

---



---

## **Der Bericht der US-amerikanischen „Untersuchungskommission über die Finanzkrise“**

**Thomas Zotter**

---



---

Die „Untersuchungskommission über die Finanzkrise“ (Financial Crisis Inquiry Commission, FCIC) wurde gegründet, „um die nationalen und weltweiten Ursachen der gegenwärtigen finanziellen und wirtschaftlichen Krise in den USA zu untersuchen“. Die Einrichtung der Kommission erfolgte auf der Grundlage des „Fraud Enforcement Recovery Act“ (Public Law 111-21). Dieses Gesetz wurde im Mai 2009 vom Kongress beschlossen und vom Präsidenten unterzeichnet. Die unabhängige Kommission bestand aus zehn Personen mit beruflichen Erfahrungen auf Gebieten wie Realitätenwesen, Wirtschaftswissenschaft, Bankwesen, Marktregulierung und Konsumentenschutz. Sechs Mitglieder wurden von den Demokraten ernannt, vier von den Republikanern. Die Kommission hatte 83 MitarbeiterInnen. Diese führten unzählige Interviews und arbeiteten in großem Umfang Unterlagen auf. Am 27.1.2011 übergab die Kommission ihren Bericht dem Präsidenten, dem Kongress und dem amerikanischen Volk. Die Mitglieder hatten 6:4 für die Annahme des Berichts gestimmt. Die Kommission löste sich am 13.2.2011 auf.

Der Bericht kommt zu neun Schlussfolgerungen bezüglich der Hauptursachen der Krise und stellt Erwägungen zu anderen Ursachen an, die laut Mehrheitsvotum keinen entscheidenden Beitrag zur Finanzkrise geleistet haben.

Im Folgenden werden die Hauptergebnisse des Untersuchungsberichts der FCIC kurz zusammengefasst.

### **Dimensionen der Krise**

Diese Krise war nicht ein „Schlagloch“ in der Konjunktur, wie es in einer Marktökonomie zu erwarten ist.

26 Mio. Amerikaner haben keine Arbeit, 4 Mio. Familien haben ihr Eigenheim verloren, weitere 4,5 Mio. Familien sehen sich einem Liegenschaftsverpfändungsverfahren gegenüber oder haben ernste Schwierigkeiten, ihre Hypotheken zu bedienen. 11 Billionen USD an Haushaltsvermögen, darunter Pensionsvorsorgen und Lebensersparnisse, haben sich in Luft aufgelöst.

Viele, die sich an alle Regeln gehalten hatten, sehen sich nun ohne Arbeit und ohne Perspektive; die Krise hat verheerende Schäden für die Menschen und für die Gesellschaft angerichtet.

Panik brach ab September 2008 insbesondere wegen fehlender Transparenz der Bilanzen der größten Finanzinstitutionen aus, wegen eines Gewirrs von Verbindungen unter den Instituten, die als zu groß für den Untergang erachtet wurden. Das alles vor dem Hintergrund eines Finanzmarktes, der an Größe, Komplexität und Konzentration enorm zugenommen hatte. 2005 hielten die 10 größten Banken Amerikas 55% der Vermögen des Sektors (mehr als doppelt so viel wie 1990), die Profite machten 27% der Unternehmensprofite in den USA aus – verglichen mit 15% 1980.

### **Neun Hauptergebnisse der Untersuchung**

1. Die Krise war vermeidbar.  
Die Krise war eine Folge von mensch-

lichen Handlungen und Unterlassungen. Finanzkapitäne, Regulatoren und Aufsicht ignorierten Warnungen und verabsäumten es, entstehende Risiken in einem System, das zentral für die (amerikanische) Gesellschaft ist, zu hinterfragen, zu verstehen und zu managen.

Trotz gegenteiliger Beteuerungen der Wall Street und der Behörden war die Krise vorhersehbar: explosionsartiges Wachstum von risikoreichen *sub-prime*-Ausleihungen, ein nicht nachhaltiger Anstieg der Hauspreise, unerhörte und räuberische Vergabepaxis, exponentielles Wachstum der Handelsaktivitäten der Finanzinstitutionen, unregulierte Derivative, exzessive Verschuldungsraten der Haushalte, kurzfristige ‚repo‘-Refinanzierung waren unter anderem Warnsignale, die ignoriert wurden.

