gewinn von 4 Prozent und mehr, bezogen auf den jeweils erworbenen Nominalwert des Staatsanleihebestandes, erzielen konnten. Profiteure dieses Modells waren natürlich auch die staatlichen Emittenten der Anleihen, da die von der EZB geförderte Nachfrage für stabile oder gar sinkende Renditen sorgte und die Zinsbelastung in den Staatshaushalten erträglicher machte.

Eine unabhängige Bankenaufsichtsbehörde hätte den im Rahmen dieser Geschäfte zu erzielenden Gewinn durch strenge Kapitalanforderungen im Normalfall geschmälert oder gar ganz verhindert, indem sie von den Banken eine Unterlegung der kritischen (da stark ausfallgefährdeten) Anleihepositionen mit Eigenkapital verlangt hätte. Mit stark vermindertem oder gar vollständig aufgezehrtem Ertrag hätten die Banken kaum noch einen Anreiz gehabt, die riskanten Anleihen zu erwerben und mit hoher Wahrscheinlichkeit sogar vollständig darauf verzichtet.

Beispiel

Dazu ein stark vereinfachtes Beispiel: Nehmen wir an, eine Bank hätte für die gekauften Anleihen mit niedriger Bonität aufgrund der Anforderungen der Bankenaufsichtsbehörde Eigenkapital in Höhe von 50 Prozent des erworbenen Nominalwertes der Anleihen als Gegenposition bilden müssen. Nehmen wir außerdem an, dass die Bank auf dieses Eigenkapital eine jährliche Dividendenausschüttung in Höhe von 4 Prozent an ihre Aktionäre hätten leisten müssen. Dann würde sich ihr Gewinn aus der oben beschriebenen Position rechnerisch um 2 Prozentpunkte ($= 4\% \times 50\%$) exakt halbieren, womit ein echter Anreiz, die stark risikobehafteten Anleihen zu kaufen, kaum noch gegeben gewesen wäre.

Eine in der Höhe sachlich angemessene Anforderung zur Kapitalunterlegung hätte die EZB als oberste Bankenaufsichtsbehörde in dem gegebenen Fall kaum formulieren können, weil sie damit ihr eigenes geldpolitisches Ziel (hier in erster Linie: Stabilisierung der Staatsanleiherenditen in der Peripherie) de facto konterkariert hätte. Die Interessenskonflikte treten in dem hier skizzierten Fall sehr eindrucksvoll zutage.

Es gibt noch zahlreiche weitere Argumente, warum es nicht optimal scheint, die Zentralbank neben geldpolitischen Aufgaben auch noch mit Aufgaben der Banken- oder gar Versicherungsaufsicht zu betrauen. Allein die damit erlangte Machtfülle der Notenbanken und ihrer Chefs, die nicht demokratisch gewählt, sondern von Regierungsvertretern nach einem, der Öffentlichkeit für gewöhnlich nicht transparenten Auswahlverfahren bestimmt werden, bereitet vielen Kritikern erhebliche Bauchschmerzen.

Nicht von der Hand zu weisen – und dafür liefern die letzten Jahre Beweise genug – ist jedoch die Tatsache, dass insbesondere die EZB deutlich schneller und pragmatischer agieren und reagieren kann, als die für den Euroraum zuständigen politischen Institutionen. Letzten Endes konnten die massiven Spekulationen diverser Marktteilnehmer auf einen Zusammenbruch der Eurozone oder zumindest einen Austritt bestimmter Peripherieländer nur durch das entschiedene Vorgehen der Zentralbank beendet werden.

1.1.8 Keine Aussicht auf eine Rückkehr zu nachhaltigem, globalem Wirtschaftswachstum?

Die Politik hat sich seit Ausbruch der Finanzmarktkrise insgesamt sehr schwer damit getan, den Bürgern in den westlichen Industrienationen eine positive Perspektive aufzuzeigen. Während die Zentralbanken in den vergangenen Jahren zu wahren Power-Häusern mutiert sind und die Symptome der Krise mit allen Mitteln zu bekämpfen versuchten, haben sich die Staatsregierungen in jahrelangen Abstimmungsrunden über Themen vor allem der Krisenbewältigung aufgegeben. In der Eurozone führte die desolante Finanzlage in Staaten wie Griechenland, Italien oder Spanien darüber hinaus zu einem die Bürger außerordentlich stark belastenden Spardiktat.

Zentralbankpolitik

Die Zentralbankpolitik nimmt derzeit fast planwirtschaftliche Dimensionen an. Zinssätze als Preise für Kredittransaktionen und Indikatoren für die damit jeweils verbundenen Risiken scheinen diese Funktionen vor allem dann zu einem Großteil zu verlieren, wenn die Zentralbanken selbst als Nachfrager nach Staatsanleihen auftreten und auf diese Weise die am Markt gegebene Angebots- und Nachfragesituation verzerren. Nachdem jetzt alle großen Zentralbanken Staatsanleiheankäufe durchgeführt haben und schon die Ankündigung solcher Maßnahmen für gewöhnlich zu starken Renditerückgängen führt (siehe Abbildung 1-16), muss man den Renditen in allen großen Währungsräumen ihre Funktion als Risikoindikator nach wie vor zu einem Großteil absprechen.

Kommunikationspolitik der EZB

Zudem ist die Kommunikationspolitik der EZB zunehmend verwirrender geworden. Kaum ein Marktteilnehmer kann im Winter 2014/2015 nachvollziehen, welchen wirtschafts- oder inflationsfördernden Effekt die von der EZB angekündigten »Quantitative-Easing-Maßnahmen« (kurz: QE), also groß angelegte Staatsanleihekäufe durch die Zentralbank, in der Eurozone noch haben sollen. Denn: Banken mit großen Staatsanleihebeständen können diese jederzeit bei der EZB als Sicherheit hinterlegen und im Gegenzug umfangreiche Kredite von der EZB erlangen. Das funktioniert unverändert auch mit Schuldtiteln mit niedrigem Rating. Wäre Kreditnachfrage aus der Realwirtschaft vorhanden, so könnte diese jederzeit von Bankenseite befriedigt werden. Dennoch verfehlte die Ankündigung der EZB, die Vorschläge für Staatsanleihekäufe noch im Januar 2015 gegenüber der Öffentlichkeit zu konkretisieren, zwei Wirkungen nicht:

1. Der Euro verlor gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert, womit sich die Wettbewerbssituation für exportorientierte Unternehmen in der Eurozone verbesserte.
2. Die Rendite von Bundesanleihen fiel Mitte Januar 2015 auf neue Rekordtiefs, so etwa die Rendite 30-jähriger Papiere auf einen Wert von deutlich unter 1,5 Prozent – und damit auf den niedrigsten Stand, der bis dahin für derart langlaufende Schuldverschreibungen des Bundes gemessen wurde.

Da sich sämtliche Banken bei der Festlegung von Kreditzinsen letztendlich an den Renditen für Bundesanleihen orientierten, erreichten gleichzeitig auch die Zinsen für Haus- und Konsumkredite neue Rekordtiefstände.

Während sich die Wirtschaft infolgedessen eigentlich langsam aber sicher erholen und auch die Inflation langsam wieder anziehen sollte, tat sich trotz dieser drastischen Maßnahmen der EZB mit Blick auf die angestrebten Ziele zunächst nicht viel.

Think Tank Open Europe

Dazu stellte der Think Tank Open Europe im Januar 2015 bereits Folgendes fest:

»Andere Stadien des Konjunkturzyklus: Als die USA und Großbritannien ihr QE gestartet haben, lagen die zehnjährigen Kreditkosten bei über vier beziehungsweise 3,5 Prozent. In der Eurozone liegen diese momentan bei 1,5 Prozent.

Seit Draghis Versprechen von 2012, alles zu tun, um den Euro zu retten, sind die Kreditkosten in der Eurozone stark gesunken: in Italien um vier Prozent, in Spanien um fast fünf Prozent und in Portugal um über sieben Prozent. Dennoch hat die Verbilligung der Kreditkosten nicht dafür gesorgt, dass sich Inflation oder die wirtschaftliche Leistung verbessert haben. Daher ist nicht davon auszugehen, dass es mit dem QE anders sein wird.«

1.2 Die Situation an den internationalen Finanzmärkten seit 2015

1.2.1 Marktgeschehen in Europa von Staatsanleihekäufen durch die EZB dominiert

In der 6. Auflage dieses Buches fand sich an dieser Stelle folgender Satz: »Für die Geldpolitik scheint im Frühjahr 2015 das Ende der Fahnenstange erreicht.« Gemeint war damit die Möglichkeit der EZB, über weitere geldpolitische Maßnahmen tatsächlich Inflation und neues Wirtschaftswachstum zu erzeugen. Die Autoren unterstützten damit die These von Open Europe im vorausgehenden Absatz, dass der angekündigte umfangreiche Ankauf von Staatsanleihen keine grundlegende Veränderung der wirtschaftlichen Situation herbeiführen wird.

Prof. Dr. Peter Bofinger, den wir hier ebenfalls zitiert hatten, spekulierte seinerzeit noch in eine ganz andere Richtung, indem er sagte: »Warten wir doch erst mal ab, ob die EZB überhaupt etwas tut. Draghi ist ein Meister darin, mit nichts große Effekte zu erzielen.«

Die EZB hat dann aber, trotz zahlreicher kritischer Stimmen, tatsächlich etwas getan – und zwar das Staatsanleiheankaufprogramm nicht nur angekündigt, sondern ab März 2015 mit vollem Elan umgesetzt. Das Programm erhielt den Namen Public Sector Purchase Programme, kurz PSPP, und war Bestandteil des von der EZB im Laufe des Jahres 2014 initiierten Asset Purchase Programme, kurz APP. Offizielles Ziel des APP war die Ankurbelung der Inflation über eine deutliche Ausweitung der Geldmenge, während Kritiker der EZB insbesondere mit Blick auf das PSPP vorwarfen, durch dieses indirekt die Staaten des Euroraumes zu finanzieren und das zu besonders günstigen Konditionen. Es sei jedem Betrachter selbst überlassen, sich hierzu eine Einschätzung bzw. ein Urteil zu bilden.

Weitere Bestandteile des APP waren neben dem PSPP das Corporate Sector Purchase Programme (= Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen, kurz CSPP), das Asset-backed Securities Purchase Programme (= Ankaufprogramm für vermögens- und forderungsbesicherte Wertpapiere, kurz ABSPP) sowie das Third Covered Bond Purchase Programme (= 3. Ankaufprogramm für Pfandbriefe, kurz CBPP3).

Schlussendlich wurden im Rahmen des PSPP in den Jahren von 2015 bis 2019 Staatsanleihen aus den Ländern des Euroraums in einem Gesamtwert von fast 2,5 Billionen Euro angekauft. Um nicht den Anschein einer direkten Staatsfinanzierung zu erwecken, eine solche ist der EZB sowie den nationalen Zentralbanken untersagt, erfolgten sämtliche Ankäufe im Sekundärmarkt – das heißt niemals direkt von den Staatsregierungen, sondern immer unter Einschaltung privater Geschäftsbanken. Als Käufer für die Staatsanleihen eines Landes traten die jeweiligen Zentralbanken auf. Sie kauften die Staatspapiere von den Geschäftsbanken und verbuchten sie als Vermögenswerte in ihren Bilanzen.

Die Auswirkungen dieser groß angelegten Staatsanleiheankäufe auf die Zinsstruktur innerhalb des Euroraumes sowie auch in Nachbarländern wie der Schweiz waren per Saldo enorm. Das zeigt besonders ein langfristiger Vergleich der Renditeentwicklung in europäischen Ländern mit jener in den USA, wie ihn Hans-Werner Sinn in seinem Buch »Die wunder-same Geldvermehrung« angestellt hat:

»Die Renditen 10jähriger US-amerikanischer Anleihen entwickelten sich bis zum Jahr 2012 wie die deutschen kontinuierlich nach unten, fielen dann aber nicht mehr weiter. Sie lösten sich vom gemeinsamen Abwärtstrend im Jahr 2013 und verharrten mit gewissen Fluktuationen bei etwa 2%, während die deutschen Renditen immer weiter fielen und bereits im Jahr 2019 negatives Territorium erreichten. Ähnliches zeigt der Vergleich der US-amerikanischen Staatsanleiherenditen mit ihren französischen, österreichischen oder schweizerischen Pendanten, die zum Teil ein wenig über oder, im Falle der Schweiz, lange Zeit unter den deutschen Staatsanleiherenditen lagen. Bemerkenswert ist, dass sogar die Renditen von Mittelmeerstaaten wie Italien, Spanien oder Griechenland, die in dieser langfristigen Betrachtung anfangs weit über den US-amerikanischen gelegen hatten, mehrfach unter die US-amerikanischen Renditen fielen. Das ist geradezu grotesk, wenn man bedenkt, dass die USA die Leitwährung der Welt besitzen und trotz aller Probleme ein wirtschaftlich starkes Land sind, während Griechenland und Spanien jahrelang am Rande des Staatsbankrotts entlangsegelten.«

Auch ein langfristiger Vergleich des Geldmengenwachstums in Europa und den USA zeigt, dass insbesondere das PSPP zu einer außerordentlichen Ausweitung der Geldmenge in Europa führte. Sie erhöhte sich von 1,2 Billionen Euro im Jahr 2014 auf 3,2 Billionen Euro per Ende des Jahres 2019, ohne das in diesem Umfang neue ökonomische Ressourcen entstanden, also einfach ausgedrückt zusätzliche Güter und Dienstleistungen produziert worden wären. Dennoch blieb die Inflation niedrig und deutlich unterhalb des Zielwertes der EZB von knapp 2 Prozent.

