

WHL

Schriften der Wissenschaftlichen Hochschule Lahr

Nr. 25

Ursachen der Immobilienkrise in den USA

Bianca Badek
Mit einem Geleitwort
von Prof. Dr. Tristan Nguyen



Wissenschaftliche
Hochschule Lahr



Ursachen der Immobilienkrise in den USA

Bianca Badek
Mit einem Geleitwort
von Prof. Dr. Tristan Nguyen

Schriften der Wissenschaftlichen Hochschule Lahr

Herausgeber: Prof. Dr. Alexander Fliaster
Prof. Dr. Michael Klebl
Prof. Dr. Tristan Nguyen
Prof. Dr. Markus Pütz
Prof. Dr. Martin Reckenfelderbäumer
Prof. Dr. Bernd Remmele
Prof. Dr. Stephan Schöning

ISBN: 978-3-86692-180-1

© Copyright 2010 WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr
Hohbergweg 15-17
77933 Lahr
info@whl-lahr.de
www.whl-lahr.de

Alle Rechte vorbehalten

Ursachen der Immobilienkrise in den USA

Bianca Badek

Mit einem Geleitwort von Herrn Prof. Dr. Tristan Nguyen

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	I
Geleitwort.....	III
Abbildungsverzeichnis.....	IV
Abkürzungsverzeichnis.....	V
Abkürzungsverzeichnis.....	V
1 Einleitende Betrachtung.....	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Zielsetzung und Vorgehensweise.....	2
2 Hintergründe: Entwicklung der Wirtschaft und des Immobilienmarktes in den USA.....	5
2.1 Wirtschaftliche Entwicklung in den USA: 1990 – 2008.....	5
2.2 Der Immobilienmarkt in den USA.....	9
3 Einflussaufnahme unterschiedlicher Akteure auf die Immobilienkrise.....	13
3.1 Staatliche Institutionen.....	13
3.1.1 Fannie Mae, Ginnie Mae und Freddie Mac.....	13
3.1.2 Politische Einflussnahme.....	16
3.1.2.1 Regierung Bill Clinton 1992 - 2000.....	16
3.1.2.2 Regierung George W. Bush: 2000 - 2008.....	20
3.1.3 FED – die amerikanische Zentralbank.....	22
3.2 Der Bankensektor.....	25
3.2.1 Die Kreditvergabepaxis und der Hypothekenmarkt in den USA.....	25
3.2.1.1 Arten von Hypothekenkrediten.....	25

3.2.1.2	Haftungsverhältnisse	32
3.2.2	Innovative Finanzinstrumente	33
3.2.2.1	Asset Backed Securities	33
3.2.2.2	Collateralized Debt Obligations	36
3.2.2.3	Credit Default Swaps	41
3.2.3	Aufsichtsbehörden	42
3.2.4	Asymmetrische Informationsverteilung	44
3.3	Die Rating-Agenturen	46
3.3.1	Die Bedeutung der Rating-Agenturen	46
3.3.2	Der Rating-Prozess	47
3.3.2.1	Die Auftragsvergabe	47
3.3.2.2	Das Rating	48
3.3.2.3	Fehlerquellen	49
4	Die Immobilienblase: Das Platzen, die Auswirkungen, Erklärungsversuche und Lösungsansätze	54
4.1	Das Platzen der Blase	54
4.2	Auswirkungen	56
4.3	Erklärungsversuche	63
4.3.1	Massenpsychologie	63
4.3.2	Die Theorie der Reflexivität	66
4.3.3	Schwarze Schwäne	69
4.4	Lösungsansätze.....	70
5	Fazit.....	78
Anhang	V	
A	Ratingdefinitionen	V
B	Chronik – von der Immobilien- zur Finanzkrise	VII
Literaturverzeichnis.....	XX	

Geleitwort

Die Immobilienkrise in den USA, die auch als Subprime-Krise, Finanzmarktkrise oder Weltwirtschaftskrise in die Geschichte eingehen wird, traf die Weltwirtschaft im Jahr 2007 und in den darauf folgenden Jahren mit aller Wucht. Während in den USA eine der größten Investmentbanken – Lehman Brothers – insolvent wurde, traf es in Deutschland im zunehmenden Maße mehr Banken und Geldinstitute, die mit Milliarden Bürgschaften der Regierung am Leben gehalten werden mussten.

Als Ausgangspunkt der Krise kann nach herrschender Meinung die politische Ausrichtung der Clinton- und Bush-Regierung gesehen werden, die das Wohneigentum für alle Bürger fördern wollten, um die private Altersvorsorge zu stärken. Des Weiteren trug die expansive Zinspolitik der amerikanischen Zentralbank unter Greenspan in nicht unbedeutendem Ausmaß zur Krise bei. Aber wie konnte es zu dieser in der Geschichte beispiellosen Krise und ihren verheerenden Auswirkungen kommen?

Ziel der vorliegenden WHL-Schrift ist es, die vielfältigen Ursachen der Immobilienkrise in den USA zu analysieren. Dabei sollen verschiedene Einflussfaktoren der Finanzkrise wie zum Beispiel die staatliche Einflussnahme, die Rolle innovativer Finanzprodukte, die Rolle der Banken und Rating-Agenturen sowie systemische Risiken ausführlich untersucht werden.

Mit der vorliegenden WHL-Schrift hat sich Frau Badek mit einem (nicht nur) aus volkswirtschaftlicher Sicht hoch relevanten Thema auseinandergesetzt. Dabei hat Frau Badek viele Details zu den komplexen Ursachen-Wirkungs-Zusammenhängen der Finanzkrise mühsam zusammengetragen. Ihre Ausführungen sind weitgehend verständlich und überzeugend. Ich wünsche deshalb der Arbeit eine gute Aufnahme in den interessierten Leserkreisen.

Prof. Dr. Tristan Nguyen

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Gang der Untersuchung	2
Abbildung 2: BIP USA: 1990 – 2008	5
Abbildung 3: Konsumausgaben und Sparquote privater Haushalte USA: 1990-2008.....	6
Abbildung 4: Leistungsbilanz USA 1990-2008	7
Abbildung 5: Nasdaq-100: 1990-2008	9
Abbildung 6: S&P/Case-Shiller Hauspreis Index	11
Abbildung 7: Anzahl der von Ginnie Mae unterstützten Haushalte	14
Abbildung 8: Zuwachsrate der Immobilienbesitzer nach ethnischer Zugehörigkeit (1995 – 2008).....	19
Abbildung 9: Leitzinssatz und Inflationsrate USA: 1990 - 2008.....	23
Abbildung 10: Anteil der ARMs an den gesamten Hypothekenkrediten.....	26
Abbildung 11: Hypothekendarlehen USA: 2001 - 2007	29
Abbildung 12: Klassifizierung der Asset Backed Securities i.w.S.	34
Abbildung 13: Ginnie Mae's Mortgage-backed securities 1970-2008	35
Abbildung 14: Beispiel einer Strukturierung von Wertpapieren	39
Abbildung 15: Ablauf einer Strukturierung	40
Abbildung 16: Akteure im Rating-Prozess	50
Abbildung 17: Das Platzen der Blase - Ereigniskette	54
Abbildung 18: TED Spread 2006 - 2010	57
Abbildung 19: Konjunkturindikatoren Deutschland 2008-2009.....	59
Abbildung 20: Konjunkturruhr der Automobilindustrie: 1992 - 2009	60
Abbildung 21: Soros' Boom-Bust-Modell.....	67
Abbildung 22: Zusammenfassende Ereigniskette	79

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset-backed securities
ARMs	Adjustable Rate mortgages
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bzw.	Beziehungsweise
Ca.	Circa
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swaps
CRA	Community Reinvestment Act
D.h.	Das heißt
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
FED	Federal Reserve Bank
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FHA	Federal Housing Administration
Freddie Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation
Ginnie Mae	Government National Mortgage Association
GSE	government-sponsored enterprise
HUD	U.S. Department of Housing and Urban De- partment
I.e.S.	Im engeren Sinne
I.w.S.	Im weiteren Sinne
MBS	Mortgage-backed securities
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
SEC	Securities and Exchange Commission
SPV	Special Purpose Vehicle
U.a.	Unter anderem

1 Einleitende Betrachtung

1.1 Problemstellung

Die Krise hat inzwischen viele Namen: Subprime-Krise, Finanzkrise, Immobilienkrise, Wirtschaftskrise oder Weltwirtschaftskrise. In Deutschland bekam man die Krise erstmals im August 2007 zu spüren, als die Landesbank Sachsen an die Landesbank Baden-Württemberg verkauft wurde. Ein Jahr später musste die Deutsche Industriebank AG IKB gerettet werden, Mitte September 2008 meldete Lehman Brothers Insolvenz an, kurze Zeit darauf startete Deutschland eine Rettungsaktion für die Hypo Real Estate, Ende September 2008 fielen weltweit die Kurse und im Oktober ging Island bankrott. Spätestens seit September 2008 befand sich die Welt in Aufruhr. Nationen verabschiedeten Rettungspakete für systemrelevante Banken und verstaatlichten Banken.

Die Krise auf dem Finanzmarkt erreichte schnell die gesamte Weltwirtschaft. In Deutschland gab im März 2009 zum Beispiel BMW eine Gewinnwarnung von ca. 90% heraus. Die Automobilbranche wurde insgesamt sehr in Mitleidenschaft gezogen, Kurzarbeit und Insolvenzen standen an der Tagesordnung. Die vermeintlich Schuldigen waren schnell gefunden: Für den Wirtschaftsweisen Bofinger waren es die Banken, welche er für seine riskanten Geschäfte kritisierte.¹ Wirtschaftsethiker Thielemann gab der Gier infolge von Boni-Systemen die Schuld² und der heutige US-Präsident Obama griff 2008 in einer Wahlkampfredede sowohl die demokratische Regierung Clinton, als auch die republikanische Regierung Bush an. Beide hätten Geschäftspraktiken geduldet, welche im Endeffekt zur Entstehung von Blasen beitrugen.³ Dem ehemaligen US-Notenbankchef Greenspan zufolge waren für die Krise sowohl die Banken als auch die halbstaatlichen Hypothekeninstitute Fannie Mae und Freddie Mac schuld.⁴ Demgegenüber sah Nobelpreisträger und Ökonom

¹ Vgl. Welt (2008).

² Vgl. Tagesschau (2008).

³ Vgl. Süddeutsche (2008).

⁴ Vgl. Zeit (2010).

Stiglitz neben Bush vor allem auch Greenspan in der Verantwortung.⁵ Weitere Ursachen können in den makroökonomischen Strukturen der USA,⁶ im Agieren der Rating-Agenturen⁷ und im Aufsichts- und Regulierungsprozess⁸ gesehen werden. In einem Punkt waren sich jedoch fast alle einig: Der Ursprung Krise ist das Platzen der Immobilienblase in Amerika. In diesem Zusammenhang stellen sich einige Fragen: Wie entstand die Immobilienblase? Wieso platzte die Blase? Welche Verbindung besteht zwischen den oben genannten „Schuldigen“ und dem Entstehen der Immobilienkrise?

1.2 Zielsetzung und Vorgehensweise

Die Suche nach den Verantwortlichen der Immobilienkrise sowie Fragestellungen zum Beispiel bezüglich der Entstehung der Immobilienblase bilden die Grundlage für die vorliegende Arbeit. Deren Ziel besteht darin, die Ursachen und Zusammenhänge für die Entwicklung der Immobilienblase in den USA und somit den Ursprung der Immobilienkrise in den USA, aufzudecken. Dabei wird weitestgehend versucht, eine chronologische Reihenfolge einzuhalten, wobei auf Grund von Überschneidungen und Ineinandergreifen von Ereignissen keine absolute Trennschärfe der einzelnen Kapitel erzielt werden kann.

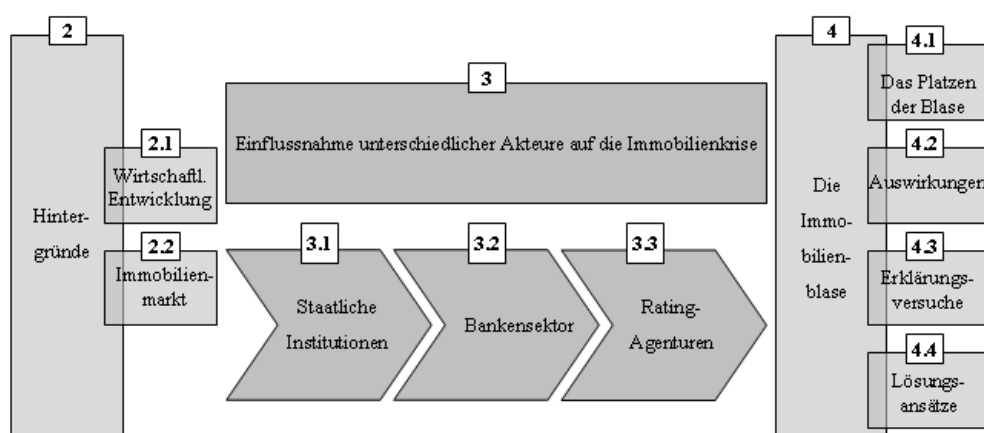


Abbildung 1: Gang der Untersuchung

⁵ Vgl. Reuters (2008).

⁶ Vgl. Palley, T. (2010), S. 11.

⁷ Vgl. Frank, S. (2009), S. 173.

⁸ Vgl. Kofner, S. (2009), S. 118.

Ausgangsbasis für die nachstehenden Analysen bildet Kapitel 2 mit der Untersuchung der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA von der Zeit vor dem Ausbruch der Krise bis ins Jahr 2008, sowie der Untersuchung der Situation auf dem Immobilienmarkt von 1990 bis 2008. Der Zeitrahmen der Untersuchung erstreckt sich dabei bewusst von einem Zeitpunkt vor der Krise bis zu einem Zeitpunkt nach dem Ausbruch der Krise, um die zu ermittelten Werten und Zielgrößen in den folgenden Analysen vor dem Hintergrund der jeweiligen wirtschaftlichen Entwicklung genauer einordnen zu können.

Darauf aufbauend wird in Kapitel 3 der Einfluss unterschiedlicher Akteure auf die Immobilienkrise beleuchtet. Zu den wichtigen Akteuren zählen im Bereich der staatlichen Institutionen (Kapitel 3.1) die Regierungspolitik von den Präsidenten Clinton und Bush, die amerikanische Notenbank unter der Leitung von Greenspan sowie die halbstaatlichen bzw. staatlichen Hypothekenbanken. Die Verbindung zwischen dem Bankensektor und der Immobilienkrise wird in Kapitel 3.2 mit der Analyse der Kreditvergabepraxis und dem Hypothekenmarkt in den USA herausgearbeitet. In diesem Zusammenhang werden die innovativen Finanzinstrumente und deren Bedeutung für die Immobilienkrise erklärt. Zusätzlich wird kurz auf die Rolle der Aufsichtsbehörden und das Problem der asymmetrischen Informationsverteilung im Bankensektor eingegangen. Die Rating-Agenturen als weitere Gruppe von Akteuren mit Einfluss auf die Immobilienkrise werden in Kapitel 3.3 genauer erläutert. Sie spielten eine maßgebliche Rolle für die weltweite Verbreitung der innovativen Finanzinstrumente.

Kapitel 4 befasst sich mit der Immobilienblase. Zu Beginn werden die Ereignisse zusammengetragen, welche zu einem Platzen der Immobilienblase geführt haben (Kapitel 4.1). Darauf folgend werden in Kapitel 4.2 die Auswirkungen des Platzens der Immobilienblase und somit dem Zustandekommen der Immobilienkrise aufgezeigt, wobei ein besonderes Augenmerk auf die Situation in Deutschland geworfen wird. Kapitel 4.3 widmet sich den Erklärungsversuchen im Zusammenhang mit dem Entstehen und dem Platzen der Blase. Hierzu werden neben Erkenntnissen aus der Massenpsychologie auch die Ansätze von Soros, genauer die Theorie der Re-

flexivität und das Boom-Bust-Modell sowie die Theorie der Schwarzen Schwäne von Taleb vorgestellt. Im Anschluss werden auf Basis der bis dahin erfolgten Analysen einige Lösungsansätze für die zukünftige Vermeidung solcher Krisen diskutiert (Kapitel 4.4).

Das Ende der Arbeit bildet Kapitel 5 mit einem abschließenden Fazit.

2 Hintergründe: Entwicklung der Wirtschaft und des Immobilienmarktes in den USA

2.1 Wirtschaftliche Entwicklung in den USA: 1990 – 2008

Eine Analyse der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA innerhalb des Zeitraumes von 1990 bis 2008 soll einen Einblick in die amerikanische Ökonomie der letzten beiden Dekaden ermöglichen und dazu beitragen, die in den nachfolgenden Kapiteln beschriebenen Ereignisse optimal einordnen zu können.

Bruttoinlandsprodukt

In Abbildung 2 ist die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) für die USA dargestellt. Bemerkenswert ist die Steigerungsrate des amerikanischen BIP von ca. 38% in der Dekade 1990-1999 und weitere ca. 45% in den Jahren 2000 bis 2008. Insgesamt ist das BIP in den USA im angegebenen Zeitraum um ca. 149% gestiegen. Im selben Zeitraum dazu erzielte das deutsche BIP insgesamt ein Plus von ca. 63%.

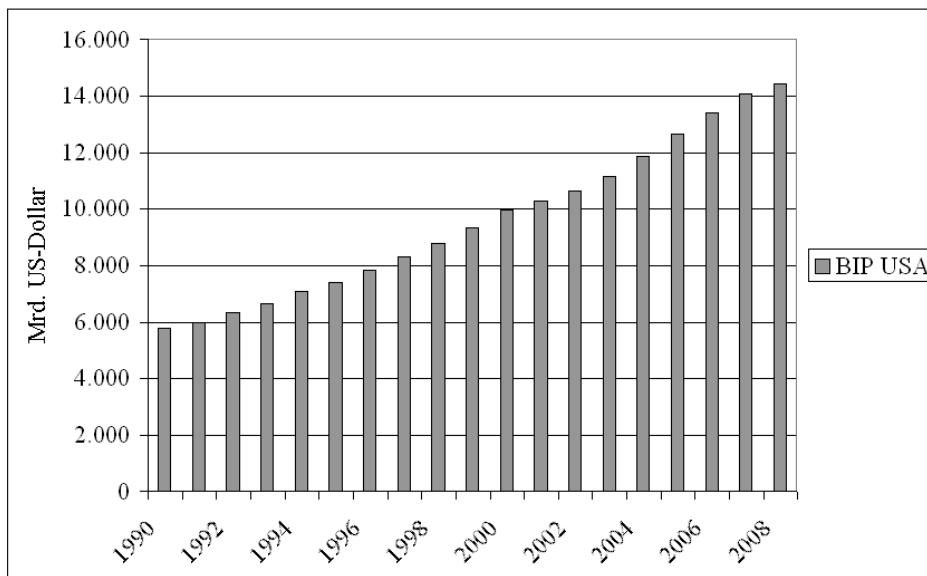


Abbildung 2: BIP USA: 1990 – 2008⁹

⁹ Vgl. Bea (2010) und Destatis (2010), eigene Darstellung.

Private Konsumausgaben, Sparquote und Verschuldung

Den Hauptanteil am amerikanischen BIP bildeten die privaten Konsumausgaben, welche gleichförmig mit dem amerikanischen BIP angestiegen sind. Diese Konsumausgaben lagen im Betrachtungszeitraum stets zwischen 66% und 70% des BIP,¹⁰ und sind analog zum BIP um insgesamt ca. 149% gestiegen. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass die hohen Konsumausgaben durch eine sinkende Sparquote der amerikanischen Bürger begleitet wurden, was in Abbildung 3 ersichtlich ist. Die Sparquote der privaten Haushalte in den USA fiel seit den 80er Jahren kontinuierlich und unterschritt die Null-Prozent-Marke erstmals im April 2005, welche in den beiden darauf folgenden Jahren nicht mehr signifikant überschritten wurde.¹¹ Mit Hilfe einer Revision in der Berechnung der Einnahmen und Ausgaben privater Haushalte, gelang es die Sparquote statistisch anzupassen.¹² Ausgehend von dieser Revision erreichte die Sparquote im April 2005 einen Tiefpunkt von nur noch 1,4%.¹³ In Deutschland lag die Sparquote im gesamten Betrachtungszeitraum bei durchschnittlich bei 10,7% und hat die 9%-Marke nie unterschritten.¹⁴

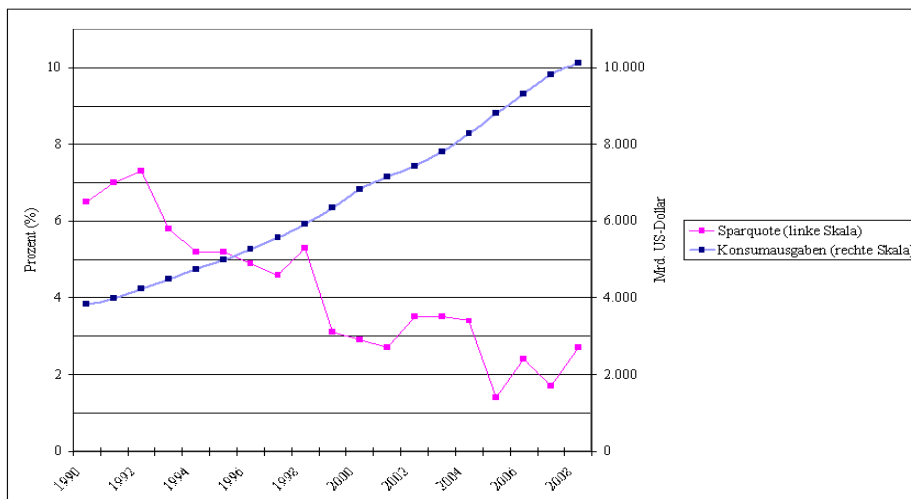


Abbildung 3: Konsumausgaben und Sparquote privater Haushalte USA: 1990-2008¹⁵

¹⁰ Eigene Berechnung, Quelle: Bea (2010).

¹¹ Vgl. Guidoline, M. et al (2007), S. 491f.

¹² Vgl. Ebd., S. 491f.

¹³ Bea/personal income (2010).

¹⁴ Vgl. Destatis/VGR (2010), Tabelle 81000-0009, eigene Berechnung.

¹⁵ Bea/personal income (2010), eigene Darstellung.

Eine Folge dieser Entwicklung war die steigende Verschuldung privater Haushalte. Die Verschuldung erhöhte sich kontinuierlich und stieg in der Dekade von 1996 bis 2006 um das 3,5fache an. Ihr Maximum erreichte sie im Jahr 2006 mit 1.176 Mio. US-Dollar.¹⁶

Es kann festgehalten werden, dass die steigenden Konsumausgaben der amerikanischen Haushalte im Betrachtungszeitraum von 1990 bis 2008 durch eine zunehmende private Verschuldung finanziert wurde.

Nettokapitalimporte, -exporte und Leistungsbilanz

Die Leistungsbilanz steht in direktem Zusammenhang mit den Nettokapitalexporten und -importen. Der Saldo der Leistungsbilanz ergibt sich aus der Differenz zwischen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis und den gesamtwirtschaftlichen Investitionen. Ein Leistungsbilanzdefizit kommt dabei einem Nettokapitalimport gleich.

Die Entwicklung der amerikanischen Leistungsbilanz ist in Abbildung 4 dargestellt.

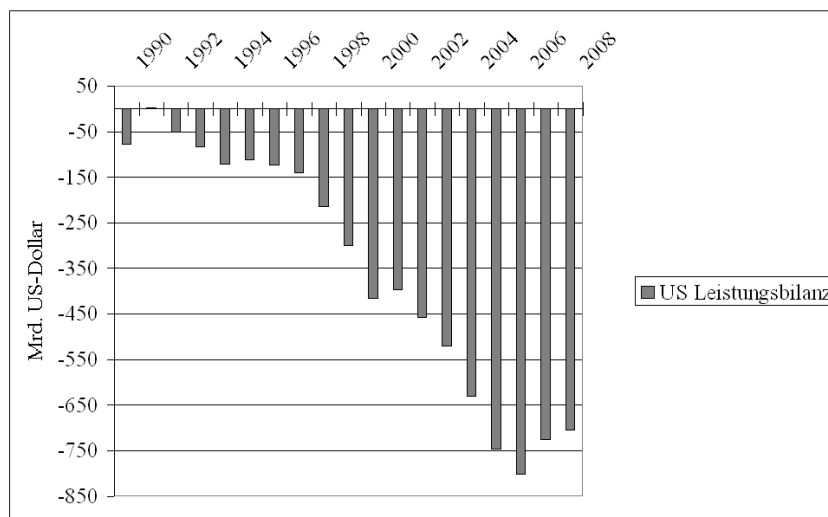


Abbildung 4: Leistungsbilanz USA 1990-2008¹⁷

Seit Ende der 90er Jahre hat die USA eine drastische Erhöhung der Importe zu verzeichnen. Das Leistungsbilanzdefizit erreichte im Jahr 2006 mit rund 800 Mrd. US-

¹⁶ Vgl. Federal Reserve (2009).

¹⁷ Vgl. Bea/current account (2010).

Dollar einen außerordentlichen Höhepunkt.¹⁸ Ergo floss in gleichem Ausmaß Kapital der Länder mit einem Leistungsbilanzüberschuss an die USA. In einer globalen Betrachtungsweise beansprucht die USA ca. Dreiviertel der Nettokapitalimporte.¹⁹

Der Abwärtstrend der amerikanischen Leistungsbilanz und eine gegebenenfalls hiervon ausgehende Gefahr für die Binnenwirtschaft, wurden unterschiedlich beurteilt. Die einen wiesen darauf hin, dass es keinen definierten Zeitrahmen gebe, innerhalb dessen die Kredite zurückgezahlt werden müssten, da hinter den Kreditlinien Zentralbanken stünden, welche nicht auf Gewinn aus seien.²⁰ Andere wiederum warnten vor dem mit dem Defizit verbundenen Risiko. Sie sorgten sich um die Folgen wie beispielsweise sinkende Dollarkurse oder steigende Zinsen²¹ und damit um eine erhöhte Gefahr einer Krise.²²

New Economy

Ein Ereignis das mit der Zeit zwischen 1995 und 2000 in Verbindung gebracht wird, ist unter dem Stichwort *New Economy* oder *Dotcom-Bubble* bekannt. Für Duisenberg, dem ehemaligen Präsident der europäischen Zentralbank, äußerte sich die New Economy „(...) vor allem in einem immer höheren Potenzialwachstum (...), wobei die durch technologische Innovationen vorangetriebenen Produktivitätszuwächse den wichtigsten Motor (...) ausmachen.“²³ Zahlreiche neue, vor allem in der Internetbranche tätige Unternehmen entstanden. Der starke Glaube an die beträchtlichen Gewinnpotenziale veranlasste viele Anleger in die neuen Technologien bzw. Branchen zu investieren. Darunter waren auch zahlreiche Spekulanten zu finden, welche für den Kauf von Aktien einen Kredit aufgenommen hatten.²⁴ Die Folge war die Entstehung einer enormen Blase, deren Entwicklung in Abbildung 5 am Technologieindex Nasdaq-100 dargestellt ist. Die New Economy erreichte zum Jahresende 1999 ihren Höhepunkt. Im darauf folgenden Jahr brachen die Aktienkurse um rund 37% ein. Dieses Ereignis ist auch als Platzen der Dotcom-Bubble

¹⁸ Vgl. Bea (2010), eigene Darstellung.

¹⁹ Vgl. Weber, A. (2007), S.7f.

²⁰ Vgl. Jarrett, P. (2006).

²¹ Vgl. Rosen, H. (2001), S.25.

²² Vgl. Jarrett, P. (2006).

²³ Duisenberg, W. (2003).

²⁴ Vgl. Rosen, H. (2001), S. 20.

bekannt. Die Kurse erholten sich erst wieder, als 2003 ein Tiefstand mit rund 1.468 Punkten und damit im Vergleich zu 1999 ein Verlust von ca. 60% erreicht wurde.²⁵

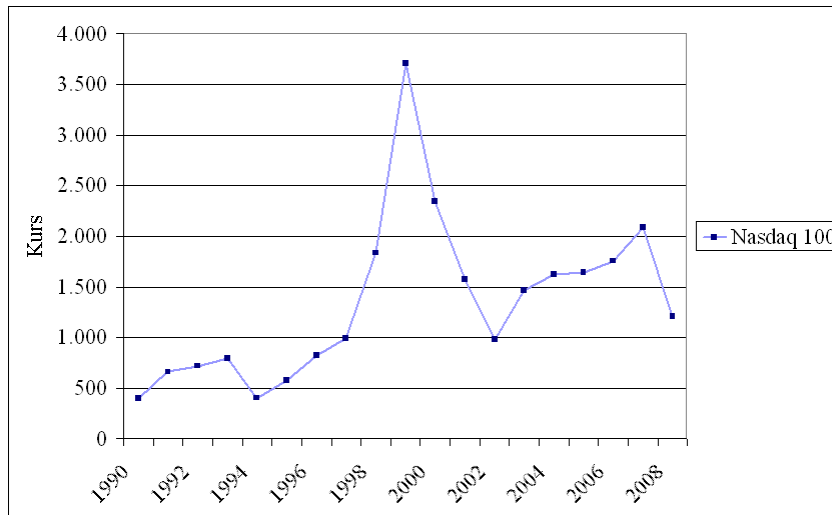


Abbildung 5: Nasdaq-100: 1990-2008²⁶

2.2 Der Immobilienmarkt in den USA

Infolge des Börsencrashes im Jahr 2000, mit dem der New Economy - Boom vorerst beendet war, zogen sich viele Investoren aus dem Aktiengeschäft zurück. Die seit Anfang der 90er Jahre steigenden Immobilienpreise boten eine attraktive Alternative für die Anleger,²⁷ zumal ein Ende des Preisanstiegs nicht abzusehen war. Die Quote der Hauseigentümer nahm in der kurzen Zeit zwischen 1999 und 2004 um 2,3% auf insgesamt 69,2% zu.²⁸ Im Vergleich dazu befand sich die Eigentümerquote in Deutschland auf einem niedrigeren Niveau und stieg in dem Zeitraum von 1998 bis 2006 lediglich um 0,7% auf insgesamt 41,6%.²⁹

Aus wirtschaftlicher Perspektive war dieser Verlauf durchaus zu begrüßen. In einer Studie wurde nachgewiesen, dass Wertsteigerungen im Immobiliensektor einen positiven Effekt auf den Wohlstand von Menschen auslösen.³⁰ Ein Grund für das

²⁵ Vgl. o.V. Finanzen (2010).

²⁶ Vgl. Ebd., eigene Darstellung.

²⁷ Vgl. Bischoff, J. (2008), S. 29.

²⁸ Vgl. Census (2010), Table 14.

²⁹ Vgl. Destatis/Wohnsituation (2010).

³⁰ Vgl. Bayoumi, T. et al. (2004), S. 74ff.

Ergebnis der Studie lag in der Annahme, dass Immobilienpreise als konstant und langfristig angesehen wurden.³¹ Den Haushalten standen somit zwei Möglichkeiten zur Verfügung, ihren Konsum auf Grund der Wertsteigerungen von Immobilien zu erhöhen: Zum einen konnten Immobilien verkauft werden, zum anderen konnten Kredite aufgenommen oder Hypotheken erhöht werden, wobei die letzte Variante die bevorzugte darstellte.³² Damit kann einerseits ein Zusammenhang zur Entwicklung der Sparquote aus Kapitel 2.1 hergestellt werden. Die Haushalte sparten in dem Ausmaße weniger, als sie u.a. durch die Wertsteigerungen ihrer Immobilien wohlhabender wurden.³³ Anzumerken ist, dass es sich dabei um den gefühlten Wohlstandszuwachs der Eigentümer handelte, da Wertsteigerungen einer Immobilie als sicher und kontinuierlich andauernd galten.³⁴ Eine äquivalente Wertsteigerung auf dem Aktienmarkt hätte die Sparquote vermutlich nicht im gleichen Maße sinken lassen. Denn eine Börsenhausse wurde – gerade nach den Ereignissen im Zusammenhang mit dem Platzen der Dotcom-Bubble im Jahr 2000 – nicht als langfristig interpretiert, weswegen die Auswirkungen auf den gefühlten Wohlstand des Aktionärs nicht vergleichbar ist mit der geschilderten Situation eines Immobilien-Eigentümers. Andererseits hatten Gewinne aus Immobilienpreissteigerungen positive Auswirkungen auf die privaten Konsumausgaben und damit auf das Wirtschaftswachstum. Alleine in den Jahren von 2000 bis 2002 waren das Immobilien- und das damit verbundene Hypothekengeschäft für ca. ein Drittel des Wirtschaftswachstums verantwortlich.³⁵

Der Zusammenhang zwischen Preissteigerungen und einer daraus folgenden Entstehung einer Immobilienblase wurde im Jahr 2004 für nicht gegeben erachtet.