Der entscheidende Fehler der Federal Reserve Bank lag darin, dass sie es unterließ, Standards für einen umsichtigen Hypothekargläubiger festzulegen, um damit das Wachstum toxischer Papiere einzudämmen.

Finanzinstitute machten, kauften und verkauften Hypothekarwertpapiere, deren Bonität sie nie prüften, oder von denen sie wussten, dass sie mangelhaft waren. Bedeutende Unternehmen und Investoren vertrauten blind auf das Urteil von Ratingagenturen.

2. Umfassendes Scheitern bei der Finanzmarktregulierung und -aufsicht stellte sich als verheerend für die Finanzmarktstabilität heraus.

Die Wachen waren aufgrund des weitverbreiteten Glaubens in die selbstkorrigierende Funktion des Marktes und die Fähigkeit von Finanzinstitutionen, sich selbst zu überwachen, nicht auf dem Posten.

Mehr als 30 Jahre Deregulierung und Vertrauen auf Selbstregulierung

von Finanzinstitutionen, am stärksten vorangetrieben unter Alan Greenspan, unterstützt durch mehrere Administrationen und Kongresse und aktiv forciert durch eine mächtige Finanzbranche, sorgten dafür, dass in jeder Legislaturperiode stückweise jene Sicherheitsmaßnahmen entfernt wurden, welche die Katastrophe verhindern hätten können. Zusätzlich führte die durch die Regierung ermöglichte ‚freie Wahl‘ des präferierten Regulators zu einem Wettlauf hin zum schwächsten Aufseher.

Die Finanzbranche selbst war maßgeblich daran beteiligt, regulatorische Beschränkungen für Institutionen, Märkte und Produkte zu schwächen. Es überrascht nicht, dass eine Branche mit so viel Macht und Vermögen Druck auf Politik und Regulatoren ausübt. Von 1999 bis 2008 gab die Branche 2,7 Mrd. USD für registrierte Lobbyingaktivitäten aus und steckte über individuelle Personen und Unterstützungskomitees offiziell 1 Mrd. USD in Wahlkämpfe.

3. Dramatisches Versagen in der *Corporate Governance* und beim Risikomanagement bei vielen systemisch wichtigen Finanzinstitutionen war ein Hauptgrund der Krise.

Es bestand die Ansicht, dass Selbsterhaltungsinстинkte in den bedeutenden Finanzinstitutionen auch ohne strikte regulatorische Vorgaben, die nach Ansicht der Unternehmen Innovationen behindern würden, davon abhalten würden, fatale Risikopositionen einzugehen. Zu viele verhielten sich verantwortungslos, gingen mit zu wenig Kapital zu viel Risiko ein und refinanzierten sich zu kurzfristig über einen scheinbar immer liquiden Markt.

Die massiven Probleme im *Corporate Governance*-Bereich und im Risikomanagement (z. B. AIG, Fannie

Mae und Merrill Lynch) zeigten, dass ‚*too big to fail*‘ in vielen Fällen auch ‚*too big to manage*‘ hieß. Finanzinstitute und Rating-Agenturen nahmen bereitwillig mathematische Modelle als verlässliche Risikovorhersagen an, die zu oft eine abwägende Beurteilung ersetzten.

Bonussysteme, die auf kurzfristigen Gewinn ohne Rücksicht auf langfristige Auswirkungen abstellten, verschärfen die Situation.

4. Eine Kombination aus exzessiver Verschuldung, risikoreichen Investitionen und fehlender Transparenz führten die Finanzbranche in die Krise.

Hier gibt es Zusammenhänge zu den Versagen von *Corporate Governance* und Regulierung, aber der Umstand ist bedeutend genug für gesonderte Aufmerksamkeit.

Zu viele Finanzinstitute, aber auch private Haushalte verschuldeten sich sehr hoch und wurden so verwundbar für finanzielle Notlagen oder Ruin auch bei geringfügigen Markteinbrüchen. So operierten z. B. die fünf größten Investmentbanken Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch und Morgan Stanley mit einer außergewöhnlichen dünnen Eigenkapitaldecke. Das Hebelverhältnis (*leverage ratio*) belief sich auf etwa 1:40, was schon bei einem Rückgang im Wert der Aktiva um 3% zum Bankrott führt.