1.2.2 Inflation und Wirtschaftswachstum bleiben verhalten

Wir können bis hierhin festhalten, dass die Aktivitäten der EZB einerseits faktisch keine Auswirkungen auf die Inflation entfalteteten, das eigentliche Ziel einer höheren Inflationsrate also verfehlten. Andererseits führten sie aber in Ländern wie Deutschland und Frankreich zu stark sinkenden und schließlich sogar zu negativen Staatsanleiherenditen. Das wiederum sorgte ab Herbst 2019 für extrem günstige Kreditkonditionen. Immobilienkredite mit zehnjähriger Laufzeit konnten in Deutschland über Monate zu Zinssätzen von etwa einem Prozent aufgenommen werden, was zumindest die Nachfrage nach Bestandsimmobilien und Neubauten erheblich ankurbelte.



Abb. 1-16: Die wesentlichen, finanzmarktrelevanten Ereignisse von 2015 bis 2023

Aber bis auf wenige Sektoren wie die deutsche Baubranche, die eine starke Nachfrage und ein starkes Wachstum in den zehn Jahren seit 2009 erlebten, fiel die wirtschaftliche Entwicklung v.a. in Europa seit der Finanzmarktkrise nur moderat aus. Schaut man auf die Industrieproduktion (als Summe der hergestellten Produkte im verarbeitenden Gewerbe, oder, anders ausgedrückt: Bruttoinlandsprodukt ohne Staat und Dienstleistungssektor), wie das Hans-Werner Sinn in seinem Buch die »Die wundersame Geldvermehrung« tut, so muss man feststellen, dass diese in Ländern wie Frankreich, Griechenland, Italien, Portugal oder Spanien noch lange nicht das Niveau vor der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 wieder erreicht hat. In Frankreich beträgt der Rückstand nach 10 Jahren immer noch rund 10 Prozent, in Griechenland, Italien und Spanien noch rund 20 Prozent, Portugal ca. -15 Prozent). Nur Deutschland, Österreich und die Schweiz erreichen in diesem Vergleich bis 2019 Werte, die oberhalb des Niveaus vor der Finanzmarktkrise liegen – in Deutschland allerdings nur ganz leicht.

Kurzum: Die massiven Staatsanleihekäufe und die damit einhergehende starke Ausweitung der Geldmenge sowie die deutlich verringerten Kreditzinsen haben im Euroraum weder zu einem Anstieg der Inflation noch zu einem lang anhaltenden Wirtschaftswachstum geführt – wobei Letzteres natürlich das Erstere in gewisser Weise bedingt. Einen Beweis für nur moderates Wachstum im vergangenen Jahrzehnt liefert auch Abb. 1.17, in der man die jährlichen Wachstumsraten des deutschen Bruttoinlandsproduktes in den vergangenen 70 Jahren ablesen kann. Bei Betrachtung der Daten ist zu bedenken, dass Deutschland beim Vergleich der Wachstumsraten im Zeitraum 2009 bis 2019 mit den anderen EU-Ländern sehr gut abschneidet und vor den anderen großen Staaten liegt. Tatsache ist, dass die deutsche Wirtschaft mit einem massiven Rückgang des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts von 5,7% im Jahr 2009 (= Kalenderjahr nach der Lehman-Pleite) sowie dem coronabedingten Minus von 3,7% im Jahr 2020 ihre bisher schwersten Rezessionen der Nachkriegszeit erlebte.

Zuletzt konnte sich die Wirtschaft zwar wieder erholen, dazu das Statistische Bundesamt Destatis: »Im Jahr 2021 nahm das preisbereinigte BIP trotz der noch nicht überwundenen Corona-Pandemie um 2,6% zu und im Jahr 2022 trotz des Kriegs in der Ukraine sowie der Energiekrise um weitere 1,8%. Damit wurde zugleich das Niveau des Vor-Corona-Jahres 2019 wieder erreicht und übertroffen (um 0,6%).«

Dennoch: Bei Drucklegung dieses Buches ist klar, dass das deutsche Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2023 per Saldo leicht gefallen ist. Für 2024 zeichnet sich keine Trendwende, geschweige denn eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung ab.

Aber springen wir gedanklich noch einmal zurück: Wir hatten bisher im Schwerpunkt die Entwicklung bis 2019 betrachtet und erste Schlussfolgerungen zu den Auswirkungen des massiven Staatsanleihekaufprogramms daraus gezogen. Im Jahr 2020 folgte mit dem Ausbruch des COVID 19-Virus ein weiterer Schock für die Bevölkerung und die Weltwirtschaft, im Jahr 2022 kommt es mit dem Ukraine-Krieg und den darauf folgenden Preisexplosionen zu den nächsten.

Nachdem der Ankauf von Staatsanleihen durch die nationalen Zentralbanken des Euro-raumes im Rahmen des PSPP im November 2018 zunächst planmäßig gestoppt worden war, setzte die EZB groß angelegte Staatsanleihekäufe mit dem sogenannten Pandemic Emergency Purchase Programme, kurz PEPP, als Antwort auf die sich abzeichnende Corona-Krise fort. Dieses wurde Mitte März 2020 vom EZB-Rat beschlossen und am 26. März gestartet, nachdem klar wurde, welche starke negative Auswirkungen COVID19 und insbesondere die zur Eindämmung des Virus verhängten Lockdowns auf die Gesellschaft und die globale Wirt-

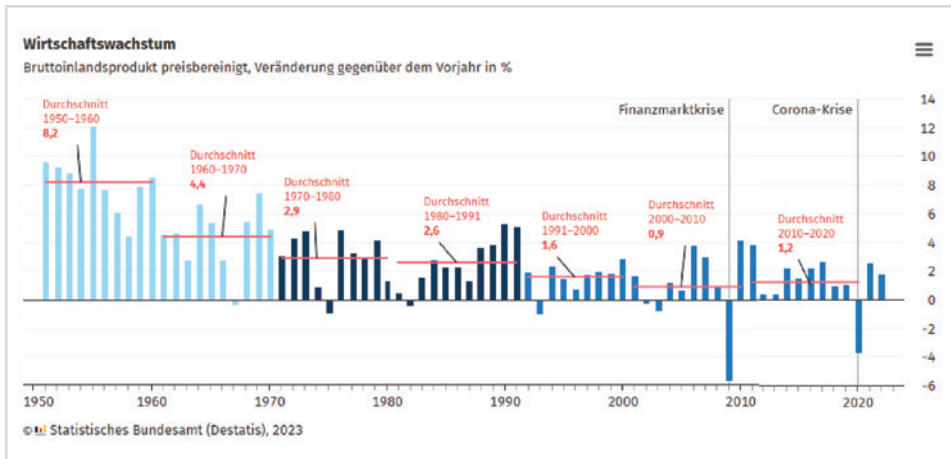


Abb. 1-17: Das Wirtschaftswachstum in Deutschland über sieben Jahrzehnte

schaftstätigkeit haben würden. Ziel war es zunächst, bis zum Ende des Jahres 2020 Wertpapiere im Gesamtwert von 750 Mrd. Euro anzukaufen. Aber bereits am 3. Juni 2020 wurde im EZB-Rat der Beschluss gefasst, das Programm um weitere 600 Mrd. Euro Ankaufvolumen zu erhöhen sowie dieses auch zeitlich bis zum 30.06.2021 zu verlängern. In Summe betrug das Volumen sämtlicher Ankaufprogramme der EZB schließlich über 3,3 Billionen Euro.

1.2.3 Die Ukraine-Krise sorgt für globale Inflation

Als wären die multiplen Krisen seit 2008 nicht schon genug gewesen, entsteht mit dem Ausbruch des Ukraine-Krieges im Februar 2022 eine neue brenzlige Situation für die Weltwirtschaft. Es zeichnet sich schnell ab, dass der Krieg auch die internationalen Handelsbeziehungen Russlands belasten wird. Infolge der hohen Unsicherheiten und des erschwerten internationalen Handels schossen die Ölpreise in den ersten Wochen des Ukraine-Krieges stark in die Höhe. Die Preise für Superbenzin und v.a. Diesel erreichten zeitweise neue Rekordwerte. Obwohl der Westen zahlreiche Wirtschaftssanktionen gegenüber Russland verhängt hatte, wurden die Gaslieferungen Russlands in Richtung Westen zunächst aber nahezu unvermindert fortgesetzt. Insbesondere Deutschland hatte sich im vorausgehenden Jahrzehnt stark abhängig von russischem Gas gemacht und einen wesentlichen Teil der Energie- und Wärmeerzeugung für Industrie und Privathaushalte darauf gestützt. Die Gasausfuhren Russlands werden im Zuge des fortgesetzten Angriffskrieges dann jedoch nach und nach gedrosselt und ab dem Sommer 2022 nahezu vollständig eingestellt. Der weitgehende Lieferstopp für Erdgas aus Russland nach Westeuropa löst auch beim Gaspreis einen wahren Höhenflug aus, was wiederum zu einer Kettenreaktion führt und im ersten Schritt sämtliche Produkte, die mithilfe von Gas erzeugt oder komplementär zu diesem verwendet werden, extrem verteuert. Nachdem die Preissteigerungen im Euroraum über zehn Jahre überaus moderat ausgefallen waren, kommt es im Laufe des Jahres 2022 zu einer förmlichen Explosion der Preise für Güter und Dienstleistungen über das gesamte Spektrum von Grundnahrungsmitteln, über Energie (u. a. Strom, Benzin, Heizöl und Gas) bis hin zu Düngemitteln in der Landwirtschaft und Baustoffen (Dachziegel und Ziegelsteine etwa werden mit Hilfe

von Gasöfen gebrannt) oder auch den Arbeitskosten am Bau. Im Jahr 2022 lag die Inflationsrate – gemessen als Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI) zum Vorjahr – bei 6,9% und erreichte damit den höchsten Stand seit fast 50 Jahren. So hoch wie 2022 war die Inflation zuletzt im Jahr 1973 mit 7,1% und 1974 mit 6,9% (Quelle: Destatis).

Auf den Punkt gebracht:

War die EZB bei der Erzeugung einer Inflationsrate knapp unter 2 Prozent über Jahre gescheitert, so sieht sie sich durch den Ukraine-Krieg plötzlich in der Rolle, eine historisch hohe Inflationsrate bekämpfen zu müssen. Als wesentliche Reaktion erhöht sie den Hauptrefinanzierungssatz in vergleichsweise kurzer Zeit auf ein Niveau von 4,25% im Sommer 2023 – und damit exakt auf das Niveau bei Ausbruch der Finanzmarktkrise im Jahr 2008.

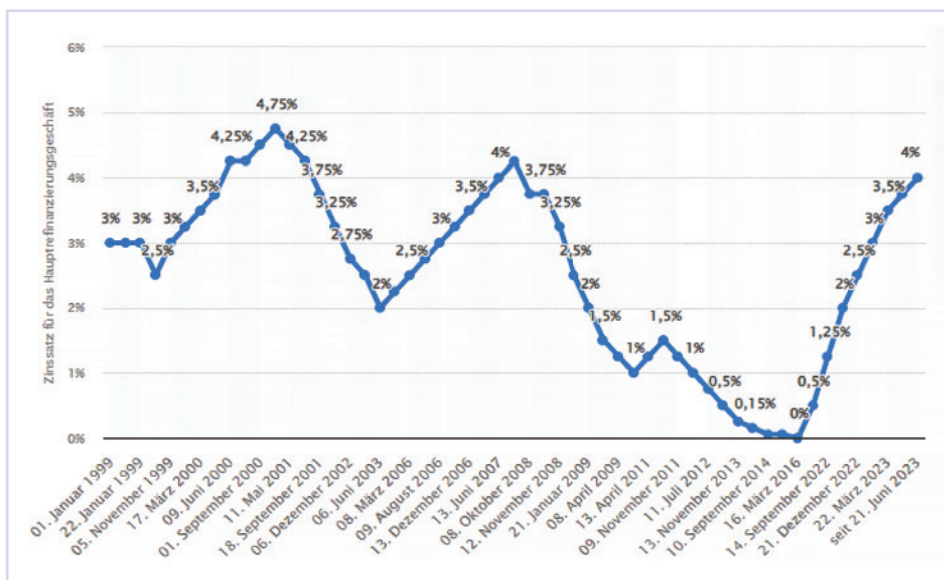


Abb. 1-18: Leitzinsentwicklung im Euroraum

1.2.4 Fazit: Keine Besserung ohne grundlegende politische Reformen

Als Fazit der Ausführungen zur Finanzmarktkrise hatten wir in der 6. Auflage dieses Buches zu Anfang des Jahres 2015 festgehalten, dass der Öffentlichkeit vonseiten der Politik kaum Perspektiven aufgezeigt werden, wie die Weltwirtschaft in den kommenden Jahrzehnten auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zurückfinden könnte. Daran hat sich acht Jahre später im Grundsatz nichts verändert – ganz im Gegenteil. Durch den Krieg in der Ukraine, nach wie vor hohe Inflationsraten und die vielen offenen Fragen, die sich unter anderem aus der Klimakrise und der Unsicherheit über die künftige globale Energieversorgung ergeben, fällt es zunehmend schwer, ein zuversichtliches Bild von der wirtschaftlichen Zukunft Deutschlands, Europas und der Welt zu zeichnen.