³¹ Vgl. Nothaft, F. (2004), S. 24ff.

³² Vgl. Bayoumi, T. et al. (2004), S. 74ff.

³³ Vgl. Marquis, M. (2002), S. 2.

³⁴ Vgl. Bayoumi, T. et al. (2004), S. 74ff.

³⁵ Vgl. Nothaft, F. (2004), S. 33.

Hiefür müssten nach damaligem Standpunkt zeitgleich folgende Kriterien gegeben sein:

1. Unsicherheit über zukünftige Preisentwicklung.
2. Geringe Transaktionskosten.
3. Kurze Haltedauer der Vermögensgegenstände.

Alle drei Kriterien trafen laut der amerikanischen Notenbank, der Federal Reserve Bank (FED) im Jahr 2004 nicht für Immobilien zu.³⁶

Bezüglich des Kriteriums der Unsicherheit über zukünftige Preisentwicklung muss darauf hingewiesen werden, dass Prognosen nie mehr als solche sein können. An dieser Stelle kann der S&P/Case-Shiller Hauspreis Index herangezogen, welcher die Veränderung von Immobilienwerten wiedergibt und in Abbildung 6 dargestellt ist.

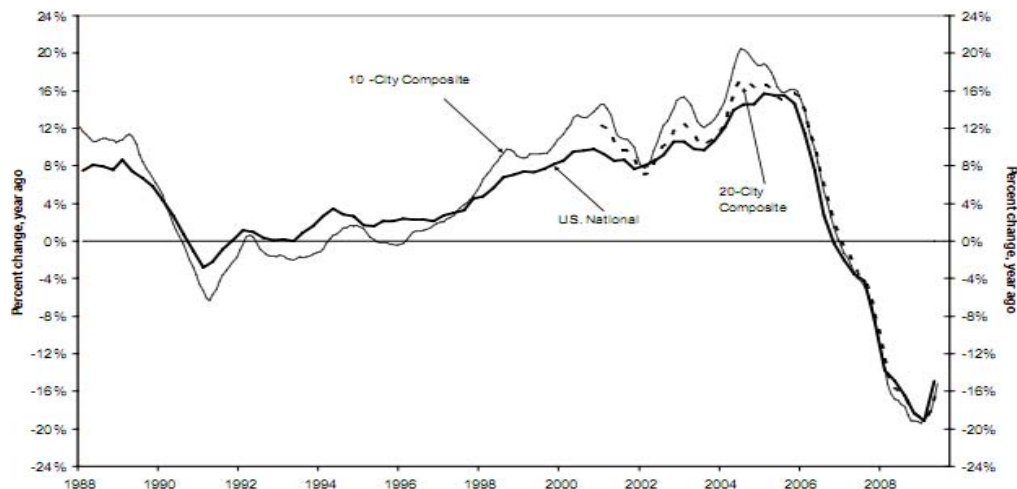


Abbildung 6: S&P/Case-Shiller Hauspreis Index³⁷

Die Immobilien sind zwar von 1993 bis Ende 2005 kontinuierlich im Wert angestiegen, im weiteren Kurvenverlauf wird jedoch deutlich, dass dieser Boom durch einen massiven Einbruch abgeschnitten wurde. Der Index unterschritt im Jahr 2007 die 0%-Marke und stürzte bis 2008 auf ca. minus 13,5 Prozentpunkte ab.

³⁶ Vgl. Ebd., S. 28f.

³⁷ Standard & Poor's (2009).

Bezüglich der Haltedauer von Immobilien kann entgegengesetzt werden, dass seit Ende der 90er Jahre besonders das *House-flipping*³⁸ vermehrt an Bedeutung gewann. Damit ist das Kaufen, Renovieren und gewinnbringende Wiederverkaufen von Häusern gemeint. Zudem betrug im Jahr 2005 die Rate der Spekulationsobjekte unter den Immobilien ca. 25%.³⁹ Diese Objekte wurden nie vom Besitzer bewohnt und innerhalb kurzer Zeit wieder verkauft. Somit konnten auch die Transaktionskosten nicht sehr hoch gewesen sein.

Sicherlich kann das House-flipping als einer der Gründe dafür angesehen werden, weshalb sich die Zahl der Hausverkäufe in der Zeit von 1990 bis 2005 mehr als verdreifacht hat. Im Juli 2005 wurde ein Höchststand der verkauften Immobilien in Höhe von 1,39 Mio. erreicht. Die Anzahl der Hausverkäufe fiel jedoch abrupt und lag 2007 nur noch bei ca. der Hälfte.⁴⁰

³⁸ Vgl. o.V. Newhouseflip (2010).

³⁹ Vgl. Hellerforth, M. (2009), S. 118.

⁴⁰ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 50f.

3 Einflussaufnahme unterschiedlicher Akteure auf die Immobilienkrise

3.1 Staatliche Institutionen

3.1.1 Fannie Mae, Ginnie Mae und Freddie Mac

Der staatliche Eingriff in den Hypothekenmarkt begann bereits 1938 mit der Gründung der Federal National Mortgage Association (FNMA, besser bekannt als Fannie Mae) als staatseigene Hypothekenbank, die 1950 Teil des heutigen U.S. Department of Housing and Urban Development (HUD) wurde. Mit dem Housing and Development Act von 1968 wurde von Fannie Mae ein Funktionsbereich separiert und damit die Government National Mortgage Association, auch bekannt als Ginnie Mae, gegründet. Unter dem Aspekt, die Staatsschulden zu reduzieren, wurden Fannie Mae und die damit verbundenen Schulden privatisiert.⁴¹ Gleichzeitig bekam die Hypothekenbank aber den Status einer „government-sponsored enterprise“ (GSE) und wurde also weiterhin staatlich unterstützt. Fannie Mae erhält zwar keine Staatsgarantien, genießt jedoch auf Grund der staatsnahen Aktivitäten sehr gute Bonitätsbewertungen der Rating-Agenturen. Die halbstaatliche Hypothekenbank Fannie Mae verfolgt das Ziel, Liquidität, Stabilität und Erschwinglichkeit auf dem amerikanischen Immobilien- und Hypothekenmarkt zur Verfügung zu stellen.⁴² Dafür arbeitet sie unter anderem mit Hypothekenbanken zusammen und ermöglicht ihnen den Zugang zu Kapital für die Ausgabe von Hypotheken und günstigen Zinsen. Fannie Mae's Tätigkeitsfeld war ursprünglich der Erwerb von Kreditansprüchen der Hypothekenbanken,⁴³ während sie sich heute auf dem Sekundärmarkt für Hypotheken bewegt, d.h. sie emittiert hauptsächlich Schuldtitel.

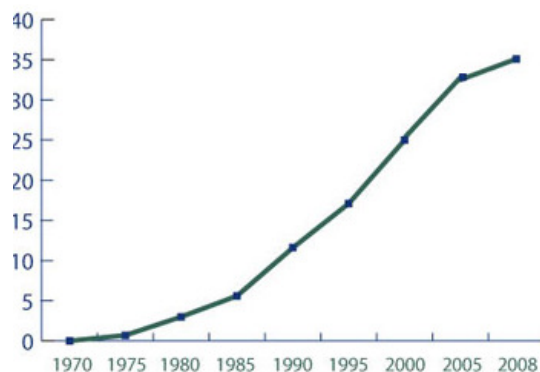
Im Gegensatz dazu wurde Ginnie Mae als staatliche Institution gegründet. Dieser Einrichtung wurden die Funktionsbereiche Management und Liquidation der Fan-

⁴¹ Vgl. Frame, W. et al. (2005), S. 161.

⁴² Fannie Mae (2010).

⁴³ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 134.

nie Mae übertragen.⁴⁴ Die Aufgabe von Ginnie Mae besteht darin, den Hauskäufern, vor allem den Geringverdienern, günstige Kredite bereitzustellen.⁴⁵ Diese staatliche Hypothekenbank erfand 1970 die mortgage-backed securities (MBS), welche in Kapitel 3.2.2.1 ausführlich behandelt werden. Mit Hilfe des Finanzproduktes konnten die Hypotheken, inklusive garantierter Zinszahlungen, an weltweite Investoren weitergegeben werden.⁴⁶ Durch diese als sicher geltenden Wertpapiere war es Ginnie Mae möglich, weltweites Kapital in die Bereitstellung weiterer Hypotheken zu kanalisieren. Betrachtet man die Anzahl jener Haushalte, die von Ginnie Mae Unterstützung erhielten, wird deutlich, dass die Aktivitäten der staatlichen Hypothekenbank sehr erfolgreich waren. Abbildung 7 zeigt den rasanten Anstieg jener Haushalte, die mit der staatlichen Unterstützung von Ginnie Mae ihr Eigenheim finanzieren konnten.



*Werte in Mio.

Abbildung 7: Anzahl der von Ginnie Mae unterstützten Haushalte⁴⁷

Die Federal Home Loan Mortgage Corporation, besser bekannt unter dem Namen Freddie Mac, wurde vom Kongress im Jahre 1970 im Zuge des Emergency Home Finance Act gegründet.⁴⁸ Sie hatte zum Ziel, die Machtkonzentration der Fannie Mae und der anderen Federal Home Loan Banks⁴⁹ (FHL-Banken) zu minimieren

⁴⁴ Vgl. GNMA Statutory Authority (2010), S 1.

⁴⁵ Vgl. GNMA Statutory Authority (2010), S 1.

⁴⁶ Vgl. Ginnie Mae (2010).

⁴⁷ Ebd..

⁴⁸ Vgl. Freddie Mac (2010a).

⁴⁹ Genossenschaftliche Hypothekenbanken, die den Status einer GSE haben und deren Geschäftsfeld sich auf die Refinanzierung der Hypothekarkredite ihrer Mitglieder richtet.

und dadurch für mehr Wettbewerb zu sorgen. Freddie Mac ist ebenfalls wie Fannie Mae eine GSE, also eine staatlich unterstützte Unternehmung mit dem Ziel auch und vor allem den Geringverdienern ein Eigenheim zu ermöglichen.⁵⁰ Das Tätigkeitsfeld besteht nicht wie bei Ginnie Mae in der direkten Unterstützung der Haushalte. Freddie Mac ist indirekt auf dem Hypothekenmarkt aktiv, indem er Hypothekenbanken mit Liquidität versorgt. Damit soll ein stabiler Markt gewährleistet werden, der wiederum den Häuserkauf für viele Haushalte erschwinglich machen soll.⁵¹ Freddie Mac kauft dafür bestehende Hypotheken auf, strukturiert diese zu mortgage-backed securities, besieht sie mit einer Garantie gegen Ausfälle und verkauft sie weiter.⁵²

Die Aufgaben der beiden größten US-Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac glichen sich mit der Zeit aneinander an, denn beide sind heutzutage im Bereich der Sekuritisierung von Hypotheken tätig. Die Übernahme von Hypotheken von entsprechenden Banken war allerdings grundsätzlich an bestimmte Voraussetzungen bezüglich Kreditumfang und Qualität gebunden, sodass Fannie Mae und Freddie Mac lediglich erstklassige, risikoarme Hypotheken aufkauften.⁵³

Allgemein wurden mit Fannie Mae und Freddie Mac Institutionen gegründet, welche mit der Eigenschaft ausgestattet wurden, Gewinne zu privatisieren, Verluste jedoch zu sozialisieren.⁵⁴ Der Sonderstatus GSE wurde mit Blick auf die staatliche Eigenheimförderung gerechtfertigt⁵⁵ und erlaubte es den beiden Hypothekenbanken, ihren Wettbewerb auszuschalten und sich die Vormachtstellung auf dem Sekundärmarkt für Hypotheken zu sichern. Neben dem Vorteil einer Kreditlinie von ca. 2,25 Mrd. US-Dollar, ist es ihnen per Gesetz erlaubt, ihre Hypotheken nur mit 2,5% Eigenkapital zu unterlegen, im Gegensatz zu den für den privaten Sektor geltenden 4%. Damit ist es Fannie Mae und Freddie Mac möglich, einen Leverage-Effekt von 70 zu 1 zu erzielen.⁵⁶ Im Vergleich dazu betrug der Leverage-Effekt bei

⁵⁰ Vgl. Freddie Mac (2010b).

⁵¹ Vgl. Freddie Mac (2010a).

⁵² Vgl. Frame, W. et al. (2005), S. 160.

⁵³ Vgl. Coval, J. et al. (2009), S. 15f.

⁵⁴ Vgl. Issa, D. (2010), S. 2.

⁵⁵ Vgl. Frame, W. et al. (2005), S. 160.

⁵⁶ Vgl. Issa, D., S. 3f.

Lehman Brothers 30 zu 1.⁵⁷ Selbst der staatlichen Aufsicht, unter die die beiden halbstaatlichen Institutionen in Folge des Housing and Development Act von 1992 gestellt wurden (OFHEO - Office of Federal Housing Enterprise Oversight), gelang es nicht, die Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung angemessen zu erhöhen.⁵⁸ Weiterhin wurden andere Banken dazu aufgefordert, die Wertpapiere der GSE-Institutionen zu kaufen. Ein Anreiz dafür bot die Berechtigung, dass das Risiko dieser Wertpapiere nur mit 20% gewichtet werden musste, im Gegensatz zu gleichwertigen anderen Wertpapieren, welche mit 100% versehen werden mussten.⁵⁹ Fannie Mae und Freddie Mac genossen neben der Steuerfreiheit⁶⁰ eine weitere Sonderstellung gegenüber allen anderen Bankinstitutionen: Beide unterlagen nicht der Regulierungsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC). Damit waren auch ihre ausgegebenen mortgage-backed securities von der Aufsicht ausgenommen. Da die beiden Hypothekeninstitute sehr staatsnah waren und bis heute sind, wurden ihre mortgage-backed securities automatisch mit dem besten Rating versehen.⁶¹ Letztendlich beherrschten Fannie Mae und Freddie Mac in ihren Bestzeiten nahezu dreiviertel des gesamten Sekundärmarktes für erstklassige Hypotheken.⁶²

Die Auswirkungen der Handlungen von Fannie Mae und Freddie Mac auf dem Sekundärmarkt für den Primärmarkt von Hypotheken werden in Kapitel 3.2.1. analysiert.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass durch Fannie Mae und Freddie Mac das Wohneigentum indirekt und durch Ginnie Mae direkt gefördert wurde.

3.1.2 Politische Einflussnahme

3.1.2.1 Regierung Bill Clinton 1992 - 2000

Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act 1992

Im Jahre 1992 verabschiedete die Regierung das Gesetz *Federal Housing En-*

⁵⁷ Vgl. Ebd., S. 4.

⁵⁸ Vgl. Frame, W. et al. (2005), S. 174f.

⁵⁹ Vgl. Issa, D. (2005), S. 4.

⁶⁰ Vgl. Frame, W. et al. (2005), S. 161.

⁶¹ Vgl. Ebd., S. 159.

⁶² Vgl. Issa, D. (2005), S. 3.

terprises Financial Safety and Soundness Act, welches Fannie Mae und Freddie Mac dazu befähigte, verstärkt Geringverdienern den Zugang zu Hypothekenkrediten und damit zu einem Eigenheim zu öffnen. Um dies zu erreichen sollten beide Institutionen zunehmend die Hypotheken dieser Schuldner von den Hypothekenzentralbanken aufkaufen. Mit dem Gesetz verbunden waren Zielerreichungsquoten im Bereich von a) Familien mit geringem und bescheidenem Einkommen (low- and moderate-income LMI), b) Familien die zusätzlich zu den Kriterien von a) aus Gebieten mit niedrigem Einkommen stammen und c) Familien mit sehr geringem Einkommen. Die Einhaltung der Quoten wurde von dem U.S. Department of Housing and Urban Development (HUD) überwacht.⁶³ In den folgenden Jahren wurden die Zielerreichungsquoten sowohl unter der Regierung Clinton, als auch unter der späteren Regierung Bush immer wieder erhöht und erreichten unter Letzterem einen Höchststand.⁶⁴

Community Reinvestment Act 1995

Seit den 70er Jahren wurden einige Gesetze verabschiedet, denen die Intention zu Grunde lag, die vom Bankensektor ausgehende Diskriminierung gegenüber bestimmten Personengruppen zu vermeiden. Hierzu gehörten neben dem Equal Credit Opportunity Act (ECOA) von 1974, welcher eine einheitliche Kreditvergabe sicherstellen wollte, auch der Fair Housing Act von 1968, der Home Mortgage Disclosure Act von 1975 mit einer Offenlegungspflicht bezüglich der Anträge und der Vergabe von Krediten und Hypotheken⁶⁵ sowie der Housing and Community Development Act von 1977, welcher ursprünglich das Ziel verfolgte, durch die Unterstützung von Immobilieninvestitionen die Bildung von Slums einzudämmen.⁶⁶ Mit Hilfe der Daten die im Rahmen des Home Mortgage Disclosure Act gesammelt wurden konnte nachgewiesen werden, was im Folgenden durch den Housing and Community Development Act verboten wurde: *redlining*.⁶⁷ Redlining bezeichnet die Vorgehensweise von Banken in der Kreditvergabe. Ursprünglich wurden ein-

⁶³ Vgl. Frame, W. et al. (2005), S. 172.

⁶⁴ Vgl. Issa, D. (2010), S. 6.

⁶⁵ Vgl. Litan, R. et al. (2000), S. 35.

⁶⁶ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 120.

⁶⁷ Vgl. o.V. CDFFA (2010), S. 1.

zelne Gebiete auf der Landkarte mit einem roten Stift umrandet, um darauf hinzuweisen, dass es sich um ein einkommensschwaches Stadtteil handelt. Diese Art der Diskriminierung bei der Vergabe von Krediten und Hypotheken bezog sich einerseits auf die Ausgrenzung von kompletten Wohngebieten⁶⁸ und andererseits auf die unterschiedliche Behandlung u.a. auf Grund von Nationalität oder Ethnizität.⁶⁹ Das Gesetz sah vor, dass die Spareinlagen in jene Stadtteile reinvestiert werden sollten, von dessen Herkunft sie waren.⁷⁰ Damit sollte verhindert werden, dass die Banken das Vermögen von Kunden aus finanzschwachen Gebieten als Spareinlagen annahmen, im Gegenzug allerdings keine Kredite an Kunden aus den entsprechenden Gebieten gewährten.

Dieses Gesetz war der Vorgänger des Community Reinvestment Act (CRA), welcher durch Clinton initiiert und im Jahr 1995 verabschiedet wurde. Der CRA beinhaltete eine straffe Ausweitung des Housing and Community Development Act.⁷¹ Davor unterlagen die Vorschriften bezüglich der Aufhebung der Diskriminierung der individuellen Interpretation, was durch den CRA vermieden werden sollte. Um diese Unsicherheiten bei der Reduktion des Redlining zu minimieren,⁷² wurden den Banken quantitative Standards vorgegeben, deren Einhaltung klar überprüft und deren Verstoß sanktioniert werden konnte. Die Bankenaufsicht entwickelte hierfür ein Rating-System, welches die Banken gemäß der Erfüllung des CRA einstuft. Die Ratings wurden veröffentlicht und waren schlussendlich ausschlaggebend zum Beispiel bei der Genehmigung von Fusionen.⁷³ Sollte nachweisbar sein, dass in einem Wohngebiet weniger Kredite vergeben wurden, als in anderen, bot das Gesetz von Clinton den Bürgern der entsprechenden Gebiete die Option, eine Sammelklage einzureichen.

Der Erfolg von Clintons Revision des Housing and Development Act hin zum Community Reinvestment Act zeigt sich an der Anzahl der amerikanischen Haushalte mit Immobilienbesitz. Dieser Anteil stieg während Clintons Präsidentschaft von 65% im Jahr der Umsetzung des CRA auf nahezu 68% im Jahr 2000. Bis 2005

⁶⁸ Vgl. Barth, J. et al. (1979), S. 102.

⁶⁹ Vgl. Litan, R. et al. (2000), S. 43f.

⁷⁰ Vgl. McKinley, V. (1994), S. 25.

⁷¹ Vgl. Federal Reserve (2010).

⁷² Vgl. Bentsen, L. (1993).

⁷³ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 120.

sollte sich der Wert sogar auf 69% erhöhen. Dabei gelang es tatsächlich, die Diskriminierung auf Grund der ethnischen Zugehörigkeit zu reduzieren. Wie in Abbildung 10 ersichtlich ist, verzeichneten vor allem diese Minderheiten in den Anfangsjahren des CRA erhebliche Zuwachsraten im Immobilienbesitz. Ausgehend von dem Jahr 1995, dessen Werte als Berechnungsgrundlage verwendet wurden, erreichte die Quote der Immobilienbesitzer im Jahr 2006 den höchsten Stand. In diesen elf Jahren wurde bei der hispanischen Bevölkerungsgruppe insgesamt eine Zuwachsrate von 18%, bei den restlichen Bevölkerungsgruppen sogar 27%⁷⁴ registriert, während in einer amerikanischen Gesamtbetrachtung lediglich ein Zuwachs von 6% zu verzeichnen war.

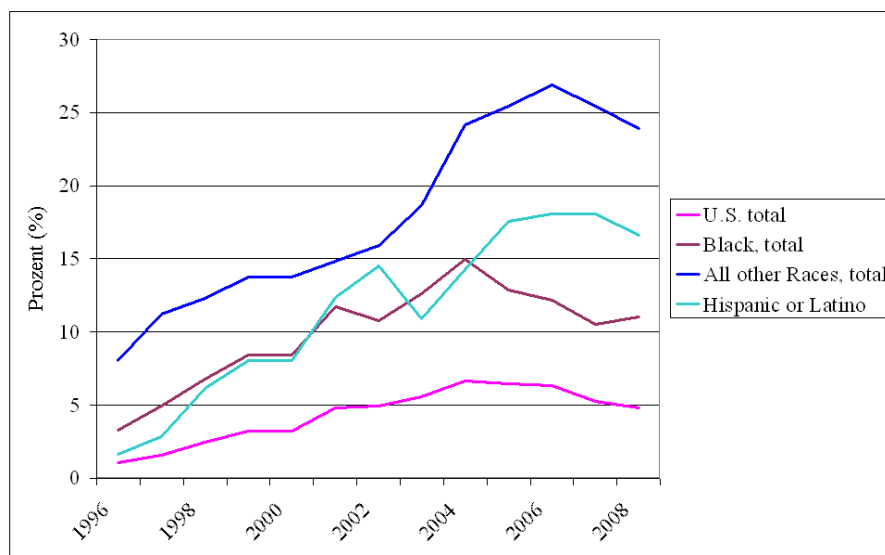


Abbildung 8: Zuwachsrate der Immobilienbesitzer nach ethnischer Zugehörigkeit (1995 – 2008)⁷⁵

Insgesamt betrachtet, setzte die Regierung Clinton Fannie Mae und Freddie Mac massiv unter Druck und forderte, dass verstärkt Hypothekenkredite an Geringver-

⁷⁴ Census (2009), Table 22: All other races = American Indian, Alaskan Native, Asian, Native Hawaiian, Pacific Islands, Others.

⁷⁵ Vgl. Census (2009), Tabelle 22., eigene Darstellung.

diener vergeben werden. In diesem Zusammenhang mussten vor allem die Kreditvergabestandards und die Bonitätsprüfungen gelockert werden.⁷⁶

3.1.2.2 Regierung George W. Bush: 2000 - 2008

"This Administration will constantly strive to promote an ownership society in America. We want more people owning their own home. It is in our national interest that more people own their own home. After all, if you own your own home, you have a vital stake in the future of our country."⁷⁷

Dieses Zitat von George W. Bush steht repräsentativ für seinen *American Dream*. Präsident Bush prägte den Begriff *Ownership Society* und setzte sich ein ehrgeiziges Ziel: er wollte jedem den amerikanischen Traum vom Wohneigentum erfüllen. Diesem Vorhaben dienten zum Beispiel Programme wie die American Dream Downpayment Initiative, zu welcher u.a. ein Fonds zur Unterstützung von Familien gehörte oder Simplifying Homeownership, womit einerseits die Vereinfachung des Kreditwesens als auch die allgemeine Bildung in finanzspezifischer Hinsicht gemeint war, so dass sich jeder Bürger kompetent für einen Hauskauf fühlte. Des Weiteren kamen Erstkäufer in den Genuss von Steuervergünstigungen im Rahmen des Single Family Affordable Housing Tax Credit.⁷⁸ Auch Freddie Mac sollte bis zu 25 Programme starten, welche kontinuierlich die Barrieren auf dem Weg zum Eigentum abbrechen sollten. 2002 versprach Bush, dass sich die Quote der Immobilienbesitzer unter den Minderheiten bis 2010 auf mindestens 5,5 Millionen erhöhen soll.⁷⁹

American Dream Downpayment Act 2003

Viele Familien ohne Eigenheim nannten als Hauptgrund dafür, kein Haus zu kaufen, die abschreckend hohen Anzahlungsraten. Diese Tatsache veranlasste Präsident Bush die American Dream Down Payment Initiative ins Leben zu rufen und das zugehörige Gesetz im Jahr 2004 zu verabschieden.⁸⁰ Während für die Inanspruch-

⁷⁶ Vgl. Issa, D. (2010), S. 6.

⁷⁷ Bush, G. (2003).

⁷⁸ Vgl. Bush, G. (2002).

⁷⁹ Vgl. Ebd..

⁸⁰ Vgl. Weicher, J. (2004).

nahme staatlicher Unterstützung im Rahmen der American Dream Downpayment Initiative einige Bonitätskriterien erfüllt sein mussten und maximal 6% des Kaufpreises als Unterstützung erzielt werden konnten, entfielen einige dieser Barrieren bei der gesetzlichen Variante. Mit dem Gesetz sollten jährlich bis zu 200 Mio. Dollar die einkommensschwachen Familien bei ihrem ersten Hauskauf unterstützen. Dabei wurde davon ausgegangen, dass jährlich ca. 40.000 amerikanische Haushalte einen Antrag auf staatliche Hilfe stellen würden.⁸¹ Weiterhin war das Gesetz auch unter dem selbst gesteckten Ziel der Regierung, 5,5 Millionen Immobilien in den Besitz von Minderheiten zu übertragen, bedeutend. Um die staatliche Unterstützung in Anspruch nehmen zu können, mussten folgende Voraussetzungen erfüllt sein: Der Antragssteller musste Erstkäufer sein, d.h. er durfte innerhalb der vorangegangenen drei Jahre nicht Hauseigentümer gewesen sein. Weiterhin musste Interesse an einer Einfamilien-Unterkunft bestehen, dazu zählen neben Eigentumswohnungen auch Wohnmobile. Schließlich durfte das Einkommen des Antragstellers 80% des Medianeinkommens des entsprechenden Einzugsgebietes nicht überschreiten.⁸²

Zero Downpayment Act 2004

Dieses Gesetz kann als konsequente Weiterführung des American Dream Downpayment Act gesehen werden. Der gesetzliche Anwendungsbereich umfasst alle Hypotheken von Erstkäufern, welche über die FHA versichert sind. Die Versicherung tritt dann ein, sobald es einem Eigentümer nicht mehr möglich ist, die monatlichen Zinszahlungen für die Hypothek zu begleichen. Die FHA wurde 1965 in das HUD integriert. Der Zero Downpayment Act verpflichtete FHA bzw. HUD auch Hypotheken von jenen Erstkäufern zu versichern, welche keine Anzahlung leisten konnten.⁸³ Die Regierung Bush erwartete allein für das erste Jahr des Gesetzes bis zu 150.000 potenzielle neue Hauskäufer mehr im Vergleich zum Vorjahr.⁸⁴ Allein auf Grund dieser Schätzung dürften die Immobilienpreise vermutlich einen Aufschwung erlebt haben.

⁸¹ Vgl. Willis, G. (2004).

⁸² Vgl. Willis, G. (2004).

⁸³ Vgl. o.V. Zero Downpayment Act (2004), Sec. 2 (a).

⁸⁴ Vgl. Bush, G. (2004b).

Rückblickend kann festgehalten werden, dass die genannten Gesetze dafür verantwortlich waren, dass sich die amerikanischen Haushalte, vor allem aber die einkommensschwachen Familien, ein Eigenheim leisten konnten. Die Erfüllung des amerikanischen Traums für Jedermann wurde zum erklärten Ziel und es hatte den Anschein, als sollte dieses große Ziel mit allen Mitteln und um jeden Preis erreicht werden. Die Regierungen Clinton und Bush sorgten mit ihrer Gesetzeswelle dafür, dass sich zum einen die privaten Haushalte sicher fühlten, die enorme monetäre Belastung beim Kauf von Eigentum zu schultern, da bei finanziellen Schwierigkeiten der Staat hinter ihnen stand. Zum anderen finanzierten die Hypothekenbanken leichtfertiger einen Hauskauf, sei es auf Grund von staatlicher Anordnung oder im Hinblick auf die Hypothekenabsicherung der Haushalte.

3.1.3 FED – die amerikanische Zentralbank

Die Federal Reserve Bank (FED) hat die Aufgabe, die amerikanische Geldpolitik in dem Maße zu beeinflussen, dass stabile Preise, niedrige langfristige Zinsen und eine hohe Beschäftigungsrate gewährleistet werden können. Daneben ist sie für die Überwachung und Regulierung des Bankwesens, der Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität und der Bereitstellung von Finanzdienstleistungen verantwortlich.⁸⁵ Die FED ist grundsätzlich unabhängig und hat staatlichen Anweisungen keine Folge zu leisten. De facto agiert sie trotzdem nur innerhalb der von der Regierung vorgegebenen wirtschafts- und finanzpolitischen Grenzen.⁸⁶ Im Rahmen der Ursachen der Immobilienkrise werden an dieser Stelle die zinspolitischen Entscheidungen der FED unter der Leitung von Alan Greenspan analysiert. Er war von 1987 bis 2006 Vorsitzender der FED und hauptverantwortlich für die Zinspolitik während seiner Amtszeit. Die FED hatte sich im Vorfeld der Immobilienkrise vor allem mit den Ereignissen des Börsencrashes von 2000 und des Terroranschlags von 2001 sowie deren monetären und wirtschaftlichen Auswirkungen zu beschäftigen. Die FED reagierte auf diese beiden Ereignisse mit Herabsetzungen der Leitzinsen. Abbildung 9 ist zu entnehmen, dass die effektiven Leitzinsen ausgehend von 6,24% im

⁸⁵ o.V. Federal Reserve Act (2010).

⁸⁶ Vgl. Bloss, M. et al. (2009), S. 146f.

Jahr 2000 zunächst auf 3,88% im Jahr 2001 und dann auf 1,67% im Jahr 2002 gesenkt wurden, nachdem sie sich seit Mitte der 90er Jahre auf einem stabilen Niveau von ca. 5,5% bewegten. Den vorläufigen Tiefstand erreichten die Leitzinsen im Jahr 2003 mit 1,13%. Damit hatte die FED die Leitzinsen um 5,11 Prozentpunkte oder um rund 82% gesenkt. Im gleichen Zeitraum orientierten sich die europäischen Leitzinsen von 4,75% in 2000 lediglich auf ein Niveau von 2% in 2003. Im Jahr 2003 befand die FED es für wahrscheinlich, dass die geringe Inflationsrate auch das folgende Jahr beeinflussen wird und ein unerwünscht niedriges Niveau, nahe einer Deflation, einnehmen könnte.⁸⁷ Dies hatte zur Folge, dass die FED im Jahr 2003 die Zinssätze insgesamt dreizehnmal nach unten korrigierte und sich der 1%-Marke annäherte.⁸⁸

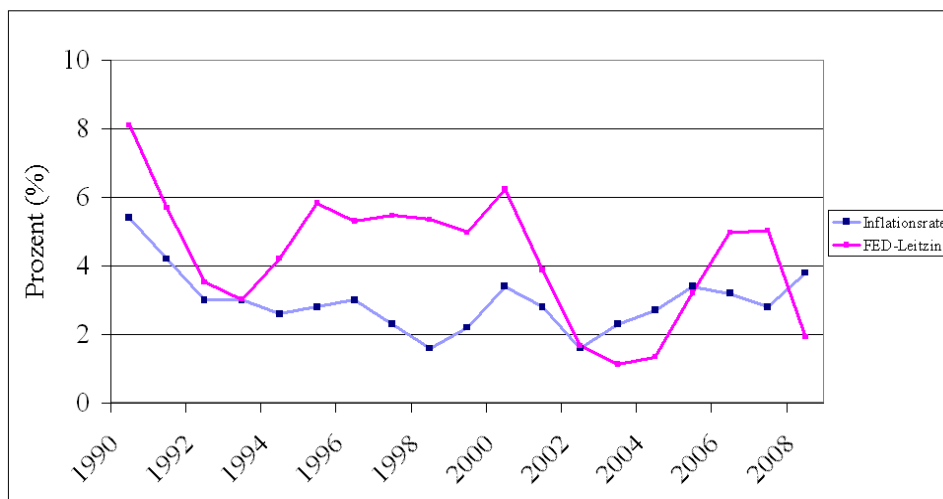


Abbildung 9: Leitzinssatz und Inflationsrate USA: 1990 - 2008⁸⁹

Die Grundlage für dieses massive Einschreiten der FED unter der Leitung von Greenspan lag vorwiegend in der Angst einer deflationären Entwicklung, deren Eintreten mit allen Mitteln verhindert werden sollte. Die *Great Depression*⁹⁰ aus den 30er Jahren mit dem niedrigen Preisniveau, der schwachen Wirtschaftskraft und der ansteigenden Arbeitslosigkeit schien präsenter als die Gefahren einer Inflation. Zusätzlich wurde 2002 eine Studie veröffentlicht, aus welcher hervorging,

⁸⁷ Vgl. o.V. Monetary Policy Report (2003).