Und diese Hebelwirkung war oft in Derivatpositionen, außerbilanziellen Geschäften und Firmen und durch verschleierte Finanzberichte für das anlagensuchende Publikum versteckt.

Verschärft wurde das Problem durch das hohe Risiko, das in den Aktiva steckt, vor allem bei Investmentfirmen, aber auch bei privaten Haushalten mit speziellen endfälligen Kreditkonstruktionen,<sup>1</sup> oder ‚ARM‘-Konstruktionen

(*adjustable-rate mortgages*), bei denen die Zahlungen sogar unter dem Zinsdienst liegen können (mit einem Anstieg der ausstehenden Hypothekerverbindlichkeit verbunden).

Innerhalb des Finanzsystems wurden die Gefahren durch massive kurzfristige Refinanzierung und für andere nicht einsehbare Risiken vergrößert.

In der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts waren zahlreiche Schutzwälle (Fed, Einlagensicherung, Aufsichtsstrukturen etc.) errichtet worden, um ein Bollwerk gegen die das Bankensystem im 19. Jahrhundert regelmäßig heimsuchenden Paniken zu schaffen. In den letzten dreißig Jahren wurde ein Schattenbankensystem (außerhalb der Bilanzen, OTC usw.) in Konkurrenz zum traditionellen Bankensystem zugelassen. So erhielt man ein Finanzsystem des 21. Jahrhunderts mit den Sicherheitsvorkehrungen des 19. Jahrhunderts. Nun hat man geerntet, was man gesät hatte.

5. Die Regierung war schlecht auf die Krise vorbereitet, und die inkonsistenten Reaktionen haben die Unsicherheit und die Panik auf den Finanzmärkten verstärkt.

In nicht unbeträchtlichem Ausmaß aufgrund der fehlenden Transparenz auf Schlüsselmärkten fehlte der Aufsicht und der Regierung Einblick in das tatsächliche Ausmaß des Risikos. So dachte man, dass das Risiko durch die neuen, handelbaren Instrumente stärker diversifiziert worden wäre, während es in Wirklichkeit zu einer stärkeren Risikokonzentration gekommen war. Die Hedgefonds von Bear Stearns wurden als in ihrer Konstruktion einzigartig angesehen – in Wahrheit waren viele Hedgefonds der anderen Investmentbanken gleichartig konstruiert.

Entsprechend der mangelnden Einsicht fehlte auch eine konsistente Stra-

ategie, und die unterschiedliche Behandlung von Bear Stearns, Fannie Mae und Freddie Mac, Lehman Brothers und AIG erhöhte die Unsicherheit und Panik auf den Märkten.<sup>2</sup>

6. Es gab einen systemischen Zusammenbruch von Verantwortung und Ethik.

Die Integrität der Finanzmärkte und das Vertrauen der Öffentlichkeit sind essenziell für das Wohlergehen der Nation. Die Seriosität und die nachhaltige Profitabilität des Finanzsystems hängen vom Bekenntnis zu fairem Handeln, Verantwortlichkeit und Transparenz ab.

Die Erosion von Verantwortungsbewusstsein und ethischen Standards verschlimmerten die Krise. Das war zwar nicht durchgehend der Fall, zog sich aber wie ein roter Faden durch das System, vom ‚Erdgeschoß‘ bis zu den Vorstandsetagen.

Prämien und Provisionssysteme, die den Kunden nicht offengelegt wurden, trieben den Abschluss von Hypothekendarlehen in räuberischer und betrügerischer Absicht voran. Es war Managern von „Countrywide“ bereits im September 2004 bewusst, dass viele der vergebenen Kredite ‚katastrophale Konsequenzen‘ haben könnten. Ein Jahr später merkten sie, dass einige Kredite mit hohem Risiko nicht zur Pfändungen und Zwangsräumungen führen könnten, sondern auch zu einer finanziellen und den Ruf gefährdenden Katastrophe für die Firma führen könnten. Sie machten weiter.

Bedeutende Investmentbanken kauften, stückelten, verpackten und verkauften die Kredite im Bewusstsein, dass die Vergabekriterien weder ihren noch den Standards der vergebenden Bank entsprachen. Trotzdem verkauften sie die so kreierte Wertpapiere an Investoren. Die Kommission unter-

suchte eine Vielzahl von Prospekten und fand heraus, dass diese Information den Investoren nicht offengelegt wurde.