Die EZB hat im Jahr 2021 einen umfassenden Bericht über die Auswirkungen ihrer Geldpolitik seit dem Jahr 2014 verfasst. Dieser trägt den Titel »Bewertung der Wirksamkeit, Effizienz und potenziellen Nebenwirkungen der geldpolitischen Instrumente der EZB seit 2014«. Die Autoren kommen unter anderem zu folgendem Schluss:

»Unter Berücksichtigung aller seit Mitte 2014 ergriffenen Maßnahmen wird der Einfluss aller unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf die jährliche BIP-Wachstumsrate im Zeitraum 2015 bis 2020 auf durchschnittlich rund 0,6 Prozentpunkte geschätzt. Im gleichen Zeitraum wäre die jährliche Inflationsrate ohne diese Maßnahmen im Durchschnitt um etwa 0,4 Prozentpunkte niedriger gewesen.«

Per Saldo schätzt die EZB die Wirkung ihrer zum Teil höchst umstrittenen Maßnahmen damit positiv ein, was wir an dieser Stelle und in der gegebenen Form auch gar nicht anfechten möchten. Bei allem bisher Unternommenen fehlt jedoch nach Einschätzung der Autoren dieses Buches der Blick auf das große Ganze. Denn: Weder die bisher ergriffenen fiskalpolitischen Unternehmungen noch die geldpolitischen Maßnahmen sind darauf ausgerichtet, die Rahmenbedingungen grundlegend zu verändern und auf diese Weise neue Perspektiven für das langfristige Wachstum der Weltwirtschaft aufzuzeigen. Einfach ausgedrückt: Die seit Jahren längst erkannten Probleme werden bisher immer wieder nur kaschiert (»zugedeckt«) – entweder mit von den Zentralbanken »gedrucktem« oder von den Staatsregierungen »geschenktem« Geld (bei gleichzeitig deutlicher Erhöhung der Staatsverschuldung). Um echte Fortschritte zu erreichen, bedürfte es aber umfassender und mutiger politischer Reformen, die im Idealfall global über alle großen Staaten und Währungsräume koordiniert wären. In diese Richtung geht zum Beispiel ein Vorschlag von 100 europäischen Politikern, Ökonomen und Aktivisten aus dem Jahr 2021: Nach diesem Vorschlag sollten die Schulden der Staaten bei den Zentralbanken entweder einfach gestrichen oder in ewige Anleihen ohne Zinszahlungen umgewandelt werden (was in seiner ökonomischen Wirkung der Schuldentstreichung bzw. dem Schuldenschnitt gleichkommt). Ein solch außergewöhnlicher Schritt würde den Regierungen der großen Staaten rund um die Welt einen neuen, gewaltigen Spielraum verschaffen, um frische Mittel aufzunehmen und damit z. B. öffentliche Investitionen in den Klima- und Umweltschutz selbst vorzunehmen und/oder private Investitionen in diese Richtung anzureizen. Auf die Bilanzen der Zentralbanken hätte die Entwertung sämtlicher gehaltener Staatsanleihen rechnerisch beträchtliche Auswirkungen – wäre das Vorgehen aber in allen Währungsräumen identisch und mit bzw. unter allen bedeutenden Ländern abgestimmt, hielte sich der ökonomische Schaden mit hoher Wahrscheinlichkeit in Grenzen.

Fazit

Unser Fazit in dieser 7. Auflage lautet: Ein »Weiter so« mit Blick auf Fiskal- und Geldpolitik darf es nicht mehr geben. Sonst drehen wir uns im Kreis mit möglicherweise fatalen Konsequenzen für jeden Einzelnen. Die Welt braucht dringend grundlegende Veränderungen im Wirtschafts- und Finanzsystem, die auf Basis internationaler Abkommen entwickelt und umgesetzt werden müssen. Eine internationale Konferenz zur Lösung des Staatsverschuldungsdilemmas wäre eine vielversprechende Perspektive, denn die hohen Staatsschuden verhindern in den meisten Ländern zukunftsorientierte und längst überfällige Investitionen in Infrastruktur und Klimaschutz. Diese könnte ähnlich organisiert sein wie die Bretton-Woods-Konferenz im Jahr 1944, auf der die großen Industrienationen (mit Ausnahme Deutschlands) eine umfassende Neuordnung der Weltwirtschaft für die Zeit nach Ende des Zweiten Weltkrieges anstrebten (Stichwort: Bretton Woods zur Lösung der Staatsschuldenproblematik).

1.3 Langfristige Entwicklungen im Bereich der Geldanlage

1.3.1 Nachhaltige Geldanlage

1.3.1.1 Was bedeutet Nachhaltigkeit und nachhaltig investieren?

Angesichts der enormen Volumenzuwächse, die nachhaltige Geldanlagen in den vergangenen Jahren weltweit erfahren haben, möchten wir ihre Eigenschaften und Besonderheiten hier gleich zu Anfang des Buches in einem gesonderten Kapitel und in größerer Tiefe aufgreifen. Insbesondere in Europa, wo durch die EU im Jahr 2019 mithilfe des sogenannten Green Deal eine besondere Förderung nachhaltiger Geldanlagen initiiert wurde, zeichnet sich ab, dass die Nachfrage nach nachhaltigen Geldanlageformen kontinuierlich weiterwachsen und die Nachfrage nach klassischen bzw. den Nachhaltigkeitskriterien nicht angepassten Anlageformen immer weiter zurückdrängen wird.

Beginnen wir zunächst damit, den Begriff »Nachhaltigkeit« genauer zu definieren. Ursprünglich stammt er aus der deutschen Forstwirtschaft, wo Nachhaltigkeit bedeutet, in einem bestimmten Zeitraum niemals mehr Bäume zu fällen, als in demselben Zeitraum nachwachsen können. Der Wald soll auf diese Weise über Jahrzehnte und Jahrhunderte in seinen ursprünglichen Ausmaßen erhalten bleiben, oder etwas konkreter ausgedrückt: Wenn ein Förster in seiner aktiven Zeit nicht mehr Bäume fällen lässt, als in diesem Zeitraum nachwachsen, agiert er nachhaltig und überlässt seinen Nachfolgern einen Wald in unveränderter Größe. Im Internet findet man unter anderem folgende Definition für Nachhaltigkeit, die letzten Endes in dieselbe Richtung zielt: Eine ökologisch nachhaltige Entwicklung ist eine solche, die die Bedürfnisse der Gegenwart befriedigt, ohne dabei die Zustände zukünftiger Generationen zu beeinträchtigen.

Orientierung für den Begriff »Nachhaltigkeit« liefern auch die Vereinten Nationen. Sie haben insgesamt 17 Nachhaltigkeitsziele in ihrer »Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung«



Abb. 1-19: 17 Nachhaltigkeitsziele (SDGs) der Vereinten Nationen, Quelle: Bundesregierung

festgeschrieben, die sogenannten Sustainable Development Goals, kurz SDGs. Anbieter von nachhaltigen Finanzprodukten nehmen in deren Produktbeschreibungen regelmäßig Bezug auf die 17 SDGs.

Nachhaltige Geldanlageformen haben sich seit dem Beginn der 2000er-Jahre in Deutschland immer stärker durchgesetzt. Der Grundgedanke dahinter: Mit der Geldanlage gleichzeitig etwas Gutes tun, zum Beispiel Umwelt- und Klimaschutzaktivitäten unterstützen oder zumindest keine »schlechten« Dinge aktiv durch die Geldanlage (z. B. den Kauf von Aktien eines Waffenherstellers) fördern. Gut und schlecht sind dabei in der Praxis zwar mittlerweile definiert, aber tatsächlich geht dem gewöhnlichen Anleger heute der Überblick über die verschiedenen Definitionen und Begrifflichkeiten verloren. Abbildung 1-20 zeigt ein erstes Begriffspaar, das inhaltlich miteinander in Verbindung steht.

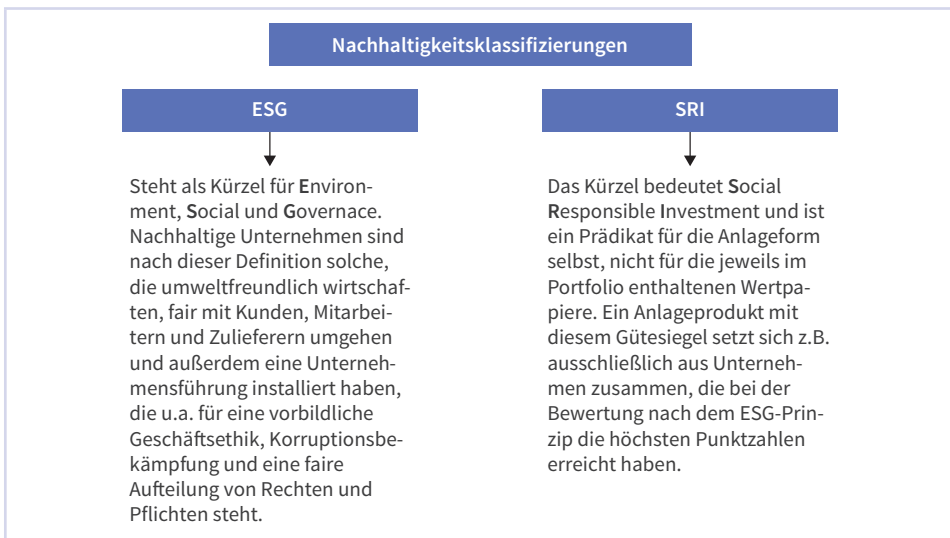


Abb. 1-20: Begriffe aus dem Umfeld nachhaltiger Geldanlageformen

Der Begriff »nachhaltig« ist im Bereich von Geldanlagen also möglicherweise sehr breit definiert – es geht im Regelfall nicht nur um grüne, das heißt umwelt- und klimafreundliche bzw. die Natur schützende/schonende Investments, sondern auch um Anlageformen, die eine gewisse soziale Verantwortung verkörpern und mit einer in jeder Hinsicht vorbildlichen Unternehmensführung in Zusammenhang stehen.

Es sind vor allen Dingen die Anbieter von Aktienindizes, die sich frühzeitig mit der Frage beschäftigt haben, wie sich nachhaltig-wirtschaftende Unternehmen von nicht nachhaltig-wirtschaftenden unterscheiden lassen. Ziel dieser angestrebten Differenzierung war es, institutionellen Anlegern wie zum Beispiel Versicherungsgesellschaften oder Pensionsfonds nachhaltige Anlageuniversen über spezialisierte Nachhaltigkeitsindizes und -portfolios anbieten zu können.

Da es nach wie vor tatsächlich nicht viele Aktiengesellschaften gibt, die ein eindeutig nachhaltiges Geschäftsmodell betreiben, haben die Indexanbieter einige Anstrengungen unternommen müssen, um eine praktikable Einteilung umfangreicher Gruppen von Aktien-

gesellschaften in »nachhaltige« und »nicht-nachhaltige« Gesellschaften auf die Beine zu stellen. Der gängigste Ansatz war dabei zunächst der »Best-in-Class-Ansatz«, der allerdings heute immer mehr in der Kritik steht, weil er nicht von vornherein klare Ausschlusskriterien für bestimmte Branchen und Unternehmen definiert. Beim Best-in-Class-Ansatz werden zunächst ausnahmslos alle Branchen und Unternehmen im untersuchten Anlageuniversum (z. B. große Aktiengesellschaften weltweit) in die Betrachtung einbezogen – egal, ob sie nachhaltig sind bzw. agieren oder nicht (was auch der Hauptansatzpunkt der Kritiker ist). In den Bewertungsprozess würden also ohne Rücksicht auf ihr tatsächliches Geschäftsmodell z. B. auch große Öl- und Gasförderkonzerne einbezogen und dann im Einzelnen nach den Kriterien »Umweltfreundlichkeit« (E), »Soziale Verantwortung« (S) und »Unternehmensführung« (G) analysiert. Am Ende bleiben dann von z. B. zehn dieser Konzerne noch fünf übrig, die im Durchschnitt in den drei Kriterien am besten abgeschnitten haben und dann auch in den Nachhaltigkeitsindex aufgenommen werden. Die ausgewählten fünf Unternehmen sind damit die besten fünf ihrer Branche gemessen an den ESG-Nachhaltigkeitskriterien – oder, um bei der englischen Bezeichnung zu bleiben, die besten (fünf) in ihrer »Klasse«.

Dieses Vorgehen hat tatsächlich auch einen Vorteil mit Blick auf Veränderungs- und Transformationsprozesse: Sämtliche Öl- und Gaskonzerne in dem zugrunde liegenden Anlageuniversum haben die Chance, in den Nachhaltigkeitsindex aufgenommen zu werden und damit langfristig Anlagemedium auch für Anleger mit strikter Nachhaltigkeitsorientierung zu bleiben bzw. zu werden. Je besser es einem dieser Konzerne gelingt, auch nachhaltige Geschäftsfelder aufzubauen und zum Beispiel Erlöse im Ölgeschäft durch Erlöse aus der Erzeugung erneuerbarer Energien zu kompensieren – also eine echte Transformation weg von fossilen Brennstoffen hin zu erneuerbaren Energiequellen zu bewerkstelligen –, desto größer die Chance, in dem Nachhaltigkeitsindex zu bestehen und damit auch im Fokus milliardenschwerer institutioneller Anleger zu verbleiben.

Der Best-in-Class-Ansatz stammt aus den Anfängen nachhaltiger Geldanlageformen. Er ist der erste Schritt in die Richtung gewesen, aus großen Anlageuniversen spezielle Körbe mit Unternehmen herzuleiten, die sich hinsichtlich Umwelt und Natur, sozialen Aspekten sowie Unternehmensführung verantwortlicher verhalten, als andere Aktiengesellschaften. Um Anlegern mit starker Nachhaltigkeitsorientierung und besonderem Ethik-Bewusstsein, zum Beispiel Vermögensverwaltern der Kirche, weiter entgegenzukommen und die Nachhaltigkeitsindizes noch stärker gegenüber den klassischen Indizes abzugrenzen, wurde zumeist zusätzlich zum Best-in-Class-Ansatz noch das Ausschlussverfahren angewendet. Über dieses konnten Anleger dann besonders kritische Branchen von vornherein vollständig aus dem Anlageuniversum herausnehmen. Klassische Beispiele für Sektoren mit per se kritischen Geschäftsmodellen sind der Rüstungsgüterbereich (Produktion und Handel mit Waffen, Militärfahrzeugen etc.), die Produktion und der Handel mit Tabak und Alkohol, die Nutzung von Atomenergie oder Kohle zur Erzeugung von Strom, aber auch solche Bereiche wie Glücksspiel oder Pornographie. Darüber hinaus ist es üblich, solche Konzerne aus Körben mit nachhaltig wirtschaftenden Unternehmen von vornherein herauszunehmen, die nachweislich Kinderarbeit betreiben, offensichtlich korrupte Geschäftspraktiken vollziehen oder regelmäßig Menschenrechte verletzen.