⁸⁸ Vgl. Fleckenstein, W. et al. (2008), S. 145.

⁸⁹ Vgl. o.V. Federal Reserve/H15_FF_O (2010) und BLS/CPI (2010), eigene Darstellung.

⁹⁰ „Great Depression“ wird in den USA als Synonym für die Weltwirtschaftskrise verwendet.

dass die Deflation in Japan in den 90er Jahren zum einen nicht vorhersehbar und zum anderen durch eine frühzeitige Senkung der Leitzinsen hätte verhindert werden können.⁹¹ Gleichzeitig wurde eine Empfehlung an Greenspan ausgesprochen, die Leitzinsen als Präventionsmaßnahme vor einer Deflation zu senken. Eine daraus entstehende Inflation könnte durch eine nachfolgende straffere Geldpolitik aufgehoben werden. Bernanke, zu jener Zeit Mitglied des Direktoriums der FED, verwies in einer Rede von 2002 auf die amerikanische Gelddruckmaschine. Demnach musste lediglich genügend Geld in Umlauf gebracht werden, um eine bestehende Deflation umzukehren.⁹² In Abbildung 9 ist ebenfalls ersichtlich, dass die FED die Erkenntnisse der Studie umsetzte und die Leitzinsen stärker als in solch einer Situation notwendig gewesen wäre senkte. Damit verletzte sie die wissenschaftlich anerkannte Taylor-Regel, die besagt, dass sich die Leitzinsen an Inflation und Wirtschaftswachstum orientieren sollen.⁹³ Demnach hätten die Leitzinsen lediglich um 0,5 Prozentpunkte gesenkt werden sollen, sobald die tatsächliche Teuerungsrate das Inflationsziel der FED um einen Prozentpunkt unterschreitet.⁹⁴ In Abbildung 9 wird dieses Fehlverhalten besonders in dem Zeitraum von 2002 bis 2004 deutlich, als die Inflationsrate von 1,6% auf 2,7% angestiegen ist. Gemäß der Taylor-Regel hätten die Leitzinsen in diesem Zeitraum um ca. 0,5% nach oben angepasst werden müssen. Entgegen der Taylor-Regel wurden die Leitzinsen jedoch von 1,67% über 1,13% in 2003 auf 1,35% in 2004 gesenkt. Es sei darauf hingewiesen, dass es im Fall von Zinsen, die unterhalb der Inflationsrate liegen, grundsätzlich rationaler ist, sich Geld für einen Hauskauf zu leihen als zu sparen.⁹⁵ Die Zinspolitik steht somit in einem direkten Zusammenhang zu den Konsumausgaben insgesamt und zur Sparquote.

Von diesen niedrigen Zinssätzen ging demnach eine entsprechende Wirkungskraft aus, unter der zwar einerseits der Bankensektor auf Grund geringerer Gewinnmargen litt, andererseits jedoch die Konsumenten durch günstige Kredite profitierten und somit ihren Konsum ausweiten konnten. Ziel der FED war es, durch eine erhöhte Nachfrage der privaten Haushalte eine Produktionssteigerung und darauf

⁹¹ Vgl. Ahearne, A. et al. (2002), S. 3f.

⁹² Vgl. Bernanke, B. (2002).

⁹³ Vgl. Storbeck, O. (2009), S. 29f.

⁹⁴ Vgl. Ebd..

⁹⁵ Vgl. Schwintowski, H.-P. (2009), S. 42f.

aufbauend vermehrte Investitionsausgaben zu erzielen, um damit das Wirtschaftswachstum zu fördern.⁹⁶

3.2 Der Bankensektor

3.2.1 Die Kreditvergabepaxis und der Hypothekenmarkt in den USA

3.2.1.1 Arten von Hypothekenkrediten

Adjustable Rate Mortgages

In einer Rede im Februar 2004 rief Greenspan die Hypothekenbanken dazu auf, den Kunden alternative Möglichkeiten zu den zu diesem Zeitpunkt vorwiegend ausgegebenen festverzinslichen Hypothekenkrediten anzubieten. Vor dem Hintergrund der seit 2002 sehr niedrigen Leitzinsen eröffnete sich dadurch den Schuldner die Chance, günstigere Kreditverträge abzuschließen.⁹⁷ Die Banken kamen dieser Aufforderung nach und vertrieben nun neben den traditionellen festverzinslichen Hypothekenkrediten vermehrt die Adjustable Rate Mortgages (ARMs). Diese Hypothekenkredite sind mit einer variablen Verzinsung versehen und zeichnen sich durch einen anfangs niedrigeren Zinssatz gegenüber der festverzinslichen Variante aus. Die bisherige Praxis und theoretische Überlegungen zeigen, dass ARMs auf Grund der monatlichen Zinsanpassungen zumeist in Hochzinsphasen abgeschlossen werden, während man sich in einer Niedrigzinsphase die günstigen Konditionen über einen festverzinslichen Hypothekenkredit sichert. In Abbildung 10 ist neben der Entwicklung der ARMs der jeweilige Stand der Leitzinsen eingezeichnet.

⁹⁶ Vgl. Leuschel, R. et al. (2004), S. 197.

⁹⁷ Vgl. Greenspan, A. (2004).

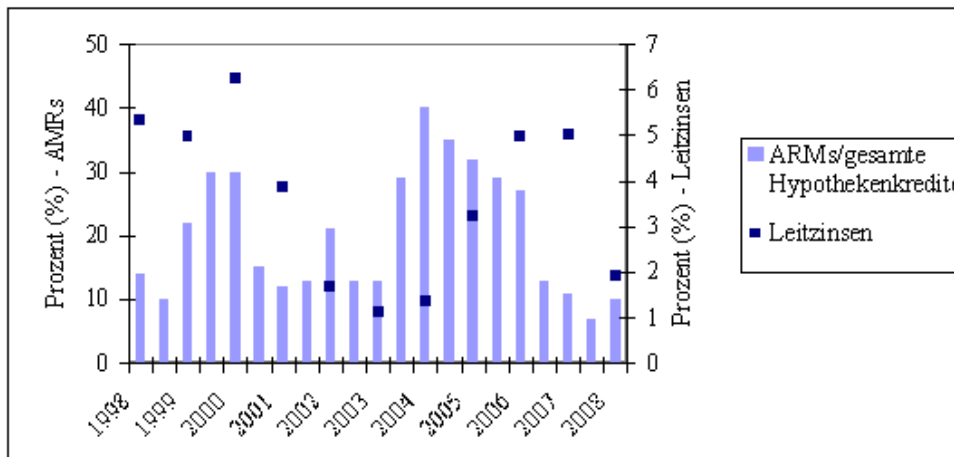


Abbildung 10: Anteil der ARMs an den gesamten Hypothekenkrediten⁹⁸

Daraus ist ersichtlich, dass sich die amerikanischen Schuldner nicht an das eben genannte Prinzip hielten. Sie fragten gerade in der Zeit, als die Zinsen ihre Talsohle erreichten, verstärkt die variabel verzinslichen Hypothekenkredite nach. Die Schuld liegt allerdings nicht allein bei den Kreditnehmern. Zu dieser Entwicklung haben vielmehr die Hypothekenvermittler mit ihrem sehr offensiven Vertrieb der ARMs beigetragen.⁹⁹ Dass sie dabei die Schwäche der in finanzieller Hinsicht inkompetenten Schuldner ausnutzten, wurde in einer Studie nachgewiesen. Demnach gingen ca. ein Drittel jener, die sich für die flexible Variante entschieden hatten, davon aus, einen festverzinslichen Hypothekenkredit unterschrieben zu haben.¹⁰⁰

Anfang 2001 lag der Anteil der ARMs an den gesamten Hypothekenkrediten bei 10%. Bis zum Jahr 2004 erhöhte sich diese Quote und erreichte im Juni ihren Höhepunkt bei ca. 40%. Greenspan hat mit seiner Rede sicherlich in gewissem Maße zu dieser Entwicklung beigetragen, denn die Quote stieg in der kurzen Zeit zwischen Februar und Juni 2004 um insgesamt 19%.

Im Folgenden werden die unterschiedlichen Ausgestaltungsformen der ARMs erläutert, die sich besonders in den Jahren nach der Jahrtausendwende etablierten und in Bezug auf die Entstehung der Immobilienkrise bedeutend sind:

⁹⁸ Vgl. o.V. Economagic/fhfb (2010), eigene Darstellung.

⁹⁹ Vgl. Huth, T. (2009), S. 56.

¹⁰⁰ Vgl. Gerardi, K. et al. (2009), S. 22.

Hybride ARMs zeichnen sich durch eine Anfangsphase nicht festgeschriebener Zinsen und einer variablen Anpassungsphase aus.¹⁰¹ Bei einem 5/1 hybriden ARM besteht eine Zinsbindung für die ersten 5 Jahre, in der folgenden Anpassungsphase wird die Zinshöhe jährlich neu fixiert. Die hybriden ARMs sind im Vergleich zu festverzinslichen Hypothekenkrediten günstiger. In 2004 lag der Zinssatz für einen 1/1 hybriden ARM bei 4,1% während der auf 30 Jahre fixierte Zinssatz 6,29% betrug.¹⁰²

Charakteristisch für Interest-Only ARMs ist, dass in der Anfangsphase keine Tilgungen geleistet werden müssen und die monatliche Rückzahlungsrate lediglich aus Zinsen besteht. Den anfänglich niedrigen Zahlungen folgt meist nach einem Zeitraum von drei bis zehn Jahren ein Schock, wenn neben den Zinsen zusätzlich die angestaute Tilgung anfällt.¹⁰³

Die Payment-option ARMs ermöglichen dem Schuldner monatlich zwischen diversen Zahlungsvarianten zu wählen. Zur Verfügung steht einerseits die Option, entsprechend dem traditionellen Modell, monatlich sowohl Zins- als auch Tilgungszahlungen vorzunehmen. Andererseits kann der Schuldner die Tilgungen aussetzen und lediglich die Zinsen zurückzahlen. Des Weiteren besteht die Möglichkeit, einen vereinbarten Mindestbetrag zu bezahlen, der geringer ist als die anfallenden Zinsen. Unter dem Aspekt, dass die Zinsen in den ersten Monaten meistens sehr niedrig sind und die dem Kredit angemessene Höhe unterschreiten, ist vor allem die letzte Option riskant. Die nicht geleisteten Zinsen erhöhen den Hypothekenkredit, sodass die Schuldenlast monatlich ansteigt, wobei die Grenze bei 110-125% der ursprünglichen Kredithöhe liegt. Am Ende der Laufzeit ist dann ein Ausgleich für die in Anspruch genommene Mindestzahlung erforderlich. Dieser Sachverhalt wird als *negative Amortisation* bezeichnet.¹⁰⁴

Diese neu ausgestalteten ARMs erreichten im Jahr 2006 einen Marktanteil von über 30% und konnten nicht mehr, wie zu Anfangszeiten, als Nischenprodukt bezeichnet werden.¹⁰⁵

¹⁰¹ Vgl. Bloss, M. et al. (2009), S. 59f.

¹⁰² Vgl. o.V. economagic/frm30 (2010) und o.V. economagic/arm1 (2010).

¹⁰³ Vgl. Federal Reserve/interestonly (2010).

¹⁰⁴ Vgl. Federal Reserve/interestonly (2010).

¹⁰⁵ Vgl. Joint Center for Housing Studies (2007), S. 3.

Die genannten Arten von Hypothekenkrediten richteten sich insbesondere an die einkommensschwächeren Haushalte. Die Lockzinsen boten auf den ersten Blick die Chance, einen Hypothekenkredit aufzunehmen und sich eine Immobilie leisten zu können. Die Aufforderung von Greenspan an die Banken, eine breitere Vielfalt an Hypothekenkrediten anzubieten, verbunden mit den niedrigen Zinssätzen sowie dem erklärten Ziel von Bushs Regierungsarbeit, jedem amerikanischen Bürger den Traum vom Eigenheim zu erfüllen, hatten zur Folge, dass viele Haushalte glaubten, sich tatsächlich ein Haus leisten zu können.

Non-prime-Kredite

Die Klassifikation von Hypothekenkrediten nach der Kreditart erfolgt in den USA in zwei Sektoren: prime (erstklassige) und non-prime (minderwertige) Hypothekenkredite. Kriterium für die Einordnung in eine bestimmte Kreditklasse ist die Bonität des Schuldners. Zu den minderwertigen Krediten zählen u.a. die Alternativ A- (Alt-a-) und die Subprime-Kredite, wobei die Alt-a-Kredite zwischen den Prime- und Subprime-Krediten anzusiedeln sind. Die Grenzen zwischen den genannten Kreditarten sind dabei fließend, da keine eindeutige Definition vorliegt. Die Bonität des Schuldners und damit die Zuordnung zu der jeweiligen Kreditklasse werden anhand des Scoringmodells FICO, benannt nach der Fair Isaac Corporation, die das Modell entwickelt hat, gemessen. Hierbei kann ein Ergebnis zwischen 300 und maximal 850 Punkten erzielt werden,¹⁰⁶ die sich aus der gewichteten Summe fünf verschiedener Faktoren zusammensetzen.¹⁰⁷ Die volle Punktzahl und damit einen Prime-Kredit erhalten die Schuldner, wenn die Kredithöhe unter 85% des Immobilienwertes liegt und die erforderlichen Zins- und Tilgungszahlungen weniger als 55% des Einkommens betragen. Die Subprime-Zone beginnt bei 620 Punkten, während die Alt-a-Kredite meist an Kreditnehmer vergeben werden, die beispielsweise lediglich ein benötigtes Dokument nicht vorlegen können.¹⁰⁸ Ein Subprime-Kredit hingegen ist mit einem hohen Risiko für die Hypothekenbank verbunden, da Zahlungsausfälle in dem Bereich sehr wahrscheinlich sind. Dennoch

¹⁰⁶ Vgl. Bloss, M. et al (2009), S. 54f.

¹⁰⁷ Vgl. Bloss, M. et al (2009), S. 54.

¹⁰⁸ Vgl. Hellerforth, M. (2009), S. 15f.

stieg die Vergabe dieser minderwertigen Kredite ab 2004 deutlich an, was aus Abbildung 11 hervorgeht.

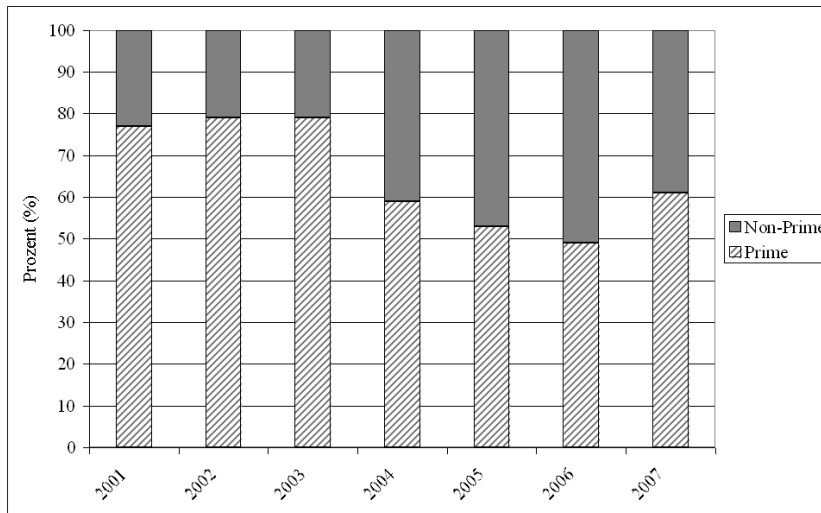


Abbildung 11: Hypothekendarlehen USA: 2001 - 2007¹⁰⁹

Belegte der Non-prime-Sektor im Jahr 2003 21% der gesamten Vergabe von Hypothekenkredite, so verdoppelte sich der Anteil in 2004 nahezu auf 41%. Bis 2006 stellten die Non-prime-Kredite sogar einen prozentual gleichwertigen Anteil im Verhältnis zu den Prime-Krediten her (51:49). Die risikobehafteten Subprime-Kredite beanspruchten dabei rund 20%, was seit 2003 eine Zunahme von 11,5 Prozentpunkten bedeutete.¹¹⁰

Ursachen für die Entwicklung des Subprime-Sektors

Die Ursachen für diese enorme Entwicklung des Subprime-Sektors können u.a. in den vorangegangenen Kapiteln dieser Arbeit gefunden werden. Die bisherigen Erkenntnisse werden an dieser Stelle nochmals aufgegriffen und mit neuen Ergebnissen zusammengefügt.

¹⁰⁹ Vgl. Joint Center for Housing Studies (2007), S. 38 und Joint Housing Studies (2008), S. 39, eigene Darstellung.

¹¹⁰ Vgl. Joint Center for Housing Studies (2007), S. 38.

(1) Community Reinvestment Act

Dieses Gesetz prüfte und veröffentlichte mit Hilfe eines Rating-Systems die Performance der Banken in einkommensschwachen Gebieten. Viele Autoren verbinden das Gesetz in einer direkten Linie mit dem Anstieg der Non-prime-Krediten.¹¹¹ Analysen zeigen jedoch, dass jene Banken, welche vom CRA betroffen waren, nicht den Hauptteil an der Vergabe von minderwertigen Hypothekenkrediten ausmachten. Diese waren von 2004 bis 2006 für lediglich 9% der Subprime-Kredite verantwortlich. Dahingegen wurden 91% der Subprime-Kredite von unabhängigen und nicht über den CRA beaufsichtigten Hypothekenbanken ausgegeben.¹¹² Obwohl von diesem Gesetz eine Signalwirkung ausging, die sich in einem Anstieg der einkommensschwachen Immobilienbesitzer äußerte, kann der Grund für die starke Ausweitung der Subprime-Kredite nicht direkt im CRA gesehen werden.

(2) Zero Downpayment Act

Die finanzielle Unterstützung für sozial schwache Haushalte durch die FHA zählt ebenfalls zu dem Subprime-Sektor. Eine Studie des Joint Center for Housing Studies kam zu dem Ergebnis, dass die Kreditvergabe mit staatlicher Unterstützung von 2004 bis 2006 von 4,6% auf 2,7% zurückging,¹¹³ weswegen dieses Gesetz nicht für die Zunahme der Subprime-Kredite zur Verantwortung gezogen werden kann.

(3) Zinspolitik der FED

Die Niedrigzinspolitik der FED unter der Leitung von Greenspan erreichte in den Jahren 2002 bis 2004 ihre Talsohle von nahezu 1%. Seinen Beitrag zur Ausweitung der Subprime-Kredite leistete Greenspan, indem er vor dem Hintergrund der seit 2002 sehr niedrigen Zinsen in einer Rede im Jahr 2004 den Schuldnern verdeutlichte, dass sie mit Kreditverträgen auf Basis variabler Zinszahlungen viel Geld hätten sparen können. Gleichzeitig forderte er die Banken dazu auf, Alternativen zu der teuren Variante von festen Zinszahlungen anzubieten.¹¹⁴ Greenspan selbst sah in der Entwicklung neuer Bewertungstechniken, mit deren Hilfe eine genauere Boni-

¹¹¹ Vgl. u.a. Sinn, H.-W. (2009), S. 122ff., Calomiris, C. (2008), S. 12.

¹¹² Vgl. Park, K. (2008), S. 3f.

¹¹³ Vgl. Joint Center for Housing Studies (2007), S. 38.

¹¹⁴ Vgl. Greenspan, A. (2004).

tätsprüfung möglich sei, den Auslöser für die seiner Meinung nach positive Entwicklung besonders auf dem Subprime-Markt.¹¹⁵

Es kann festgehalten werden, dass die äußerst niedrigen Zinsen eine hohe Anreizwirkung auf viele, vor allem einkommensschwache Haushalte, ausübten, einen Hypothekenkredit aufzunehmen. Die niedrigen Zinsen waren ebenfalls ausschlaggebend für zahlreiche Refinanzierungen bestehender Hypothekenkredite, wobei von 1998 bis 2007 nahezu die Hälfte aller im Sinne einer Refinanzierung abgeschlossenen Hypothekenkredite die eigentlich notwendige Höhe um mindestens 5% überschritten. In 2006 galt dies sogar für 89% aller Refinanzierungen.¹¹⁶ Im Zusammenhang mit der sehr geringen privaten Sparquote lässt dies die Schlussfolgerung zu, dass die amerikanischen Haushalte ihren Konsum über neue Hypothekenkredite finanzierten.¹¹⁷ Die niedrigen Zinsen hatten allerdings auch Auswirkungen auf die Banken. Ihnen war es nicht mehr möglich, die gewohnten Gewinnmargen zwischen dem teuren Verleihen von Geld und den niedrigen Einlagenzinsen zu erzielen.¹¹⁸ Hinzu kamen die höheren Zinsvereinbarungen aus bestehenden Verträgen, was die Banken dazu veranlasste, erhöhte Risiken einzugehen und vermehrt Subprime-Kredite zu genehmigen.

(4) Immobilienpreise

Die seit den 90er Jahren stetig gestiegenen Immobilienpreise waren für viele der Auslöser, den Schritt zum Kauf eines Eigenheims zu wagen. Sollten die monatlichen finanziellen Belastungen trotz der zahlreichen Optionen im Rahmen der ARMs zu hoch werden, bestand immer noch die Möglichkeit, die Immobilie gewinnträchtig zu verkaufen. Den Schuldnern drohte von dieser Warte aus betrachtet scheinbar keine Gefahr. Auf der Seite der Hypothekenbanken sorgten die steigenden Immobilienpreise dafür, dass die Rate der Kreditablehnungen schrumpfte und die Kreditvergabe nicht mehr in erster Linie von der Bonität des Schuldners abhängig gemacht wurden,¹¹⁹ sondern die Immobilienpreise in den Vordergrund traten.

¹¹⁵ Vgl. Greenspan, A. (2005).

¹¹⁶ Vgl. Freddie Mac/refinance (2010).

¹¹⁷ Vgl. Sparquote, S. 5f.

¹¹⁸ Vgl. Storbeck, O. (2009), S. 23f.

¹¹⁹ Vgl. Dell’Ariccia, G. et al. (2008), S. 11.

(5) Lockerung der Vergabestandards

Mit der Ausdehnung der Kreditvergabe an bonitätsschwache Schuldner ging eine Lockerung der Vergabestandards einher. Dabei war zu beobachten, dass die Banken zunehmend mehr Kredite genehmigten, je mehr Anfragen sie von potenziellen Subprime-Schuldnern erhielten. Im Gegensatz dazu erhöhte sich unter den gleichen Voraussetzungen die Ablehnungsrate auf dem Markt für Prime-Kredite.¹²⁰ Die Lockerung der Vergabestandards erfuhr ihren Höhepunkt, als für einen Kreditantrag keinerlei Auskunft mehr über Einkommen und Vermögen notwendig war. Nun war es selbst für Arbeitslose möglich, sich ein Eigenheim über einen Hypothekenkredit zu finanzieren. Die auf diese Weise vergebenen Kredite wurden auch als *NINJA-Kredite* bezeichnet, was in abgekürzter Form für *no income, no job or assets* steht.¹²¹

3.2.1.2 Haftungsverhältnisse

Schuldner

Wie bereits erwähnt, erhielten Kreditantragsteller den gewünschten Kredit ohne detaillierte Einblicke in die Vermögenslage gewähren zu müssen, was unter Umständen zur Vergabe von NINJA-Krediten führen konnte. Des Weiteren hatten Kreditnehmer im Falle finanzieller Schwierigkeiten eine angenehme Position inne, da Hypothekenkredite in den USA regressfrei sind. Die Schuldner haften daher lediglich mit dem, dem Kredit zugrunde liegenden Vermögensgegenstand.¹²² Einkommen und gegebenenfalls weiteres Vermögen bzw. Vermögensgegenstände bleiben unangetastet. Können die monatlichen Raten nicht mehr beglichen werden, genügt es, der Bank den Haustürschlüssel zu senden. Diese Rücksendung wird auch als *jingle mail* bezeichnet.¹²³ Das marktwirtschaftliche Prinzip „Wer den Nutzen hat, muß auch den Schaden tragen“¹²⁴ wird vollständig außer Acht gelassen. Die Aufnahme eines Hypothekenkredits und eine hohe Verschuldung sind unter diesen Voraussetzungen mit keinerlei Risiken verbunden.

¹²⁰ Vgl. Ebd., S. 11.

¹²¹ Vgl. Dodd, R. et al. (2008), S. 14f.

¹²² Vgl. Hank, R. (2009), S. 79.

¹²³ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 126.

¹²⁴ Eucken, W. (2007), S. 279.

Banken

Die Eigenkapitalquote lag bei den fünf größten amerikanischen Investmentbanken lediglich zwischen 3% und 4,5%¹²⁵ und setzte die Vorsichtsmaßnahmen in der Kreditvergabe auf Grund mangelnder Haftung außer Kraft.¹²⁶ Im Verlustfall war die Bank nur zu einem geringen Anteil in der Höhe des Eigenkapitals betroffen. Im Bereich des risikobehafteten Vermögens unterliegen die Banken den Vorschriften gemäß Basel I bzw. Basel II. Genehmigt eine Bank einen Subprime-Kredit, so muss sie diesen mit 8% Eigenkapital unterlegen. Traditionell sollte es deswegen im Eigeninteresse der Bank sein, die Bonität des Kreditnehmers zu prüfen und sich somit gegen Ausfälle zu sichern. Damit die Banken trotz der Expansion in der Vergabe von Subprime-Krediten ihre Eigenkapitalvorschriften einhalten konnten, musste ein Risikotransfer stattfinden und die durch die Subprime-Krediten risikobehafteten Forderungen aus der Bilanz verschwinden. Die Banken verkauften diese Forderungen schnellstmöglich,¹²⁷ wodurch sie bei späteren Zahlungsausfällen keinerlei Nachteile zu verzeichnen hatten. Die einst natürliche Grenze in der Kreditvergabe der Banken galt nun nicht mehr. Dieses Geschäftsmodell wird auch als *originate and distribute Modell*¹²⁸ bezeichnet und erlaubte es den Banken der gestiegenen Kreditnachfrage nachzukommen. Wie auf Seiten der Kreditnehmer wurde auch auf Seiten der Kreditgeber die Einheit von Nutzen und Schaden unterbunden.

3.2.2 Innovative Finanzinstrumente

3.2.2.1 Asset Backed Securities

In Verbindung mit der Immobilienkrise war besonders die Verbriefung von Forderungen von Bedeutung. Die Forderungsverbriefung dient allgemein dem Zweck, nicht handelbare Finanzaktiva in liquide Wertpapiere zu transferieren. Eine Bank kann damit einerseits für frisches Eigenkapital sorgen und andererseits die Einhaltung der Eigenkapitalvorschriften gewährleisten. Dafür werden bestimmte Risiken durch die Emission von Schuldverschreibungen verbrieft, welche dann an Dritte veräußert werden. Solche Schuldverschreibungen werden im Allgemeinen als *Asset*

¹²⁵ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 88f.

¹²⁶ Vgl. Hank, R. (2009), S. 83.

¹²⁷ Vgl. Ebd., S. 80, vgl. auch Mortgage Backed Securities, Kap. 3.2.2.1, S. 30ff.

¹²⁸ Storbeck, O. (2009), S. 51f.

Backed Securities bezeichnet. Sie gehören zu der Gruppe der echten Verbriefungen, weil mit ihnen der komplette Vermögenswert die Bilanz der Bank bzw. des Originators verlässt. Eine detailliertere Klassifizierung der ABS kann anhand der der Forderung zugrunde liegenden Vermögenswerte vorgenommen werden und ist in Abbildung 12 dargestellt.

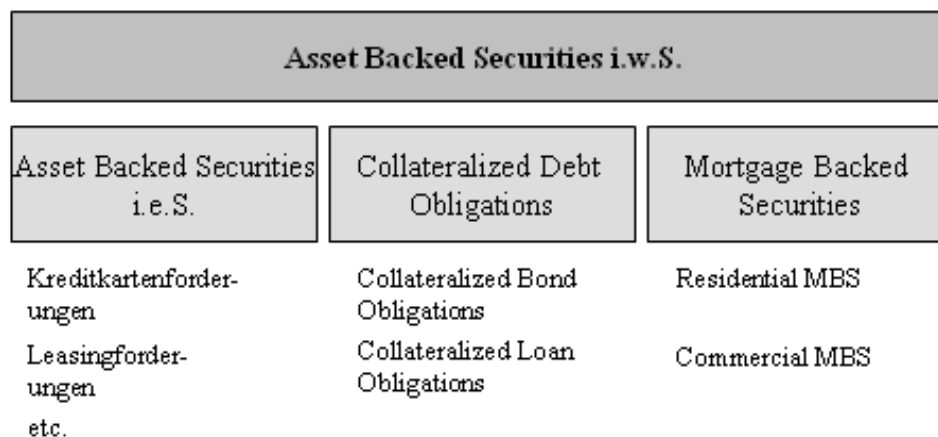


Abbildung 12: Klassifizierung der Asset Backed Securities i.w.S.¹²⁹

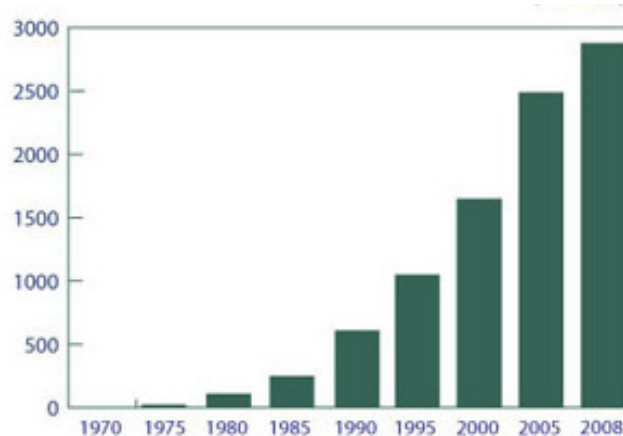
Unter die Mortgage Backed Securities (MBS) werden alle Forderungsverbriefungen auf dem Hypothekenmarkt subsumiert und je nach Art der Immobiliennutzung in wohnwirtschaftliche und gewerblich genutzte Immobilien bzw. den entsprechenden Forderungsverbriefungen Residential MBS (RMBS) und Commercial MBS (CMBS) unterteilt. Bei den Collateralized Debt Obligations (CDO) wird zwischen Collateralized Loan Obligations (CLO) oder Collateralized Bond Obligations (CBO) unterschieden, je nachdem ob Darlehen oder Schuldverschreibungen verbrieft werden. Die Asset Backed Securities im engeren Sinne (ABS) enthalten alle anderen Forderungsverbriefungen, wie beispielsweise die Kreditkarten- oder Leasingforderungen.

In Zusammenhang mit der Immobilienkrise sind insbesondere die MBS relevant. Im weiteren Verlauf wird nicht zwischen der spezifischen Unterteilung in RMBS und CMBS unterschieden.

¹²⁹ Vgl. Bauersfeld, T. (2007), S. 89f, eigene Darstellung.

Mortgage Backed Securities (MBS)

Der Ursprung der MBS steht in Zusammenhang mit dem McFadden Act von 1927, auf Grund dessen das Regionalbankensystem eingeführt wurde und dem seit 1933 gültigen Trennbankensystem in Folge des Glass-Steagall-Act.¹³⁰ Diese Gesetze sorgten dafür, dass einerseits kein Kapitalausgleich zwischen Regionen mit Überschüssen und Defiziten stattfand und dass andererseits die Banken keine Möglichkeit der Fristentransformation hatten. Zur Zeit der Weltwirtschaftskrise wurde von der Regierung Roosevelt im Rahmen des Home Owner Refinancing Act (HORA) von 1933 erstmals eine staatliche Organisation, die Home Owner Loan Corporation (HOLC) zu dem Zweck gegründet, die Hypothekenkredite der Banken aufzukaufen um somit viele Haushalte vor einer Zwangsversteigerung zu bewahren.¹³¹ Die erste Verbriefung von Forderungen aus Hypothekenkrediten nahm Ginnie Mae im Jahre 1970 vor. Damit war für die Banken ein Kapitalausgleich möglich und die Nachteile des Trenn- und Regionalbankensystems konnten teilweise ausgeglichen werden. In Abbildung 13 ist der steile Anstieg der von Ginnie Mae emittierten Wertpapiere zu sehen, welche sich von 1990 bis 2008 nahezu vervierfachte.



