



# DIE KRISE DES INVESTMENTBANKING

Was erklärt Corporate Governance?

Von Andreas Oehler und Daniel Kohlert

**Vor wenigen Monaten noch als ein Synonym zur boomenden Wall Street angesehen, werden Investmentbanken mit dem Ausbrechen der Finanzkrise häufig als Hauptschuldige für diese Entwicklung verurteilt. Die Banken selbst stecken im Überlebenskampf. Können Ansätze der Corporate Governance einen Erklärungsbeitrag zu dieser Entwicklung leisten?**

Die Krise des Investmentbanking geht nicht nur mit der Schiefelage der Finanzmärkte, sondern des gesamten Finanzsystems unmittelbar einher. Gründe für diese Misere waren eine global vagabundierende, anlagesuchende Liquiditätsschwemme inklusive niedriger Zentralbankzinsen vor allem im anglo-amerikanischen Wirtschaftsraum. Ferner konnte eine Auslegung von Krediten an Unternehmen und Privatpersonen jenseits vernünftiger, nachhaltiger und mittelfristiger Bonitätsrisikobewertung der Schuldner beobachtet werden. Auch die gleichzeitige systematische Überbewertung von Kreditsicherheiten – insbesondere Immobilien mit Beleihungswerten deutlich über 100 Prozent, oft sogar 150 Prozent – sowie die weitgehend ungeprüfte Weitergabe der Kreditrisiken mit Vertrie-

fungen und anderen Versicherungskonstruktionen als Instrument der Spekulation hatten fatale Auswirkungen. Zum Platzen der Spekulationsblase führten dann einfache Preisänderungsrisiken, etwa Zinsanstieg oder Immobilienpreissenkung.

Diese Entwicklung, die recht kläglich wirkenden Versuche der Eindämmung sowie, neuerdings, die erste Bewältigung zeigen deutlich, dass die gerühmte Vollkommenheit der Märkte eine Illusion ist und Selbstheilungskräfte nicht existieren. Dafür gibt es zwei wesentliche Ursachen: asymmetrische, zum Teil extrem einseitige Vertragsbeziehungen und die beschränkte Rationalität aller Wirtschaftssubjekte, auch und gerade der sogenannten Profis. Eine Konstellation von Informationsintransparenz, Delegations- und Betroffenheitsasymmetrien und Opportu-

nismus einerseits sowie kurzfristigem, beschränkt rationalem Wahrnehmungs- und Entscheidungsverhalten andererseits führte zu einer doppelten Überreaktion der Finanzakteure. Und das sowohl beim Anheizen der Blase als auch im Angesicht der Schockwelle nach deren Platzen. Die besondere Rolle der Investmentbanken hierbei zeigt sich daran, dass sie nicht nur zu den Hauptprofiteuren der zur Finanzkrise führenden Entwicklungen gehörten, sondern gleichzeitig zu den am schwersten betroffenen zählen. Inwieweit Ansätze der Corporate Governance (Unternehmensführung und -überwachung) zur Erklärung der vorliegenden Situation beitragen können, soll im Folgenden erörtert werden.

### Corporate Governance als Erklärungsansatz

Unter Corporate Governance ist keine einheitliche Theorie zu verstehen. Die Literatur zu diesem Thema ist vielmehr durch verschiedene, zum Teil gegensätzliche Ansätze gekennzeichnet. Ungeachtet dieser Vielfalt ist es ein wesentliches Kennzeichen des Corporate-Governance-Systems, dass es sich nicht nur auf die Anteilseigner als klassische Shareholder beschränkt, sondern auch die Interessen weiterer Anspruchsgruppen (Stakeholder) – wie etwa Gläubiger, Mitarbeiter, Lieferanten, Kunden, die Gesellschaft oder den Staat – berücksichtigt. Zentrales Interesse der Corporate Governance ist daher zunächst die Klärung des Ziels unternehmerischer Aktivität sowie die Bestimmung des Umfeldes derselben und des Verhaltens der beteiligten Personen. Sind diese Fragen beantwortet, lässt sich das spezifische Corporate-Governance-Problem ableiten, dessen Erkenntnis wiederum die Basis für geeignete Lösungsvorschläge in Bezug auf notwendige Maßnahmen, Regelungen und Systeme sowie einzubeziehende Personen darstellt. Vor diesem Hintergrund wird die Bedeutung der Corporate Governance als Erklärungsansatz für die bestehenden Krisen deutlich. Längst nehmen diese Dimensi-

onen an, deren Reduktion auf eine reine Shareholder-Management-Betrachtung deutlich zu kurz greifen würde.