Je nachdem, wie relevant der Ausschluss bestimmter Geschäftsfelder für die jeweiligen Anleger ist, werden ihnen in der Praxis verschiedene Indexvarianten angeboten, zum Beispiel »Nachhaltige Aktien weltweit ohne Tabak und Alkohol«, »Nachhaltige Aktien Europa ohne Rüstungsgüter« usw.

1.3.1.2 Indexdefinitionen der EU

Die Mischung aus Best-in-Class-Ansatz und Ausschlussverfahren führte zunächst zu überaus praktikablen und auch weithin anerkannten Aktienkörben mit Nachhaltigkeitsausrichtung. Im Laufe der Jahre, insbesondere im Zuge des sich immer klarer abzeichnenden Klimawandels, stiegen die Ansprüche aus Richtung besonders verantwortungsbewusst handelnder Anleger jedoch deutlich. Die Indexkonstruktionen wurden daher permanent weiterentwickelt und Aktienkörbe bzw. Anlageuniversen immer stärker differenziert.

Die Europäische Union (EU) ist im Jahr 2020 sogar so weit gegangen, den Finanzmarktakteuren Anforderungen an Nachhaltigkeitsindizes ganz konkret vorzugeben. Hier ein Auszug aus der entsprechenden Verordnung:

»Immer mehr Anleger setzen auf Strategien für CO₂-arme Investitionen und verwenden entsprechende Referenzwerte zur Messung der Wertentwicklung ihrer Anlageportfolios. Die Einführung von Indizes für den klimabedingten Wandel (sogenannte Climate-Transition-Benchmarks, kurz CTBs) und auf das Übereinkommen von Paris abgestimmten Indizes (sogenannte Paris-aligned Benchmarks, kurz PABs), die sich auf eine Methode stützen, die an die Verpflichtungen aus dem Übereinkommen von Paris im Zusammenhang mit CO₂-Emissionen gekoppelt ist, trägt dazu bei, dass mehr Transparenz herrscht und Grünfärberei (»Green-washing«) vorgebeugt wird.«

Das recht umfassende Spektrum an Klimaschutzorientierten Indizes erfüllt nach Ansicht der EU-Kommission diese Ziele nicht. Unterschiedliche Ansätze bei der Indexkonstruktion führten nach ihrer Ansicht zu einer Fragmentierung des Angebotes und zu einem hohen Maß an Intransparenz. Den Nutzern von Indizes und darauf ausgerichteten Anlageprodukten sei nicht klar, ob ein bestimmter CO₂-armer Index auf die Erreichung des Zwei-Grad-Ziels ausgerichtet sei oder lediglich auf die Verringerung des CO₂-Fußabdrucks eines Standardanlageportfolios abziele.

Faktisch gibt die EU seit 2020 zwei konkrete Indexansätze vor: PAB und CTB. Der Begriff »Paris-Aligned Benchmark« (PAB) steht für Indizes mit Aktiengesellschaften, die Vorreiter beim Klimaschutz sind. Dabei bezieht sich »Paris« in der Indexbezeichnung auf das in der französischen Hauptstadt im Dezember 2015 geschlossene Klimaschutzabkommen der Vereinten Nationen. Das Abkommen trat am 4. November 2016 in Kraft, nachdem es von mehreren Dutzend Staaten, die seinerzeit etwas mehr als die Hälfte der globalen Treibhausgase emittierten, ratifiziert wurde. Mit dem Abkommen von Paris verfolgen die beteiligten Staaten drei Ziele:

- Als globales Ziel soll die Erderwärmung im Vergleich zum vorindustriellen Zeitalter auf »deutlich unter« zwei Grad Celsius begrenzt werden – mit Anstrengungen für eine Beschränkung auf 1,5 Grad Celsius.
- Die Fähigkeit der Staaten zur Anpassung an den Klimawandel soll gleichzeitig gestärkt und neben der Minderung der Treibhausgasemissionen als gleichberechtigtes Ziel etabliert werden.
- Die globalen Finanzmittelflüsse sollen mit den Klimazielen in Einklang gebracht werden.

Den Vorgaben der EU folgend streben die Anbieter von Indizes und Investmentfonds mit PAB-Ausrichtung durch die spezifische Wertpapierauswahl eine Halbierung des Kohlendioxid-Ausstoßes gegenüber vergleichbaren Standardindizes bzw. Anlageuniversen an. Hieran wird deutlich, dass Anlegern gemäß den Vorstellungen der EU Möglichkeiten geboten wer-

den sollen, mithilfe der Geldanlage klar definierte Nachhaltigkeitsziele zu verfolgen. Außerdem soll durch gezielt ausgerichtete Kapitalflüsse aktiv Einfluss auf Geschäftsmodelle und -praktiken genommen werden können. Man spricht in diesem Zusammenhang daher auch von Impact-Investing.

Eine im Vergleich zu PAB etwas abgeschwächte Form des Impact-Investing ist die sogenannte CTB-Ausrichtung. Das Kürzel steht für Climate-Transition-Benchmark. Im Gegensatz zu PAB-Produkten, bei denen wie gesehen eine Halbierung des Kohlendioxid-Ausstoßes angestrebt wird, verfolgen die Manager von z.B. CTB-Investmentfonds das Ziel, durch die Unternehmensauswahl den Ausstoß gegenüber klassischen Anlageprodukten mit vergleichbarer Ausrichtung bzw. gegenüber entsprechenden Standardindizes um 30 Prozent zu vermindern.

Die Technische Expertengruppe für nachhaltige Finanzen (TEG), eine von der EU-Kommission eingesetzte Arbeitsgruppe, auf deren Vorschlägen die CTB- und PAB-Vorschriften basieren, empfiehlt konkret ein »Grün-zu-Braun-Aktien-Verhältnis« von mindestens 1:1 für die CTBs und von 4:1 für die PABs. CTB-Aktienindizes und -fonds enthielten bei Befolgung dieser Empfehlung mindestens 50 Prozent an klimaschonenden Investments, PAB-Produkte hingegen einen Anteil von mindestens 75 Prozent.

Diese Ausführungen und das oben erwähnte dritte Ziel des Pariser Klimaschutzabkommens, nämlich die globalen Finanzmittelflüsse in Einklang mit den globalen Klimazielen zu bringen, machen deutlich, wie eng verbunden miteinander Geldanlage und Klimaschutz in der Zwischenzeit von den Regierungen bzw. der EU-Kommission gesehen werden und welche hohe Bedeutung der Klimaschutz bei der Geldanlage nach dem Willen der Politik zukommen soll.

Die weiteren diesbezüglichen Anstrengungen und Aktivitäten der Europäischen Union werden im folgenden Absatz beschrieben.

1.3.1.3 EU: Green Deal and Taxonomy

Im Jahr 2019 beschlossen die Staaten der Europäischen Union den sogenannten »Green Deal«. Mit diesem bzw. durch diesen soll der Nachhaltigkeit bei Investitionen in Zukunft deutlich mehr Bedeutung eingeräumt werden. Dahinter steckt wiederum das Ziel, in Europa zur Mitte des Jahrhunderts CO₂-neutral zu leben und zu wirtschaften. Ohne hohe Investitionen in Klimaschutzmaßnahmen, etwa in die Umstellung klassischer, industrieller Produktionsprozesse, wird sich dieses ehrgeizige Ziel nicht realisieren lassen, weshalb der Green Deal bereits eine Planung für öffentliche Investitionen mit einem Gesamtvolumen von einer Billion Euro über einen Zeitraum von zehn Jahren vorsieht. Flankiert werden sollen die öffentlichen Investitionen von umfangreichen zielgerichteten Mittelflüssen aus dem privaten Finanzsektor. Schließlich soll Letztgenannter nach den Vorstellungen der Europäischen Kommission eine Schlüsselrolle beim Übergang zu einer emissionsarmen Wirtschaft spielen. Um diesen Anspruch zu manifestieren, wurde im Rahmen des Green Deal zudem der Aktionsplan für nachhaltiges Finanzwesen ins Leben gerufen. Dieser besteht zum einen aus der EU-Taxonomie, zum anderen aus der Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, kurz SFDR) – beide werden in Abb. 1-21 erklärt. Letztendlich soll nachhaltig agierenden Unternehmen, nachhaltig ausgerichteten Projekten und daraus abgeleiteten Geldanlageprodukten durch diese Maßnahmen ein spürbarer Wettbewerbsvorteil gegenüber Wirtschaftsaktivitäten und Finanzprodukten entstehen, die nicht ressourcenschonend ausgerichtet und damit nicht nachhaltig sind.

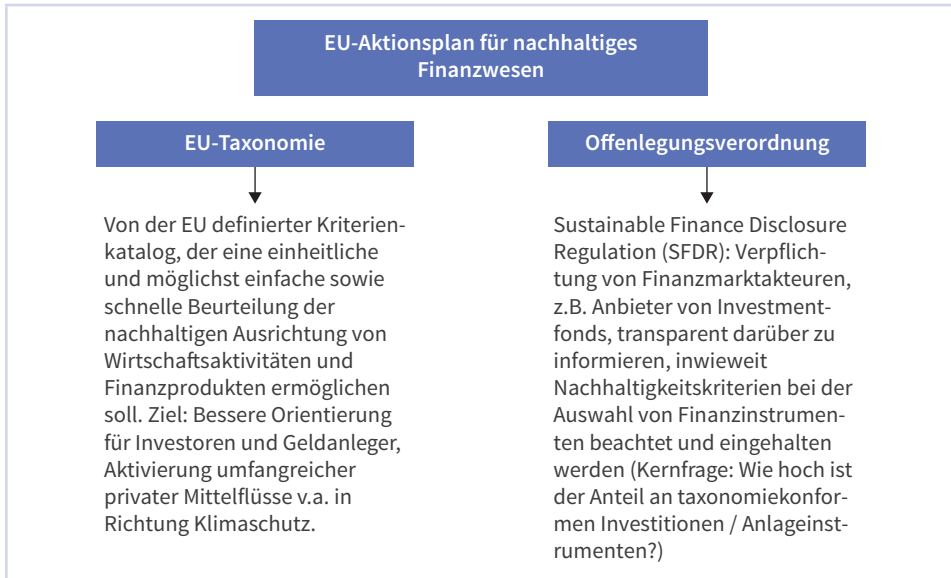


Abb. 1-21: EU-Taxonomie und Offenlegungsverordnung

Klare Vorgaben, was genau Nachhaltigkeit bedeutet und welche Kriterien nachhaltige Finanzprodukte erfüllen müssen, helfen auch, um das sogenannte »Greenwashing« (sinngemäß übersetzt »Grünfärberei«) zu vermeiden. Dabei versuchen Unternehmen, sich und ihre Produkte durch gezielte Werbung, PR-Maßnahmen, Prospektmaterial usw. nachhaltiger bzw. grüner darzustellen, als sie es tatsächlich sind. Dadurch sollen Konsumenten und Investoren zu einem Kauf bzw. zu einer Anlage von/in vermeintlich umwelt- und klimafreundlichen Produkten verleitet werden, die ein gewisses Mindestmaß an Nachhaltigkeit möglicherweise gar nicht erfüllen.

EU schreibt Aktiengesellschaften Berichterstattung zur Nachhaltigkeit vor

Mit der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) hat die EU Art und Umfang der Nachhaltigkeitsberichterstattung tiefgreifend geändert. Große und börsennotierte Unternehmen müssen künftig in einem separaten Abschnitt des Lageberichts zur Nachhaltigkeit berichten. Unter anderem sind alle wesentlichen Auswirkungen sowie Risiken und Chancen in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Governance-Aktivitäten offenzulegen. Für ein hohes Maß an Vergleichbarkeit sollen die European Sustainability Reporting Standards (ESRS) sorgen, die von der European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) erarbeitet wurden.

Der globale Markt für nachhaltige Geldanlagen hat in der Zwischenzeit eine enorme Größe erreicht. Klimaschutz- und Umweltaspekte werden bei Geldanlagen unweigerlich eine immer größere Rolle spielen. Daher sollten sich Anleger, Auszubildende und Studenten im Banken- und Finanzwesen mit diesem Thema tiefergehend auseinandersetzen und die für eine eigene Einschätzung erforderlichen Grundlagen und Kenntnisse frühzeitig aneignen.

1.3.2 Geldanlage mithilfe Künstlicher Intelligenz

1.3.2.1 Überblick

Das Thema ist in aller Munde – Künstliche Intelligenz, kurz KI, dringt mit Vehemenz in alle Lebensbereiche vor. Sprach- und Bilderkennung, Routenberechnung, autonomes Fahren, Simultanübersetzung, medizinische Diagnose, Klimaforschung – das sind nur einige Beispiele, in denen KI heute schon erfolgreich eingesetzt wird. Die enormen Leistungen sogenannter Chatbots wie Chat GPT, programmiert von dem US-Unternehmen Open AI, oder auch von KI gestützten Sprach- und Bildsystemen versetzen die Menschheit in großes Staunen. Nachdem über Jahrzehnte oder gar Jahrhunderte darüber spekuliert wurde, was Künstliche Intelligenz eines Tages wird leisten können, verdeutlichen die Anwendungen der letzten Jahre, welche enorme Fortschritte in der Zwischenzeit erreicht wurden – und welche enormen Vorteile die Künstliche Intelligenz für die Menschen schon jetzt mit sich bringt.