Werte in Mrd. US-Dollar

Abbildung 13: Ginnie Mae's Mortgage-backed securities 1970-2008¹³²

¹³⁰ Vgl. Bauersfeld, T. (2007), S. 100f.

¹³¹ Vgl. Harris, C. (1951), S. 152ff.

¹³² Ginnie Mae (2010).

Im Sinne der Risikodiversifizierung und des Risikotransfers sind MBS ein hervorragendes Instrument. Sie ermöglichen, die mit dem Risiko verbundenen Ausfallwahrscheinlichkeiten auf eine Vielzahl von Marktteilnehmern zu verteilen, womit das Risiko für den einzelnen, in dem Fall die ausgebende Hypothekenbank, minimiert wird.

In Zeiten, in denen fast ausschließlich Prime-Kredite vergeben wurden, deren Ausfallquote sich auf einem sehr niedrigen Niveau bewegte, galten MBS als sichere Geldanlage, zumal Ginnie Mae ihre emittierten Wertpapiere mit einer Garantie versah, wodurch diese das beste Rating erhielten.¹³³ Mit zunehmender Vergabe von Subprime- bzw. Non-prime-Krediten zeigten aber auch verstärkt nicht-staatliche Hypothekenbanken Interesse, als Emittent am Sekundärmarkt für Hypotheken aufzutreten, was stark mit den Vorschriften der Eigenkapitalunterlegung gemäß Basel II korrelierte. Mit der Verbriefung dieser riskanten Hypothekenforderungen war es ihnen möglich, die Risiken der hohen Ausfallwahrscheinlichkeiten auf Dritte zu übertragen und die geforderte Eigenkapitalquote nicht anpassen zu müssen. Von 2001 bis 2006 nahm der Anteil der verbrieften Non-prime-Kredite auf dem Markt für MBS von 7% auf 42% zu.¹³⁴ Gleichzeitig stieg die Ausfallquote auf über 20%,¹³⁵ was sich direkt auf die MBS und deren Käufer auswirkte, nicht jedoch auf die emittierende Hypothekenbank. Im Gegensatz zu den deutschen Pfandbriefen, bei denen der Gläubiger bei Zahlungsausfall des Schuldners auch auf den Finanzintermediär zurückgreifen kann, sind die Käufer der MBS direkt von der Bonität der Schuldner abhängig. Diese bilden mit ihren monatlichen Zins- und Tilgungszahlungen der Hypothekenkredite die Grundlage der MBS, sodass die ursprüngliche Hypothekenbank die mit dem MBS verbundenen Risiken vollständig an den Anleger abgibt.

3.2.2.2 Collateralized Debt Obligations

Für den Kauf von Hypothekenkreditforderungen wurden so genannte *Special Purpose Vehicles (SPV)*, Zweckgesellschaften, gegründet. Ein entscheidender Vorteil für das SPV war der Umstand, dass es nicht unter die Kategorie „Bank“ fiel und

¹³³ Vgl. Bauersfeld, T. (2007), S. 101.

¹³⁴ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 132.

¹³⁵ Vgl. Joint Center for Housing (2008), S. 19.

deswegen keiner Aufsichtsbehörde unterstellt war bzw. an keine Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung gebunden war.¹³⁶ Diese Zweckgesellschaften haben einzig die Aufgabe, die Hypothekenforderungen zu kaufen und sich durch die Emission von Wertpapieren in Form von Schuldverschreibungen zu refinanzieren. Nachdem die Hypothekenbank das Bonitätsrisiko mittels Verbriefung auf das SPV abgewälzt hat, versucht nun das SPV seinerseits sich schnellstens des Risikos zu entledigen, ebenfalls mit der Verbriefung der erworbenen MBS. Während der Emissionserlös den Kaufpreis für das Forderungsportfolio an die Hypothekenbank widerspiegelt, wurden die Wertpapiere durch die Zins- und Tilgungszahlungen der einzelnen Schuldner bedient. Für die Kreditnehmer war durch die Verbriefung keine Veränderung spürbar; ihr Vertragspartner blieb die Hypothekenbank, welche ihrerseits allerdings die Rechte weiterverkauft und die Zins- und Tilgungszahlungen weitergeleitet hat. Da keine Verbindung mehr zwischen den mit den MBS verbundenen Risiken und der ursprünglichen Hypothekenbank bestehen sollte, musste eine klare Trennung zwischen Hypothekenbank und Hypothekenforderung erfolgen. Aus diesem Grund wurde das SPV nicht von der Hypothekenbank selbst sondern von spezialisierten Anbietern gegründet und verwaltet.¹³⁷ Damit wurde einerseits sichergestellt, dass die Hypothekenbank im Fall eines Zahlungsverzugs der Schuldner nicht zur Verantwortung gezogen werden konnte. Andererseits bestimmte auf diese Weise lediglich die Qualität der Forderung das anschließende Rating und wurde nicht durch die Hypothekenbank beeinflusst.

Vor der Emission der Wertpapiere erfolgte eine Strukturierung. Hierbei wurden unterschiedliche Hypothekenforderungen gebündelt und gemischt. Auf dieser Aggregationsebene entstanden die *Collateralized Debt Obligations (CDO)*.¹³⁸ Um die CDOs in kleinen Paketen verkaufen zu können, bediente man sich der Tranchierung. Dies bedeutet, dass die strukturierten Hypothekenforderungen in Risikoklassen eingeteilt und mit entsprechenden Risikoprämien versehen wurden, denen eine definierte Renditeerwartung beigemessen wurde. Man spricht in risikoabnehmender Reihenfolge von der Junior oder Equity Tranche, der Mezzanine Tranche und der

¹³⁶ Vgl. Schwintowski, H.-P. (2009), S. 43.

¹³⁷ Vgl. Mock, M. et al. (2008).

¹³⁸ Die CDOs müssen nicht nur auf Hypothekenforderungen beruhen, sondern können eine Mischung aus allen ABS i.w.S. sein.

Senior Tranche. Die einzelnen Tranchen wurden schließlich durch eine Rating-Agentur bewertet, deren Aufgaben in Kapitel 3.3 detaillierter betrachtet werden, und waren damit emittierfähig. Die Zahlungsansprüche der einzelnen Tranchen sind an das Wasserfallprinzip gekoppelt. Die höchste Garantie erhält demnach die sichere Senior Tranche, danach wird die Mezzanine Tranche und schlussendlich die riskante Junior Tranche bedient.¹³⁹ Zahlungsausfälle der Schuldner treffen hingegen zuerst die riskanteste Junior Tranche, bevor Mezzanine und Senior Tranche betroffen sind. Mit diesem Verfahren war es möglich, mehrere äußerst riskante Forderungen aus Subprime-Krediten in Wertpapiere umzuwandeln, die mit einem erstklassigen Rating versehen werden konnten. Dies erinnert stark an Rumpelstilzchen, das Stroh zu Gold spinnen konnte. Dennoch ist die dahinter liegende Finanzmathematik wasserdicht, was an einem Beispiel erläutert werden soll.

Grundannahme für das Funktionieren der Strukturierung ist, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten der zugrunde liegenden Schuldner stochastisch unabhängig voneinander sind.¹⁴⁰ Ausgehend von dieser Annahme gelingt es, aus einem sehr schwachen MBS, durch die Bündelung und Mischung mit einem weiteren MBS, zumindest teilweise ein Wertpapier zu kreieren, das einem erstklassigen Rating standhalten kann, wie in Abbildung 14 ersichtlich ist.

¹³⁹ Vgl. Krassin, A. et al. (2009), S. 75f.

¹⁴⁰ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 137f.

Hypothekenkredit	A		B	
Ausfallwahrscheinlichkeit	40%		10%	
MBS	A		B	
Strukturierung	MBS AB1		MBS AB2	
Verlust, wenn	A oder B ausfällt		A und B ausfallen	
Risiko	= 40% + 10% - (40% x 10%) = 46%		= 40% x 10% = 4%	
CDO	Junior Tranche		Senior Tranche	
	MBS AB1.1	MBS AB1.2	MBS AB2.1	MBS AB2.2
Verlust wenn	A oder B ausfällt	A und B ausfallen	A oder B ausfällt	A und B ausfallen
Risiko	= 46% + 46% - (46% x 46%) = 70,84%	= 46% x 46% = 21,16%	= 4% + 4% - (4% x 4%) = 7,84 %	= 4% x 4% = 0,16%
CDO ²	Junior Tranche	Senior Tranche	Junior Tranche	Senior Tranche

Abbildung 14: Beispiel einer Strukturierung von Wertpapieren

Bei einer Mehrfachstrukturierung bezeichnet man die CDOs der zweiten Generation als CDO². Die Mehrfachstrukturierung muss dabei nicht von dem SPV selbst durchgeführt werden, sondern wird auch von den Käufern der einzelnen Tranchen, die zumeist Investmentbanken sind, vorgenommen. Dieser Prozess kann beliebig oft wiederholt werden und mit zahlreichen dazwischen liegenden Tranchen versehen werden. Im Endeffekt wird durch die Strukturierung erreicht, dass die Tranchen mehr wert sind, als die zugrunde liegenden Hypotheken. Die Differenz stellt den Gewinn eines SPV oder im Rahmen von Mehrfachstrukturierungen beispielsweise auch einer Investmentbank dar.

Die Annahme der stochastischen Unabhängigkeit galt sicherlich für die privaten finanziellen Schwierigkeiten, jedoch wurde eine übergreifende, systemimmanente Gefahr durch den Immobilienmarkt nicht in den Berechnungen berücksichtigt.

Zusammenfassend ist der gesamte Ablauf von einer Hypothek bis zum Verkauf von strukturierten CDOs in Abbildung 15 dargestellt.

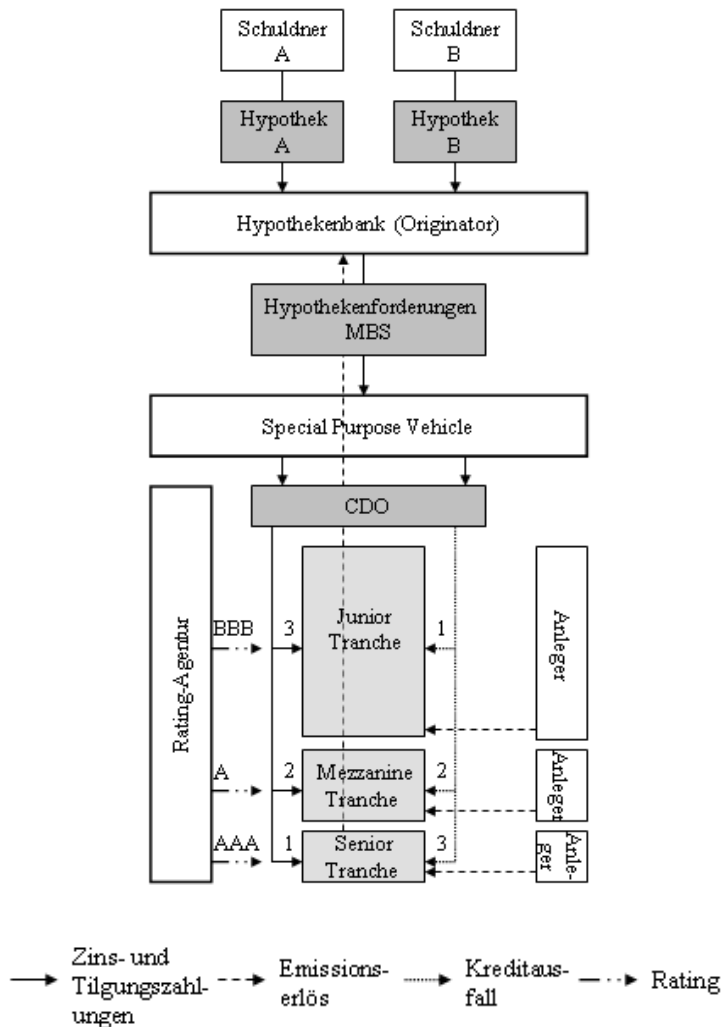


Abbildung 15: Ablauf einer Strukturierung

Der Markt für CDOs explodierte seit 2001 regelrecht. Bis 2007 stieg das weltweite Volumen an CDOs von ca. 300 Mrd. US-Dollar auf ca. 2.450 Mrd. US-Dollar, was einem Wachstum von über 800% entspricht.¹⁴¹ Dabei war es bereits dem Käufer eines strukturierten MBS nicht mehr möglich, einen Überblick über die verborgenen Risiken zu erlangen. Mit jeder weiteren Verbriefungs- und Strukturierungsebene entfernten sich der ursprüngliche Kreditnehmer und das letzte Glied der Kette, der Anleger, immer mehr voneinander. Der Anleger konnte nur noch auf das offi-

¹⁴¹ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 140f.

zielle Rating vertrauen, um das mit dem Finanzprodukt verbundene Risiko zu erfahren.

3.2.2.3 Credit Default Swaps

Mit den Credit Default Swaps (CDS) wurde ein Instrument geschaffen, welches die Absicherung gegen das Ausfallrisiko von CDOs ermöglichte. Es handelt sich also um eine Form von Kreditderivaten, was bedeutet dass die Kreditrisiken an einen Vertragspartner, den Sicherungsgeber, weitergereicht werden. Der Inhaber der CDO, in dem Fall der Sicherungsnehmer, zahlt für diese Absicherung eine Versicherungsprämie, die dem Ausfallrisiko angepasst ist.¹⁴² Bei Eintritt eines Versicherungsereignisses, zum Beispiel eines Zahlungsverzugs des ersten Kettenglieds, des Kreditnehmers, erhält der Sicherungsnehmer eine Ausgleichszahlung.¹⁴³ Das Risiko wird damit um eine zusätzliche Position weitergereicht. Der Inhaber einer CDO aus einer Senior Tranche fühlt sich nun doppelt abgesichert: Neben dem erstklassigen Rating des Wertpapiers wurden zusätzlich die scheinbar marginalen Risiken über den CDS abgetreten. Folglich hatten die Investoren, zumeist Investmentbanken, mehr Eigenkapital zur Verfügung und konnten sorglos vermehrt CDOs kaufen, was die Vergabe der Subprime-Kredite am Ende der Kette begünstigte.

Der Markt für CDS entwickelte sich ebenso explosionsartig, wie der für CDOs. Von 2004 bis 2006 dehnte sich die Summe der CDS um 400% auf 20 Billionen US-Dollar aus und erreichte 2007 einen Stand von 58 Billionen US-Dollar.¹⁴⁴

Zwei Umstände machten den Kauf von CDS zu einem hoch riskanten Unterfangen: Erstens wurden die CDS zu billig verkauft und zweitens unterlagen die CDS keiner Kontrolle. Grundlage für die erste Problematik ist die Tatsache, dass die Kreditausfallversicherungen die Risiken zu niedrig bewerteten. Sie vertrauten zu sehr ihren eigenen Bewertungsmodellen, welche einen Rückgang des Immobilienbooms nicht vorsahen.¹⁴⁵ Das übliche Vorgehen von Sicherungsgebern, sich selbst über risiko- adäquate Prämien zu schützen, wurde durch den starken Glauben an die Preissteigerungen auf dem Immobilienmarkt unterspült. Der zweite Punkt ist darauf zurückzu-

¹⁴² Vgl. Hellerforth, M. (2009), S. 49f.

¹⁴³ Vgl. Bloss, M. et al. (2009), S. 84f.

¹⁴⁴ Vgl. Frank, S. (2009), S. 153.

¹⁴⁵ gl. Storbeck, O. (2009), S. 55.

führen, dass CDS nicht an Börsen, sondern *over the counter*¹⁴⁶ gehandelt werden. Over the counter - Märkten wird allgemein eine Liquiditätsschwäche und hohe Intransparenz nachgesagt.¹⁴⁷ Mit dem Commodity Futures Modernization Act von 2000 wurde allerdings die Kontrolle solcher außerbörslich gehandelter CDS komplett aufgehoben.¹⁴⁸ Die Abhängigkeit eines CDS-Inhabers von den ursprünglichen Kreditnehmern und schließlich vom gesamten Immobilienmarkt wurde damit größer.

Die Verbriefungskaskade dehnte sich zusätzlich aus. Die CDS wurden ihrerseits strukturiert und erneut wurden Zweckgesellschaften zu deren Kauf gegründet.¹⁴⁹

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das Finanzinstrument CDS die Intention hatte, die Risiken zu versichern. Diese wurden allerdings nicht vom Markt verbannt, sondern lediglich verschoben. Hierdurch wurde der Hypothekenmarkt noch undurchsichtiger, als er vor dem Auftreten der CDS bereits war.

3.2.3 Aufsichtsbehörden

Die amerikanischen Banken werden u.a. von den folgenden Institutionen beaufsichtigt:

- Die FED, die Filialen in zwölf Bundesstaaten hat, beaufsichtigt die einzelnen Landesbanken.
- Die Securities and Exchange Commission (SEC) kümmert sich um die börsennotierten Unternehmen, deren Zulassung und um die Investmentbanken.
- Die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ist für die Einlagensicherung zuständig.
- Die National Credit Union Administration (NCUA) ist für Genossenschaftsbanken auf Bundesebene verantwortlich.

¹⁴⁶ Außerbörslich.

¹⁴⁷ Vgl. Storbeck, O. (2009), S. 54.

¹⁴⁸ Vgl. o.V. Commodity Futures Modernization Act (2000), S. 76ff.

¹⁴⁹ Vgl. Schwintowski, H.-P. (2009), S. 44f.

- Daneben existieren das Office of Comptroller of the Currency (OCC), das die Nationalbanken beaufsichtigt und zudem sind die einzelnen Bundesstaaten mit weiteren Kontrollaufgaben betraut.¹⁵⁰

Das System der amerikanischen Bankenaufsicht kann als sehr zergliedert bezeichnet werden, was in neuster Zeit zu Diskussionen um die Zusammenlegung mehrerer Behörden unter eine Aufsicht führte. Vor allem die SEC geriet auf Grund zahlreicher Insolvenzen bei Ausbruch der Immobilienkrise im Bereich der Investmentbanken in Verruf.

Die Hauptverantwortlichen bei der Vergabe von Subprime-Hypothekenkrediten waren reine Hypothekenbanken, welche zu den *Non insured State Banks* zählen und sich auf dem Kapitalmarkt oder bei anderen Banken refinanzieren. Sie sollten von dem jeweiligen Bundesstaat, in dem sie ansässig sind, reguliert werden.¹⁵¹ Im Grunde fühlte sich keine Institution für die Aufsicht der *Non insured State Banks* verantwortlich. Dadurch entstand ein Nährboden für das Auftreten einer so genannten der Regulierungsarbitrage. Dieses Phänomen besagt, dass sich die risikoreichen Geschäfte dort ansiedeln, wo die Regulierung am schwächsten ist. Die Risiken sammeln sich demzufolge an einer Stelle und schwächen von dort aus auf Grund nationaler und internationaler Verflechtungen das gesamte Finanzsystem. Im vorliegenden Fall sind damit die *Non insured State Banks* betroffen. Die Regulierungsarbitrage findet sich aber auch auf internationaler Ebene wider, sodass Staaten aus Angst vor dem Abwandern von Finanzinstituten in schwach regulierte Staaten wie beispielsweise die Cayman Islands oder die Schweiz versuchen, attraktiv zu sein und sich in ihrer Regulierung gegenseitig unterbieten.

Die Schwächen der Finanzaufsicht werden auch im Hinblick auf Basel II deutlich, welches für eine einheitliche internationale Regulierung steht. Die Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung sahen eine zunehmend individualisierte Berücksichtigung der Bonität der Schuldner vor. Damit einher geht allerdings eine prozyklische Wirkung, d.h. in Zeiten des wirtschaftlichen Aufschwungs werden die Risiken von

¹⁵⁰ Vgl. Federal Reserve/banking (2010).

¹⁵¹ Vgl. Ebd..

Zahlungsausfällen geringer geschätzt als in einer Rezession.¹⁵² Die Banken vergeben mehr Kredite und geraten in einer Rezession selbst in Schwierigkeiten, was zur Folge hat, dass sie teilweise die Kreditlinien kündigen müssen. Damit wird eine Rezession verschärft und eine Krise auf dem gesamten Finanzmarkt beschleunigt. Des Weiteren wurden mit der Umsetzung von Basel II u.a. Zweckgesellschaften von der Regulierung ausgeschlossen. Die Folge davon war, dass auch die Muttergesellschaft, die für die Zweckgesellschaft bürgt, die Risiken nicht bilanzieren musste.¹⁵³ Es entstand ein System von Schattenbanken.¹⁵⁴ Auf dieser Grundlage konnten die Zweckgesellschaften weltweit unbeobachtet ihr Geschäft der Verbriefung von MBS und dem Kauf von CDOs betreiben, womit die Hypothekenbanken frisches Eigenkapital für die Vergabe von weiteren Non-prime-Krediten erhielten. Auf dieser Basis konnte sich der Hypotheken- und Immobilienmarkt weiter ausdehnen.

3.2.4 Asymmetrische Informationsverteilung

Eine asymmetrische Informationsverteilung äußert sich immer dann, wenn eine Vertragspartei mehr Informationen besitzt als die gegenüberstehende Partei und diesen Vorsprung dem Vertragspartner gegenüber schädlich ausnutzen kann. Das Phänomen der asymmetrischen Informationsverteilung wird in zwei Ausprägungsformen unterteilt, deren zeitliche Trennstelle im Moment der Vertragsschließung liegt. Vor Vertragsschluss spricht man von *adverse selection*, nach Vertragsschluss von *moral hazard*.¹⁵⁵ Am Beispiel von Schuldner und Gläubiger bei der Kreditvergabe lässt sich das Verhalten unter Berücksichtigung der verhaltensbeeinflussenden Asymmetrie in der Informationsverteilung wie folgt erklären:

Seitens der Bank kann vor Vertragsschluss nicht beurteilt werden, welches Risiko mit der Kreditvergabe an den Antragsteller verbunden ist. Denn häufig sind es die Kunden, die schlechte Risiken verkörpern, zum Beispiel Schuldner mit geringer Bonität oder hoher Affinität zu Spekulationen, die einen Kredit beantragen.¹⁵⁶ Die-

¹⁵² Vgl. Storbeck, O. (2009), S. 64.

¹⁵³ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 169f.

¹⁵⁴ Vgl. Storbeck, O. (2009), S. 59.

¹⁵⁵ Vgl. Mishkin, F. (2007), S. 37f.

¹⁵⁶ Vgl. Mishkin, F. (2007), S. 37.

ses potenzielle Risiko kann der Grund dafür sein, dass eine Bank keinerlei Kredite vergibt. Um die Unsicherheit zu minimieren, bedient sich eine Bank einerseits umfangreicher Bonitätsprüfungen und andererseits pauschaler Risikoaufschläge, die bei begründetem Verdacht verwendet werden. Die Bank führt damit eine negative Auswahl durch. Nach Vertragsschluss besteht für den Gläubiger die Gefahr, dass der Kreditnehmer sein Verhalten derart ändert, dass die Erfüllung der Pflichten aus dem Hypothekenkredit unsicher wird.¹⁵⁷ Auch das kann dazu führen, dass eine Bank keine Kredite vergeben möchte. Diesem Problem versucht man mit entsprechenden Vertragsklauseln zu entgegnen, die das Verhalten des Kreditnehmers einschränken sollen.

Im Zusammenhang mit der Vergabe von Non-prime-Krediten wurde die übliche adverse Selektion von schlechten Risiken seitens der Hypothekenbanken ausgehebelt. Wie bereits in Zusammenhang mit den NINJA-Krediten erläutert wurde, waren Bonitätsprüfungen nicht mehr die Grundlage für die Kreditvergabe. Die Antragsteller erhielten den gewünschten Kredit ohne detaillierte Einblicke in die Vermögenslage gewähren zu müssen. Ein moral hazard - Verhalten seitens der Kreditnehmer war ebenfalls überflüssig in dem Sinne, dass einerseits auf Grund von NINJA-Krediten kein falsches Verhalten vorgespielt werden musste. Andererseits mussten, basierend auf der Regressfreiheit der Hypotheken und der Verbriefung von Hypothekenforderungen weder der Kreditnehmer selbst noch die Bank die Folgen einer Verhaltensänderung tragen. Ein ähnliches Verhalten kann auch den Käufern von CDOs zugeschrieben werden, denen es zwar nicht mehr möglich war die dem Wertpapier zugrunde liegende Bonität zu erfassen, was unter Beachtung von CDS jedoch nicht notwendig erschien.

Allgemein kann festgehalten werden, dass die Lockerung der Kreditvergabestandards und die innovativen Finanzinstrumente zu einer Aufgabe des risikoreduzierenden Verhaltens auf Grund einer asymmetrischen Informationsverteilung führten.

¹⁵⁷ Vgl. Ebd., S. 38.

3.3 Die Rating-Agenturen

3.3.1 Die Bedeutung der Rating-Agenturen

Die Mehrzahl der Marktteilnehmer überprüft üblicherweise das Unternehmen von dem sie ein Wertpapier beziehen möchte bzw. das Wertpapier an sich auf Qualität und Bonität, bevor sie sich zum Kauf entschließt. Auf Grund von asymmetrischer Informationsverteilung und mangelnder Zeit der Investoren, alle verfügbaren Daten zu sammeln, ergibt sich die Daseinsberechtigung der Rating-Agenturen. Zu den drei großen Rating-Agenturen zählen Standard&Poor's, Moody's und Fitch. Diese übernehmen für die Marktteilnehmer die Bonitätsbeurteilung von Ländern, Banken, Unternehmen und Finanzprodukten und analysieren beispielsweise die Risiken, die mit dem Kauf eines Wertpapiers verbunden sind. Das Rating-Ergebnis spiegelt mit nur maximal drei Buchstaben die Kreditwürdigkeit eines Emittenten bzw. die Qualität eines Wertpapiers wider.¹⁵⁸ Dadurch spart ein Investor Zeit und reduziert gleichzeitig die Unsicherheiten. Auf der anderen Seite steht der Emittent, für den ein gutes Rating ausschlaggebend für die gewünschte Veräußerung seiner Wertpapiere ist.

Die Rating-Agenturen besitzen seit 1936 einen gesetzlichen Charakter, als es den Banken nicht mehr erlaubt war, spekulative Geschäfte zu betreiben sondern ein Mindest-Rating von BBB bei gekauften Wertpapieren nachweisbar sein musste.¹⁵⁹ Mit der Verabschiedung des Gesetzes hatte die Regulierungsbehörde einen wichtigen Bestandteil der Risikobetrachtung von Wertpapiergeschäften auf drei private Unternehmen übertragen. 1975 steigerte die SEC die Macht der Rating-Agenturen, indem sie alle börsennotierte Unternehmen dazu verpflichtete, sich von mindestens zwei staatlich anerkannten Rating-Agenturen bewerten zu lassen.¹⁶⁰ Den Status „nationally recognized statistical rating organization“ (NRSRO) erhielten lediglich die drei großen Rating-Agenturen.¹⁶¹ In den folgenden Jahren wurden weitere vier Rating-Agenturen mit diesem Status ausgestattet. Auf Grund von Fusionen waren

¹⁵⁸ Rating-Definitionen, Anhang A S. V.

¹⁵⁹ Vgl. White, L. J. (2010), S. 213.

¹⁶⁰ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 145.

¹⁶¹ Vgl. Frank, S. (2009), S. 172f.

im Jahr 2000 die drei Ersten allerdings wieder die drei Einzigen.¹⁶² Standard&Poor's, Moody's und Fitch erreichen hierdurch bis heute einen Marktanteil von über 90%.¹⁶³ Durch den hohen Marktanteil und die damit einhergehende Vormachtstellung kommt den Rating-Agenturen eine weitere indirekte Aufgabe zu: Sie verkörpern in gewisser Weise eine Markteintrittsbarriere für all jene Unternehmen, die Zutritt zum Kapitalmarkt wünschen.

Die Rating-Agenturen nehmen auch im Zusammenhang mit den Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung von risikobehaftetem Vermögen eine Schlüsselposition ein. Sie lieferten mit ihrer Beurteilung eines Wertpapiers die Grundlage für die Risikogewichtung eines Vermögensgegenstandes und bestimmten damit die Höhe der Eigenkapitalunterlegung.

Alle diese Umstände tragen dazu bei, dass den Rating-Agenturen eine oligopolistische bzw. eine nahezu monopolistische, vor allem aber eine sehr mächtige Position zugeschrieben wird.¹⁶⁴ Besonders im Zusammenhang mit der Immobilienkrise kommt ihnen eine entscheidende Rolle zu. Sie kurbelten mit den erstklassigen Ratings für CDO-Tranchen deren Handel an, was wiederum eine erhöhte Vergabe von Subprime-Krediten sowie eine gesteigerte Nachfrage nach Immobilien nach sich zog. Letzten Endes mündete diese Kettenreaktion in einem zunehmenden Anstieg der Immobilienpreise.¹⁶⁵

3.3.2 Der Rating-Prozess

3.3.2.1 Die Auftragsvergabe

Der Auftragsvergabeprozess an eine Rating-Agentur folgt einer gewöhnlichen Prozedur, wie sie beispielsweise auch bei Investitionen von Industrieunternehmen zu beobachten ist: Das emittierende Unternehmen vergibt den Auftrag an den günstigsten Anbieter, die Rating-Agentur führt den Auftrag aus, es folgen Zwischengespräche um den Auftrag im Sinne des Auftraggebers umzusetzen und schließlich wird der Auftrag mit der Veröffentlichung des Ratings abgeschlossen. Die Rating-

¹⁶² Vgl. White, L. J. (2010), S. 217.

¹⁶³ Vgl. Hellerforth, M. (2009), S. 102 u. White, L. J. (2010), S. 216f.

¹⁶⁴ Vgl. Bloss, M. et al. (2009), S. 87.

¹⁶⁵ Vgl. White, L. J. (2010), S. 211.

Agentur verfolgt daraufhin die Entwicklung des Emittenten und dessen Umfeld und prüft damit regelmäßig das Rating des Unternehmens bzw. im vorliegenden Fall des Wertpapiers.¹⁶⁶ In Anbetracht der Tatsache, dass das Rating eine Vielzahl von Entscheidungen, z.B. die der Marktteilnehmer über den Kauf eines Wertpapiers, beeinflusst, sollte das Rating unbedingt objektiv und intersubjektiv nachprüfbar sein. Die Einhaltung dieser elementaren Forderung ist an einigen Stellen im Rating-Prozess nicht belegbar. Dazu zählt u.a. die Auftragsvergabe an den „günstigsten“ Anbieter. Dies bedeutet, dass sich das emittierende Unternehmen vor der Auftragsvergabe unverbindliche Angebote im Sinne eines vorläufigen Ratings von den verschiedenen Rating-Agenturen einholt.¹⁶⁷ Den Zuschlag erhält jene Rating-Agentur, welche das beste Rating in Aussicht stellt. Finanzierten sich die Rating-Agenturen vormals über die Gebühren, die sie für die Herausgabe der Ratings an Endkunden berechneten, ist seit den 70er Jahren das emittierende Unternehmen der direkte Vertragspartner und Geldgeber der Rating-Agentur.¹⁶⁸ Der Emittent sieht also den Anspruch in seiner Vorgehensweise darin begründet, dass er für das Rating bezahlen muss.

3.3.2.2 Das Rating

Die Aufgabe der Rating-Agentur besteht im Detail darin, sämtliche Einflussfaktoren, die sich auf den Emittent und dessen Eigenschaft, seine Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen, auswirken können, einerseits aufzudecken und andererseits deren Gewichtung zu analysieren.¹⁶⁹ Die für die Durchführung des Ratings zu betrachtenden Größen setzen sich sowohl aus vergangenen und aktuellen, beispielsweise die aktuelle Anzahl und Höhe der Zahlungsverzögerungen oder in Anspruch genommene Kreditlinien, als auch aus zukünftigen Tatbeständen, wie Umwelt- und Wettbewerbsbedingungen, zusammen. Ausgehend davon werden bestimmte Wahrscheinlichkeitsrechnungen anhand von internen mathematischen Modellen durchgeführt. Dazu zählen neben Ausfallwahrscheinlichkeiten und Korrelationen von Ausfallzeitpunkten einzelner Schuldner auch die Rückflussquoten.¹⁷⁰ Die Verwendung von

¹⁶⁶ Vgl. Bastürk, B. (2009), S. 102.