### Investmentbanking: Vom Boom zur Krise

Investmentbanken sind auf institutionelle Kunden und bestimmte Funktionen ausgerichtete Finanzintermediäre. Zum Kerngeschäft gehören unter anderem die Begleitung von Aktienemissionen, Mergers & Acquisitions (Finanzierung und Begleitung von Übernahmen), Beratungsleistungen, das Private-Equity-Geschäft, das Wertpapierresearch und der Eigenhandel mit Wertpapieren und Derivaten. Lange Zeit waren sie ein Synonym zur Wall Street und medienwirksam bei allen großen Transaktionen involviert. Investmentbanken erzielten sehr hohe Eigenkapitalrenditen und waren angesichts sechsstelliger Einstiegsgehälter und üppiger Boni Traumarbeitgeber vieler Universitätsabsolventen. Nur einen kurzen finanzgeschichtlichen Augenblick später hat sich dieses Bild dramatisch verändert.

Seit dem Zwangsverkauf von Bear Stearns im März 2008 wurden alle großen Institute entweder übernommen (Merrill Lynch), mussten Insolvenz anmelden (Lehman Brothers) oder ihren rechtlichen Status aufgeben (Morgan Stanley, Goldman Sachs). Wesentlicher Grund dieses Niedergangs war das massive Leveraging, das heißt der extreme Fremdkapitaleinsatz der Institute. Lehman Brothers beispielsweise



arbeiteten mit einer Fremd- zu Eigenkapitalquote von über 30 zu 1, was bedeutet, dass für jeden selbst eingesetzten Dollar 30 Dollar an zinsgebundenen Fremdmitteln eingesetzt wurden. Die Gewinnquote ist immens, werden jedoch Verluste erzielt, so potenzieren sich diese ebenfalls in ihrer Wirkung. Eben dies war – vereinfacht dargestellt – der Fall, als die Institute aufgrund des Fair Value-Prinzips (Bilanzierung zu Marktpreisen) hohe Abschreibungen vornehmen mussten auf komplexe Finanzinstrumente



wie CDOs (Collateralized Debt Obligations) und MBS (Mortgage-Backed Securities). Mit diesen hatten sie sich eingedeckt, meist ohne die Qualität der unterlegten Sicherheiten selbst beurteilen zu können. So wurden beispielsweise Hypothekenportfolios in mehrere Teile zerlegt und in MBS verpackt, die wiederum verkauft wurden und vielfach in weitere Wertpapiere Eingang fanden, so dass traditionelle Bewertungsmethoden nicht mehr anwendbar waren. Hinzu kam, dass mit dem durch das Platzen der Immobilienblase bedingten Wertverlust dieser Anlagen auch die Sicherheiten schrumpften, welche die Banken ihren Fremdkapitalgebern bieten konnten und letztere somit weitere Kreditlinien gar nicht oder nur zu erheblich teureren Konditionen gewährten, oder ihr Kapital kurzfristig zurückforderten.

Selbst das Vertrauen der Bankinstitute untereinander war empfindlich gestört, der für das Überleben des Geschäftsmodells notwendige Kapitalfluss versiegte. Überdies blieben die Institute auf vielen zu verbrieften und für den Weiterverkauf vorgesehenen Krediten sitzen. Auch Übernahmen (M&A) und Börsengänge (IPOs) nahmen in diesem schwierigen Umfeld ab, weshalb die entsprechenden Gebühreneinnahmen regelrecht wegbrachen. Da die eigenständigen Investmentbanken schließlich über kein diversifiziertes Geschäftsmodell verfügten und somit nicht auf das in guten Zeiten deutlich weniger ertragreiche, aber wesentliche stabilere Privatkundengeschäft zurückgreifen konnten, war ihr Untergang besiegelt.