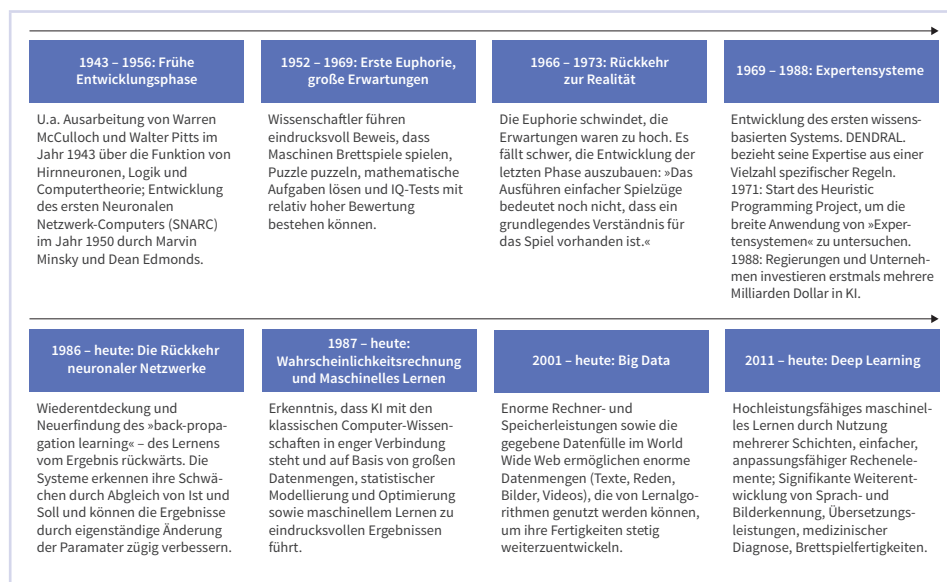


Abb. 1-22: Die Entwicklungsgeschichte Künstlicher Intelligenz, stark vereinfachte Darstellung in Anlehnung an »Artificial Intelligence – A Modern Approach«: Stuart Russel, Peter Norvig, Herausgeber, Pearson Education Limited, 4. Auflage 2021

Chatbots (zu Deutsch sinngemäß »Gesprächsroboter«) sind durch den Einsatz Künstlicher Intelligenz in der Lage, in natürlicher Sprache mit Menschen zu kommunizieren. Benutzer können mit dem KI-System chatten, das heißt per Text- oder Audioeingabe insbesondere Fragen stellen, auf die das System in natürlicher Sprache qualitativ hochwertige Antworten gibt. Je besser bzw. »systemgerechter« die Fragen gestellt werden, desto besser auch die Antworten in ihrer Qualität. Aufträge, wie »Schreibe mir ein Gedicht zum 80. Geburtstag«, können ebenfalls an das System gerichtet werden – die Ergebnisse sind verblüffend, wenn auch noch nicht so gut, dass man sie ohne Nachbearbeitung verwenden könnte (was oftmals aber auch an einer zu wenig präzisen Aufgabenstellung liegt).

Sprachsysteme ermöglichen es heute, die natürliche Stimme eines Menschen perfekt zu imitieren. Einzige Voraussetzungen sind Sprach- bzw. Stimmproben der betreffenden Person in einer ausreichenden zeitlichen Länge und im Idealfall aus verschiedenen »Gemütslagen« generiert. Systeme zur Herstellung künstlicher oder Nachbildung echter Stimmen stehen mittlerweile für jedermann im Internet für geringe Kostenbeiträge zur Verfügung. Die hier jüngst erzielten Fortschritte sind enorm, die gelieferten Ergebnisse ebenso beeindruckend wie jene bei Chatbots, aber auch beängstigend.

Von KI unterstützte Bildsysteme lassen sich zum Beispiel in Bilderkennungs- und Bild-erzeugungssysteme unterscheiden. Erstgenannte ermöglichen u. a. die gezielte und sekundenschnelle Fahndung nach Personen über Tausende von Foto- und Videosequenzen. Außerdem erlauben sie die schnelle Identifizierung von Personen über Fingerabdrücke und Gesichtsaufnahmen, wodurch sich im einfachsten Fall zum Beispiel Mobiltelefone entsperren oder Türen zu sensiblen oder sicherheitsrelevanten Bereichen öffnen lassen. Systeme Künstlicher Intelligenz sind darüber hinaus in der Lage, Bilder und Grafiken in einer hohen Qualität zu erzeugen. Der Nutzer des Systems umschreibt das gewünschte Bild/die gewünschte Grafik in seinen eigenen Worten (und in natürlicher Sprache) und auf dieser Grundlage wird es bzw. sie von der Maschine erzeugt. Der Vorgang kann so oft wiederholt, die Beschreibung so lange verfeinert werden, bis der Nutzer mit dem Resultat zufrieden ist.

Im Bereich Geldanlage sind Robo-Advisors, also digitale Vermögensverwaltungssysteme, längst an der Tagesordnung und werden dort von vielen renommierten Bankhäusern und auch jungen Finanzdienstleistungsunternehmen zur Auswahl individueller Anlagestrategien für Kunden eingesetzt. Über elektronische Fragebögen wird das Chance-Risiko-Profil des betreffenden Anlegers ermittelt und werden Anlageziele, Anlagehorizont und Anlagesummen abgefragt. Quasi auf Knopfdruck bietet der Robo-Advisor im nächsten Schritt ein individuelles Anlagekonzept. Das klingt banaler, als es tatsächlich ist. Zumeist unterliegen diesen Systemen modernste wissenschaftliche Erkenntnisse – sie beruhen zum Teil auf Modellen von Nobelpreisträgern oder weltweit anerkannten Anlageexperten. Den Anlagevorschlägen geht im Regelfall zudem die Analyse gewaltiger Datenreihen und -mengen voraus – Prozesse, die heute aufgrund der enormen Rechnerleistungen in Bruchteilen von Sekunden möglich sind.

Können Maschinen denken wie wir Menschen?

Über diese Frage wird schon seit Jahrzehnten gestritten. Einige Philosophen behaupten, dass eine Maschine, die zwar offensichtlich intelligent agiert, nicht wirklich denken kann wie ein Mensch. Die meisten Experten für Künstliche Intelligenz machen sich um diese Differenzierung jedoch keinerlei Gedanken. Der Computerwissenschaftler Edsger Dijkstra sagte 1984 in diesem Kontext: »Die Frage, ob Maschinen denken können, ist genauso relevant oder irrelevant wie die Frage, ob U-Boote schwimmen können.« Die Definition für Schwimmen in einem renommierten US-amerikanischen Lexikon lautet: »Sich mithilfe der Gliedmaßen, der Flossen oder des Schwanzes durch das Wasser bewegen«. Nach dieser Definition schwimmen U-Boote streng genommen nicht. Dennoch würden wir nie abstreiten, dass ein U-Boot schwimmen (und tauchen) kann.

Eine vergleichbare Definition für »Denken« findet man in dem Lexikon nicht – wie würde sie lauten? Ist zum Denken ein Gehirn erforderlich oder zumindest gehirnähnliche »Gegenstände«?

Der KI-Experte Alan Turing argumentierte schon in den 1950er-Jahren, dass wir auch bei anderen Menschen nicht immer einen klaren Eindruck von ihrem mentalen Zustand haben und nicht immer

sicher sein können, »dass wirklich alle Menschen denken können«. Dennoch treffen wir die höfliche Annahme, dass es so ist. Würden wir Maschinen kennen, so Turing weiter, die offensichtlich intelligent agieren (die es aber zu Lebzeiten Turings noch nicht in dem heutigen Ausmaß gab), würden wir diese höfliche Annahme auch auf diese Maschinen übertragen.

Der Philosoph John Searle lehnt diese Turing'sche Höflichkeitskonvention jedoch ab. Seine berühmte Erklärung, dass Maschinen nicht denken können wie ein Mensch, ist die des »chinesischen Zimmers«. Sie lautet wie folgt: Stellen Sie sich einen Menschen, der nur Englisch versteht, in einem Raum vor, in dem sich ein Regelbuch in englischer Sprache und verschiedene Papierstapel befinden. Ein Stück Papier mit unentzifferbaren Symbolen wird von außen unter der Zimmertür durchgeschoben. Der Mensch folgt den Anweisungen im Regelbuch, findet Symbole auf dem Papier und in den Stapeln, schreibt Symbole auf neue Zettel, ordnet die Stapel neu und macht das so lange, bis er alle Regeln im Regelbuch ausgeführt hat. Im Ergebnis führen die Anweisungen dazu, dass zahlreiche (chinesische) Symbole in einer bestimmten Reihenfolge auf ein Stück Papier übertragen werden, das dann an die Außenwelt weitergegeben wird. Von außen betrachtet, erleben wir ein System, das Eingaben in Form von chinesischen Sätzen entgegennimmt und nach und nach eine fließende, intelligente chinesische Antwort dazu erzeugt. Searle argumentiert dann: Es ist klar, dass der Mensch in dem Zimmer kein Wort Chinesisch versteht. Auch das Regelbuch und die Papierstapel, die nur aus Papier bestehen, verstehen kein Wort Chinesisch und stellen auch keine Verbindung zu einer chinesischen Übersetzung her. Daher gibt es in dem Raum keinerlei Verständnis der Chinesischen Sprache – und dennoch werden dort korrekte Antworten auf chinesische Fragen in perfektem Chinesisch erzeugt. Searle argumentiert, dass das chinesische Zimmer dasselbe tut wie auch ein Computer bzw. ein System Künstlicher Intelligenz.

In Anlehnung an »Artificial Intelligence – A Modern Approach«: Stuart Russel, Peter Norvig, Herausgeber, Pearson Education Limited, 4. Auflage 2021

Der Robo-Advisor ist dann, sofern gewünscht, schließlich auch bei der Umsetzung des ermittelten, individuellen Anlagekonzeptes behilflich und kümmert sich u. a. um den Kauf von Wertpapieren beim initialen Aufbau des Depots und genauso auch um Käufe und Verkäufe bei laufenden Umschichtungen des Portfolios. Dass der Robo-Advisor fortlaufend über die Wertentwicklung des Depots in Form ansprechender Grafiken und umfangreicher Statisti-

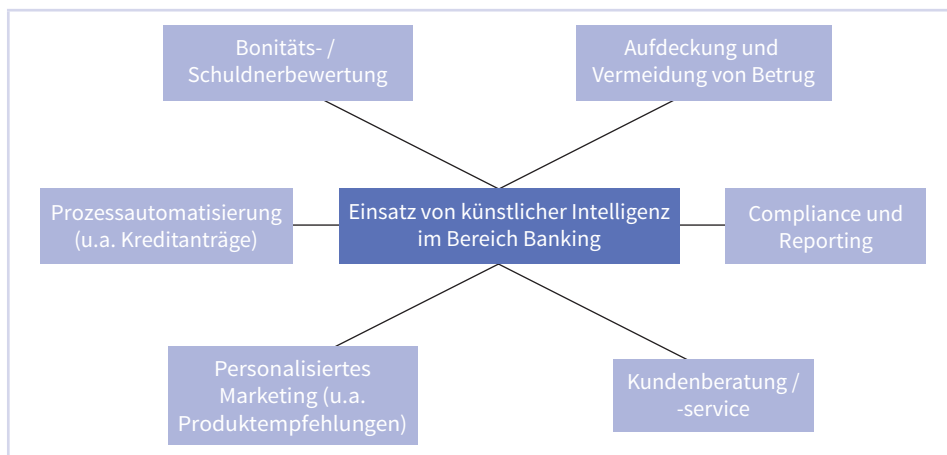


Abb. 1-23: Einsatz von KI im Bankgeschäft

ken informiert und auch laufend Vorschläge für Portfolioveränderungen macht, sofern sich die individuellen Voraussetzungen oder grundlegenden Rahmenbedingungen verändert haben, versteht sich dabei von selbst.

KI findet aber auch in anderen Bereichen in der Banken-, Geldanlagen- und Börsenwelt Verwendung. Die beiden Abbildungen an dieser Stelle geben einen ersten Überblick darüber, Anspruch auf Vollständigkeit besteht in beiden Fällen aber nicht.

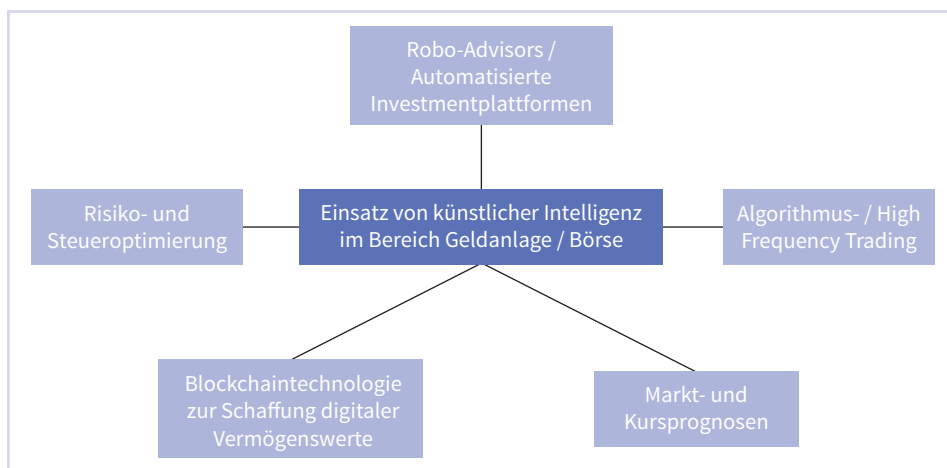


Abb. 1-24: Einsatz von KI im Bereich Geldanlage/Börse

1.3.2.2 Perspektiven und Chancen

Es zeichnet sich ab, dass Künstliche Intelligenz zu einer weiter steigenden Automatisierung von Arbeitsprozessen in den Bereichen Börse/Geldanlage und Banking führen wird. Fehler in diesen Prozessen, die von Menschen typischerweise gemacht werden, weil sie nicht immer rational handeln und sich zum Beispiel in ihren Entscheidungen stark von Gefühlen und Emotionen leiten lassen, werden dadurch auf ein Minimum reduziert. Durch die verstärkte Übernahme umfangreicher und sehr zeitintensiver Tätigkeiten durch Systeme Künstlicher Intelligenz, insbesondere der Datenaufbereitung und -auswertung, wird die Effizienz dieser Prozesse weiter deutlich gesteigert und kann sich der Mensch in die nachgelagerten Aufgaben stärker einbringen – nämlich dort, wo die tatsächlichen Ergebnisse und der Mehrwert für Anleger geschaffen werden (Entwicklung und Feinabstimmung der Anlagestrategie etc.).