¹⁶⁷ Vgl. Storbeck O. (2009), S. 48.

¹⁶⁸ Vgl. White, L. J. (2010), S. 214f.

¹⁶⁹ Vgl. Bloss, M. et al. (2009), S. 88f.

¹⁷⁰ Vgl. Fender, I. et al. (2005), S. 85.

internen Modellrechnungen, die der Öffentlichkeit nicht zugänglich sind, stellt zwar nicht die Objektivität jedoch die intersubjektive Nachprüfbarkeit des Ratings in Frage.¹⁷¹

Das abschließende Rating kann demnach kein absolutes Statement darstellen, sondern gilt lediglich als Einschätzung dafür, wie wahrscheinlich es ist, dass ein Emittent zukünftig seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann. Im Gegensatz dazu stellt das Rating einer einzelnen CDO-Tranche die relative Position der Tranche gegenüber den anderen innerhalb einer CDO dar.¹⁷² Diese Position, die sich beispielsweise in einem AAA-Rating äußert, sagt jedoch nichts über die Qualität und die Bonität aller, der gesamten CDO zugrunde liegenden Kreditverträge aus, weswegen die Ratings unterschiedlicher CDOs oder CDOs mit anderen Wertpapieren nicht vergleichbar sind. Trotz der unterschiedlichen Bedeutung wurde die im Bereich der Anleihen bekannte Rating-Skala eingesetzt.¹⁷³ Eine Folge dessen war zum einen die Unkenntnis vieler Investoren über die tatsächliche Bedeutung des Ratings und zum anderen der sorglose Kauf von CDO-Tranchen mit erstklassigem Rating.

3.3.2.3 Fehlerquellen

Die Ursache für die Ausstellung erstklassiger Ratings auf Basis grundsätzlich minderwertiger Hypothekenkredite kann durch das Zusammentreffen unterschiedlicher Fehlerquellen identifiziert werden, deren Erläuterung nachstehend folgt.

(1) Principal-Agent-Probleme

Principal-Agent-Probleme treten immer dann auf, wenn die beteiligten Akteure unterschiedliche Kenntnisstände besitzen und sich dadurch Spielräume eröffnen, die es dem Agenten erlauben, unbeobachtet principal-schädigend zu agieren. Der Agent ist jener, der für den Principal arbeitet und ein höheres Informationsniveau als der Principal selbst besitzt. Die Akteure im Rating-Prozess sind in Abbildung 16 dargestellt.

¹⁷¹ Vgl. Bastürk, B. (2009), S. 103.

¹⁷² Vgl. Zeise, L. (2009), S. 57.

¹⁷³ Vgl. Ebd., S. 57.

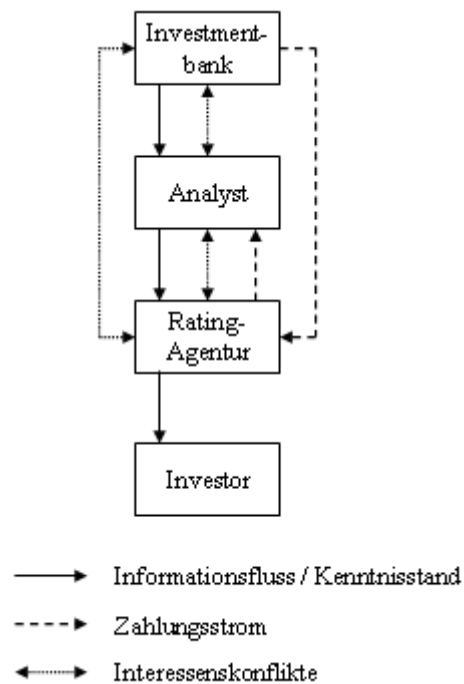


Abbildung 16: Die Akteure im Rating-Prozess

Daraus ist ersichtlich, dass der Informationsfluss verschiedene Ebenen durchläuft, bis er zu dem tatsächlichen Verbraucher, dem Investor gelangt. Interessenskonflikte auf den dazwischen gelegenen Ebenen sorgen dafür, dass der Informationsgehalt geschmälert wird. Solche Konflikte finden sich beispielsweise im Bereich der Analysten der Rating-Agenturen. Sie könnten in Versuchung geraten ihren Informationsvorsprung gegenüber der Rating-Agentur auszunutzen. Zumal sich herausgestellt hat, dass die Investmentbanken dem Analysten oft ein lukratives Stellenangebot als Gegenleistung für ein hervorragendes Rating unterbreitet haben.¹⁷⁴

Der Umstand, dass das emittierende Unternehmen der Geldgeber der beauftragten Rating-Agentur ist, führt zwangsläufig zu dem Verdacht, dass seitens der Akteure gewisse Interessenskonflikte bestehen und die Rating-Agentur ihre Ratings unter dem Ziel vergeben, den Kunden langfristig zu binden. Diesem Argument kann entgegen gesetzt werden, dass solch ein Verhalten einer Rating-Agentur schnell von den beiden Konkurrenten enttarnt werden würde. Somit kann die Rating-Agentur nicht willkürlich Ratings vergeben, möchte sie ihre Reputation wahren. Dieser Verdacht

¹⁷⁴ Vgl. Bloss, M. et al. (2009), S. 100.

kann trotzdem nicht vollkommen ausgeräumt werden. Die Alternative dazu würde eine Rückkehr zu dem alten Modell, in dem die Investoren für die Informationen gezahlt hatten, bedeuten. Das würde allerdings wieder das so genannte *Free-Rider-Problem* hervorrufen, welches mit ein Grund dafür war, dass 1970 das Preismodell von „Investor zahlt“ zu „Emittent zahlt“ umgestellt wurde.¹⁷⁵ Das Free-Rider-Problem besagt, dass sich viele Investoren an dem Verhalten weniger orientieren, von denen sie glauben, sie hätten exklusive Informationen, in dem vorliegenden Fall über das Rating bestimmter Unternehmen. Durch solch ein Vorgehen würden immer weniger Investoren bereit sein, für Informationen zu bezahlen, deren Wirkung sie fast ebenso über trittbrettfahren erzielen können. Als Folge würden die Rating-Agenturen dem Markt keine Informationen mehr zur Verfügung stellen.

Das Verhältnis zwischen der Rating-Agentur und dem zu ratenden Unternehmen bzw. dessen Wertpapiere nimmt jedoch durch das Angebot von Bewertungsdienstleistungen durch die Rating-Agenturen eine fragwürdige Stellung ein, da die Rating-Agentur hierdurch zunehmend als Berater fungiert.¹⁷⁶ Der Geschäftsbereich der Beratung wurde vor allem in der Zeit der Strukturierung von Hypothekenverbriefungen stark ausgeweitet. Die Rating-Agenturen waren von Anfang an in den Strukturierungsprozess integriert und halfen den Emittenten, die Wertpapiere so zu strukturieren, dass möglichst viele Tranchen entstanden, die ein AAA-Rating erzielen konnten.¹⁷⁷ Die eklatanten Schwierigkeiten in diesem Zusammenhang sind offensichtlich. Im Grunde schufen die Rating-Agenturen selbst jene Wertpapiere, die sie im Anschluss bewerten sollten. Dass diese Wertpapiere zu hoch eingestuft wurden, kann mit der Herabstufung von ca. 90% der zwischen 2005 und 2007 emittierten CDO-Tranchen mit einem AAA-Rating von Standard&Poor's nahezu vollständig bewiesen werden. 80% der neu bewerteten Wertpapiere erhielt sogar ein Rating, das unter BBB und damit im spekulativen Bereich lag.¹⁷⁸

(2) Wettbewerbssituation

Der Markt der Rating-Agenturen unterliegt zweifelsohne einer oligopolistischen Prägung. Eine Vielzahl von emittierenden Unternehmen konnte nur zwischen drei

¹⁷⁵ Vgl. White, L. J. (2010), S. 214f.

¹⁷⁶ Vgl. Bloss, M. et al. (2009), S. 100.

¹⁷⁷ Vgl. White, L. J. (2010), S. 220 f., Sinn, H.-W. (2009), S. 145.

¹⁷⁸ Vgl. White, L. J. (2010), S. 221.

staatlich anerkannten Anbietern wählen. Die Folge dieser Machtkonzentration war ein mangelhafter Wettbewerb. Dies zeigte sich dadurch, dass die Rating-Agenturen einerseits nicht die Notwendigkeit sahen, Innovationen voranzutreiben und sich andererseits erlauben konnten, in Prozessen nachlässig zu werden ohne Verluste zu erwirtschaften.¹⁷⁹ Demgegenüber stand jedoch der rege Wettbewerb um Aufträge, der, wie bereits erwähnt, eine Inflation erstklassiger Ratings hervorrief.

(3) Berechnungsgrundlage

Es stellt sich die Frage, wie es mit den mathematischen Modellrechnungen möglich war, dass MBS und einzelne CDO-Tranchen, die auf Subprime-Krediten beruhten, den Rating-Prozess mit einem erstklassigen Ergebnis verlassen konnten. Das Geständnis von Moody's aus dem Jahr 2008, dass Wertpapiere mit einem AAA-Rating im Wert von mehreren Milliarden US-Dollar falsch bewertet wurden, verdeutlichte das Vorhandensein eines schwerwiegenden Fehlers in den Berechnungen.¹⁸⁰ Übergreifend stellte sich heraus, dass diese Wertpapiere in der Bewertung durch die Rating-Agenturen generell mit sehr geringen Ausfallwahrscheinlichkeiten versehen wurden.¹⁸¹ Grundlage dafür boten die stetig steigenden Immobilienpreise, die eine der Hauptannahmen in den Berechnungsmodellen darstellten. Geringfügige Fehler, die bei der ersten Bewertung von Kreditrisiken begangen wurden, potenzierten sich leicht bei Strukturierungen der zweiten Generation und führten zu erheblichen Abweichungen in den Ausfallwahrscheinlichkeiten und damit im abschließenden Rating.¹⁸² Hinzu kommen die fehlenden Erfahrungen bezüglich der Ausfallwahrscheinlichkeiten von Subprime-Kunden. Zusätzlich wurde das systemische Risiko außer Acht gelassen, obwohl dies im Grunde das bedeutendste Risiko war, dem ein Investor ausgesetzt war. Schließlich waren die Einzelrisiken durch die Mehrfachstrukturierungen eliminiert. Die Möglichkeit eines umfassenden Schocks, der alle Wertpapiere gleich reagieren lassen würde, blieb jedoch unberücksichtigt.

Weiter stellte sich heraus, dass die Rating-Agenturen nicht in der Lage waren, die tatsächliche wirtschaftliche Situation einiger Unternehmen zu erkennen. Beispiel-

¹⁷⁹ Vgl. Hellerforth, M. (2009), S. 103.

¹⁸⁰ Vgl. Storbeck, O. (2009), S. 49.

¹⁸¹ Vgl. Calomiris, C. (2008), S. 20.

¹⁸² Vgl. Storbeck, O. (2009), S. 49f.

haft dafür steht das Rating der Wertpapiere von Lehman Brothers, die bis kurz vor dem Insolvenzantrag noch als sehr bonitätswürdig galten.¹⁸³ Eine Basis für solche Fehleinschätzungen bietet das von Rating-Agenturen verwendete Berechnungsmodell, das den Bewertungen eine langfristige Betrachtung zu Grunde legt und keine Momentaufnahme bietet.¹⁸⁴ Mit dieser Vorgehensweise sind langfristig konstante Ratings möglich, was durchaus im Interesse aller beteiligten Akteure ist. Denn eine kurzfristige Perspektive hätte häufigere Neubewertungen zur Folge und würde für Chaos auf den Finanzmärkten sorgen, da Aktionäre üblicherweise sehr schnell auf Änderungen von Ratings reagieren.¹⁸⁵ Trotz der Argumente, welche für die langfristige Vorgehensweise sprechen, stellt sich die Frage, welchen Stellenwert die Ratings haben können und welche Qualität die Ratings bieten können, wenn sie auf Veränderungen doch nur sehr träge reagieren.

(4) Haftungsverhältnisse

Die gesetzlich vorgeschriebene Bewertung von börsennotierten Unternehmen

haben weit reichende Folgen. Diese umfassen beispielsweise die Entscheidung für ein Wertpapier seitens eines Anlegers oder die Höhe der Eigenkapitalunterlegung von Bankinstituten. Die Rating-Agenturen als gewinnorientierte Unternehmen betonen allerdings ausdrücklich, dass ihre Ergebnisse lediglich als Meinungen zu verstehen sind. Dabei berufen sie sich auf den Grundsatz der freien Meinungsäußerung und fordern gleichzeitig auf Basis der Pressefreiheit den Schutz vor Haftung.¹⁸⁶ Die Rating-Agenturen vergleichen ihre Arbeitsergebnisse mit jenen von Journalisten, weigern sich jedoch die Arbeitsweise des Vergleichsmaßstabs anzunehmen.¹⁸⁷ In Anbetracht der zunehmend beratenden Funktion von Rating-Agenturen bei der sinnvollen Strukturierung von Wertpapieren drängt sich die Frage auf, ob diese tatsächlich nur ihre Meinungen äußern oder ob mit Hilfe ihrer Aktivitäten der Verkauf von Wertpapieren unterstützt wird und die Rating-Agenturen somit nicht eher bzw. auch als Vertriebspartner fungieren.¹⁸⁸

¹⁸³ Vgl. White, L. J. (2010), S. 218.

¹⁸⁴ Vgl. White, L. J. (2010), S. 218.

¹⁸⁵ Vgl. Ebd., S. 219.

¹⁸⁶ Vgl. Bloss, M. et al. (2009), S. 101.

¹⁸⁷ Vgl. Ebd., S. 102.

¹⁸⁸ Vgl. Ebd., S. 103.

4 Die Immobilienblase: Das Platzen, die Auswirkungen, Erklärungsversuche und Lösungsansätze

4.1 Das Platzen der Blase

Welcher Zusammenhang zwischen einem Schuldner eines Subprime-Kredits und einer Investmentbank besteht und welche Auswirkungen dies auf den Immobilienmarkt hat, ist in Abbildung 17 anhand eines vereinfachten Schemas dargestellt.

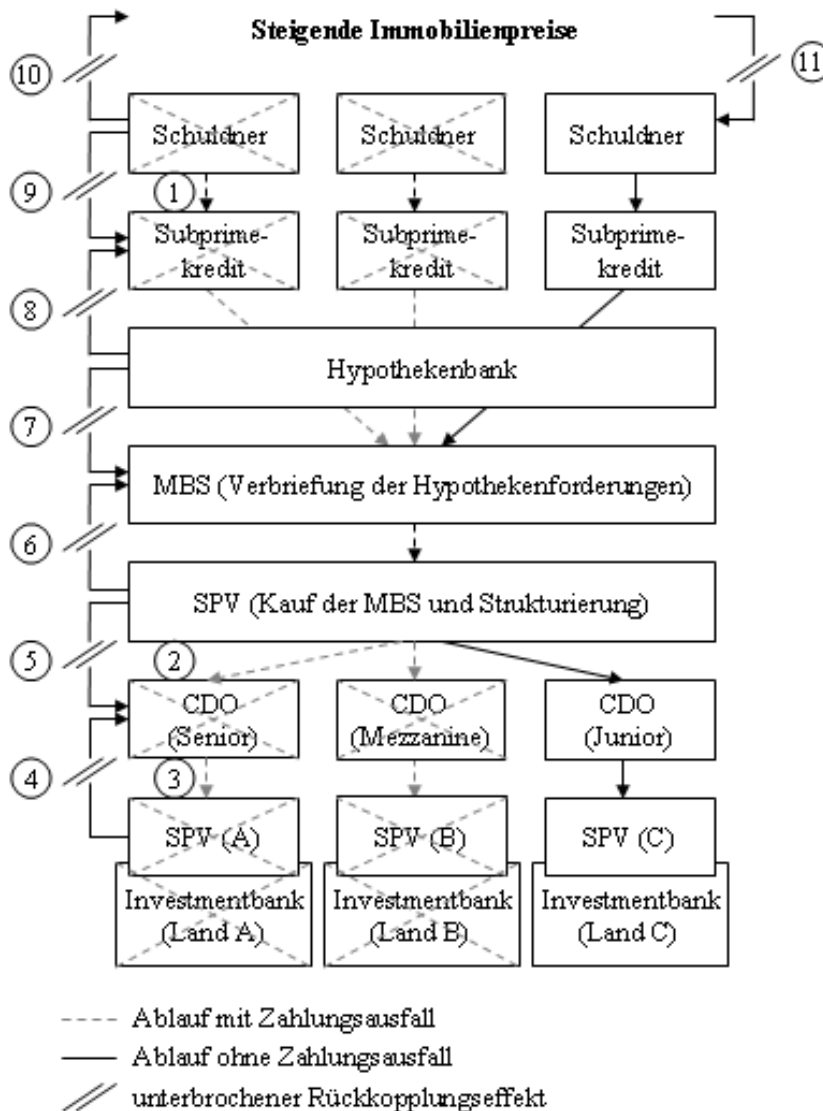


Abbildung 17: Das Platzen der Blase - Ereigniskette

Grundlage für den gesamten Prozess von der Vergabe von Subprime-Krediten bis zur Verbreitung dieser über MBS und CDOs waren die steigenden Immobilienpreise. Die Ereigniskette zum Platzen der Blase nimmt ihren Anfang in dem Ausfall von Subprime-Krediten (1). Den Schuldner war es u.a. auf Grund von steigenden Zinsen und in Verbindung mit zinsvariablen Hypotheken (ARMs) nicht mehr möglich, die geforderten Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten. Wird die Möglichkeit der jingle mail hinzugezogen, so würde bereits an dieser Stelle das Angebot an Immobilien steigen und demzufolge die Immobilienpreise sinken. Die ursprüngliche Hypothekenbank hatte diesen Kreditausfall durch die Verbriefung der Hypothekenforderungen jedoch nicht zu tragen. Das Ausfallrisiko ging über die Zweckgesellschaften der Hypothekenbanken in Form von CDOs (2) an die Zweckgesellschaften der Investmentbanken (3) und damit indirekt auf die Investmentbanken über.

Damit wurde eine Ereigniskette in umgekehrter Reihenfolge angestoßen. Dabei ist zu erwähnen, dass der im Folgenden beschriebene Prozess nur auf Grund der hohen Anzahl von Zahlungsausfällen seitens der Subprime-Schuldner angestoßen werden konnte. Dadurch war es möglich, dass die Investmentbanken bzw. die Zweckgesellschaften durch die immensen Zahlungsausfälle Verluste erzielten und sich vom Geschäft mit den CDOs verabschiedeten (4). Allerdings mussten sie die bestehenden CDOs wegen fehlendem Käuferinteresse weiterhin halten. Gleichzeitig bedeutete das Agieren der Investmentbanken, dass die Zweckgesellschaften der Hypothekenbanken keine CDO-Tranchen mehr verkauften (5) und damit den Hypothekenbanken keine MBS mehr abkauften (6). Den Hypotheken war es demzufolge nicht mehr möglich, die riskanten Hypothekenforderungen aus Subprime-Krediten zu verbrieften (7). Das hatte wiederum Auswirkungen auf die Vergabe von Subprime-Krediten durch die Hypothekenbank an die bonitätsarmen Schuldner (8), wodurch diese keine Kredite mehr erhielten (9). In Folge dessen wurden weniger Immobilien ge- und verkauft. In Verbindung mit der unter (1) beschriebenen möglichen Situation, dass durch die jingle mail viele Immobilien verfügbar waren, sanken die Immobilienpreise (10). Auf Grund der fallenden Immobilienpreise konnten und wollten sich einerseits weniger Menschen ein Eigenheim kaufen. Andererseits bestand für bonitätsschwache Schuldner nicht mehr die Möglichkeit sich über günstigere Kredite zu refinanzieren. Sie konnten ihre Immobilie nicht mehr länger halten und ihre

Kredite ebenfalls nicht mehr bedienen (11). Damit begann der Kreislauf von neuem, wodurch eine immer schneller werdende Abwärtsspirale angestoßen wurde und die Immobilienblase platzte.

Da der Finanzsektor allgemein durch eine starke Globalisierung gekennzeichnet ist, die sich in einer Verflechtung sämtlicher global agierender Institute äußert, konnten Kreditausfälle auf dem amerikanischen Immobilienmarkt eine weltweite Kettenreaktion mit realwirtschaftlichen Folgen hervorrufen. Grund dafür waren vor allem die attraktiven CDOs, in welche Finanzinstitute weltweit investierten (3) und damit indirekt und unbewusst vom amerikanischen Immobilienmarkt abhängig wurden.

4.2 Auswirkungen

Vertrauenskrise auf dem Finanzmarkt

(1) Interbankenhandel

In normalen wirtschaftlichen Zeiten handeln die Finanzinstitute untereinander mit Wertpapieren, Geld etc. und unterstützen sich so gegenseitig. Diese Geschäfte werden als Interbankenhandel bezeichnet, was im Sinne einer effizienten Risikoallokation steht. Mit der Insolvenz zahlreicher Bankinstitute nach Ausbruch der Immobilienkrise, darunter auch große Institute wie beispielsweise Lehman Brothers, nahm das Vertrauen der Banken untereinander ab. Der Absturz einiger bedeutender und als seriös und standhaft geltender Marktteilnehmer sorgte für Unsicherheit unter den Finanzinstituten. Die Banken wussten nicht, in welchem Ausmaß andere Institute die fragwürdig gewordenen Finanzinstrumente besaßen und inwiefern sie in den Immobilienmarkt und damit in die Immobilienkrise verstrickt waren.

Ein Indikator für den geschilderten Sachverhalt stellt der so genannte TED Spread¹⁸⁹ dar. Er gibt die Differenz zwischen dem Zinssatz des Dreimonats-LIBOR¹⁹⁰ und des dreimonatigen Schatzwechsels an. Wie aus Abbildung 18 ersichtlich ist, betrug der TED Spread im Juni 2006 noch 55 Basispunkte bzw. 0,55% und erreichte im Oktober 2008 mit ca. 4,64% einen Höhepunkt.

¹⁸⁹ TED = Treasury Bill Eurodollar Difference.

¹⁹⁰ LIBOR (London Interbank Offered Rate) = Referenzzinssatz für den Interbankenhandel, der täglich festgelegt wird.



Abbildung 18: TED Spread 2006 - 2010¹⁹¹

Die hohe Differenz setzt sich aus dem Anstieg des LIBOR auf 4,75%¹⁹² und einem Rückgang in den Zinsen für amerikanische Schatzwechsel zusammen. Dies bedeutet einerseits, dass der Interbankenhandel in Relation zum Schatzwechsel sehr teuer wurde, weswegen vermehrt in staatliche Papiere investiert und Eurodollar verkauft wurden. Andererseits kann die Entwicklung als Zeichen für den Vertrauensverlust im Interbankenhandel gesehen werden.

(2) Bank Run

Die Vertrauenskrise beschränkte sich allerdings nicht nur auf die Banken und den Interbankenhandel. Die Insolvenz mehrerer Finanzinstitute sorgte auch für Unsicherheit auf Seiten der privaten Anleger in Bezug auf ihre Spareinlagen. Sie wollten ihr Vermögen schnellstmöglich in Sicherheit wissen und überfielen im Zweifel ihre Bank regelrecht, um ihr Ersparnis abzuheben. Man spricht in dem Fall von einem so genannten *Bank Run*. Solch ein *Bank Run* musste u.a. das britische Kreditinstitut Northern Rock miterleben. Nachdem sie die britische Zentralbank im September 2007 um finanzielle Unterstützung baten, zogen deren Kunden ca. 1 Mrd. britische Pfund ab.¹⁹³ Dieser abrupte Kapitalentzug konnte lediglich durch eine

¹⁹¹ Bloomberg/Ted Spread (2010).

¹⁹² Vgl. Bloomberg/LIBOR (2010).

¹⁹³ Vgl. Sinn, H.-W. (2009), S. 325.

Einlagensicherung der Regierung aufgehalten und damit vorerst eine Insolvenz des Finanzinstituts vermieden werden.

(3) Kreditklemme

Infolge des Zusammenbruchs des Interbankenhandels wurden die finanziellen Möglichkeiten der Kreditinstitute eingeschränkt. Sie waren auf Grund asymmetrischer Informationsverteilung, die es ihnen nicht erlaubte, die tatsächliche Lage des Antragstellers zu beurteilen, zunehmend weniger bereit Kredite zu vergeben. Die Vertrauenskrise erreichte somit auch die Beziehung zwischen Kreditinstituten und Unternehmen oder privaten Anlegern. Den Unternehmen wurden wichtige Kredite verweigert, die für einen wirtschaftlichen Aufschwung notwendig gewesen wären. Damit nahm die Abwärtsspirale weiter Geschwindigkeit auf und die ursprüngliche Krise auf dem Immobilienmarkt weitete sich über den Finanzmarkt auf die reale Wirtschaft aus.

(4) Immobilienfonds

Das Sinken der Immobilienpreise und der Ausbruch der Krise haben im Jahr 2008 zu zahlreichen Schließungen und Abwertungen von Immobilienfonds geführt. Einige dieser Immobilienfonds waren beim Abschluss der vorliegenden Arbeit noch immer bzw. nach einer kurzzeitigen Öffnung wieder geschlossen. Den Fondsgesellschaften war es u.a. auf Grund der Immobilienpreise und dem Unvermögen, Immobilien zu verkaufen, nicht möglich, dem Ansturm von vielen Investoren zu entsprechen und ihnen ihre Anteile auszubezahlen. Dies führte zu weiteren Abwertungen, Vertrauensverlust und demzufolge zu erneutem Kapitalabzug seitens der Investoren. Im August 2010 sind insgesamt neun Offene Immobilienfonds mit einem Volumen von ca. 25 Mrd. Euro geschlossen.¹⁹⁴ Dies entspricht ungefähr einem Drittel des in den gesamten Offenen Immobilienfonds angelegten Geldes.¹⁹⁵

Das deutsche Bundesfinanzministerium plant einen regulierenden Eingriff im Bereich der Immobilienfonds. In diesem Zusammenhang werden Punkte wie Mindesthaltedauern, Rückgabeabschläge oder Kündigungsfristen diskutiert. Das entsprechende Gesetz soll allerdings nicht vor Mitte 2011 in Kraft treten.¹⁹⁶

¹⁹⁴ Vgl. Euro (2010), S. 81.

¹⁹⁵ Vgl. Ebd., S. 78.

¹⁹⁶ Vgl. Ebd., S. 80.

Auswirkungen auf die reale Wirtschaft

(1) Konjunktur

Die Prognose des Weltwirtschaftswachstums sah für 2009 eine Steigerung von lediglich 0,5% vor. 2008 lag das Wirtschaftswachstum noch bei 3,3% und in den Jahren von 2004 bis 2007 bei durchschnittlich 5%. Innerhalb der Europäischen Union sank das Wachstum von 3% im Jahr 2007 auf 1% im Jahr 2008.¹⁹⁷

Die Entwicklung der deutschen Wirtschaft ist in Abbildung 19 an einigen ausgewählten Indikatoren dargestellt. Besonders die Auftragseingänge und damit die Produktion und der Umsatz des verarbeitenden Gewerbes brachen von Anfang 2008 bis Anfang 2009 massiv ein.

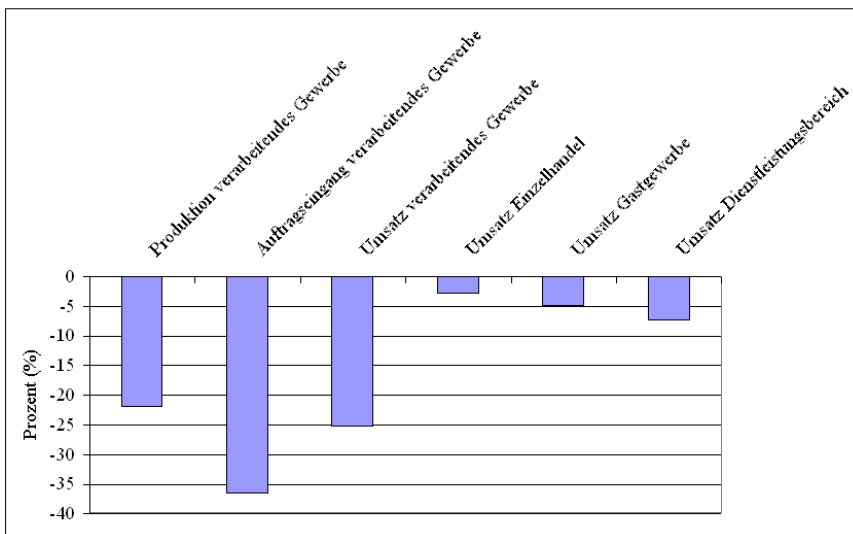


Abbildung 19: Konjunkturindikatoren Deutschland 2008-2009¹⁹⁸

Insgesamt ging das deutsche Bruttoinlandsprodukt in diesem Zeitraum um 7,4% zurück.

¹⁹⁷ Vgl. EU-Zwischenprognosen (2009).

¹⁹⁸ Vgl. Destatis/Konjunkturindikatoren (2010), eigene Darstellung.

(2) Insolvenzen

Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen erreichte in Amerika im Jahr 2009 einen Stand von über 1,47 Mio. und stieg im Vorjahresvergleich um 31,9% an. Bereits zwischen 2007 und 2008 nahm die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen um die nahezu gleiche Rate zu.¹⁹⁹ In Deutschland stieg die Zahl der Unternehmensinsolvenzen von 2008 bis 2009 um 11,6% auf insgesamt 32.687.²⁰⁰ Der Großteil dieser Insolvenzen stammt u.a. aus folgenden Branchen: Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen und Baugewerbe.²⁰¹

(3) Automobilbranche

Japan, USA, China und Deutschland zählen zu den vier bedeutendsten Herstellerländern für Kraftfahrzeuge.²⁰² In Deutschland ist die Automobilbranche mit 14% der gesamten Beschäftigten der größte Arbeitgeber.²⁰³ Die Auswirkungen der Krise lassen sich an der Konjunkturuhr der Automobilbranche ablesen, welche in Abbildung 20 zu sehen ist.

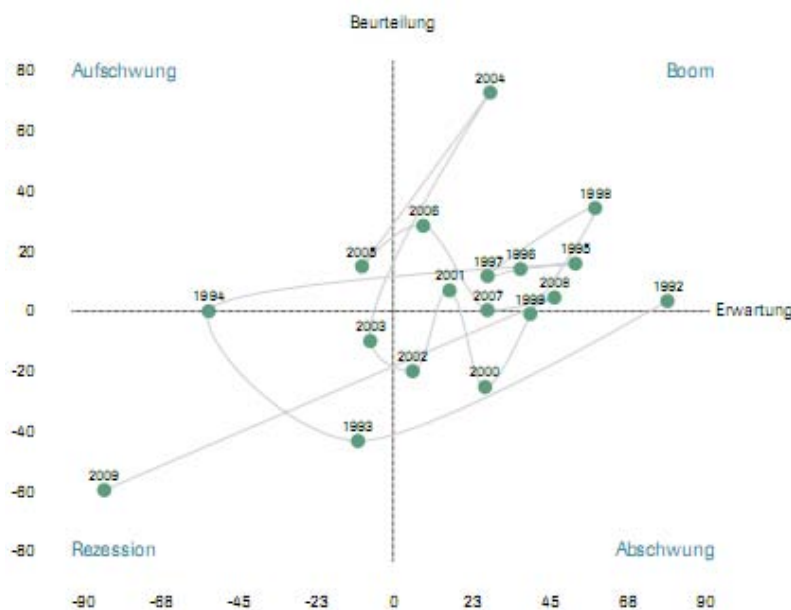


Abbildung 20: Konjunkturuhr der Automobilindustrie: 1992 - 2009²⁰⁴

¹⁹⁹ Vgl. US Courts / Bankruptcy Statistics (2010).

²⁰⁰ Vgl. Destatis/Insolvenzen (2010).

²⁰¹ Vgl. Destatis/Insolvenztabelle (2010).

²⁰² Vgl. VDA-Jahresbericht (2008), S. 270.

²⁰³ Vgl. VDA-Jahresbericht (2009), S. 12.

²⁰⁴ Ebd., S. 12.

Zeigte sie im Januar 2008 noch einen leichten Boom an, so rutschte sie innerhalb eines Jahres in eine tiefe Rezession. Davon betroffen waren vor allem die Zulieferunternehmen, was wiederum Effekte auf den Arbeitsmarkt hatte.