### Interessendivergenzen und ihre Folgen

Ansätze der Corporate Governance können einen Beitrag zur Erklärung der dargestellten Entwicklung leisten, indem sie die Rolle und gegebenenfalls das Verhalten der relevanten Interessengruppen betrachten, nämlich

- des Managements der Investmentbanken,
- der übrigen Mitarbeiter der Banken,
- der Shareholder der Kreditinstitute,
- der Fremdkapitalgeber,
- der Wettbewerber der Institute,
- der Ratingagenturen und Aufsichtsorgane,
- des Staates und der Gesellschaft.

Eine solche Betrachtung muss beim Management und den übrigen Mitarbeitern der Investmentbanken ansetzen, denn ersteres bestimmt deren geschäftlichen Kurs, letztere setzen ihn um. Im Hinblick auf diese Anspruchsgruppen sind die erfolgsabhängigen Boni in der Branche sicherlich als einer der Hauptgründe für die zu beobachtende Entwicklung anzusehen, da sie falsche Anreize setzen. Weil sie meist an den kurzfristigen oder periodischen Erfolg gekoppelt sind, wurden klare Anreize zur Vernachlässigung des langfristigen Erfolgs zugunsten kurzfristiger Gewinnsteigerung gesetzt. Grundsätzlich ändert sich dies auch nicht, wenn die Vergütung in Form von Aktien beziehungsweise Aktienoptionen erfolgt. Auch hier wurden, um die kurzfristigen Gewinne zu maximieren, möglichst hohe Risiken eingegangen, das heißt, mit einer möglichst hohen Fremdkapitalquote gearbeitet und die Produkte gekauft und aufgelegt, welche möglichst hohe Renditen versprachen. Hier jedoch ist zu unterscheiden zwischen dem Management und den übrigen Investmentbankern ohne Leitungsfunktion. Während Management und einige Top-Mitarbeiter entweder finanziell abgesorgt haben oder immer noch, teilweise verstärkt nachgefragt werden, leidet der weitaus größte Teil der operativen Mitarbeiter enorm unter den Auswirkungen der Finanzkrise. Nicht allein getroffen durch massiven Stellenabbau – zehntausende Stellen fielen dem Rotstift bereits zum Opfer – sind auch ihre Boni und vielfach zur Altersvorsorge genutzte Unternehmensanteile ausgefallen oder nahezu wertlos.

Zu konstatieren ist allerdings, dass die Investmentbanker allein eine solche Welle der Irrationalität nicht hätten losretten können. Willige Abnehmer, vor allem auch private Investoren – also der Shareholder der Banken selbst – machten dies erst möglich. Verhältnismäßig geringe Zinsen für vergleichsweise sichere Anlagen sowie ein seit dem letzten Bärenmarkt mit steigenden Marktpreisen einhergehender stetig wachsender Renditehunger waren wesentliche Ursachen hierfür. Selbst die Fremdkapitalgeber, die grundsätzlich um eine risikoarme Investitionspolitik bemüht sein sollten, waren bereit, immer größere Kapitalmengen zu immer laxeren Konditionen zu verge-



ben, insbesondere am Immobilienmarkt. Die sich meist diametral entgegenstehenden Interessen der Aktionäre und Fremdkapitalgeber begannen sich zu vermischen. Während die Wettbewerber keine andere Möglichkeit hatten als mitzuziehen, waren Ratingagenturen und Aufsichtsorgane, welche die Interessen der verbleibenden Marktakteure vertreten sollten, ohnmächtig angesichts fehlender Möglichkeiten und Kompetenzen: Sie reagierten zu spät. Ein präventiver Schutz durch das Recht existierte praktisch nicht, denn Investmentbanken genossen einen erheblich größeren Handlungsspielraum als beispielsweise Geschäftsbanken.