Darüber hinaus wird schon heute deutlich, dass Entscheidungen und Prognosen auf Basis der Vorarbeiten durch Systeme Künstlicher Intelligenz immer besser werden. Die enorme Leistungsfähigkeit der Systeme macht es möglich, Widersprüche in der Datenbasis, aber auch in den daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen und Handlungsanweisungen zu erkennen und so Fehler, die bisher aufgrund der hohen Komplexität der Finanzmärkte noch regelmäßig vorkommen, künftig deutlich häufiger zu vermeiden.

KI wird in Zukunft auch eine noch stärkere Personalisierung von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten ermöglichen sowie auch eine regelmäßige, automatisierte Betreuung durch Chatbots und virtuelle Berater.

Schließlich ist KI ein Innovationstreiber, der in den kommenden Jahrzehnten die Schaffenskraft noch weiter steigern wird. KI macht es möglich, Produkte und Prozesse vollständig neu zu durchdenken und in vielen Fällen auch komplett neu zu gestalten. KI-gestützte Handelsstrategien kennen wir schon heute, genauso dezentralisierte Plattformen zum Handel mit digitalen Vermögenswerten. Es zeichnet sich aber ab, dass der Zugang zu diesen Handelsstrategien und -plattformen für immer breitere Bevölkerungsschichten gegeben sein wird. Dadurch erhöht sich auch die Markteffizienz und werden perspektivisch neue Anlagemöglichkeiten für private Investoren geschaffen.

1.3.2.3 Risiken

Der Einsatz Künstlicher Intelligenz ist oftmals mit gewaltigen Chancen für uns Menschen versehen, aber in der Regel auch mit hohen Risiken. Besonders deutlich wird das bei Einsatzfeldern wie automatischen Waffensystemen oder dem autonomen Fahren. Hier stehen im Falle von Fehlprogrammierungen und -funktionen tatsächlich Menschenleben auf dem Spiel, im schlimmsten Fall Tausende. Aber so weit, dass eine KI-gesteuerte Maschine einen Menschen tötet, müssen wir für das Aufzeigen relevanter Risiken aus dem Einsatz von KI gar nicht gehen. Erst KI macht die fortlaufende, elektronische Überwachung von Millionen von Menschen überhaupt möglich, also z. B. das Auswerten von Abermillionen von Telefongesprächen und Videoaufnahmen oder auch von Massen an E-Mail-Verkehr. Das dient im besten Fall dem Schutz der Menschheit z. B. vor Terroranschlägen, geht aber zweifellos mit einem massiven Eingriff in die persönliche Freiheit des Menschen einher. Die totale Überwachung birgt insbesondere das Risiko von Fehleinschätzungen, falschen Verdächtigungen und möglicherweise auch fehlerhaften Inhaftierungen und Bestrafungen. Auf die möglicherweise gravierenden Folgen eines Missbrauchs der erhobenen und ausgewerteten Daten möchten wir an dieser Stelle erst gar nicht weiter eingehen.

Abhängig von der Ausgereiftheit der Systeme und der jeweiligen Datengrundlage können Fehleinschätzungen aber auch in anderen Lebenslagen zu beachtlichen Problemen führen. Nehmen wir als Beispiel die Bonitätsbewertung auf Basis Künstlicher Intelligenz im Rahmen einer Kreditvergabe. Erlernt die Maschine den Prozess der Schuldnerbewertung ausschließlich auf Basis historischer Daten, so besteht die große Gefahr, dass bestimmte Personengruppen per se besonders schlecht bewertet werden und aktuelle Mitglieder dieser Personengruppen die Hürde der ausreichenden Bonitätsbewertung von vornherein nicht überwinden können – egal, wie sich deren persönliche Finanzsituation und die Perspektiven dafür tatsächlich darstellen. Künstliche Intelligenz neigt aufgrund unzureichender oder »tendenziöser« Datengrundlagen zum sogenannten »biased decision-making« (zu einer »tendenziösen« Entscheidungsfindung), weshalb die vom System vorgeschlagenen Entscheidungen in bestimmten Fällen mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht angemessen sind.

Und schließlich das Beispiel Robo-Advisor: Die den Systemen zugrunde liegenden Datenreihen entstammen der Vergangenheit oder sind, wiederum in beachtlichem Umfang auf Basis vergangener Entwicklungen, für künftige Zeiträume simuliert worden. Sie bergen für den Nutzer daher immer das Risiko, dass er künftige Entwicklungen falsch einschätzt und infolgedessen durch eine unausgewogene Vermögensaufteilung auch erhebliche Vermögensverluste erleidet.

1.3.2.4 Zukünftiger Umgang mit KI im Bereich Geldanlage

Zunächst einmal die wichtigste Regel, dass KI die Rahmenbedingungen und Grundvoraussetzungen der Geldanlage nicht verändert: Im Mittelpunkt der individuellen Geldanlage steht auch künftig das betreffende Individuum, ihr oder sein Chance-Risiko-Profil, ihre oder seine Anlageziele, der von ihr oder ihm gewählte Anlagehorizont und das jeweils vorhandene Potenzial, Mittel in einem bestimmten Umfang für die Geldanlage aufzubringen. Auch verändert der Einsatz von KI die Eigenschaften der zur Verfügung stehenden Anlageinstrumente in Zukunft nicht. Selbst wenn ein hochkomplexes System einen steigenden Aktienkurs oder gar Aktienmarkt für die kommenden zwei Jahre »so gut wie sicher« prognostiziert, bleiben Aktien hochriskant und sollten immer nur einen Teil der zur Verfügung stehenden Anlagemittel in Anspruch nehmen. Dabei gilt auch künftig – auch im Falle einer vermeintlich unfehlbaren Prognose durch ein KI-System: Je kürzer der Anlagehorizont, desto weniger.

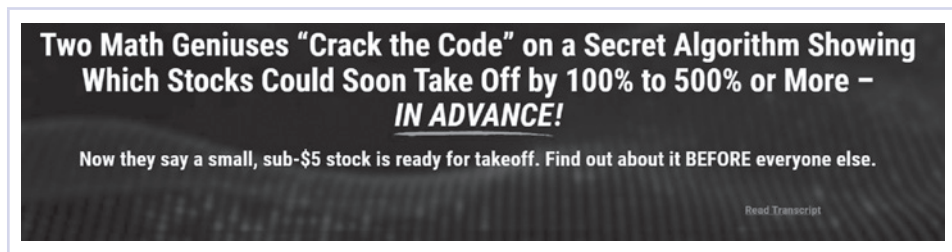


Abb. 1-25: Anpreisung eines AI-Systems, das Aktien mit großem Kurspotenzial im Voraus erkennt

Dennoch scheint es dringend angezeigt, sich als Anleger und Student im Bereich Finanzwesen und Banking ein Grundverständnis über die Funktionsweise von Künstlicher Intelligenz sowie Anlagetools auf deren Basis anzueignen und sich regelmäßig einen Überblick zu verschaffen, welchen aktuellen Stand der Einsatz von KI im Bereich Geldanlage und Banking erreicht hat. Gängige Plattformen sollten bekannt sein und auch technisch bedient werden können. Gleichzeitig sollte jedem jederzeit klar sein, wo die Grenzen Künstlicher Intelligenz liegen und welche Schwächen bei umfangreichen Datenanalysen das Ergebnis beeinträchtigen können (Stichwort »biased decision-making«).

Es ist also äußerst wichtig, sich fortlaufend zu informieren, möglicherweise auch Netzwerke zu bilden, um sich mit anderen Betroffenen über die jeweiligen Entwicklungen regelmäßig und anlassbezogen austauschen zu können. Ziel sollte es sein, den Fortschritt der Technik, hier: die angebotenen Anlagendienstleistungen von Systemen künstlicher Intelligenz, zu kennen, zu verstehen und soweit wie möglich für sich und die eigenen Anlage- und Ausbildungszwecke zu nutzen.

1.4 Börse

1.4.1 Zentraler Handelsort

Die Börse ist ein Ort, an dem Anbieter und Nachfrager zusammentreffen, um bestimmte Gegenstände zu handeln, etwa Waren oder Wertpapiere. Auch für andere Veranstaltungen, wie einen Wochenmarkt, trifft dies zu. Die Tatsache jedoch, dass der Handel auf wenige

Plätze konzentriert wird, nach strengen Regeln abläuft und einer ständigen Kontrolle unterliegt, unterscheidet die Börse vom Wochenmarkt.

Am häufigsten findet man die Bezeichnung »Börse« im Zusammenhang mit Wertpapieren. Käufer und Verkäufer von Aktien, Anleihen oder Optionsscheinen suchen nicht auf eigene Faust nach Handelspartnern, sondern leiten ihren Auftrag an eine zentrale Stelle, wo er dann ausgeführt wird. Dieser Sammelpunkt ist die Börse.

Börsengesetz

Die gesetzliche Grundlage für den Börsenhandel in Deutschland ist das **Börsengesetz** von 1896. Hierin sind allgemeine Bestimmungen über den Aufbau einer Börse, den Ablauf des Börsengeschäftes, die Börsenaufsicht usw. festgehalten. Die Vorschriften des Börsengesetzes werden für jede regionale Börse durch eine entsprechende Börsenordnung konkretisiert.

Handelsusancen

Der Börsenhandel selbst spielt sich im Rahmen traditioneller Handelsusancen (Handelsbräuche) ab. Diese sind heute weitgehend vereinheitlicht und von den Börsenvorständen schriftlich fixiert worden.

Rechtsform

Die Börsenträger weisen in Deutschland die Rechtsform

- einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft (z. B. Industrie- und Handelskammern),
- eines Vereins des bürgerlichen Rechts (Börsenverein e. V.) oder
- einer Körperschaft des privaten Rechts (z. B. Deutsche Börse Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main)

auf. Der Träger einer Börse stellt auf Anforderung der Börsenleitung oder der Börsenverwaltung und im Einvernehmen mit diesen die personellen und finanziellen Mittel sowie die erforderlichen Räume zur Abwicklung der Börse zur Verfügung. Er darf nicht in das Börsengeschehen eingreifen.

Börsenaufsicht

Für die Verwaltung und Leitung der Börse zeigt sich der Börsenvorstand – auch Börsenrat genannt – verantwortlich. Er erlässt die Börsen- und Gebührenordnung und bestellt die Geschäftsführer bzw. Vorstände, denen die »aktive« Börsenleitung obliegt. Die Börsenaufsicht wird von der zuständigen obersten Behörde des betreffenden Bundeslandes wahrgenommen – in Hessen beispielsweise vom Ministerium für Wirtschaft.

1.4.2 Börsenplätze

Sobald in einer Stadt eine Wertpapierbörse besteht, ist sie ein sogenannter »Börsenplatz«. In Deutschland gibt es noch insgesamt sieben Börsenplätze: Berlin (B), Düsseldorf (D), Frankfurt (F), Hamburg (H), Hannover (Hn), München (M) und Stuttgart (S).

Die Kürzel in den Klammern finden sich z. B. in Kurstabellen wieder oder auch in anderen Medien. Allerdings werden sie nicht einheitlich verwendet. So kürzt der Wirtschaftssender »n-tv« Stuttgart mit (Stg), Düsseldorf mit (Ddf), Berlin mit (Ber), Hamburg mit (Hbg) und München mit (Mün) ab.

Die bedeutendste deutsche Wertpapierbörse befindet sich zweifelsohne in Frankfurt am Main. Die Frankfurter Wertpapierbörse ist mit Abstand die umsatzstärkste in Deutschland und genießt weltweite Anerkennung. Mit Gründung der **Deutschen Terminbörse**, die heute unter der Bezeichnung Eurex firmiert, gewann Frankfurt noch mehr an Bedeutung, sodass alle übrigen Börsen auch als Nebenplätze bezeichnet werden.

Die Aufgabe der Nebenplätze besteht heute in erster Linie in der Betreuung ihrer Regionalwerte, also Aktien von Gesellschaften aus der Region, in der auch die jeweilige Börse ansässig ist. Um ihre Stellung jedoch nicht vollständig gegenüber Frankfurt einzubüßen, konzentrieren die Regionalbörsen ihr Geschäft auf bestimmte Wertpapierformen, Stuttgart unter anderem auf Optionsscheine, die BÖAG Börsen AG als Zusammenschluss aus Börse Hamburg und Börse Hannover auf Fondsbeteiligungen (z. B. Schifffonds) oder Berlin auf festverzinsliche Wertpapiere.



Abb. 1-26: Börsen in Deutschland

1.4.3 Teilnehmer am Börsenhandel

Viele von uns haben schon einmal Wertpapiere gekauft, also zum Beispiel Aktien, Anleihen oder Optionsscheine für das eigene Depot geordert. Trotz allem sind nur die wenigsten von uns schon einmal selbst in einem Börsensaal gewesen. Ist das nicht seltsam? Die Börse ist der Hauptumschlagsplatz für Wertpapiere, ihre Käufer und Verkäufer treten sich dort aber fast nie direkt gegenüber. Vielmehr führt der Weg an die Börse über Geschäftsbanken, so etwa in Deutschland, oder über sogenannte **Broker**, wie es beispielsweise in den USA der Fall ist. Wer sich hierzulande Wertpapiere zulegen möchte, reicht bei seinem Kreditinstitut einen Kaufauftrag oder eine **Order** ein – wie es in der Sprache der Bör-

sianer heißt. Neben der gewünschten Wertpapiergattung (z. B. VW-Stammaktien) werden unter anderem die Kenn-Nummer der Titel, die genaue Stückzahl sowie die Börse, an der das Geschäft stattfinden soll, vermerkt. Die Geschäftsbank leitet die Order an einen Vertreter weiter, der direkt im Börsensaal arbeitet und lässt ihn dort von diesem ausführen.