Staatliche Unterstützung

(1) Allgemein

Die Regierungen versuchten weltweit mit zahlreichen Rettungsaktionen das Finanzsystem sowie die Wirtschaft zu entlasten und vor einem kompletten Zusammenbruch zu bewahren. Eine dieser Rettungsaktionen war beispielsweise die Erhöhung der Einlagensicherungen von Staaten für die Spareinlagen der Bankkunden um einen weiteren *Bank Run* zu verhindern. In Amerika umfasste das Rettungspaket 700 Mrd. US-Dollar. Mit Hilfe einer *Bad Bank* sollte es Finanzinstituten ermöglicht werden, sich von ihren risikobehafteten Finanzinstrumenten zu trennen. In Island wurden per Notstandsgesetz alle Banken verstaatlicht um einen Staatsbankrott zu vermeiden, welcher schlussendlich doch nicht verhindert werden konnte. Ebenso verabschiedeten der IWF zusammen mit den G-7-Staaten sowie die europäischen Regierungen im Oktober

2008 Rettungspakete zur Unterstützung des Finanzsektors und der gesamten Wirtschaft.²⁰⁵

(2) Aktivitäten der Bundesrepublik Deutschland

In Deutschland umfasste das Konjunkturprogramm verschiedene Ebenen. Zu den verabschiedeten Maßnahmenpunkten gehören u.a. folgende:

Der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) wurden ca. 15 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt, um die Kreditversorgung der Wirtschaft zu sichern.

Die kommunalen Investitionen in die Infrastruktur sollten mit zusätzlichen Mitteln erhöht und beschleunigt werden.

Die Abwrackprämie sollte dazu dienen, die Automobilindustrie über die privaten Investitionsausgaben anzukurbeln.

²⁰⁵ Vgl. Chronik, Anhang B, S. VI.

Die Automobilbranche wurde durch die Befreiung von der Kraftfahrzeugsteuer für Erstzulassungen bis Ende 2010 unterstützt.

Die Bezugsdauer für das Kurzarbeitergeld wurde von 12 auf 18 Monate verlängert.²⁰⁶

Diese zahlreichen Einzelmaßnahmen wurden vom Sachverständigenrat als Sammelsurium ohne direkte Zielwirkung bezeichnet.²⁰⁷ Vor allem die speziellen Hilfen für eine einzelne Branche, die Automobilbranche wurden kritisch begutachtet.

Eine weitere Maßnahme der Bundesrepublik Deutschland war die Einrichtung des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin). Der SoFFin wurde mit dem Ziel, das deutsche Finanzsystem zu stabilisieren, eingerichtet. Dabei sollte sich die Hilfe nicht nur auf Finanzinstitute beschränken, die kurz vor dem Zusammenbruch stehen, sondern Finanzinstituten die Möglichkeit eröffnen, ihr Geschäftsmodell neu auszurichten und ihre Risikotragfähigkeit zu verbessern. Über die Gründung eigener Abwicklungsanstalten unter dem Dach der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung sollte es den Finanzinstituten gestatten werden, riskante Bilanzpositionen und Geschäfte auszulagern. Diese Vorgehensweise ist auch unter dem Begriff *Bad Bank* bekannt. Der SoFFin übernimmt dann die Risiken mit einer zeitlichen Befristung von 36 Monaten, so dass sich die Bank in diesem Zeitraum rekapitalisieren kann. Die Risikoübernahme durch den SoFFin soll bis zum Jahresende 2010 möglich sein.²⁰⁸

Arbeitsmarkteffekte

(1) Kurzarbeit

Die Kurzarbeit wird in vielen Unternehmen seit jeher als kurzfristige Alternative zur Entlassung von Personal gesehen. Mit dem Übergreifen der Krise auf der Realwirtschaft stieg die Anzahl der deutschen Betriebe, die Kurzarbeit anmeldeten, in der Zeit von November 2007 bis Februar 2008 auf 22.000 an, bevor sie wieder auf ihr Ursprungsniveau von ca. 4.000 Betrieben abflachte. Im November 2008 begann

²⁰⁶ Vgl. Sachverständigenrat (2008), S. 258f.

²⁰⁷ Vgl. Ebd., S. 258.

²⁰⁸ Vgl. SoFFin (2010).

der zweite Aufwärtstrend, welcher im März 2009 einen Stand von ca. 55.000 Betrieben erreichte. In Personen ausgedrückt befanden sich im März 2009 ca. 1,25 Mio. Menschen in Kurzarbeit.²⁰⁹ Hauptsächlich betroffen von der Kurzarbeit waren u.a. die Automobilindustrie und der Maschinenbau.²¹⁰

(2) Arbeitslosenquote

Im Zeitraum von Anfang 2008 bis Mitte 2009 stieg die Arbeitslosenquote in einer Gesamtbetrachtung der OECD-Mitgliedstaaten von 5,7% auf 8,5% an.²¹¹ In den USA erhöhte sich die Arbeitslosenquote von 2008 bis 2009 um über 60% auf insgesamt 9,3%.²¹² In Deutschland war seit 2005 ein Abwärtstrend der Arbeitslosenzahlen zu beobachten, der jedoch im Jahr 2008 endete.²¹³

4.3 Erklärungsversuche

4.3.1 Massenpsychologie

Für die Suche nach der Antwort auf die Frage, weshalb so viele Menschen ihr Handeln auf die vermeintliche Gewissheit einer fortwährenden Steigerung der Immobilienpreise ausrichteten, ist mitunter ein Blick aus der psychologischen, bzw. aus der massenpsychologischen Perspektive hilfreich.

Wissenschaftler haben Regeln definiert, welche die Dynamik massenpsychologischer Reaktionen beschreiben. Die Kernaussage dieser Regeln lautet, dass die eigenen Entscheidungen in den Hintergrund treten und sich das Individuum an den Reaktionen und Meinungen anderer orientiert, ohne die Folgen daraus zu bedenken. Durch die gleichgerichteten Aktionen entsteht das Individuum *Masse*²¹⁴, das auf Grund seiner Dynamik weitere Individuen in seinen Sog zieht.²¹⁵ Es gilt das Gesetz: „Wo Tauben sind, da fliegen Tauben zu.“²¹⁶ Menschen, die Teil einer Masse

²⁰⁹ Vgl. Crimmann, A. et al. (2009), S. 3.

²¹⁰ Vgl. Bundesregierung (2009).

²¹¹ Vgl. Statistica/Arbeitslosenquote (2010).

²¹² Vgl. BLS/ILC Tables (2010), Table 1.

²¹³ Vgl. o.V. Sozialpolitik/Arbeitslosenzahlen (2010).

²¹⁴ Zur Entstehung von Massen siehe auch Canetti, E. (1960), S. 30ff, 214ff.

²¹⁵ Vgl. Fenzl, T. (2009), S. 18ff.

²¹⁶ Ebd. (2009), S. 20.

sind, agieren unbewusst, sind verführbar, hysterisch und irrational. Ihre Persönlichkeit geht in der Masse in Anonymität auf.²¹⁷ Die Aktionen des Individuums *Masse* sind demgegenüber vorhersagbar.²¹⁸

Eine psychologische Massenbewegung, die zu einer Immobilienkrise und im Folgenden zu einer Finanzkrise führen kann, durchläuft in ihrem Entstehungsprozess drei Phasen: Die Initiationsphase, die Propagationsphase und die Terminationsphase.

In der Initiationsphase treffen beispielsweise sehr erfreuliche oder sehr schlechte Nachrichten, auf einen fruchtbaren Boden, der durch Faktoren wie eine instabile Lage der Wirtschaft, ungenügende Informationen oder fehlende Erfahrungswerte gekennzeichnet ist.²¹⁹ Es entsteht eine neue Konstellation, die mit veränderten subjektiven Chancen für die Marktteilnehmer zur Gewinnerzielung, auch *Displacement* genannt, und einem hohen Maß an Unsicherheit verbunden sind.²²⁰ Je nach Ausgestaltung des *Displacement* besteht die Gefahr eines Booms oder einer Krise. Für den Fall, dass einzelne Individuen unter Abschätzung der Risiken zu dem Ergebnis kommen, dass sich aus der neuen Situation Vorteile bzw. Profite erzielen lassen können, werden sie von dem ursprünglichen Erreger angesteckt und fungieren ihrerseits als Überträger. Durch ihre Euphorie und ihren belegbaren Erfolg nehmen sie eine Katalysatorwirkung für die Ausbreitung des Erregers ein und sorgen für ein Übergreifen auf ihr Umfeld.²²¹

Es bildet sich der Grundstock für die Entwicklung einer psychologischen Massenbewegung in der darauf folgenden Propagationsphase, welche auf der allgemeinen Unsicherheit und der von einigen Anlegern vermittelten Angst oder Euphorie aufgebaut ist. Charakteristisch für diese zweite Phase ist, dass sich das Verhalten der teilnehmenden Individuen nicht mehr an den eigenen Präferenzen sondern am Verhalten der Anderen sowie an deren Erwartungen orientiert. Dieser Umstand wird

²¹⁷ Vgl. Kitzmann, A. (2009), S. 25.

²¹⁸ Vgl. Pelzmann, L. (2006), S. XXVff.

²¹⁹ Vgl. Fenzl, T. (2009), S. 21f.

²²⁰ Vgl. Ebd., S. 29.

²²¹ Vgl. Fenzl, T. (2009), S. 20ff. u. S. 30.

auch als „other-directedness“²²² bezeichnet. Eigenständige und rationale Risikoabwägungen anhand von Fakten werden zu Gunsten der Verhaltensbeobachtung und Imitation anderer Anleger außer Acht gelassen. Ein Grund dafür ist sicherlich die Neuartigkeit der Situation, die historische Erfahrungen missen lässt, aber auch die Tatsache, dass die meisten Akteure auf den Finanzmärkten auf Grund mangelnder Zeit und Informationen über kein fundiertes Wissen verfügen. Die Zahl jener Personen, die sich durch die Reaktionen der anderen anstecken lässt, ist dabei umso größer, je höher zum einen die unsicheren und euphorischen oder auch ängstlichen Aspekte einer Situation sind und je höher zum anderen die Anzahl der teilnehmenden Personen geschätzt wird. Die Gewinne der bereits teilnehmenden Anleger sorgen für ein Gefühl, nichts verpassen zu wollen, um so auch zu den Siegern zu zählen.²²³ Eine massenpsychologische Kettenreaktion tritt dann ein, wenn die Zahl der angesteckten Personen eine „kritische(n) Masse“²²⁴ übersteigt. Es folgt ein Selbstverstärkungsprozess, in dem sich immer mehr Personen anstecken und sich dann den Handlungen der Masse anschließen.²²⁵ Dabei werden durch die allgemeine euphorische Stimmung sämtliche Risiken, Gefahren oder Warnsignale von der Wahrnehmung ausgeblendet bzw. ignoriert.

Nach der zweiten Phase sind nun die Ereignisse der letzten Phase, der Terminationsphase, vorprogrammiert. In dieser Phase zeigt sich, dass nicht die Masse als Ganzes an dem erwarteten Erfolg partizipieren kann. Nicht alle Marktteilnehmer können gleichzeitig Gewinne einfahren. Dies ist nur möglich, wenn einige Marktteilnehmer Verluste erzielen. Der Erfolg auf der einen Seite wird also von dem Misserfolg auf der anderen Seite getragen. Eine aus einer psychologischen Massenbewegung heraus entstehende Blase platzt dann, wenn sich nicht mehr genügend neue Teilnehmer anstecken lassen.²²⁶ Das Imitieren der Spekulationen anderer Anleger kann zu einem gleichgerichteten Absturz führen, wie das Platzen der Dotcom-Bubble und der Immobilienblase gezeigt haben. Beiden Krisen ging eine Phase

²²² Vgl. Pelzmann, L. (2006), S. XXX.

²²³ Vgl. Ebd., S. XXVIF.

²²⁴ Fenzl, T. (2009), S. 24.

²²⁵ Vgl. Ebd., S. 23ff.

²²⁶ Vgl. Fenzl, T. (2009), S. 27f.

voraus, die durch euphorische Zukunftserwartungen und einer Synchronisation der Handlungen, auch Herdenverhalten²²⁷ genannt, geprägt war.

Bezogen auf die Immobilienkrise kann das auslösende Moment im Platzen der Dot-com-Bubble gesehen werden, der eine Phase der irrationalen Übertreibung vorausging, die meist als Begleiterscheinung von technologischen Revolutionen auftritt.²²⁸

Sie verursachte eine Flucht in Immobilien, welche zu diesem Zeitpunkt als sehr sicher galten. Hinzu kamen die Ziele der Regierungen Clinton und Bush. Die damit verbundene politische Einflussnahme unterstützte das Entstehen eines gesellschaftlichen Wir-Gefühls und begünstigte das Eintreten von massenpsychologischen Kettenreaktionen. Die steigenden Immobilienpreise haben ihrerseits weitere Akteure angelockt. Der Personenkreis war dabei nicht nur auf Immobilienkäufer und -verkäufer begrenzt, sondern umschloss alle Finanzmarktakteure über Anleger, Banken, Rating-Agenturen bis hin zur FED. Wie in den vorhergehenden Kapiteln gezeigt wurde, haben die Banken ihre Vergabestandards auf die angeblich zuverlässig steigenden Immobilienpreise ausgerichtet, sodass am Ende der Kette auch Kredite an Menschen ohne Einkommen, Arbeit oder Vermögen vergeben wurden. Ebenso war die Hauptgrundlage in den Bewertungsmodellen der Rating-Agenturen die bis dato fortwährenden Preissteigerungen im Immobiliensektor. Beispielhaft für die euphorische Stimmung war die Ignoranz gegenüber Warnungen bezüglich des Entstehens einer Immobilienblase und den davon ausgehenden Risiken. Der Euphorie folgte eine Panik, die durch die gleichen Merkmale eines Selbstverstärkungsprozesses und einer Synchronisation der Handlungen gekennzeichnet war. Dies wurde besonders an der Vertrauenskrise unter den Banken und den erfolgten *Bank Runs* z.B. auf die britische Northern Rock Bank deutlich, aber auch an den fallenden Börsenkursen, welche zu weiteren Panikverkäufen und damit weiter fallenden Börsenkursen führten.

4.3.2 Die Theorie der Reflexivität

Ein weiterer Erklärungsversuch zur Einordnung der Ereignisse im Zusammenhang mit der Entstehung der Immobilienblase und der sich daran anschließenden Immo-

²²⁷ Vgl. Pelzmann, L. (2006), S. XXVI.

²²⁸ Vgl. Kitzmann, A. (2009), S. 61.

bilienkrise ist die Theorie der Reflexivität von George Soros. In seiner Grundannahme geht er von der Fehlbarkeit der Menschen aus, d.h. ihnen ist ein Verständnis der globalen Gesamtzusammenhänge nicht möglich. Ihre Sichtweise auf die Dinge kann immer nur ein partieller Ausschnitt des Ganzen sein, weswegen die Menschen von einer kategorischen Ungewissheit geprägt sind. In einer weiteren Annahme geht Soros davon aus, dass diese partiellen oder auch verzerrten Sichtweisen der Einzelnen Einfluss auf die beobachtete Situation ausüben können, woraus aus globaler Perspektive betrachtet nicht angemessene Handlungen entstehen können. Diese zweite Annahme nennt er *Reflexivität*.²²⁹ In Folge der partiellen Sichtweisen ergeben sich Rückkopplungsschleifen, da die veränderte Situation ihrerseits wieder die partielle Sichtweise verändert. Soros entwickelte das Boom-Bust-Modell, dessen Grundlage auf der Theorie der Reflexivität verbunden mit reflexiven Ereignissen beruht. Dem Modell zufolge sind nicht nur denkende Menschen sondern auch objektive Aspekte an einer Situation beteiligt.²³⁰ Bei der Entstehung von Blasen ist somit einerseits ein realer Trend und andererseits eine verzerrte Sichtweise auf diesen Trend beteiligt. Verstärken sich diese Komponenten gegenseitig positiv, entsteht eine Boom-Phase, die sich zu seinem bestimmten Zeitpunkt ins Gegenteil kehrt. Soros spricht von einem Boom-Bust-Prozess, der sich in sieben Phasen unterteilt, deren zeitlicher Verlauf und der Eintritt in eine neue Phase nicht fixiert wohl aber im Ablauf vorhersehbar ist. Der Prozess ist in Abbildung 21 dargestellt.

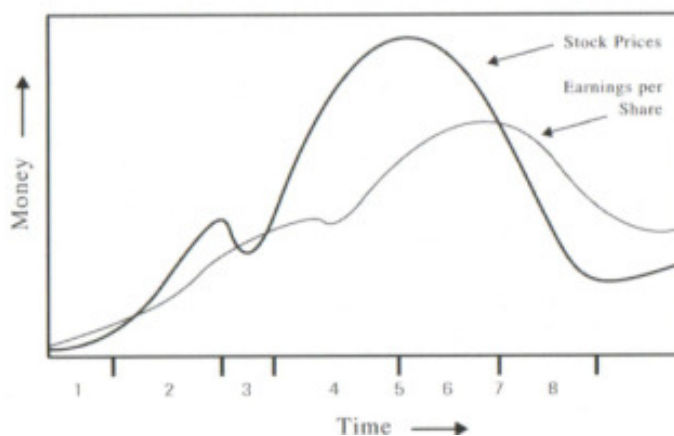


Abbildung 21: Soros' Boom-Bust-Modell²³¹

²²⁹ Vgl. Soros, G. (2008), S. 25ff.

²³⁰ Vgl. Ebd., S. 27ff.

²³¹ Vgl. Soros, G. (2010), S. 37.

Typisch für eine Blasenbildung sind allgemein eine gemächliche Entwicklung und ein abrupter Absturz.²³² Die ersten beiden Phasen, die Anfangs- und Beschleunigungsphase sind dabei vergleichbar mit der Initiationsphase aus der massenpsychologischen Dynamik. Soros definiert eine dritte Phase, die Testphase, in der die Kurse leicht abfallen können. Entwickeln sich die Märkte aber gemäß dem aufgedeckten Trend weiter, gilt die Testphase als bestanden und die Fehleinschätzung und der daraus folgende Trend verstärken sich selbst. Hier kann eine Parallele zur Propagationsphase der Massenpsychologie gezogen werden. In der vierten Phase, der Übergangsphase, festigt sich der Trend zwar einerseits, andererseits wird er in dieser Phase hauptsächlich durch Trägheit, aus dem Markt auszusteigen, getragen. Dies zeigt sich darin, dass bereits viele Marktteilnehmer erkennen, dass sie einer Fehlannahme unterlegen haben und langsam das Vertrauen verlieren. In Phase fünf setzt eine Trendwende ein. Die Marktteilnehmer ziehen die Konsequenzen aus ihrer Fehleinschätzung und setzen damit eine negative Rückkopplungsschleife in Gang, durch welche in Phase sechs die Abwärtsspirale beschleunigt wird. Der Boom-Bust-Prozess endet in einer Krise.²³³

Soros sieht den Auslöser für die Immobilienkrise nicht im Platzen der Immobilienblase, sondern im Platzen einer Super-Blase, die sich über weitaus mehrere Jahre aufgebaut hat. Der dahinter liegende Trend lag in dem Anstieg der Kreditaufnahme, der durch die Fehleinschätzung begleitet wurde, dass sich Märkte stets selbst regulierten. In Folge der Krisen seit den frühen 90er Jahren war immer ein Eingreifen des Staates zu beobachten, mit dem Ergebnis, dass sich die jeweilige Krise in Wohlgefallen auflöste.²³⁴ Im Boom-Bust-Modell kann hier von der Testphase gesprochen, aus welcher der Trend und die Fehleinschätzung gestärkt hervorgingen. Der Wendepunkt der Kreditexpansion setzte ein, als die erste große Bank Pleite ging, gefolgt von einer negativen Rückkopplungsschleife und endete schließlich in einer Finanzkrise. Verantwortlich für den Ausbruch der Immobilienkrise und ihre Folgen sind gemäß diesem Modell vor allem der Staat und die Finanzbehörden, die

²³² Vgl. Ebd., S. 38.

²³³ Vgl. Ebd., S. 36ff.

²³⁴ Vgl. Soros, G. (2010), S. 45ff.

sich dem Glauben hingaben, dass man die Märkte sich selbst überlassen könne. Soros fordert demnach einen Paradigmenwechsel.

4.3.3 Schwarze Schwäne

Ein dritter Erklärungsversuch zu den Ursachen der Immobilienkrise wurde durch die Forschungsarbeiten von Nassim N. Taleb populär. Dessen Ergebnisse sind jedoch nicht unumstritten. In seinen Veröffentlichungen kritisiert er den Glauben der Banken, der Finanzbehörden oder des Staates, anhand ihrer eigenen Modelle Vorhersagen zu betreiben und zu veröffentlichen, obwohl sie lediglich von Ereignissen aus der Vergangenheit, die sie selbst immer nur partiell überblicken können, auf die Zukunft schließen und damit einen großen Schaden verursachen können, wie der Ausbruch der Krise zeigte.

Er nennt die Ereignisse in seiner Theorie *Schwarze Schwäne*. Den Namen seiner Theorie wählte er anhand eines Ereignisses aus der Vergangenheit. Demnach war man so lange der Überzeugung, dass es nur weiße Schwäne gab, bis die Entdeckung eines einzigen schwarzen Schwanes diese Sichtweise widerlegte und eine Revision über die Farbe der Schwäne erforderlich wurde. Schwarze Schwäne sind mit folgenden Attributen ausgestattet: Sie sind erstens Ausreißer, d.h. nichts deutet auf ihre Eintrittsmöglichkeit hin, sie haben zweitens fatale Auswirkungen, wenn sie tatsächlich eintreten und drittens versuchen die Menschen im Nachhinein Erklärungen für diesen Ausreißer zu finden.²³⁵ Die Idee des Schwarzen Schwans beruht auf der Zufälligkeit, die beim Eintritt des Ereignisses umso überraschender wirkt, je unwahrscheinlicher dieses Ereignis im Vorfeld erachtet wird. In diesem Zusammenhang steht die Wirkungsweise des menschlichen Gehirns, das vorwiegend in Kategorien denkt und komplexe Strukturen vereinfacht.²³⁶ Diese Vereinfachungen, verbunden mit dem Drang nach logischer und sinnvoller Einordnung des Geschehenen oder Geschehenen, führen im Umkehrschluss dazu, dass die Möglichkeit Schwarzer Schwäne vollständig außer Acht gelassen wird.²³⁷ Lassen sich unter objektiver Sichtweise Schwarze Schwäne voraussehen, so wird das tatsächliche Erkennen der Schwarzen Schwäne einerseits durch den starken Glauben an das eigene

²³⁵ Vgl. Taleb, N. N. (2010), S. 2.

²³⁶ Vgl. Taleb, N. N. (2010), S 89ff.

²³⁷ Vgl. Ebd., S. 95ff.

Wissen verhindert,²³⁸ das solche Ausreißer als „unmöglich“ kategorisiert und demnach nicht weiter verfolgt. Andererseits wird das Erkennen auch durch Fehler bei der Interpretation von Ereignissen oder fehlerhaften Handlungen auf Grundlage dieser Ereignisse getrübt.²³⁹ Davon betroffen sind auch Entscheidungsträger, deren Meinung sich viele anschließen, in der Hoffnung, dass sie über fundierte und sichere Informationen verfügen, die einem selbst nicht vorliegen. Ein Beispiel im Zusammenhang mit der Finanzkrise sind die Rating-Agenturen. Sie haben den einen Ausreißer, der das gesamte System zum Einsturz bringen kann, nicht für möglich gehalten. Sie hatten solch ein starkes Vertrauen in ihre Analyseinstrumente, deren Ergebnisse sie mit einer selbstverständlichen Überzeugung präsentierten, was in der Konsequenz dazu führte, dass eine komplette Branche nach dieser Meinung handelte. Allerdings beruht die Fähigkeit für Prognosen lediglich auf dem eigenen, relativ beschränkten Wissen, weswegen sie sich einerseits nur in diesem engen Rahmen bewegen können und andererseits nicht als tatsächliche Vorhersagen der Zukunft anerkannt werden können.²⁴⁰

Die Hauptursache für das Entstehen und Platzen der Immobilienblase und anschließenden Immobilienkrise liegt dieser Theorie zufolge in der Eigenschaft der Menschen von den Erkenntnissen der Vergangenheit auf die Zukunft schließen zu wollen und dabei neu auftretende Ereignisse auf Grund der fehlenden Möglichkeit, diese in bestehende Muster einzuordnen, außer Acht zu lassen.

4.4 Lösungsansätze

Dieser Abschnitt dient dazu, auf Basis der bisherigen Analysen und Erkenntnisse einige Impulse zu geben und zu diskutieren, mit deren Hilfe in Zukunft das Entstehen derartiger Blasen und ihr Platzen vermieden werden könnte. Im Hinblick auf die finanziellen Unterstützungen einiger Staaten, welche die Märkte beruhigen und retten sollten, gilt vorab der Hinweis, dass die folgenden Lösungsansätze dazu gedacht sind, die Ursachen und nicht die Symptome zu bekämpfen.

²³⁸ Vgl. Ebd., S. 11.

²³⁹ Vgl. Ebd., S. 113.

²⁴⁰ Vgl. Ebd., S. 171f.

Im Allgemeinen ist es von besonderer Wichtigkeit, das Finanzsystem aufrecht zu erhalten, weil die Funktion von Finanzintermediären als Vermittler zwischen Sparern und Investoren einen wesentlichen Einfluss auf eine stabile gesamtwirtschaftliche Entwicklung ausübt.

Die Einrichtung des SoFFin auf deutscher Seite war sicherlich notwendig, um das Finanzsystem und das Vertrauen zwischen den Finanzmarktakteuren zu stärken. Es bedarf jedoch der Überlegung, welche Anreizwirkungen von dem Vorgehen der Bundesregierung auf den Finanzmarkt und auf andere Branchen ausgehen. Aus der Perspektive einer Bank, die bisher hoch spekulative Geschäfte betrieben hat, kann diese Rettungsmaßnahme durchaus als Geschenk angesehen werden und eventuell in der Annahme münden, dass die Bundesregierung das wichtige Finanzsystem immer retten wird, gleich wie sich eine einzelne Bank verhält. Der Blick seitens einer ordentlich wirtschaftenden Bank, die vergleichsweise weniger Gewinn erzielen konnte, könnte die Schlussfolgerung ziehen, dass sie möglicherweise ebenfalls spekulativer agieren könnte, mit dem Wissen des absichernden Staates im Rücken.

Es gilt daher, zukünftig Fehlanreize zu vermeiden. Die im Verlauf der vorliegenden Arbeit bisher erzielten Ergebnisse haben teilweise bereits die Fehlanreize im Aktionsrahmen der jeweiligen Akteure aufgezeigt, die zu einem folgenschweren Fehlverhalten führten. Diese sollen nachstehend zusammengefasst werden und als Grundlage für die jeweiligen Lösungsvorschläge dienen, welche die speziellen Fehlanreize und damit das Fehlverhalten in Zukunft abschaffen sollen. Die Möglichkeit von Schwarzen Schwänen unterbindet jedoch jeden Versuch, sämtliche Fehlanreize und damit das Entstehen von Krisen im Allgemeinen zu selektieren.

Fannie Mae und Freddie Mac

Der Status „government-sponsored enterprise“ birgt Fehlanreize, welche sich direkt auf das Verhalten der beiden halbstaatlichen Hypothekenbanken auswirken. Es wird eine staatliche Garantie impliziert, die auf Seiten der Anleger zu einer geringeren Prüfung und Überwachung der Hypothekenbanken führt. Demzufolge wird ein moral hazard - Verhalten seitens der beiden halbstaatlichen Hypothekenbanken

hervorgerufen, das sich in riskanten Geschäften äußert.²⁴¹ Hinzu tritt die Aufgabe, dass Fannie Mae und Freddie Mac auf staatliche Anordnung Immobilien für einkommensschwache Familien attraktiv machen und systematisch die Hypothekenforderungen der Banken aufkaufen sollten. Aus einer nachhaltigen Perspektive betrachtet kann dieses Unterfangen dauerhaft nicht zum Überleben einer Unternehmung beitragen. Ein möglicher Ausweg bietet die vollständige Privatisierung und das Ablegen der Privilegien.²⁴² Als Alternative dazu würde es bereits genügen, dass sich die Regierung klar und ausdrücklich davon distanziert, für Verluste der beiden Hypothekenbanken aufzukommen.

Der Bankensektor

(1) Hypothekenmarkt

Eine unbedingte Erneuerung auf dem Hypothekenmarkt ist im Bereich der ARMs bzw. im Vertrieb dieser Hypotheken notwendig. Es muss gewährleistet werden, dass den Kunden das komplette Ausmaß der Aufnahme eines Hypothekenkredits bewusst ist. Beispielhaft können hierfür Beratungsprotokolle zum Einsatz kommen, die die Aufklärungsarbeit der Hypothekenverkäufer dokumentieren.

(2) Innovative Finanzinstrumente

Die Tatsache, dass es auf Grund von Regulierungslücken möglich war, derartige riskante Finanzinstrumente wie die CDS abseits von Aufsichtsbehörden zu kreieren, macht deutlich, welchen Wirkungskreis eine Erneuerung des Finanzsystems einnehmen muss, um weitere Krisen zu verhindern. Bestandteil der Zuständigkeit einer Aufsichtsbehörde müssen somit auch diese Finanzinstrumente sein. Für einen verantwortungsvollen Umgang mit solchen Finanzinstrumenten bedarf es auch hier einer verstärkten direkten Verbindung von Chancen und Risiken, die nicht gewährleistet werden kann, wenn die Risiken in einer langen Kette von Beteiligten weitergereicht werden können. In diesem Zusammenhang könnte die Einführung einer Art Prüfplakette für neue Finanzinstrumente als sinnvoll angesehen werden. Dem-

²⁴¹ Vgl. Frame, W. et al. (2005), S. 174.

²⁴² Vgl. Ebd., S. 180.

nach dürften Finanzprodukte erst dann gehandelt werden, wenn sie von der Aufsichtsbehörde entsprechend zertifiziert wurde.

(3) Eigenkapitalvorschriften

Die Eigenkapitalquote der größten Investmentbanken in Amerika lag bei ca. 3%. Dies macht die Banken bei Verlusten anfälliger und instabiler. Sinnvoll wäre die Erhöhung der Eigenkapitalquote mit dem Zweck, den Umgang mit dem Eingehen von Risiken bewusster zu gestalten und gleichzeitig eine ausgewogene Haftung zu gewährleisten. Wie hoch eine tatsächliche Eigenkapitalquote sein sollte und ob die Rückkehr zur Eigenkapitalvorschrift gemäß Basel I, d.h. eine definierte Relation von Eigenkapital zu Bilanzsumme,²⁴³ sinnvoll ist, bedarf weiterer Analysen.

In Bezug auf die Eigenkapitalquote wurde im September 2010 verkündet, dass sich die Bankenaufsichtsbehörden mit Basel III auf strengere Finanzmarktregeln geeinigt haben, welche ab dem Jahr 2013 angewendet werden sollen. Vorgesehen ist u.a. eine stufenweise Erhöhung der Kernkapitalquote.²⁴⁴ Da es sich auch bei Basel III nur um Empfehlungen ohne Gesetzeskraft handelt, bleibt abzuwarten, wie viele Länder die neuen Regelungen zeitgleich übernehmen werden bzw. ob sich einige Länder mit der Verzögerung der Einführung einen Wettbewerbsvorteil verschaffen werden. Denn dies würde wiederum das Phänomen der Regulierungsarbitrage hervorrufen.

Eindeutig ist jedoch, dass die Banken mit der Erhöhung die Eigenkapitalquote in der ersten Zeit mit Liquiditätsengpässen und langfristig mit einer geringeren Eigenkapitalrendite konfrontiert werden. Jedoch ist dieser Schritt notwendig, wenn man in Zukunft verhindern möchte, dass die Rettung aus einer Krise die Anleger oder Steuerzahler belastet.

Regulierung

Risiken gehen auf dem Finanzmarkt von drei Seiten aus. Dazu zählen die Finanzinstrumente an sich, die Finanzmärkte auf denen diese gehandelt werden und schließ-

²⁴³ Vgl. Bofinger, P. (2009), S. 55: Vorschlag des Sachverständigenrats im Jahresgutachten 2008/2009.