Es wäre freilich zu simplifizierend, die Krise auf menschliche Unzulänglichkeit wie Gier und Überheblichkeit zurückzuführen. Für die Krise relevant ist, dass diese menschlichen Schwächen nicht berücksichtigt wurden.

Die Kommission gelangte zu der Überzeugung, dass die Krise ein Resultat menschlicher Fehler, Fehleinschätzungen und Vergehen war, die zu einem Versagen des Systems führten, für das die gesamte Nation teuer bezahlt. Der Bericht zeigt, wie unverantwortlich einzelne Unternehmen und Individuen handelten. Eine Krise dieser Größenordnung kann aber nicht auf die Aktionen einiger Bösewichte zurückgeführt werden. Gleichwohl bedeuten Ausmaß und Breite der Krise nicht, dass niemand schuld sei.

Die Hauptverantwortung liegt bei Verantwortungsträgern, die mit der Aufgabe betraut wurden, das Finanzsystem zu schützen, bei der Führung der Regulierungsbehörden und den Managern der Firmen, deren Scheitern in die Krise führte. Diese Individuen hatten Positionen mit bedeutender Verantwortung und Verpflichtung gesucht und angenommen. Keiner sagte „Nein“.

Nation und Gesellschaft ließen es zu, dass diese Dinge passierten. Kollektiv, wenn auch nicht einstimmig, wurden ein System, eine Politik und Maßnahmen zugelassen oder gutgeheißen, die in die gegenwärtige missliche Lage führten.

7. Eine völlige Aufgabe von Vergabestandards bei Hypothekendarlehen und die Hypothekarverbriefung entfachten die Krise und führten zum Flächenbrand.

25% der 2005 vergebenen Hypothekarkredite waren endfällige Kredite, 68% der durch „Countrywide“ und „Washington Mutual“ nach „ARM“-Konstruktion vergebenen Kredite hatten keine oder niedrige Dokumentationsanfordernisse. Als verantwortungslose Vergabe inklusive betrügerischer Praktiken immer verbreiteter wurden, reagierte die Federal Reserve, die den Auftrag hat, die Sicherheit und Seriosität des Banken- und Finanzsystems zu gewährleisten und die Konsumentenrechte der Kreditnehmer zu schützen, auf die Warnsignale nicht. Und das „Office of the Comptroller of the Currency“ und die Sparkassenaufsicht waren zu sehr mit Kompetenzstreitigkeiten beschäftigt, als dass sie den Missständen Einhalt gebieten hätten können.

Durch die Verbriefung und den Verkauf an internationale Investoren, die versessen darauf waren, in die neu geschaffenen Hypotheken-gebundenen Wertpapiere zu investieren, schien es Finanzinstituten, Investoren und der Aufsicht, das Risiko wäre bezwungen: Investoren dachten, sie hätten hoch bewertete Wertpapiere mit sicheren Ertragsaussichten; die Banken dachten, dass sie die höchsten Risiken aus ihren Büchern entfernt hätten, und die Regulierungsbehörden sahen nur, dass Firmen Profite machten und die Ausleihungskosten gesunken waren. Als die ersten Kredite nicht bedient werden konnten, schossen die Verluste, verstärkt durch Hebel bei den Derivaten und geringes Eigenkapital, überall in die Höhe, und es stellte sich heraus, dass das Risiko nicht diversifiziert, sondern in der Hand weniger systemisch bedeutender Finanzinstitute lag.

Die gestiegene Komplexität verhinderte Anpassungsmöglichkeiten bei

den Hypothekarverträgen, einen Verbleib der Familien in ihren Häusern möglich zu machen, und sie sorgte für weitere Unsicherheit über den Zustand des Immobilienmarktes und des Finanzsystems.

8. Derivathandel abseits regulierter Börsen trug signifikant zur Krise bei.

Die Abschaffung der Regulierung von *over-the-counter* (OTC)-Handel von Derivaten, also der Derivathandel abseits regulierter Börsen, war ein entscheidender Schritt auf dem Weg zur Finanzkrise.