* Besonderer Vermerk erforderlich, wenn Auftrag im Elektronischen Handel ausgeführt werden soll.

An die

telefonisch / per Fax vorabgemeldet am: _____ Uhr Gesprächspartner: _____

Kaufauftrag für Wertpapiere
– Kommissionsgeschäft –

Auftraggeber (vollständige Anschrift) _____

Sparkasse Höxter

Spark.-Depot Nr. _____ BLZ der Sparkasse _____

Kunden-Depot Nr. _____ Konto Nr. _____

Auftrag Nr. _____ Datum/Uhrzeit _____ / _____

Ich/Wir bitte(n), für meine/unsere Rechnung zu kaufen: **Order-Änderung** **Order-Löschung**

Nennbetrag/Stück	Wertpapier	Kenn-Nr.	Limit	gültig bis	Börsenplatz	Präsenzhandel ¹

Bemerkungen _____

Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, daß ergänzend zu den derzeit geltenden Allgemeinen Geschäftsbedingungen die »Bedingungen für Wertpapiergeschäfte« Vertragsbestandteil sind. Die Allgemeinen Geschäftsbedingungen einschließlich der genannten Sonderbedingungen hängen/liegen in den Kassenräumen zur Einsichtnahme aus.

Bei Kauf von Investmentanteilen: Ich/Wir bestätige(n), den Verkaufsprospekt, den letzten Rechenschaftsbericht (und – soweit gesetzlich vorgeschrieben – den darauffolgenden Halbjahresbericht) sowie die Vertragsbedingungen des geordneten Investmentfonds erhalten zu haben.

Zudem bin ich/sind wir auf den Ausgabeaufschlag von _____ % und die jährliche Vergütung von _____ % für die Verwaltung des Sondervermögens hingewiesen worden.

Die Stücke sind in mein/unsere Depot zu übernehmen. Kundenangaben nach WpHG erfragt und dokumentiert.
 Die Stücke sind auszuhändigen. Im Rahmen bisheriger Geschäfte.
 Beratung durchgeführt. Keine Beratung.
 Auf ausdrücklichen Kundenwunsch, keine Beratung.

Unterschrift(en) des Auftraggebers _____

<p>Bearbeitungsvermerke der Sparkasse</p> <p>Unterschr./Verf.-Ber. geprüft _____ Deckung geprüft _____</p> <p>Bei Auftrag in Wertpapieren in ausländischer Währung oder Rechnungseinheiten: Weisung des Auftraggebers zur Gutschrift in Fremdwährung und »Vereinbarung über die Gutschrift von Einlösungsbeträgen aus Wertpapieren in ausländischer Währung auf Fremdwährungskonten« liegen vor: <input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> nein</p>	<p style="text-align: right;">Auftrag (Unterschrift des Kunden)</p> <p>angenommen _____ erfaßt _____ geprüft _____ _____ / _____ / _____</p> <p>weitergeleitet an GZ <input type="checkbox"/> online <input type="checkbox"/> telefonisch <input type="checkbox"/> per Telefax</p> <p>am/Uhrzeit _____ durch (SB) _____ _____ / _____</p>
--	---

Abb. 1-27: Kaufauftrag für Wertpapiere

Warum aber dieser Umweg? Nun, am Börsenhandel teilnehmen, genauer gesagt, direkt auf dem Börsenparkett Geschäfte abschließen, dürfen nur registrierte Börsenmitglieder. Das sind normalerweise Banken und Wertpapierhandelshäuser. Diese werden hinsichtlich ihrer Finanzkraft und fachlichen Kompetenz durch die Börsenleitung sehr sorgfältig überprüft, wodurch sichergestellt ist, dass sich jeder Handelsteilnehmer bei allen Transaktionen auf die Zuverlässigkeit seines Gegenübers verlassen kann. Die Börse ist also nicht umsonst eine geschlossene Veranstaltung. Nur wer große Erfahrung im Wertpapierhandel vorweisen kann und über Finanzkraft und eine umfangreiche Infrastruktur (elektronische Wertpapierverwahrmöglichkeiten usw.) verfügt, darf am Börsenhandel teilnehmen. Auf diese Weise ist

ein reibungsloser Ablauf gewährleistet und nur so können täglich Umsätze in Milliardenhöhe reibungslos über die Börse abgewickelt werden.

Hinweis

An der New York Stock Exchange werden Makler auch als **Specialists** bezeichnet, was nachvollziehbar ist, da sich jeder auf die Orders für ein bestimmtes Wertpapier konzentriert und damit in gewisser Weise Spezialist für diesen Titel ist.

Alle großen Banken werden durch speziell ausgebildete Mitarbeiter, sogenannte **Händler** oder im Englischen **Floor-Trader**, an der Börse vertreten. Letzteren werden Kauf- und Verkaufsaufträge zugeleitet, um diese dann zu den bestmöglichen Konditionen auszuführen. Die Aufträge, die ein Händler bekommt, können entweder von seinem Auftraggeber, also der hinter ihm stehenden Geschäftsbank selbst kommen, oder aber von den Kunden der Bank. Das wiederum können Privatanleger sein oder institutionelle Kunden, wie kleinere Geschäftsbanken, Versicherungs- oder Fondsgesellschaften.

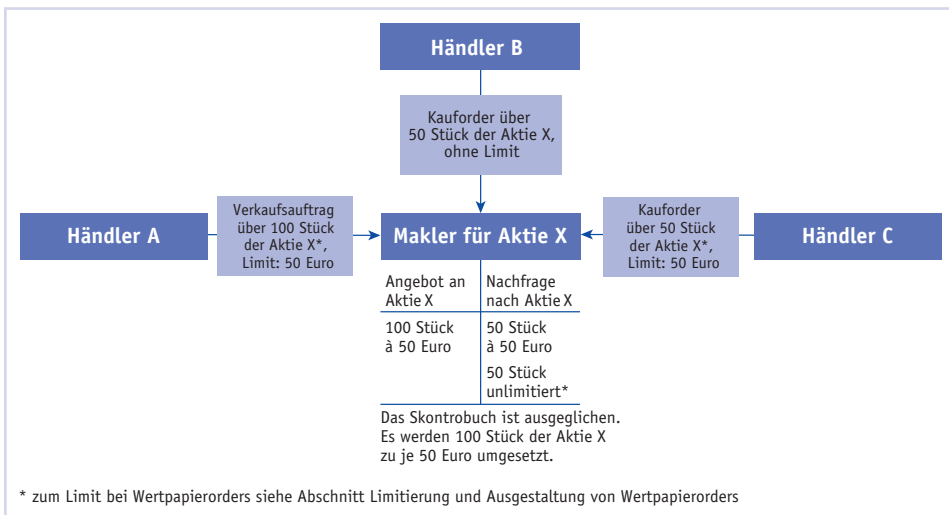


Abb. 1-28: Börsenmakler führt Aufträge im Skontrobuch zusammen

Darüber hinaus beschäftigen die Börsen sowie bestimmte dort zugelassene Wertpapierhandelshäuser spezielle Handelsmittler, sogenannte **Makler (Floor-Broker)**. Diese treten zwischen die Händler der verschiedenen Banken und versuchen, in kurzer Zeit möglichst viele Geschäfte zwischen diesen zu vermitteln. Jeder Makler ist dabei für die Betreuung eines bestimmten Wertpapiers zuständig, was bedeutet, dass die Bankhändler alle Kauf- und Verkaufsaufträge für das betreffende Wertpapier ausschließlich bei ihm einreichen.

Skontrobuch

Im Laufe eines Handelstages können das im Extremfall mehrere Hundert Kauf- und Verkaufsaufträge sein. Die Aufgabe des Maklers besteht darin, nach Eingang aller Aufträge einen marktgerechten Preis für das Papier zu ermitteln.

Ziel dabei ist es, möglichst viele der vorliegenden Orders abzuwickeln, oder besser: den maximalen Umsatz zu erzielen. Um sich zunächst einen Überblick über die jeweilige Marktlage zu verschaffen, erfasst der Makler alle eingehenden Kauf- und Verkaufsaufträge in einem speziellen Verzeichnis, dem **Skontrobuch**. Zu bestimmten Zeitpunkten im Handelsverlauf – bei regem Handel alle paar Sekunden – zieht er dann einen Strich unter die vorliegenden Orders, um jenen Kurs zu ermitteln, der gerade zum höchsten Umsatz führt. Dazu ein Beispiel.

Beispiel

Um den Kurs für ein bestimmtes Wertpapier festzustellen, sammelt der Kursmakler alle eingehenden Aufträge zu dem betreffenden Titel in seinem Skontrobuch. Regelmäßig im Börsenverlauf wird das Skontrobuch vorübergehend geschlossen und aus den vorliegenden Werten ein aktueller Aktienkurs berechnet. Hierbei findet das Meistausführungsprinzip Anwendung. Der Makler bestimmt jenen Kurs, zu dem die größten Umsätze möglich sind. Das Skontrobuch eines Maklers stellt sich zum Handelsschluss folgendermaßen dar:

Nachfrage (Käufer)	Summe	Angebot (Verkäufer)	Summe
54 Stück billigst (unlimitiert)	54	72 Stück bestens (unlimitiert)	72
9 Stück zu 156 Euro	63	24 Stück zu 152 Euro	96
45 Stück zu 155 Euro	108	99 Stück zu 153 Euro	195
27 Stück zu 154 Euro	135	21 Stück zu 154 Euro	216
45 Stück zu 153 Euro	180	18 Stück zu 155 Euro	234
30 Stück zu 152 Euro	210	3 Stück zu 157 Euro	237
18 Stück zu 150 Euro	228		

Abb. 1-29: Skontrobuch – Beispiel

Die angebotenen bzw. nachgefragten Aktien werden zu jedem Preis aufsummiert und die jeweilige Gesamtsumme in der Spalte »Summe« wiedergegeben. Bei einem Kurs von 155 Euro stehen beispielsweise 108 nachgefragten Aktien 234 angebotene gegenüber. Zu diesem Preis könnten also nur 108 Aktien mit einem Volumen von 16.740 Euro umgesetzt werden.

Aufgrund der bisher vorliegenden Aufträge kann der Kursmakler den Kurs nur schätzen. Der größte Umsatz scheint im Bereich eines Kurses von 153 Euro möglich zu sein, da dort insgesamt 180 Aktien nachgefragt und 195 angeboten werden. Der tatsächlichen Marktlage entspräche ein Kurs von 153 Euro aber nicht, da sich Angebot und Nachfrage zu diesem Preis nicht ausgleichen lassen.

Der Kursmakler versucht deshalb, für die bei einem Kurs von 153 Euro überhängende Angebotsmenge von 15 Stück einen Käufer zu finden oder – unter Beachtung des Meistausführungsprinzips – für die bei 152 Euro überhängende Nachfragemenge von 114 Stück einen Verkäufer (210 Stück \times 152 Euro $>$ 195 Stück \times 153 Euro). Er gibt den Börsenteilnehmern einen vorerst nur geschätzten Kurs von »2 zu 3« (152 Euro zu 153 Euro) bekannt.

Das Ausrufen des geschätzten Kurses hat in der Regel zur Folge, dass die Händler weitere Aufträge abgeben, was im Idealfall zu einem Gleichgewicht zwischen Angebots- und Nachfragemenge führt. Lässt sich beispielsweise noch ein Käufer von 15 Aktien zu 153 Euro finden, legt der Kursmakler 153 Euro als Kurs fest und sorgt damit für einen Ausgleich. Der Kurs kann in diesem Fall mit dem Zusatz »bezahlt« oder auch ohne jeglichen Zusatz veröffentlicht werden.

Der vom Makler festgestellte Kurs wird dann umgehend als aktueller Kurs für das betreffende Wertpapier im Börsensaal veröffentlicht und zum Beispiel auf den dort vorhandenen Terminals angezeigt oder aber – wenn es sich um eine bedeutende Aktiengesellschaft handelt – an den großen Preistafeln.

Präsenzbörse und Parketthandel

Treten sich Händler und Makler, wie oben beschrieben, an einer Börse oder genauer gesagt in einem Börsensaal direkt gegenüber, spricht man treffend auch von einer **Präsenzbörse** (Anwesenheitsbörse) bzw. vom **Parketthandel** – Parkett deshalb, weil der Wertpapierhandel in einem mit Parkettboden ausgelegtem Börsensaal stattfindet. Präsenzbörsen waren jahrelang die vorherrschende Form des Wertpapierhandels. Mittlerweile hat sich das Bild jedoch gewandelt. Zumindest ist es bei großen Aktiengesellschaften und volumenstarken Anleiheemissionen heutzutage problemlos möglich, ohne Makler und Händler vor Ort in der Börse auszukommen und die Orders automatisch durch ein elektronisches Handelssystem zusammenführen zu lassen. In einem der nächsten Abschnitte werden wir die Funktionsweise von XETRA, dem Computer-Handelssystem der Deutschen Börse, im Detail erläutern. Die US-Technologiebörse NASDAQ war übrigens die erste Börse der Welt, in der Aktien ausschließlich per Computer gehandelt wurden. Der Startzeitpunkt dieses elektronischen Händler-Netzwerkes liegt bereits über 30 Jahre zurück. Auch darauf gehen wir später noch intensiver ein.