²⁴⁴ Vgl. Tagesschau (2010).

lich die Finanzinstitutionen, welche diese Instrumente besitzen und/oder damit handeln. Um weiteren Finanzkrisen vorzubeugen sollte gewährleistet werden, dass alle diese Bereiche einer angemessenen Regulierung unterstellt werden.²⁴⁵

(1) Internationale Aufsichtsbehörde

Es ist notwendig im Bereich der Bankenaufsicht die staatliche Regulierung zu erneuern und eine weltweite Harmonisierung anzustreben. Ein erster Schritt in diese Richtung wurde bereits im Jahr 2009 auf dem G-20-Gipfel in London getan. Denkbar ist die Schaffung einer internationalen Bankenaufsicht, die zwar nicht die einzelnen Banken selbst beaufsichtigt, sondern der die staatlichen Aufsichtsbehörden unterliegen. Dies widerspricht sicherlich dem Subsidiaritätsprinzip, nach dem staatliche Aufgaben zuerst von möglichst untergeordneten Institutionen gelöst werden sollen und das staatliche Handeln hinter die Eigenverantwortung tritt. Doch zeigen der in Folge einer Regulierungsarbitrage zunehmend laschere Wettbewerb und die internationale Verflechtung des Finanzsektors, dass das Festhalten an diesem Prinzip schädlich für die Allgemeinheit ist. Allerdings birgt die Umsetzung einer übergreifenden internationalen Behörde einige Hürden, die sich beispielsweise in der gesetzlichen Durchsetzungskraft gegenüber bestehenden nationalen Bestimmungen oder in der Befürchtung einer zu starken politischen Beeinflussbarkeit äußern. Ein weiteres Problem birgt das divergierende Rechtsverständnis der Staaten. Dies zeigt sich bereits beim Vergleich zweier westlicher Länder: In den USA herrscht beispielsweise der Grundsatz, dass alles erlaubt ist, was per Gesetz nicht explizit ausgeschlossen ist, wohingegen das Gesetz in Deutschland sehr detailliert ausgestaltet ist. Die Abweichung im Rechtsempfinden bzw. der Interpretation von Gesetzen wird zwischen Staaten mit unterschiedlicher kultureller Prägung noch größer sein.

Denkbar wäre jedoch die weltweite Einführung des deutschen Banken-Schufa-Modells, gekoppelt an eine internationale Behörde, an welche Banken ihre Kreditvergabe ab einem bestimmten Betrag melden müssen.

(2) Zweckgesellschaften

Die Tatsache, dass die Zweckgesellschaften, welche im Rahmen der Verbriefung von Hypothekenforderungen vielfach gegründet wurden, nicht als Bank gelten und

²⁴⁵ Vgl. auch Finanzinstrumente, S. 64f.

damit keiner Aufsichtsbehörde unterliegen, sollte gründlich überdacht werden. Durch sie war es den Banken einerseits möglich, ihre Eigenkapitalvorschriften einzuhalten und andererseits weitere Hypothekenkredite an bonitätsarme Schuldner auszugeben. Ein Lösungsansatz, mit dem weitere solcher Krisen vermieden werden sollen, muss deswegen die Pflicht zur Bilanzierung sämtlicher Geschäfte einer Bank beinhalten. Diese Forderung wurde nur teilweise als Bestandteil des auf dem G-20-Gipfel verabschiedeten *Global Plan for Recovery and Reform* berücksichtigt.²⁴⁶ Demnach soll die Regulierung lediglich auf systemrelevante Institutionen und Instrumente angewandt werden. Dazu zählen zwar auch die Zweckgesellschaften, bzw. die ihnen ähnlichen Hedgefonds,²⁴⁷ aber eben nur die systemrelevanten unter ihnen. Allgemein sollte gelten, dass „Akteure, die de jure keine Banken (sind), aber de facto Bankgeschäfte (machen)“²⁴⁸ auch als solche behandelt werden.

(3) Rating-Agenturen

Die Hauptursache der fehlerhaften Bewertungen von strukturierten Finanzprodukten oder Investmentbanken kann in dem Fehlanreiz gesehen werden, der entsteht, wenn die Rating-Agenturen von jenen bezahlt werden, die oder deren Produkte sie bewerten sollen. Aus diesem Grund wäre es notwendig, dass die Käufer der Finanzprodukte für das Rating bezahlen. Damit würde aber wiederum das alte Free-Rider-Problem hervorgerufen. Eine Möglichkeit beide Fehlanreize zu minimieren, wäre die Einrichtung einer Art Umlagenfinanzierung. Genauer ist damit gemeint, dass die börsennotierten Unternehmen bzw. jene Unternehmen, die in irgendeiner Form die Dienstleistungen der Rating-Agenturen in Anspruch nehmen, eine Abgabe an eine zentrale Institution errichten, die das Geld über einen Fonds verwaltet. Die Rating-Agenturen würden auftragsbezogen und nach festgelegten Kriterien einen entsprechenden Anteil aus diesem Fonds erhalten.

Ein weiteres Augenmerk sollte darauf gerichtet werden, dass einige wenige Rating-Agenturen, auf deren Ergebnisse sich eine gesamte Branche stützt, gewinnorientierte Interessen zu Lasten der Anleger verfolgen. Zudem sollte verhindert werden, dass die Rating-Agenturen ihre Ratings lediglich als Meinungen bezeichnen und

²⁴⁶ Vgl. G-20 (2009).

²⁴⁷ Vgl. Ebd., Abs. 15.

²⁴⁸ Storbeck, O. (2009), S. 148.

sich somit jedweder Haftung entziehen können. Um dies zumindest teilweise umzusetzen bedarf es einer Aufsichtsbehörde, die für mehr Transparenz in den Vorgehensweisen und den Strukturen der Rating-Agenturen sorgt. Die europäische Kommission hat hierzu bereits die notwendigen Schritte veranlasst und die Rating-Agenturen unter die europäische Finanzaufsicht gestellt.²⁴⁹

Eigenverantwortung und Nachhaltigkeit

Das kurzfristige Profitdenken vieler Investoren und die konsequente Abgabe

von Verantwortung für das eigene Handeln haben zu der Entwicklung von Finanzinstrumenten wie beispielsweise die CDOs und CDS geführt. Es war möglich, Forderungen zu verkaufen ohne für die Erfüllung dieser Forderungen einstehen zu müssen. Notwendig ist daher ein verantwortungsbewusstes Verhalten aller Finanzmarktakteure.

In diesem Rahmen müssen z.B. die Vergütungssysteme auf dem Finanzmarkt überprüft werden. Denn auf Masse ausgelegte Bonus-Systeme verbunden mit einer ungenügenden Haftung sorgten für einen verantwortungslosen und nicht kundenorientierten Vertrieb von Finanzprodukten. Zukünftig sollte die Verbindung zwischen Chancen und Risiken gewahrt bleiben. Damit einher geht die Forderung, dass jene, die mit ihrem Verhalten einerseits Gewinne erzielen auch für die Folgen ihres Verhaltens zur Verantwortung gezogen werden können. Ein Bonus-System, das nicht auf Basis nur eines Jahres funktioniert, sondern auf einen mehrjährigen Zeitraum angelegt ist, könnte nachhaltiges Denken und Handeln fördern.

Das riskante Agieren der Banken bzw. deren Manager ist allerdings nicht allein auf die Vergütungssysteme zurückzuführen. An dieser Stelle müssen auch die Aktionäre zur Verantwortung gezogen, die oftmals lediglich die besten und profitabelsten Strategien akzeptieren und auf hohe Ausschüttung abzielen, bei Verlusten jedoch nicht unterstützend eingreifen wollen. Den Managern bleibt daher oft nur die Möglichkeit, diesen hohen Ansprüchen gerecht zu werden.

²⁴⁹ Vgl. Europäische Kommission (2009), S. 11.

In dem Zusammenhang ist es auch notwendig, das Prinzip „too big to fail“ zu überdenken. Denn das Bewusstsein darüber, zu groß zu sein, als dass es sich ein Staat erlauben könnte, die Institutionen zu verlieren, sorgt bei der betroffenen Bank für eine Sicherheit und Gewissheit, die sich in unverantwortlichem Verhalten äußern kann.

Die besonders in Amerika vorzufindende Regressfreiheit von Hypotheken stellt ein auslösendes Element für einen unüberlegten Immobilienkauf dar. Eine derartige Haftungsbeschränkung darf nicht länger gelten, wenn man ein verantwortungsvolles und nachhaltiges Handeln der Schuldner erzielen möchte.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass es weit reichender Reformen bedarf, um zu verhindern, dass angesichts der staatlichen Rettungsschirme ein Rückfall in das alte Schema erfolgt. Allgemein muss die Balance zwischen dem Subsidiaritätsprinzip und staatlicher Regulierung, was gleichbedeutend mit einem Eingriff in das Wirtschaftsgeschehen ist, gefunden werden. Tatsache ist jedoch, dass alle Regulierungsmaßnahmen unter dem Merkmal einer globalen Betrachtungsweise umzusetzen sind. Denn gerade das Finanzsystem ist besonders durch die Globalisierung geprägt, weshalb in diesem Zusammenhang versucht werden sollte, von nationalen Sonderregelungen abzusehen.

5 Fazit

Die vorliegende Arbeit hatte zum Ziel, die Ursachen und Einflussfaktoren zu identifizieren, welche für die Entstehung einer Immobilienblase ausschlaggebend waren bzw. das Wachstum der Blase begünstigten und somit letztendlich einen entscheidenden Anteil an der Entstehung der Immobilienkrise hatten, welche sich wiederum zur einer Banken- bzw. Finanzkrise und zu einer Wirtschaftskrise ausweiten konnte. Durch die Analyse der unterschiedlichen Ursachen konnten verschiedene Einflusskräfte aufgedeckt werden, welche alle an der einen oder anderen Stelle miteinander verbunden sind. Aufgrund der zahlreichen und mitunter komplexen gesamtwirtschaftlichen bzw. politischen Verknüpfungen der Einflussfaktoren kann eine einzelne Person bzw. Institution, welche für das Entstehen der Immobilienblase und ihr Platzen verantwortlich war, auch nach umfangreichen Recherchen nicht ermittelt werden. Jedoch kristallisierte sich heraus, dass die Summe der betrachteten Parameter, zwar mit unterschiedlicher Gewichtung doch aber in ihrer Gesamtheit ausschlaggebend für die Entstehung der Immobilienkrise war.

Eine zusammenfassende Darstellung der Ereignisse ist der Abbildung 22 zu entnehmen.

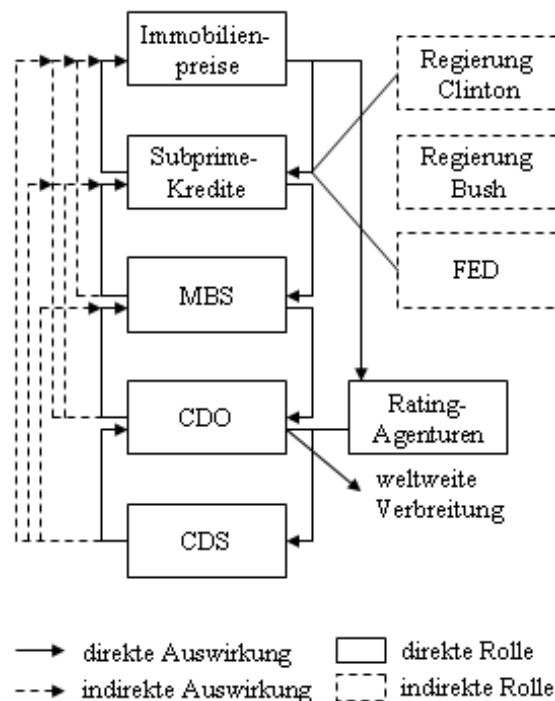


Abbildung 22: Zusammenfassende Ereigniskette

Isoliert betrachtet spielen die erlassenen Gesetze der Regierung Clinton und Bush sowie die Zinspolitik der FED unter der Leitung von Greenspan eine indirekte Rolle bei der Suche nach der Ursache der Immobilienkrise. Von den Gesetzesinitiativen ging jedoch unumstritten eine Anreizwirkung auf die Hypothekenbanken aus verstärkt Subprime-Kredite zu vergeben. Allerdings konnte keine direkte Verbindung hergestellt werden, da die meisten Subprime-Kredite von Bankinstituten ausgegeben wurden, welche nicht dem CRA unterlagen. Auch die Unterstützungsleistungen durch die FHA im Rahmen des Zero Downpayment Act der Regierung Clinton wurden in den Jahren von 2004 bis 2006 von weniger als 5% der Kreditantragssteller in Anspruch genommen. Die niedrigen Leitzinsen trugen in gewissem Maße ebenfalls zur Krise bei, allerdings währte der Zeitraum der steigenden Immobilienpreise dreimal länger als die fallenden Leitzinsen. Die Leitzinsen an sich können daher nicht als auslösendes Moment der Krise gesehen werden. Wie in Abbildung 22 dargestellt, war vielmehr das Zusammentreffen der drei geschilderten indirekten Ursachen entscheidend. Die zeitliche Verknüpfung der sehr niedrigen Leitzinsen mit dem von Bush propagierten American Dream und der Aufforderung von Greenspan, eine breitere Vielfalt an Hypothekenkrediten anzubieten, diente als

Nährboden für den weiteren Verlauf. Dies führte allgemein zu einer Ausweitung in der Vergabe von Non-prime-Krediten und im Besonderen zu einer Stärkung des Subprime-Marktes.

Der Abbildung 22 ist zudem zu entnehmen, dass die Ereigniskette einerseits vom Immobilien- bzw. Subprime-Sektor ausging, andererseits in einer Rückkopplungsschleife verstärkend auf diese einwirkte. Verfolgt man den Rückkopplungseffekt, können folgende hypothetische Annahmen getroffen werden:

Ohne die seit Jahren andauernde Steigerung der Immobilienpreise, hätten die Rating-Agenturen die CDO-Tranchen nicht erstklassig bewerten können. Ohne die erstklassige Bewertung der CDO-Tranchen und der zusätzlichen Möglichkeit einer Risikoabtretung durch die CDS hätten diese sich nicht so zahlreich verkaufen lassen. Ohne den florierenden Markt der CDOs wären nicht so viele MBS verkauft und strukturiert worden. Ohne den Verkauf von MBS wären nicht so viele Hypothekenforderungen verbrieft worden. Ohne die massive Verbriefung von Hypothekenforderungen wären nicht so viele minderwertige Kredite vergeben worden. Letztendlich wäre ohne die explosionsartige Steigerung der Subprime-Kredite keine Immobilienblase entstanden, welche durch ihr Platzen eine weltweite Kettenreaktion und Immobilienkrise und darauf folgend eine Finanz- und Wirtschaftskrise auslöste.

Die globalen Auswirkungen der Immobilienkrise bis hin zu einer Wirtschaftskrise verdeutlichen, dass die Vermeidung derartiger Krisen in Zukunft mehr als staatliche Rettungspakete und Finanzspritzen der jeweiligen Regierungen ex post benötigt. Die Konzentration weiterführender Analysen sollte sich demnach verstärkt auf die u.a. in dieser Arbeit gegebenen Lösungsimpulse richten und beispielsweise die Vor- und Nachteile einer globalen Finanzaufsicht oder der Umlagenfinanzierung im Bereich der Rating-Agenturen erarbeiten und abwägen.

Obwohl das Vertrauen im Interbankenhandel in Bezug auf den LIBOR und den TED Spread, der sich bei Abschluss dieser Arbeit auf gleichem Niveau wie vor dem Ausbruch der Krise befindet²⁵⁰, wieder hergestellt zu sein scheint, bleiben wei-

²⁵⁰ Vgl. Bloomberg/TED Spread (2010).

tere Ereignisse in naher Zukunft abzuwarten. Dazu zählen beispielsweise die Auswirkungen der gesetzlich verpflichtenden Öffnung einiger Immobilienfonds in 2010 und 2011 oder der Einführung von Basel III mit strengeren Finanzmarktregeln in 2013. Des Weiteren kursiert seit Mitte 2010 das Wort „double dip“²⁵¹ durch die Nachrichten, deren Eintrittswahrscheinlichkeit von Vertretern der Wirtschaft und Politik jedoch unterschiedlich stark gewichtet wird.²⁵²

Die Immobilienkrise mit ihren Auswirkungen auf die gesamte Finanz- und Wirtschaftswelt kann demnach noch nicht für überstanden oder beendet erklärt werden.

²⁵¹ Double dip = Doppelrezession.

²⁵² Vgl. FTD (2010), FAZ (2010), Handelsblatt (2010).

Anhang

A Ratingdefinitionen²⁵³

Rating	Bedeutung des Ratings
AAA	Extrem hohe finanzielle Sicherheit, auch bei veränderten Rahmenbedingungen
AA	Sehr gute finanzielle Sicherheit, auch bei veränderten Rahmenbedingungen
A	Gute finanzielle Sicherheit, aber leichte Anfälligkeit gegenüber veränderten Rahmenbedingungen
BBB	Angemessene finanzielle Sicherheit, aber erhöhte Anfälligkeit gegenüber veränderten Rahmenbedingungen
Die folgenden Ratingstufen sind durch spekulative Faktoren gekennzeichnet	
BB	Schwache finanzielle Sicherheit, weniger gefährdet als die niedrigeren Ratingstufen, hohe Anfälligkeit gegenüber veränderten Rahmenbedingungen.
B	Schwache finanzielle Sicherheit, hohe Anfälligkeit gegenüber veränderten Rahmenbedingungen, Zahlungsansprüche können noch bedient werden.
CCC	Sehr schwache finanzielle Sicherheit, hohe Anfälligkeit gegenüber veränderten Rahmenbedingungen, die zu Zahlungsschwierigkeiten führen können.
CC	Sehr schwache finanzielle Sicherheit, sehr hohe Anfälligkeit gegenüber veränderten Rahmenbedingungen, die zu Zahlungsschwierigkeiten führen.

²⁵³ Vgl. Standard & Poor's/ratings (2010).

C	Extrem schwache finanzielle Sicherheit, es sind noch keine Zahlungsausfälle eingetreten, evtl. wurde ein Konkursantrag gestellt.
D	Schwächste finanzielle Sicherheit, Zahlungsverzug besteht bereits.

B Chronik – von der Immobilien- zur Finanzkrise²⁵⁴

2000-2003	Platzen der Dotcom-Bubble und Terroranschlag vom 11. September führen zu Steuersenkungen und drastischen Leitzinssenkungen auf einen Tiefststand von ca. 1%.
2002	Rede von Greenspan, Banken sollen alternative, flexible Hypothekenvarianten anbieten um den Schuldner die Möglichkeit zu bieten auf Grund der niedrigen Zinsen Geld zu sparen.
2004-2006	Zinssteigerungen der FED, negative Auswirkungen auf die variabel finanzierten Hypothekenkredite.
02/2007	Erste Hypotheken, vorwiegend aus dem Subprime-Segment können nicht mehr bedient werden. HSBC meldet einen Verlust von 10,5 Mrd. US-Dollar und entlässt den Leiter des amerikanischen Hypothekenkreditgeschäfts.
03/2007	D.R. Horton, größtes amerikanischen Wohnungsbauunternehmen meldet Verluste. New Century Financial, großer Subprime-Kreditgeber, wird der Kreditrahmen zurückgesetzt auf Grund von Insolvenzbedürftungen. Accredited Home Lenders, ein Subprime-Kreditgeber muss Darlehen mit starkem Preisnachlass im Wert von 2,7 Mrd. US-Dollar verkaufen.
04/2007	New Century Financial meldet Konkurs an. National Association of Realtors einen Rückgang der Haus-

²⁵⁴ Vgl. Elschen, R. et al. (2009), S. 367ff, Hellerforth, M. (2009), S. 138ff, o.V. Finanzen/chronik (2010), Sinn, H.-W. (2009), S. 323ff, Storbeck, O. (2009), S. 167ff.

	verkäufe im März von 8,4%, die Immobilienpreise sinken.
05/2007	<p>General Motors meldet einen Verlust von 1 Mrd. US-Dollar.</p> <p>UBS beendet sein amerikanisches Supprime-Geschäft.</p> <p>Der US-Senat präsentiert erste Pläne um Zwangsvollstreckungen zu vermeiden.</p>
06/2007	<p>Zwei Hedgefonds von Bear Stearns sind auf Grund von fallenden CDO-Preisen angeschlagen, sie erhalten eine Kreditlinie von 3,2 Mrd. US-Dollar.</p> <p>IKB meldet Verlust von 14,3 Mrd. Euro in Folge der Subprime-Krise und auf Grund von Korrekturen seitens Moody's. Die KfW-Bank, die Hauptanteilseignerin, schießt über 8 Mrd. Euro hinzu.</p>
07/2007	<p>Die drei größten Rating-Agenturen melden Überprüfungen von Subprime-Bonds an.</p> <p>General Electric verkauft sein Subprime-Kreditvergabe-geschäft.</p> <p>Bernanke schätzt die mit der Subprime-Krise verbundenen Kosten auf 100 Mrd. US-Dollar.</p> <p>Zwei Hedgefonds von Bear Stearns melden Konkurs an.</p>
08/2007	<p>American Home Mortgage meldet Konkurs an.</p> <p>BNP Paribas, französische Bank, löst drei Investmentfonds auf.</p> <p>AIG warnt vor einem Übergreifen der Zahlungsausfälle auf den Prime-Sektor.</p> <p>EZB und FED pumpen Milliarden in den Geldkreislauf.</p> <p>Goldman Sachs möchte mit 3 Mrd. US-Dollar einen Hedge-</p>

	<p>fonds retten.</p> <p>Countrywide nimmt einen Kredit in Höhe von 11,5 Mrd. US-Dollar in Anspruch.</p> <p>Vier amerikanische Großbanken kündigen die Aufnahme von Darlehen von der FED an, insgesamt ca. 2 Mrd. US-Dollar.</p> <p>Bank of America übernimmt Countrywide zu 16%.</p> <p>SachsenLB steht nach Investitionen in den Subprime-Markt kurz vor dem Zusammenbruch und wird von der LBBW gekauft.</p> <p>S&P/Case-Shiller Hauspreis Index erreicht den bisher größten Rückgang von 3,2%.</p>
09/2007	<p>IKB meldet einen Verlust von 1 Mrd. US-Dollar.</p> <p>Bank of China meldet 9 Mrd. US-Dollar Verluste im Subprime-Geschäft.</p> <p>FHA-finanzierte Hypotheken erreichen eine Ausfallquote von 5,1%.</p> <p>Hedgefonds von Goldman Sachs meldet 22% Verlust für 08/2007.</p> <p>Northern Rock, britischer Kreditgeber, erhält auf Bitten eine Finanzspritze der Zentralbank. Es folgt ein Bank Run, die Kunden ziehen 1 Mrd. Pfund ab. Die britische Regierung greift mit Einlagensicherungen ein.</p>
10/2007	<p>Verlustmeldungen von mehreren Milliarden von UBS, Citigroup, japanische Bank Nomura, Countrywide Financial, Merrill Lynch, Deutsche Bank.</p> <p>Gründung der Hope Now Allianz für die Umschreibung von</p>

	<p>variable in festverzinsliche Hypotheken.</p> <p>Vertrauensindex der National Association of Home Builders erreicht einen Tiefststand.</p>
11/2007	<p>Verlustmeldungen in Milliardenhöhe von: Credit Suisse, Morgan Stanley, BNP Paribas, Bank of America, japanische Bankengruppe Mizuho, HSBC, Barclays, Goldman Sachs, Rückversicherer Swiss Re, Freddie Mac.</p> <p>Abschreibungen von mehreren Millionen bei den deutschen Banken: Commerzbank, Dresdner Bank, Postbank, LBBW.</p> <p>Verabschiedung des Predatory Lending and Mortgage Protection Act.</p>
12/2007	<p>Investmentbanken werde in Zusammenhang mit der Verbriefung von Subprime-Hypotheken vom Generalstaatsanwalt untersucht.</p> <p>Hilfsplan zur Vermeidung von Zwangsversteigerungen von W. Bush.</p> <p>Ankündigung von Milliardenkrediten der Notenbanken aus Kanada, England, Europa, Schweiz, USA.</p> <p>FED strafft die Regeln für die Subprime-Kreditvergabe.</p> <p>Morgan Stanley verkauft Firmenanteile von 9,9%.</p> <p>Standard & Poor's nimmt zahlreiche Herabstufungen vor.</p>
09.01.2008	<p>Ankündigung, dass das Weltwirtschaftswachstum in 2008 nachlassen wird.</p>
15.01.2008	<p>Citigroup meldet einen Verlust von 9,8 Mrd. US-Dollar.</p>
17.01.2008	<p>Lehman Brothers kürz 1300 Arbeitsplätze.</p>
21.01.2008	<p>Stärkster weltweiter Börsenrückgang seit 11.09.2001.</p>

	WestLB wird von Ländern und Kommunen mit 2 Mrd. Euro gerettet.
22.01.2008	FED senkt Leitzinsen auf 3,5%.
30.01.2008	FED senkt Leitzinsen auf 3,0%.
10.02.2008	G7 schätzen, dass die weltweiten Verluste 400 Mrd. US-Dollar erreichen könnten.
13.02.2008	Economic Stimulus Act: Steuernachlässe in Höhe von 100 Mrd. US-Dollar.
17.02.2008	Northern Rock wird befristet verstaatlicht.
28.02.2008	Verlustmeldung von AIG auf Grund des CDS-Portfolios in Höhe von 5,3 Mrd. US-Dollar.
17.03.2008	JP Morgan Chase übernimmt Bear Stearns für 240 Mio. US-Dollar.
18.03.2008	FED senkt Leitzinsen auf 2,25%.
08.04.2008	IWF schätzt gesamte Kreditverluste auf 1 Bio. US-Dollar.
18.04.2008	Weitere Verlustmeldung von Citigroup in Höhe von 12 Mrd. US-Dollar.
30.04.2008	FED senkt Leitzinsen auf 2,0%.
03.05.2008	St. Luke Baptist Federal Credit Union (USA) ist pleite.
12.05.2008	Father Burke Federal Credit Union (USA) ist pleite.
22.05.2008	FED greift angeschlagenen Banken mit 75 Mrd. US-Dollar unter die Arme.
01.07.2008	Bank of America kauft Countrywide Financial. Cal State 9 Credit Union (USA) ist pleite.

	Sterlent Credit Union (USA) ist pleite.
11.07.2008	IndyMac, amerikanischer Hypothekengeber, bricht zusammen.
13.07.2008	Staatliche Unterstützung für Fannie Mae und Freddie Mac, sie sind „too big to fail“.
16.07.2008	Meriden F.A Federal Credit Union (USA) ist pleite.
28.07.2008	New London Security Federal Credit Union (USA) ist pleite.
30.07.2008	Housing and Economic Recovery Act von W. Bush.
06.08.2008	Verlustmeldung von Freddie Mac in Höhe von 821 Mio. US-Dollar.
21.08.2008	Lone Star übernimmt IKB.
07.09.2008	FED greift angeschlagenen Banken mit weiteren 25 Mrd. US-Dollar unter die Arme.
08.09.2008	Fannie Mae und Freddie Mac werden verstaatlicht.
09.09.2008	Lehman Brothers Aktien fallen um 40%.
10.09.2008	Paulson, US-Finanzminister, stellt keine Gelder zur Rettung von Lehman Brothers zur Verfügung.
14.09.2008	AIG benötigt Unterstützung
15.09.2008	Merrill Lynch bietet sich selbst zum Verkauf an und wird von der Bank of Amerika gerettet. Lehman Brothers meldet Insolvenz an.
16.09.2008	Goldman Sachs meldet einen Gewinnrückgang von 70%. AIG wird mit 85 Mrd. US-Dollar staatlich unterstützt.
17.09.2008	Interfaith Federal Credit Union (USA) ist pleite.

	<p>Zentralbanken pumpen weltweit gemeinsam 180 Mrd. US-Dollar auf den Geldmarkt.</p> <p>AIG wird verstaatlicht.</p> <p>Washington Mutual bietet sich selbst zum Verkauf an.</p>
18.09.2008	<p>Lloyds TBS kauft HBOS (GB).</p> <p>Russische Aktienmärkte schließen für zwei Tage.</p>
19.09.2008	<p>Russland verspricht finanzielle Unterstützung in Höhe von 500 Mrd. Rubel.</p> <p>Paulson möchte ein 700 Mrd. US-Dollar für eine Bad Bank umsetzen.</p>
22.09.2008	<p>Morgan Stanley und Goldman Sachs werden zu gewöhnlichen Geschäftsbanken und geben ihren Sonderstatus auf; sie unterstehen nun der FED.</p> <p>Opposition gegen Paulsons Rettungsplan.</p>
25.09.2008	<p>Irland fällt in eine Rezession.</p> <p>JP Morgan Chase kauft insolvente Washington Mutual (USA).</p>
26.09.2008	<p>Benelux rettet Fortis.</p> <p>USA meldet Einigung über Rettungsplan in Höhe von 700 Mrd. US-Dollar.</p>
28.09.2008	<p>US-Kongress und Repräsentantenhaus lehnen Rettungsplan ab.</p> <p>Bradford & Bingley wird verstaatlicht (GB).</p> <p>Deutsches Rettungspaket für Hypo Real Estate in Höhe von 35 Mrd. Euro.</p>

29.09.2008	Kurse fallen weltweit. Irland erweitert Bankgarantien.
30.09.2008	Asiatische Aktienmärkte brechen ein. EU einigt sich auf Rettungsfonds in Höhe von 300 Mrd. Euro.
01.10.2008	US-Senat stimmt für Rettungspaket. Griechenland erhöht Einlagensicherungen.
02.10.2008	US-Kongress verabschiedet Rettungspaket.
03.10.2008	Kalifornien benötigt 7 Mrd. US-Dollar. Krisensitzung in Paris mit Deutschland, Großbritannien und Italien.
05.10.2008	Deutschland will Hypo Real Estate mit weiteren 50 Mrd. Euro retten. Deutschland spricht Garantie für Spareinlagen (ca. 1 Billion Euro) aus. Island erarbeitet einen Notfallplan.
06.10.2008	Rettungsplan für Kreditinstitute in Großbritannien. Island übernimmt Kontrolle ihrer zweitgrößten Bank.
07.10.2008	Zinssenkungen der Notenbanken aus USA, Europa, Großbritannien, Kanada, Schweiz und Schweden. Island verstaatlicht per Notstandsgesetz alle Banken um Staatsbankrott zu verhindern.
08.10.2008	Rohstoffpreise knicken ein. Börsenhandel wird in Russland, Ukraine, Rumänien, Island,

	<p>Indonesien ausgesetzt.</p> <p>Drei isländische Banken werden ING Direct (GB) verkauft.</p> <p>IWF entwickelt Rettungspläne für Staaten.</p>
09.10.2008	<p>Zwei isländische Banken werden verstaatlicht.</p> <p>Börsengang der Deutschen Bahn wird verschoben.</p>
10.10.2008	<p>Aktienkurse fallen weltweit.</p> <p>Lebensversicherung Yamato Seimei Hoken ist pleite (J).</p>
11.10.2008	<p>IWF und G7 beschließen in Washington einen Fünf-Punkte-Plan.</p>
12.10.2008	<p>Europäische Regierungen beschließen Rettungsplan in Höhe von 1.873 Mrd.-Euro.</p>
13.10.2008	<p>Rettungsaktion in Höhe von 250 Mrd. US-Dollar an amerikanische Banken.</p> <p>Drei britische Banken werden verstaatlicht.</p>
15.10.2008	<p>Amerikanischer Einzelhandel bricht ein.</p> <p>EZB unterstützt Ungarn mit 5 Mrd. Euro.</p> <p>Laut Bernanke steht Amerika am Beginn einer Rezession.</p>
16.10.2008	<p>Island ist insolvent.</p>
19.10.2008	<p>Bayern LB meldet Milliardenbedarf an.</p>
20.10.2008	<p>Großbritannien ist in einer Rezession.</p> <p>FED kauft Wertpapiere auf.</p>
26.10.2008	<p>Ukraine und Ungarn erhalten Finanzpakete vom IWF.</p>
29.10.2008	<p>FED senkt Leitzinsen auf 1%.</p>

	<p>Börsenkurse erholen sich.</p> <p>EZB senkt Leitzinsen auf 3,25%.</p>
03.11.2008	<p>Commerzbank nimmt Rettungspaket in Anspruch.</p> <p>Kommunalkredit Austria wird verstaatlicht (A).</p> <p>HSH Nordbank beantragt eine Bürgschaft in Höhe von 30 Mrd. Euro.</p>
08.11.2008	Lettische Parex Bank wird verstaatlicht.
20.11.2008	Amerikanische Rettungspaket für die Citigroup in Höhe von 20 Mrd. US-Dollar.
21.11.2008	Drei amerikanische Banken sind pleite.
23.11.2008	Großbritannien senkt Mehrwertsteuer befristet um 2,5 Prozentpunkte.
24.11.2008	<p>Pakistan erhält einen Kredit vom IWF.</p> <p>FED möchte MBS in Höhe von 600 Mrd. US-Dollar aufkaufen.</p>
01.12.2008	London Scottish Bank wird verstaatlicht. (GB).
03.12.2008	EZB senkt Leitzinsen auf 2,5%.
16.12.2008	<p>W. Bush verspricht General Motors, Ford und Chrysler Unterstützung.</p> <p>FED senkt Leitzinsen auf 0-0,25%.</p>
08.01.2009	Der deutsche Staat beteiligt sich zu 35% an der Commerzbank.
13.01.2009	Deutsches Konjunkturpaket in Höhe von 50 Mrd. Euro.
15.01.2009	EZB senkt Leitzins auf 2%.