Nun wird von einigen Seiten verstärkt Kritik am Krisenmanagement der amerikanischen Zentralbank Fed als Vertreterin des Staates geübt. Anstatt den Investmentbanken direkten Zugang zum Notenbankkredit zu gewähren und somit die eiserne Regel zu brechen, nur den deutlich schärfer regulierten Geschäftsbanken Geld zu leihen, solle man die Marktkräfte walten und damit den Schuldigen (Bankern) die verdiente Strafe zukommen lassen. Sie zu retten würde bedeuten, übermäßig riskantes und eigennütziges Verhalten (Moral Hazard) zu belohnen und damit nur weitere Anreize hierfür zu liefern. Dieser Ansicht zu folgen wäre jedoch zu einfach, denn aufgrund der engen Vernetzung innerhalb des Finanzsystems wäre der durch Inaktivität entstehende Schaden für die gesamte Volkswirtschaft deutlich größer.

Banken, deren Geschäftsmodelle nach Überprüfung als mittel- bis langfristig brauchbar erscheinen und lediglich eine Liquiditätsbrücke benötigen, sind im Sinne des Gesamtsystems zu erhalten. Dies schließt aber nicht aus, dass einzelne Akteure von den Märkten verschwinden können, ohne größere Turbulenz auszulösen, wenn ein solches Vorhaben entsprechend angekündigt ist.

So wäre eine frühzeitige Abwicklung der IKB oder einzelner Landesbanken zeichnend gewesen. Die zögerliche Haltung des Staates, auch bei der Absicherung der Rettungsmilliarden, verstärkt die Risikoposition und reduziert sie kaum. Ähnlich im Fall HRE, hier wäre es ein klares Vertrauenssignal gewesen, das Pfandbriefgeschäft auszulagern und so zu garantieren, als wären es Bundeswertpapiere. Der Rest hätte längst abgewickelt werden müssen.

Auch wenn die genannten Banken eigentlich nicht zu den klassischen Investmentbanken gehören, sondern in Teilbereichen ihres Geschäfts nur so getan haben, als würden Sie etwas von Investmentbanking verstehen: Ein entschlossenes und zügiges Eingreifen des Staates im Jahr 2007 und noch im ersten Halbjahr 2008 hätte die Chance darauf erlaubt, dass sie zum Beispiel die Regeln der Bonitätsprüfung, die Banken regelmäßig auf ihre Privat- und Firmenkunden anwenden, auch gegenüber sich selbst hätten gelten lassen müssten. Die politische Debatte im ersten Quartal 2009 weist eher in die Richtung einer Problemlösung des Mottos „die nächste Krise kommt bestimmt“, oder: „nach der Krise ist vor der Krise“ mit guter Corporate Governance hat dies weder auf Seiten der Finanzinstitute noch auf Seiten des Staates etwas zu tun ...

## Literatur

**Fränkischer Tag:** Manche Staaten verhalten sich dilettantisch (Interview), 6. Februar 2009, S. 30.

**SZ:** Sag, wo die Milliarden sind, wo sind sie geblieben? (Interview), 2./3. August 2008, S. 27.

**Handelsblatt:** Hoffnung ja, Entwarnung nein (Interview), 25. September 2008, S. 2.

**Daniel Kohlert, Andreas Oehler, Stefan Wendt:** The Agency Dilemma of Investment Fund Management. In: Corporate Ownership and Control, Vol. 6, Issue 3, 2009, S. 283–292.

**Andreas Oehler:** Bankenrating und externes Rating der Unternehmensnachfolge. In: Nachfolgerating: Rating als Instrument der mittelständischen Unternehmensnachfolge. Hrsg. von Ann-Kristin Achleitner, Oliver Everling und Stefan Klemm. Wiesbaden: Gabler 2006, S. 297–312.

**Andreas Oehler, Daniel Kohlert, Alexander Linn:** Auswirkungen der internationalen Finanzkrise auf KMU. In: WiSt (in Kürze erscheinend).

**Andreas Oehler, Stefan Wendt:** Governance-Struktur und -Mechanismen von Investmentfonds. In: Risikomanagement für Investmentfonds und Hedge Funds. Hrsg. von Andreas Oehler. Wien: Bank Verlag 2007, S. 120–161.