Broker	Als »Broker« bezeichnet man eine Person oder eine Firma, die als Mittler zwischen Käufer und Verkäufer tritt und dafür eine Vermittlungsprovision (Brokerage) verlangt. Ein Broker wickelt jedoch keine Geschäfte auf eigene Rechnung ab, agiert also nie selbst als Käufer bzw. Verkäufer. US-amerikanische Anleger wenden sich üblicherweise an einen Broker, nicht jedoch an eine Geschäftsbank, wenn sie Wertpapiere kaufen wollen.
Dealer	Im Gegensatz zu einem Broker handelt ein »Dealer« (zu deutsch: Händler) Wertpapiere auf eigene Rechnung. Er beteiligt sich also aktiv am Börsengeschehen. Der Begriff »Dealer« bzw. »Händler« wird sowohl für Geschäftsbanken verwendet, die einen Eigenhandel mit Finanzinstrumenten betreiben, beispielsweise Wertpapiere für eigene Depots erwerben, als auch für deren Handelsbevollmächtigte an der Börse (»Er ist Händler der Deutschen Bank«).
Broker-Dealer	Wie die Bezeichnung bereits andeutet, übernimmt ein »Broker-Dealer« sowohl Broker- als auch Dealer-Aufgaben. Einerseits schließt er – geradeso wie ein Dealer – Geschäfte für eigene Rechnung ab. Andererseits führt er aber – analog zu einem Broker – ebenfalls Kundenaufträge gegen Provision aus.
Inter-Dealer-Broker	Als Mittler zwischen Dealern treten sogenannte »Inter-Dealer-Broker« auf. Genau wie Broker führen sie Anbieter und Nachfrager zusammen und stellen dafür Provisionen in Rechnung. Der entscheidende Unterschied zu einem herkömmlichen Broker liegt jedoch darin, dass sie ausschließlich im Auftrag institutioneller Marktteilnehmer agieren und keinesfalls für Privatanleger tätig werden.

Heutzutage trifft man oftmals auf Mischformen zwischen Computer- und Parketthandel bzw. zwischen Computer- und Präsenzbörse. Die Orders laufen dabei immer noch zentral bei einem Makler zusammen. Die Übermittlung erfolgt aber größtenteils per Computersystem und ein laufend geringer werdender Teil der Aufträge wird noch persönlich durch Händler an den Makler herangetragen. An der größten Börse der Welt, der New York Stock Exchange, findet man zum Beispiel ein solches Mischsystem vor.

Hinweis

Eigene Marktinterventionen, das heißt der Kauf oder Verkauf von Papieren auf eigene Rechnung, sollen die Makler möglichst unterlassen. Derlei »Selbsteintritte«, so der Fachausdruck, sind einem Makler nur in Ausnahmesituationen gestattet.

1.4.4 Börsen- versus OTC-Handel

Wertpapierkäufe und -verkäufe müssen nicht unbedingt an einer Börse stattfinden. Ganz im Gegenteil: Ein Großteil aller Transaktionen läuft in der Realität sogar an den Börsen vorbei und wird zwischen Marktteilnehmern direkt, zum Beispiel per Telefon, ausgehandelt. Der außerbörsliche Handel – und zwar nicht nur für Wertpapiere, sondern ebenso für alle anderen Finanzmarktobjekte – wird auch mit dem Sammelbegriff OTC (kurz für »Over The Counter« oder zu deutsch etwa »über den Tresen«) umschrieben. Der OTC-Handel bietet Marktteilnehmern zwei wesentliche Vorteile: Sie können Kosten sparen, da bei der Abwicklung von Orders über die Börse in jedem Fall Vermittlungsgebühren (Maklercourtage) anfallen, der Direktabschluss hingegen nahezu kostenlos ist. Üblich ist es vor allen Dingen, extrem große Aktien- oder Anleiheorders, sogenannte **Block-Trades**, direkt miteinander auszuhandeln und die Börsen dabei zu umgehen.

Blockhandel – OTC schlägt Börse

Der Handel mit großen Wertpapierblöcken findet in der Praxis seit Jahren üblicherweise außerbörslich (OTC) statt. Das heißt, Banken, Fondsgesellschaften und andere institutionelle Anleger vereinbaren entsprechende Geschäfte direkt miteinander ohne Einschaltung der Börse. Um zumindest einen Teil des volumenstarken OTC-Handels an sich zu ziehen, richtete die Deutsche Börse ein spezielles Segment für besonders große Wertpapierorders ein, das **XETRA-XXL**. Hierbei handelt es sich um ein Computer-Handelssystem – aus technischer Sicht identisch mit dem »normalen« XETRA –, über das Stückzahlen von mehreren Hunderttausend oder gar mehreren Mio. Aktien ohne die Einschaltung eines Maklers und ohne großen verwaltungstechnischen Aufwand ge- und verkauft werden können. Im Vergleich zu einem Handelsgeschäft unter Einschaltung eines Maklers hat die Nutzung von XETRA-XXL Kosteneinsparungen zur Folge. Außerdem bringt XETRA-XXL gegenüber einem OTC-Geschäft den Vorteil mit sich, dass große Wertpapierorders vollkommen anonym abgewickelt werden können. Dieser Vorteil wird allerdings erkaufte. Schließlich ist ein OTC-Geschäft für die beteiligten Institute vollkommen gebührenfrei. Vergleicht man XETRA-XXL darüber hinaus mit dem »normalen« XETRA-System, das ebenfalls die Vorzüge Courtage-Freiheit und Anonymität bietet, tritt eine weitere Schwäche zutage: Bei XETRA-XXL verlangt die Börse – zusätzlich zu den »normalen« XETRA-Gebühren – einen Betrag in Höhe von zwei Basispunkten (= 0,02 Prozent) des jeweils abgewickelten Handelsvolumens (maximal werden bei Orders über das System 1.000 Euro zusätzlich zu den XETRA-Gebühren fällig). Damit ist XETRA-XXL letzten Endes doch eine relativ teure Alternative und dürfte unter den gegebenen Bedingungen nichts an der Situation ändern. Der Blockhandel findet weiterhin überwiegend OTC statt. Dies erkennt man an den sehr geringen Umsätzen, die über XETRA-XXL abgewickelt werden.

Ein weiterer Vorteil des OTC-Handels: Die Börsen rund um den Globus bieten nur standardisierte Produkte an, was bedeutet, dass individuelle Modifikationen, die von Marktteilnehmern oft gewünscht sind, nicht vorgenommen werden können. Letztgenannter Aspekt

spielt bei Aktien zwar keine und bei Anleihen normalerweise eine nur untergeordnete Rolle. Im Falle von Derivaten, zum Beispiel Zinstermingeschäften, hingegen ist der außerbörsliche Handel mit individuell ausgehandelten Kontrakten von sehr großer Bedeutung. Allerdings findet hier gerade ein grundlegender Wandel statt: Insbesondere der Handel mit Zinsswaps soll künftig nach Vorstellung der Politik über zentrale Clearingstellen abgewickelt werden, damit eine bessere Kontrolle möglich ist.

ECN

Der Handel außerhalb der Börsen wurde lange Zeit hauptsächlich über das Telefon abgewickelt. In den letzten Jahren haben aber auch sogenannte ECNs (**Electronic Communications Networks**) stark an Bedeutung gewonnen. ECNs machen einen vergleichsweise kostengünstigen Handel mit Wertpapieren über das Internet möglich, wobei die herkömmlichen Börsen im Regelfall komplett umgangen werden können. Offene Orderbücher sorgen dabei für ein Höchstmaß an Transparenz. Ein ECN wird durch ein oder mehrere Unternehmen errichtet und betrieben. Je nachdem, wie leistungsstark das ECN ist, ist gegebenenfalls eine sehr große Gruppe internationaler Banken und Brokerhäuser bereit, sich an das börsenunabhängige Netzwerk anschließen zu lassen, um fortan einen Großteil der Kundenorders darüber abzuwickeln. Die Leistungsstärke eines ECN kommt zum einen durch technische Merkmale zum Ausdruck wie eine hohe Übertragungsgeschwindigkeit oder Stabilität in Spitzenzeiten, und zum anderen durch handelsrelevante Kriterien, insbesondere aber eine hohe Liquidität. Der Betreiber eines ECNs ist daher auch bestrebt, möglichst viele Market-Maker für sein Handelssystem zu gewinnen. Das derzeit wohl bekannteste ECN ist **Archipelago**, an dem neben der E*Trade Group und Goldman Sachs auch Reuters beteiligt ist.

1.4.5 Wertpapierhandelsformen

Makler haben die Funktion, Wertpapieran- und -verkäufer zusammenzuführen (oder zu »matchen«, wie es im Englischen heißt) und in kurzer Zeit möglichst viele Wertpapiertransaktionen abzuwickeln. Sie selbst sorgen aber nicht für einen Ausgleich, wenn Angebot und Nachfrage nicht übereinstimmen. Das bedeutet: Sie selbst treten normalerweise nicht als Käufer oder Verkäufer von Wertpapieren auf. Zudem ermitteln sie die Kurse für die betreuten Wertpapiere ausschließlich auf Grundlage der »von außen« eingereichten Orders. Sie selbst machen sich keinerlei Gedanken darüber, ob die Preise, die geboten und nachgefragt werden, zu hoch, zu tief oder in irgendeiner Weise fair oder unfair sein könnten. Kurzum: Die Kurse, die ein Makler feststellt, kommen einzig und allein durch Angebot und Nachfrage der Marktteilnehmer zustande. Man spricht in diesem Falle auch von einem **Order-Driven-Market** oder zu deutsch »auftragsgetriebenen« Markt.

Genau das Gegenstück zu einem auftragsgetriebenen Markt ist ein **Quote-Driven-Market**, zu deutsch etwa: »preisgetriebener« Markt. Hier engagieren sich Geschäftsbanken oder Broker-Dealer als Market-Maker: Während der offiziellen Handelszeiten stellen sie permanent Preise (Quotes), zu denen sie Wertpapiere an- und verkaufen. Ein Market-Maker ist also Anbieter und Nachfrager zugleich. Die Preise, die er vorgibt, müssen sich normalerweise auf eine Mindestauftragsgröße (z. B. 500 Aktien) beziehen, die von der Börse (oder vom ECN-Betreiber) vorgegeben wird und die Bezeichnung **Minimum-Quotation-Size** oder kurz MQS trägt.

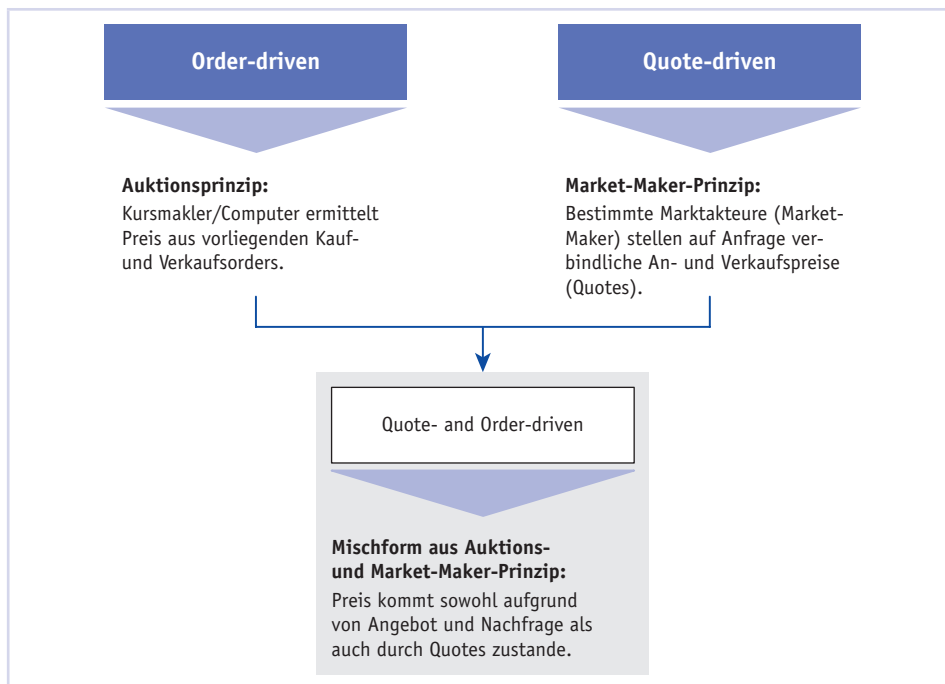


Abb. 1-30: Prinzipien der Preisbildung

Preise, zu denen ein Market-Maker Wertpapiere kauft, heißen Geldkurse, oftmals nur kurz »Geld« genannt, Verkaufspreise hingegen Briefkurse oder einfach »Brief«. Geld und Brief, im Englischen »Bid and Ask« oder »Bid and Offer«, bezeichnet man zusammengenommen als **Quotierung** (englisch: »Quotation«).

Der Abstand zwischen An- und Verkaufspreis ist die **Spanne**. Häufig benutzen deutsche Händler auch hier den angelsächsischen Begriff **Spread**. Je aktiver der Handel in einem Wertpapier – man spricht dann von einem liquiden Markt (»Tight Market«, »Narrow Market«) –, desto kleiner ist im Normalfalle die Spanne. In einem flauen Markt (englisch: »Slack Market«) ist der Spread freilich umso größer. Anstelle von »klein« und »groß« findet man normalerweise die Adjektive »eng« bzw. »breit«.

Hybride Handelssysteme

In aller Regel sind es Computerbörsen, die als Quote-Driven-Market organisiert sind. Beispielsweise war die US-Börse NASDAQ lange Zeit ein rein preisgetriebener Markt. Heute ist sie jedoch, genau wie die Wall Street, sowohl Quote- als auch Order-driven. Denn in die Kurse fließen die Preisvorstellungen der Kunden genauso ein wie die Quotes beteiligter Market-Maker. Man spricht deshalb auch von **hybriden Handelssystemen**.

Wir möchten solch ein hybrides System, exakter einen Quote-and-Order-Driven-Market, kurz beschreiben: Zunächst wird für jeden gehandelten Titel – genau wie beim reinen Order-Driven-Market – ein Skontrobuch geführt, in das Kauf- und Verkaufsaufträge eingehen. Es gibt einen preisfeststellenden Makler, der auch hier grundsätzlich das Ziel verfolgt, möglichst alle Orders vollständig abzuwickeln. Freilich besteht immer die Gefahr, dass Angebot