Die Abschaffung der Regulierung führte dazu, dass der Derivatemarkt außer Kontrolle geriet (mit einem Nennwert von rund 673 Billionen Dollar). Der Markt war geprägt von unkontrollierter Hebelung, fehlender Transparenz, zu geringer Kapitalunterlegung, zu geringen Sicherheiten, Spekulation, gegenseitigen Abhängigkeiten zwischen Firmen und hoher Konzentration.

Der Derivathandel abseits regulierter Börsen trug auf drei Wegen zur Krise bei:

- i. CDS (*credit default swaps*, also Kreditausfall-Swaps) trieben den Markt entscheidend voran und die Blase weiter auf.
- ii. CDS waren essenziell für die Schaffung von synthetischen CDOs (*collateralized debt obligation* – ein Kreditderivat, das sich aus einem Portfolio von Anleihen zusammensetzt). Diese stellen eine Wette auf die Wertentwicklung von hypothekarisch besicherten Wertpapieren dar. Das Problem wurde dadurch verschärft, dass auf ein und denselben Kredit mehrfach Bezug genommen wurde. (Zum Beispiel war in einem Goldman-Portfolio von 3.400 Hypothekarverbriefun-

gen auf 610 mindestens zwei Mal Bezug genommen worden.)

- iii. Derivate waren für das Platzen der Blase wesentlich. Im Falle AIGs musste die Regierung letztlich für 180 Mrd. USD an Verbindlichkeiten aus Derivaten bürgen, um Ansteckungseffekte, die das ganze Finanzsystem zum Einsturz gebracht hätten, zu vermeiden. Die völlige Undurchsichtigkeit auf diesem unregulierten Markt verschlimmerte die Panik, welche die staatlichen Rettungsmaßnahmen für diese Finanzinstitute erforderlich machte.

9. Rating-Agenturen waren ein essenzielles Zahnrad im Mechanismus der finanziellen Zerstörung.

Die Krise hätte ohne das Zutun der Rating-Agenturen nicht passieren können. Ihre Bewertungen bliesen den Markt für Hypothekenderivate auf, und die nachfolgenden Herabstufungen richteten verheerenden Schaden an.

Zwischen 2000 und 2007 verlieh Moody's fast 45.000 Mal die Höchstbewertung AAA auf hypothekenbasierte Wertpapiere. 2006 stempelte Moody's pro Arbeitstag 30 hypothekenbasierte Wertpapiere ab. 83% der AAA-bewerteten hypothekenbasierten Wertpapiere wurden letztlich herabgestuft.

Unzureichende Computermodelle, Druck der zahlenden Finanzinstitute, erbitterter Kampf um Marktanteile, Ressourcenmangel trotz Rekordgewinnen und das Fehlen einer nennenswerten Aufsicht waren die treibenden Faktoren für dieses Versagen.

### **Andere Faktoren, die zum Desaster beigetragen haben**

Zu diesen Punkten gibt es in der Langversion des Berichts abweichenden

de Stellungnahmen.

i. Überschussliquidität und die leichte Verfügbarkeit von Kapital: Niedrige Zinsen und daraus folgende Überschussliquidität und leichte Verfügbarkeit sowie internationale Investoren auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten in den USA waren nicht die Ursachen der Krise. Hauptursachen waren vielmehr die oben angeführten Faktoren inklusive der Versäumnisse, Exzesse auf den Hypothekar- und Finanzmärkte zu verhindern. Vielmehr ist die Verfügbarkeit von Kapital zu vernünftigen Preisen eine günstige Voraussetzung für Expansion und Wachstum, wenn das Kapital in produktive Kanäle fließt.

ii. Die Rolle der staatlich geförderten Unternehmen Fannie Mae und Freddie Mac: Auch hier gab es Unzulänglichkeiten in der *Corporate Governance*, in der Regulierung und in der Aufsicht. Auch diese Unternehmen verwendeten ihre politische und wirtschaftliche Macht dazu, gegen eine effektive Regulierung und Aufsicht zu lobbyieren, und auch sie leisteten mit ihrem Marktanteilsstreben in den früheren Phasen einen Beitrag zur Blasenbildung, wenn auch keinen entscheidenden. Die Ausfallrate von Hypothekendarlehen mit einer schlechten Bewertung lag bei den staatlich geförderten Unternehmen bei 6,2%, bei den anderen Finanzinstituten aber bei 28,3%.