27.01.2009	Islands Regierung bricht auseinander.
17.02.2009	American Recovery and Reinvestment Act in Höhe von 787 Mrd. US-Dollar wird von Obama unterzeichnet.
18.02.2009	Zweites deutsches Konjunkturpaket in Höhe von 50 Mrd. Euro. LBBW meldet einen Verlust von 2,1 Mrd. Euro für 2008.
26.02.2009	Fannie Mae meldet einen Verlust von knapp 60 Mrd. US-Dollar für 2008.
05.03.2009	EZB senkt Leitzins auf 1,5%.
11.03.2009	Freddie Mac meldet einen Verlust von knapp 50 Mrd. US-Dollar für 2008.
12.03.2009	Gewinneinbruch von 90% bei BMW.
17.03.2009	American Express verzeichnet Kreditausfallrate von 8,7%.
18.03.2009	BMW kürzt Produktion um 40.000 Fahrzeuge.
19.03.2009	ThyssenKrupp möchte mehrere tausend Arbeitsplätze streichen.
26.03.2009	China fordert eine neue Leitwährung.
29.03.2009	Erster Schritt in Richtung Verstaatlichung der Hypo Real Estate.
07.04.2009	Bundespräsident Köhler unterzeichnet das Banken-Enteignungsgesetz, Hypo Real Estate kann verstaatlicht werden.
15.04.2009	UBS plant Stellenabbau von 8.700 Arbeitsplätzen.
28.04.2009	Daimler meldet Verlust in Höhe von 1,4 Mrd. Euro.
30.04.2009	Chrysler beantragt Insolvenz.

21.05.2009	Heidelberger Druckmaschinen AG erhält Staatshilfe.
22.05.2009	United FSB Bank aus Florida (USA) bricht zusammen.
01.06.2009	General Motors meldet Insolvenz an.
04.06.2009	Porsche beantragt einen Kredit in Höhe von 1,75 Mrd. US-Dollar bei der KfW-Bank.
08.06.2009	Bundesregierung lehnt den Antrag von Arcandor auf Staatsbürgschaften ab.
09.06.2009	Arcandor stellt Insolvenzantrag.
17.06.2009	Arcandor stellt für 15 Tochterunternehmen Insolvenzanträge. Insgesamt sind 50.000 Beschäftigte betroffen.
24.06.2009	Laut OECD geht die Rezession dem Ende entgegen.
29.06.2009	Porsche lehnt Rettungskonzept von VW ab. Der Bund und die Länder Bayern und Sachsen retten Quelle mit einem befristeten Kredit in Höhe von 50 Mrd. Euro.
03.07.2009	Bundestag beschließt die Schaffung von „Bad Banks“ in Deutschland.
10.07.2009	Rettungskauf von General Motors durch USA und Kanada, sie halten 72,5% des Unternehmens, General Motors erhält dafür 50 Mrd. US-Dollar.
14.07.2009 – 17.07.2009	Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Citigroup, Bank of Amerika melden Milliardengewinne.
07.08.2009	Fannie Mae benötigt weitere staatliche Unterstützung in Höhe von 10,7 Mrd. US-Dollar. Freddie Mac befindet sich wieder in der Gewinnzone.
19.10.2009	Quelle steht vor dem endgültigen Aus.

02.11.2009	Commerzbank fährt milliardenschweren Verlust ein. Swiss Re erholt sich.
2009	Insgesamt sind über 115 amerikanische Banken insolvent.

Literaturverzeichnis

- Ahearne, A. / Gagnon, J. / Haltmaier J. / Kamin, S. (2002):** Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 726, June 2002.
- Barth, J. / Cordes, J. / Yezer, A. (1979):** Financial Institution Regulations, Redlining and Mortgage Markets; in: The Regulation of Financial Institutions, Conference Series 21, Federal Reserve Bank of Boston, S. 101 – 143.
Abgerufen unter www.bos.frb.org/economic/conf/conf21/conf21e.pdf am 30.06.10.
- Bastürk, B. (2009):** Rating-Agenturen, ihre Methoden und Risikobewertungen, in: Elschen, R. / Lieven, T. (Hrsg.): Der Werdegang der Krise – Von der Subprime zur Systemkrise, Gabler / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.
- Bauersfeld, T. (2007):** Gedeckte Instrumente zur Refinanzierung von Hypothekendarlehen – Eine Analyse von Mortgage Covered Bonds und Mortgage Backed Securities in europäischen Ländern, GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.
- Bayoumi, T. / Edison, H. (2002):** Is Wealth Increasingly Driving Consumption?, International Monetary Fund, World Economic Outlook – Recessions and Recoveries, April 2002, S. 74-85.
- Bischoff, J. (2008):** Globale Finanzkrise - Über Vermögensblasen, Realökonomie und die "neue Fesselung" des Kapitals, VSA Verlag, Hamburg, 2008.
- Bloss, M. / Ernst, D. / Häcker, J. / Eil, N. (2009):** Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise – Immobilienblase: Ursache, Auswirkungen, Handlungsempfehlungen, Oldenburg Wissenschaftsverlag GmbH, München.
- Bofinger, P. (2009):** Ist der Markt noch zu retten? Ullstein Buchverlage GmbH, Berlin.
- Calomiris, C. (2008):** The Subprime Turmoil: What's Old, What' New and What's Next, International Monetary Fund, Washington D.C..
- Canetti, E. (1960):** Masse und Macht, Claasen Verlag GmbH, Hamburg.

- Coval, J. / Jurek, J. / Stafford, E. (2009):** The Economics of Structured Finance; in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, No. 1, p. 3 – 25.
- Crimmann, A. / Wießner, F. (2009):** Wirtschafts- und Finanzkrise – Verschauf-pause dank Kurzarbeit, IAB-Kurzbericht 14/2009.
- Dell’Ariccia, G. / Igan, D. / Laeven, L. (2008):** Credit Booms and Lending Stan-dards: Evidence from the Subprime Mortgage Market, IMF Working Paper, WP/08/106.
- Dodd, R. / Mills, P. (2008):** Outbreak: U.S. Subprime contagion; in: Finance & Development, No. 2, Vol. 45, p. 14 – 18.
- Duisenberg, W. F. (2003):** New Economy, Finanzmärkte und Geldpolitik, Rede auf der Sitzung der Züricher Volkswirtschaftlichen Gesellschaft, Zürich, 19.05.2003
Abgerufen unter <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp030519.de.html> am 25.06.2010.
- Elschen, R. / Lieven, T. (2009):** Der Werdegang der Krise – Von der Subprime-zur Systemkrise, Gabler / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.
- Eucken, W. (2007):** Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 7. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Euro (2010):** Krimi um Milliarden Schäden, Nr. 09/2010, Finanzen Verlag GmbH, München, S. 78 - 83.
- Europäische Kommission (2009):** Mitteilung der Kommission – Europäische Fi-nanzaufsicht, KOM (2009) 252, Brüssel.
- Fender, I. / Mitchell, J. (2005):** Strukturierte Finanzierungen: Komplexität, Risi-ken und die Rolle von Ratings, in: BIZ Quartalsbericht Juni 2005, S. 77 – 91.
- Fenzel, T. (2009):** Die Massenpsychologie der Finanzmarktkrise – US-Immobilienblase, Subprime Disaster, Schulden-Bubble und ihre Auswirkun-gen, Springer-Verlag, Wien.
- Fleckenstein, W. / Sheehan, F. (2008):** Greenspan’s Bubbles, Mc Graw Hill, New York.
- Frame, W. / White, L. (2005):** Fussing and Fuming over Fannie and Freddie: How Much Smoke, How Much Fire?; in: Journal of Economic Perspectives, Vol, 19, No. 2, S. 159 – 184.

- Frank, S. (2009):** Die Weltvernichtungsmaschine, CONTE Verlag, Saarbrücken.
- Gerardi, K. / Goette, L. / Meier, S. (2009):** Financial Literacy and Mortgage Outcomes, Vortrag auf der American Economic Association, 5. Januar, San Francisco.
- Guidolin, M. / La Jeunesse, E. (2007):** The Decline in the U.S. Personal Saving Rate: Is It Real and Is It a Puzzle?, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/Dezember 2007, 89 (6), S. 491-514.
- G-20 (2009):** Leader Statement – The Global Plan for Recovery and Reform.
Abgerufen unter http://www.g20.org/pub_communicues.aspx am 01.08.2010.
- Hank, R. (2009):** Der amerikanische Virus, Karl Blessing Verlag, München.
- Hellerforth, M. (2009):** Die globale Finanzmarktkrise – Ursachen und Auswirkungen auf die Immobilien- und Realwirtschaft, 1. Auflage, Hammonia-Verlag GmbH, Hamburg.
- Hiebert, P. / Roma, M. (2010):** Relative House Price Dynamics Across Euro Area and US Cities – Convergence or Divergence?, European Central Bank, Working Paper Series, No 1206, 2010.
- Huth, T. (2009):** Aggressives Marketing von Banken und Finanzvermittler, in: Elschen, R. / Lieven, T. (Hrsg.): Der Werdegang der Krise – Von der Subprime zur Systemkrise, Gabler / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.
- Issa, D. (2010):** The Role of Government Affordable Housing Policy in Creating the Global Financial Crisis in 2008; Staff Report, U.S. House of Representatives, Committee on Oversight and Government Reform, Mai 2010.
- Jarrett, P. (2006):** US current account: Dealing with the deficit, OECD Observer, No. 255.
Abgerufen unter http://www.oecdobserver.org/news/fullstory.php/aid/1896/US_current_account:_Dealing_with_the_deficit.html, am 16.07.2010.
- Joint Center for Housing Studies (2007):** The State of Nation's Housing, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, Cambridge, Massachusetts.
- Joint Center for Housing Studies (2008):** The State of Nation's Housing, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, Cambridge, Massachusetts.
- Kitzmann, A. (2009):** Massenpsychologie und Börse – So bestimmen Erwar-

- tungen und Gefühle Kursverläufe, Gabler / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.
- Kofner, S. (2009):** Die Hypotheken- und Finanzmarktkrise, Fritz Knapp Verlag GmbH, Frankfurt am Main.
- Krassin, A. / Tran, T. / Lieven, T. (2009):** Asset Backed Securities (ABS) und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Finanzkrise, in: Elschen, R. / Lieven, T. (Hrsg.): Der Werdegang der Krise – Von der Subprime- zur Systemkrise, Gabler / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.
- Leuschel, R. / Vogt, C. (2004):** Das Greenspan-Dossier, 2. erweiterte Auflage, FinanzBuch Verlag GmbH, München.
- Litan, R. / Retsinas, N. / Belsky, E. / White Haag, S. (2000):** The Community Reinvestment Act After Financial Modernization: A Baseline Report; The United States Department of Treasury, April 2000.
Abgerufen unter www.ustreas.gov/press/releases/docs/crareport.pdf, am 30.07.10.
- Marquis, M. (2002):** What's Behind the Low U.S. Personal Saving Rate?; in: FRBSF Economic Letter, No. 2002-09, Economic Research, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- McKinley, V. (1994):** Community Reinvestment Act – Ensuring Credit Adequacy or Enforcing Credit Allocation?; in: Regulation, Vol. 17, No. 4, p. 25 – 37.
- Mishkin, F.S. (2007):** The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 8. Auflage, Pearson Education, Boston.
- Mock, M. / Zimmermann, J. (2008):** Asset Backed Securities und die Subprime-Krise, Deutscher Bundestag, Wissenschaftliche Dienste Nr. 64/08.
Abgerufen unter www.bundestag.de/dokumente/analysen/2008/subprime_krise.pdf, am 16.08.2010.
- Nothhaft, F. E. (2004):** The Contribution of Home Value Appreciation to US Economic Growth, Freddie Mac, Mc Lean, VA, USA, in: Urban Policy and Research, Vol. 22, No. 1, S. 23-34.
- o.V. Commodity Futures Modernization Act (2000):** H.R. 5660, 106th Congress, 2d Session

Abgerufen unter www.cftc.gov/ucm/groups/public/.../documents/.../ogchr5660.pdf, am 17.08.10.

o.V. Zero Downpayment Act (2004): H.R. 3755 Report No. 108-748

Abgerufen unter <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c108:H.R.3755>, am 31.07.10.

Palley, T. (2010): Das erschöpfte Paradigma Amerikas: Makroökonomische Ursachen der Finanzkrise und der Großen Rezession, IPG – Internationale Politik und Gesellschaft, Nr. 1, S. 11-35.

Park, K. (2008): Subprime Lending and the Community Reinvestment Act, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, No. 08-2, November 2008, Cambridge, Massachusetts.

Pelzmann, L. (2006): Wirtschaftspsychologie – Behavioral Economics, Behavioral Finance, Arbeitswelt, 4. unveränderte Auflage, Springer-Verlag, Wien.

Rosen, H. (2001): Aktuelle Wirtschaftstrends in den Vereinigten Staaten, in: Die Clinton-Präsidentschaft – ein Rückblick, Bierling, S. / Meier-Walser, R. (Hrsg.), Akademie für Politik und Zeitgeschehen, Hanns-Seidel-Stiftung e.V., München.

Sachverständigenrat (2008): Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahrgutachten 2008/2009, Bonifatius GmbH Buch-Druck Verlag, Paderborn.

Schwintowski, H.-P. (2009): Finanzmarktkrise: Ursachen, Grundsatzfragen, institutionelle Konsequenzen, in: Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Schriften zum Europäischen und Internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht, Grundmann, S. / Hofmann, C. / Möslin F. (Hrsg.), Band 32, De Gruyter, Berlin.

Sinn, H.-W. (2009): Kasino-Kapitalismus, 2. überarbeitete Auflage, Ullstein Buchverlage GmbH, Berlin.

Soros, G. (2010): Der Blick geht nach vorn – Fünf Grundpfeiler der Märkte von morgen, 1. Auflage, FinanzBuch Verlag, München.

Soros, G. (2008): The Crash of 2008 and What it Means – The new Paradigm for Financial Markets, Public Affairs, New York.

- Soros, G. (2003):** The Alchemy of Finance – Reading the Mind of the Market, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Storbeck, O. (2009):** Die Jahrhundertkrise – Über Finanzalchemisten, das Versagen der Notenbanken und John Maynard Keynes, Schäffer-Pöschel Verlag, Stuttgart.
- Taleb, N. N. (2010):** Der Schwarze Schwan – Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse, Deutscher Taschenbuch Verlag GmbH & Co. KG, München.
- Weber, A. (2007):** Globale Ungleichgewichte – Theorien und Fakten, Festvortrag anlässlich der Verleihung der Ehrendoktorwürde der Universität Duisburg-Essen
Abgerufen unter www.bundesbank.de/download/presse/.../20070628.web_ercxy.pdf, am 23.06.2010.
- White, L. J. (2010):** Markets – The Credit Rating Agencies, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 24, No 2, p 211-226.
- Zeise, L. (2009):** Ende der Party – Die Explosion im Finanzsektor und die Krise der Weltwirtschaft, 2. aktualisierte und erweiterte Auflage, PapyRossa Verlags GmbH & Co. KG, Köln.

Internetquellen

Bea/current account (2010):

<http://www.bea.gov/international/xls/1982-2008table.xls>, abgerufen am 16.07.2010.

Bentsen, L. (1993): Press Briefing, White House

http://clinton6.nara.gov/1993/12/1993-12-08-briefing-by-bentsen-and_rubin.text.html, abgerufen am 20.07.2010.

Bernanke, B. (2002): Deflation: Making Sure „It“ Doesn't Happen Here, Rede vor dem National Economists Club, 21. November 2002, Washington D.C.

Abgerufen unter <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>, am 02.08.10.

Bloomberg/LIBOR (2010):

<http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=US0003M:IND>, abgerufen am 07.09.2010.

Bloomberg/TED Spread (2010):

<http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=.TEDSP:IND>, abgerufen am 07.09.10.

BLS/CPI (2010):

<ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpi.ai.txt>, abgerufen am 01.08.2010.

BLS/ILC Tables (2010): Table 1 Unemployment rates adjusted to U.S. concepts, 10 countries, seasonally adjusted, 2008-2010

Abgerufen unter <http://www.bls.gov/fls/#data>, am 30.08.2010.

Bundesbank/Leitzinsen (2010):

http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?lang=de&open=zinsen&func=row&tr=SU0202, abgerufen am 01.08.2010.

Bundesregierung (2009): Unternehmen halten in Krise an Mitarbeitern fest, Magazin für Soziales, Familie und Bildung, Nr. 077, 07/2009.

Abgerufen unter: <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Magazine/MagazinSozialesFamilieBildung/077/s-c-unternehmen-halten-in-krise-an-mitarbeitern-fest.html>, am 30.08.10.

Bush, G. (2002): President Calls for Expanding Opportunities to Home Ownership.

Abgerufen unter <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2002/06/20020617-2.html>, am 29.07.10.

Bush, G. (2003): Expanding Homeownership

Abgerufen unter <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/infocus/achievement/chap7.html>, am 23.07.2010.

Bush, G. (2004a): Fact Sheet: America's Ownership Society: Expanding Opportunities.

Abgerufen unter <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2004/08/20040809-9.html>, am 23.07.10.

Bush, G. (2004b): Fact Sheet: Dismantling the Barriers to Homeownership.

Abgerufen unter <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2004/03/20040326-5.html>, am 23.07.10.

Census (2009): Tabelle 22.

<http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/annual09/ann09ind.html>, abgerufen am 20.07.2010.

Census (2010): Housing Vacancies and Homeownership (CPS/HVS), Table 14. Homeownership Rates for the US and Regions:1965 to Present.

Abgerufen unter <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/historic/index.html>, am 20.07.10.

Destatis/Insolvenzen (2010):

<http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Statistiken/UnternehmenGewerbeInsolvenzen/Insolvenzen/Aktuell,templateId=renderPrint.psml>, abgerufen am 29.08.10

Destatis/Insolvenztabelle (2010):

<http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Navigation/Statistiken/UnternehmenGewerbeInsolvenzen/Insolvenzen/Tabelle.psml>, abgerufen am 29.08.10.

Destatis/Konjunkturindikatoren (2010):

http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Statistiken/Zeitreihen/WirtschaftAktuell/Schluesselindikatoren/UmsatzVerarbeitendesGewerbe/liste_verums,templateId=renderPrint.psml, abgerufen am 29.08.2010.

Destatis/VGR (2010): Tabelle 81000-0009.

https://www-genesis.destatis.de/genesis/online;jsessionid=AADA4511ABE7CE0A9E0E71752E4F2FCF.tomcat_GO_2_1?operation=abrufabelleAbrufen&levelindex=1&levelid=1277300125776&index=9, abgerufen am 18.07.10.

Destatis/Wohnsituation (2010):

<http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Statistiken/BauenWohnen/Wohnsituation/Tabellen/Content75/EntwicklungEigentuemersquote,templateId=renderPrint.psml>, abgerufen am 29.08.2010.

EU-Zwischenprognosen (2009): EU-Zwischenprognosen für 2009-2010: deutliche Konjunkturabschwächung, aber leichte Erholung noch vor Jahresende 2009, IP/09/67, Brüssel.

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/67&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>, abgerufen am 16.07.2010.

FAZ (2010): Das Gespenst des „Double-Dip“ geht um, 11.06.2010.

Abgerufen unter <http://www.faz.net/s/Rub050436A85B3A4C64819D7E1B05B60928/Doc~E99B49EB8F1C84D518C666BD6635BD889~ATp1~Ecommon~Scontent.html>, am 01.09.2010.

Fanniema (2010):

<http://www.fanniema.com/kb/index?page=home&c=aboutus>, abgerufen am 21.07.2010.

Federalreserve (2009):

<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/20091210/>, abgerufen am 22.07.10.

Federal Reserve (2010):

<http://www.federalreserve.gov/dcca/cra/>, abgerufen am 22.07.2010.

Federal Reserve/banking (2010):

www.ny.frb.org/banking/regrept/BIATR.pdf; abgerufen am 31.08.2010.

Federal Reserve/H15_FF_O (2010):

http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Annual/H15_FF_O.txt, abgerufen am 30.07.2010.

Federal Reserve/interestonly (2010):

http://www.federalreserve.gov/pubs/mortgage_interestonly/, abgerufen am 28.07.2010.

Freddie Mac (2010a):

http://www.freddiemac.com/corporate/company_profile/our_business/securities.html, abgerufen am 21.07.2010.

Freddie Mac (2010b):

http://www.freddiemac.com/corporate/company_profile/, abgerufen am 25.07.10.

Freddie Mac/refinance (2010):

http://www.freddiemac.com/news/finance/refi_archives.htm, abgerufen am 25.07.2010.

FTD (2010): Double-Dip: US-Wirtschaft verliert 125.000 Stellen, 02.07.2010.

Abgerufen unter <http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/anleihen-devisen/double-dip-us-wirtschaft-verliert-125-000-stellen/50138130.html>, am 01.09.2010.

Ginnie Mae (2010):

<http://www.ginniemaegov/about/history.asp?subTitle=About>, abgerufen am 22.07.10.

Greenspan, A. (2004): Understanding household debt obligations, Rede auf der Credit Union National Association 2004 Governmental Affairs Conference, Washington, D.C.

Abgerufen unter <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040223/default.htm>, am 14.08.2010.

Greenspan A. (2005): Consumer Finance, Rede auf der Federal Reserve System's Fourth Annual Community Affairs Research Conference, Washington, D.C.

Abgerufen unter <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050408/default.htm>, am 14.08.2010.

Handelsblatt (2010): US-Konjunktur: Angst vor dem Double-Dip, 05.07.2010

Abgerufen unter <http://www.handelsblatt.com/politik/international/us-konjunktur-angst-vor-dem-double-dip;2613066>, am 01.09.2010.

Harris, C. (1951): History and Policies of the Home Owners' Loan Corporation.

Abgerufen unter www.nber.org/papers/c3215.pdf, am 23.08.2010.

HUD (2010):

http://portal.hud.gov/portal/page/portal/HUD/about/hud_history, abgerufen am 31.07.2010.

o.V. CDFA (2010): Community Reinvestment Act (CRA) – Fact Sheet.

Abgerufen unter www.cdfa.net/cdfa/cdfaweb.../CDFA%20Fact%20Sheet%20CRA.pdf, am 20.07.2010.

o.V. economagic.com/fhfb (2010):

http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/fhfb/mirs_t9c10, abgerufen am 03.08.2010.

o.V. economagic/frm30 (2010):

<http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/FreddieMac/frm30rate>, abgerufen am 03.08.2010.

o.V. economagic/arm1 (2010):

<http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/FreddieMac/arm1rate>, abgerufen am 03.08.2010.

o.V. Federal Reserve Act (2010):

<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>, abgerufen am 30.07.2010.

o.V. Finanzen (2010):

http://www.finanzen.net/index/Nasdaq_100/Hochtief%20/%20Zahlen%20Jahresende, abgerufen am 18.07.10.

o.V. Finanzen/chronik (2010):

http://www.finanzen.net/top_ranking/?inRanking=42&inPos=25, abgerufen am 15.08.2010.

o.V. Monetary Policy Report (2003):

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2003/july/ReportSection1.htm>, abgerufen am 27.07.2010.

o.V. Newhouseflip (2010):

<http://www.newhouseflip.com/>, abgerufen am 02.08.2010.

o.V. Sozialpolitik/Arbeitslosenzahlen (2010):

http://www.sozialpolitik-aktuell.de/tl_files/.../abbIV31.pdf, abgerufen am 05.09.2010.

Reuters (2008): Greenspan, Bush to blame for U.S. crisis: Stiglitz, 27.04.2008.

Abgerufen unter <http://www.reuters.com/article/idUSL271909632008042>, am 18.07.2010.

SoFFin (2010):

<http://www.soffin.de/de/soffin/>, abgerufen am 05.09.10.

Standard & Poor's (2009): Press Release – Home Prices on an Upswing in the Second Quarter of 2009 According to the S&P/Case-Shiller Home Price Indices.

Abgerufen unter www2.standardandpoors.com/.../index/CSHomePrice_Release_082562.pdf, am 20.07.10.

Standard & Poor's/ratings (2010):

<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245217938544#ID1175>, abgerufen am 14.08.2010.

Statistica/Arbeitslosenquote (2010):

<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/37473/umfrage/arbeitslosenquote-2008-und-im-juli-2009-in-der-oecd/>, abgerufen am 06.09.2010.

Süddeutsche (2008): US-Wahlkampf – Obama gibt Bill Clinton Schuld an Finanzkrise, 28.03.2008

Abgerufen unter <http://www.sueddeutsche.de/politik/2.220/us-wahlkampf-obama-gibt-bill-clinton-schuld-an-finanzkrise-1.280741>, am 17.07.10.

Tagesschau (2008): Interview zur Finanzmarktkrise – „Die Gier ist Schuld“, 16.09.2008.

Abgerufen unter <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/thielemann100.html>, am 17.07.10.

Tagesschau (2010): Strengere Regeln für die Finanzwelt, 12.09.2010.

Abgerufen unter <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/basel106.html> am 13.09.2010.

US Courts / Bankruptcy Statistics (2010):

<http://www.uscourts.gov/Statistics/BankruptcyStatistics.aspx>, abgerufen am 10.09.10.

Weicher, J. (2004): HUD Testimony, Statement of John C. Weicher, Assistant Secretary for Housing - Federal Housing Commissioner, U.S. Department of Housing and Urban Development, Before the United States House of Representatives, Housing and Community Opportunity Subcommittee.

Abgerufen unter <http://www.hud.gov/offices/cir/test032404.cfm>, am 27.07.10.

Welt (2008): Experte gibt Banken Schuld an Finanzkrise, 22.03.2008.

Abgerufen unter http://www.welt.de/finanzen/article1826830/Experte_gibt_Banken_Schuld_an_Finanzkrise.html, am 18.07.2010.

Willis, G. (2004): Breaking the barriers to home ownership, CNN Money, 19.02.2004.

Abgerufen unter http://money.cnn.com/2004/02/18/pf/willis_tips/, am 02.08.2010.

Zeit (2010): Finanzkrise – Greenspan und die Schuld der Anderen, 07.04.2010.

Abgerufen unter <http://www.zeit.de/wirtschaft/2010-04/greenspan-kongress-untersuchungs-ausschuss?page=2>, am 17.07.2010.

Bisher erschienen:

- Heft 1:** Günther Seeber, Helmut Keller
Kooperatives Marketing in Bildungsträgernetzwerken
Januar 2003, 37 Seiten, ISBN 3-937727-00-0
- Heft 2:** Martin Reckenfelderbäumer, Michael Welling
Fußball als Gegenstand der Betriebswirtschaftslehre.
Leistungstheoretische und qualitätspolitische Grundlagen
März 2003, 87 Seiten, ISBN 3-937727-01-9
- Heft 3:** Sabine Boerner, Diether Gebert, Ralf Lanwehr, Joachim G. Ulrich
Belastung und Beanspruchung von Selbständigen und Angestellten
August 2003, 19 Seiten, ISBN 3-937727-02-7
- Heft 4:** Dirk Sauerland, Sabine Boerner, Günther Seeber
Sozialkapital als Voraussetzung von Lernen und Innovation
Dezember 2003, 64 Seiten, ISBN 3-937727-03-5
- Heft 5:** Helmut Keller, Peter Beinborn, Sabine Boerner, Günther Seeber
Selbstgesteuertes Lernen im Fernstudium.
Ergebnisse einer Studie an den AKAD Privathochschulen
September 2004, 61 Seiten, ISBN 3-937727-04-3
- Heft 6:** Günther Seeber u. a.
Betriebliche Weiterbildung in Rheinland-Pfalz.
Eine Analyse der Daten des IAB-Panels für 2001
September 2005, 44 Seiten, ISBN 3-937727-68-X
- Heft 7:** Seon-Su Kim, Martina Schmette, Dirk Sauerland
Studium im Wandel?! Die Erwartungen der Studierenden an betriebswirtschaftliche Erst- und Weiterbildungsstudiengänge.
Teil I: Die Wahl von Hochschultyp und Studienabschluss beim Erststudium: Motive, Erwartungen und Einschätzungen der Studierenden
Dezember 2005, 85 Seiten, ISBN 3-937727-69-8
-

Schriften der Wissenschaftlichen Hochschule Lahr

- Heft 8:** Martina Schmette, Seon-Su Kim, Dirk Sauerland
Studium im Wandel?! Die Erwartungen der Studierenden an betriebswirtschaftliche Erst- und Weiterbildungsstudiengänge.
Teil II: Zur Notwendigkeit wissenschaftlicher Weiterbildung: Die Nachfrage nach Weiterbildungsstudiengängen und ihre Determinanten
Dezember 2005, 87 Seiten, ISBN 3-937727-70-1
- Heft 9:** Tristan Nguyen, Robert D. Molinari
Versicherungsaufsicht in Deutschland –
Zur Notwendigkeit der Versicherungsregulierung
in der Marktwirtschaft
Januar 2009, 74 Seiten, ISBN 978-3-86692-014-9
- Heft 10:** Robert D. Molinari, Tristan Nguyen
Risikotheoretische Aspekte bei der Solvabilitätsregulierung von
Versicherungsunternehmen
Januar 2009, 74 Seiten, ISBN 978-3-86692-015-6
- Heft 11:** Tristan Nguyen, Robert D. Molinari
Analyse unterschiedlicher Konzeptionen zur
Solvabilitätsregulierung
Februar 2009, 83 Seiten, ISBN 978-3-86692-016-3.
- Heft 12:** Tristan Nguyen
Rechtliche Analyse der Forderungsabtretung im grenzüberschreitenden Verkehr
Februar 2009, 73 Seiten, ISBN 978-3-86692-017-0
- Heft 13:** Tristan Nguyen, Philipp Molinari
Jahresabschluss von Versicherungsunternehmen nach internationalen Rechnungslegungsstandards
März 2009, 119 Seiten, ISBN 978-3-86692-018-7
- Heft 14:** Björn Reitzenstein
Marktrisikoprämie und Inflation
Juni 2009, 94 Seiten, ISBN 978-3-86692-019-4
- Heft 15:** Andreas Otte, Tristan Nguyen (Hrsg.) / mit Beiträgen von
Sonja Gerber, Stephan Richter und Karina Schuck
Nuklearmedizinische Ansätze in der klinischen Forschung
November 2009, 80 Seiten, ISBN 978-3-86692-114-6
-

Schriften der Wissenschaftlichen Hochschule Lahr

- Heft 16:** Andreas Otte, Tristan Nguyen (Hrsg.) / mit Beiträgen von Maria Siskou, Diana Lieber, Michael Barsch, Abdo Konur und Oliver Matzke
Risiken und Nebenwirkungen von Arzneimitteln
Dezember 2009, ISBN 978-3-86692-115-3
- Heft 17:** Andreas Otte
Die Fourier-Transformation und ihre Bedeutung für die biomedizinische Systemtechnik
Januar 2010, ISBN 978-3-86692-116-0
- Heft 18:** Stephan Schöning / Jan Christian Rutsch
Theoretische Analyse der Krise auf den Verbriefungsmärkten und Ableitung von Maßnahmen zur Revitalisierung des Marktes für True Sale-Transaktionen in Deutschland
März 2010, 978-3-86692-020-0
- Heft 19:** Christian Arnold
Der Prozess der Risikobewertung durch die Entscheidungsträger während der Anbahnung von Vertriebskooperationen
April 2010, ISBN 978-3-86692-021-7
- Heft 20:** Tristan Nguyen und Jan Kern
Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen nach IFRS und BilMoG
Juni 2010, ISBN 978-3-86692-147-4
- Heft 21:** Patrick Siegfried
Angewandtes Service Engineering für KMU
Juli 2010, ISBN 978-3-86692-157-7
- Heft 22:** Thomas Ach
Mit einem Geleitwort von Andreas Otte und Tristan Nguyen
„Off-label“ und Arzneimittelzulassung: eine (un)mögliche Kombination
September 2010, ISBN 978-3-86692-176-4
- Heft 23:** Paul Ilten
Outsourcing-Entscheidungen – Eine Bewertung aus multitheoretischer Sicht
Oktober 2010, ISBN 978-3-86692-177-1
-

Heft 24: Frank Kastner
Mit einem Geleitwort von Herrn Prof. Dr. Tristan Nguyen
Verbriefung lebensversicherungstechnischer Risiken
Oktober 2010, ISBN 978-3-86692-179-5

Heft 25: Bianca Badek
Mit einem Geleitwort von Herrn Prof. Dr. Tristan Nguyen
Ursachen der Immobilienkrise in den USA
Oktober 2010, ISBN 978-3-86692-180-1

Die Hefte stehen zum Teil auch kostenlos als pdf-Dateien zum Download zur Verfügung unter: <http://www.akad.de/WHL-Schriftenreihe.192.0.html>.