Die „Housing and urban development's affordable housing goals“ hatten nur eine geringe Auswirkung auf die Beteiligung von Fannie Mae und Freddie Mac an risikoreichen Hypotheken.

iii. „Housing and urban development“ und der „Community Reinvestment Act“<sup>3</sup> (CRA): Unter den Präsidenten Bill Clinton und George W. Bush wurden ‚aggressive‘ Ziele bezüglich der Eigentumbildung bei Eigenheimen



verfolgt. Die Kommission diskutierte vor allem auch die Rolle der CRA intensiv. Es zeigte sich, dass die Ausfallsrate hoch verzinsten Kredite<sup>4</sup> von Finanzinstituten, die dem CRA unterlagen, nur halb so hoch war wie jene von Finanzinstituten, die nicht dem CRA unterlagen.

Trotzdem versagten Regierung, Regulierung und Aufsicht insofern, als sie es verabsäumten, sicherzustellen, dass die Philosophie der Schaffung von Möglichkeiten auch in der praktischen Realität vor Ort ihre Entsprechung fand. Und die Federal Reserve verabsäumte es, gegen verantwortungslose Kreditvergabe vorzugehen.

### Schlussbemerkungen

Als die Kommission antrat, bestanden Befürchtungen, dass die Ergebnisse des Berichts von der Realität überholt würden. Aber das Finanzsystem der USA ist im Wesentlichen in vielerlei Hinsicht noch immer unverändert. Es ist sogar stärker als je zuvor in der Hand einiger weniger Finanzinstitute konzentriert.

Die Kommission stellte dramatisches Versagen der *Corporate Governance*, Regulierungsversagen und fast fatale Mängel im Finanzsystem fest, ebenso wie Serien von Entscheidungen und Maßnahmen, die in eine Katastrophe führten, auf die alle schlecht vorbereitet waren.

Die größte Tragödie wäre es, den immer gleichen Satz zu akzeptieren, dass niemand die Krise hätte kommen sehen können und daher nichts getan hätte werden können. Wird diese Meinung akzeptiert, wird sich die Krise wiederholen. Andere Ergebnisse erfordern andere Entscheidungen. („*This is our collective responsibility. It falls to us to make different choices if we want different results.*“)

### Kurzzusammenfassung

Versagen der *Corporate Governance*, des Risikomanagements, Aufsichtsversäumnisse, Deregulierung, unregulierte OTC-Märkte, Verbriefung und Rating-Agenturen waren die Hauptursachen der Krise.

Die Geldpolitik (niedrige Zinsen) war nicht für die Krise verantwortlich, vielmehr waren es die Deregulierung und das Nichtwahrnehmen von Aufsichtsfunktionen – vor allem der Fed unter Greenspan.

Die Institutionen Fannie Mae und Freddie Mac (öffentlich unterstützte Hypothekenfinanzierer), und Kreditinstitute, die unter den Community Reinvestment Act fallen, trugen zwar auch zur Entstehung der Blase bei, aber nicht signifikant, und vor allem lagen ihre Ausfallsraten bei den risikoreicheren Krediten deutlich unter jenen der anderen Finanzinstitute.

Der Bericht ist zu finden unter: <http://www.fcic.gov/report>.

## Anmerkungen

- <sup>1</sup> Der österreichischen Fremdwährungs-kreditproblematik nicht unähnlich.
- <sup>2</sup> Die Autoren schließen das Kapitel aber dennoch mit: ..., dass die Bemühungen von Staatssekretär Paulson, Vorsitzenden Bernanke und Timothy Geithner als ehemaliger Präsident der Federal Reserve Bank von New York und jetziger Staatssekretär und so vielen andern, die daran hart arbeiteten, unser Finanzsystem und unsere Wirtschaft unter diesen höchst chaotischen und herausfordernden Umständen zu stabilisieren, ausdrücklich anerkannt und gewürdigt (*deeply respected and appreciated*) werden.
- <sup>3</sup> Lokale und regionale Kreditinstitute, die unter diese Regulierung fallen, müssen einen Teil der Mittel (Einlagen) wieder dorthin vergeben, wo sie lukriert wurden. Dies dient vor allem der Förderung ethnischer Minderheiten und unterprivilegierter Schichten.
- <sup>4</sup> Als Proxy für risikoreiche Kredite.