

Westfälische Wilhelms-Universität  
(Winter) Semester 2009/10  
Institut für Politikwissenschaft  
Bachelorarbeit  
Erstkorrektor: Prof. Dr. Konegen  
Zweitkorrektor: Prof. Dr. Wittkämper

## **Ursachen und Verlauf der Finanz- und Weltwirtschaftskrise – Versuch einer Beschreibung und Analyse**

Christopher Köchling  
Schützenstraße 32  
48147 Münster  
E-Mail: [Christopher.Koechling@gmx.de](mailto:Christopher.Koechling@gmx.de)  
Matrikelnummer: 339 707

Bachelor of Arts: Public Administration  
Bachelor of Science: European Studies  
Minor: International Management  
6. Fachsemester  
Abgabedatum: 04.01.2010

# INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....	1
1 PROBLEMSTELLUNG UND METHODISCHES VORGEHEN.....	2
2 ENTSTEHUNG DER IMMOBILIENKRISE .....	
2.1 Niedrigzinspolitik der US- Zentralbank.....	4
2.2 Billige Kredite und der einhergehende Immobilienboom.....	6
2.3 Platzen der Immobilienblase .....	7
2.4 Das globale Ungleichgewicht.....	9
3 VON DER IMMOBILIENKRISE ZUR INTERNATIONALEN FINANZKRISE .....	
3.1 Asset- Backed Securities.....	11
3.2 Mortgage- Backed Securities .....	14
3.3 Collateralized Debt Obligation.....	14
3.4 Ursachen für die internationale Ausdehnung der Krise.....	16
4 DIE ROLLE DER ZWECKGESELLSCHAFTEN.....	
4.1 Fristentransformation .....	19
5 DIE ROLLE DER RATINGAGENTUREN.....	
5.1 Bedeutung .....	22
5.2 Rolle in der aktuellen Finanzkrise.....	25
5.3 Problempunkte in der aktuellen Ratingpraxis .....	26
5.3.1 Interessenkonflikt.....	27
5.3.2 Mangelnder Wettbewerb .....	28
5.3.3 Probleme im Ratingprozess .....	29
6 DIE ROLLE DER HEDGEFONDS.....	30
7 FAZIT/ ZUSAMMENFASSUNG .....	33
LITERATURVERZEICHNIS .....	36
ERKLÄRUNG ÜBER PLAGIATE .....	40

## Abkürzungsverzeichnis

ABCP	Asset Backed Commercial Paper
ABS	Asset Backed Securities
CDO	Collateralized Debt Obligation
CP	Commercial Paper
FED	US- Zentralbank
HRE	Hypo Real Estate Group
LTCM	Long Term Capital Management
MBS	Mortgage- Backed Securities
SIV	Structured Investment Vehicles
SPV	Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft)

# **1. Problemstellung und methodisches Vorgehen**

## **1.1 Problemstellung**

Seit Frühjahr 2007 sieht sich die Weltwirtschaft einem Ereignis ausgesetzt, das als Immobilienkrise begann und sich längst zu einer internationalen Finanzkrise entwickelt hat. Aktuell stecken wir mitten in der schwersten Finanzkrise seit den 1930er Jahren. Die Krise ist bisher in ihrer internationalen Tragweite im Vergleich zu vorherigen Krisen beispiellos.<sup>1</sup> Ein globaler Zusammenbruch der Finanzsysteme konnte nur durch das massive Eingreifen der Zentralbanken und Regierungen abgewendet werden. Das Vertrauen in die Stabilität der internationalen Finanzmärkte nahm im Zuge des Zusammenbruchs der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 erheblichen Schaden. Die seit 2007 anhaltende Krise am US- amerikanischen Markt für verbriefte Hypothekenforderungen und die sich daraus entwickelte internationale Finanzkrise sind von verschiedenen Marktteilnehmern und Umständen an den Finanzmärkten verursacht, verstärkt und global ausgebreitet worden. Die Finanzkrise hat verdeutlicht, wie eng verzahnt die weltweiten Finanzmärkte sind, wie schnell die als sicher geltende Geschäftsmodelle in Frage gestellt werden und in welchem Ausmaß Summen in spekulativen Investments gehalten wurden.<sup>2</sup>

Die Zielsetzung der vorliegenden Bachelorarbeit ist es, ein möglichst umfassendes Bild darüber zu geben, wie genau es zur Finanz- und Weltwirtschaftskrise kommen konnte. Um aus den Turbulenzen an den Finanzmärkten Lehren für die Zukunft zu ziehen, wird eine umfangreiche Beschreibung und Analyse der Ursachen der Finanzmarktkrise benötigt. Im Verlauf der vorliegenden Bachelorarbeit wird deutlich werden, dass es keinen direkten Verursacher gibt, denn erst durch die Konstellation und Verstrickung verschiedener Akteure und Finanzmarktinstrumente wurde die Krise ermöglicht. Die Krise lässt daher sich auf ein Geflecht verschiedener maßgeblicher Fehlentwicklungen zurückführen.

Im Rahmen dieser Bachelorarbeit möchte der folgenden zentralen Fragestellung nachgehen: Wie war es möglich, dass aus einer großen Anzahl von faulen Hypothekenkrediten eine Subprimekrise entstehen konnte, die eine Finanzkrise hervorrief und schließlich in einer Weltwirtschaftskrise endete?

---

<sup>1</sup> Monatsbericht EZB, (2009aai), S.71.

<sup>2</sup> Rudolph, Bernd: S.1.

## **1.2 Methodisches Vorgehen**

Das Ursachenbündel für die aktuelle Finanzkrise ist komplex und resultiert aus dem Zusammenwirken verschiedener krisenverursachender Faktoren.

Im Hauptteil der Bachelorarbeit (Abschnitt 2-6) soll möglichst exakt versucht werden herauszustellen, wie es zu einer derartig gefährlichen Situation an den Finanzmärkten kommen konnte.

Neben den mikroökonomischen Aspekten, die ich im späteren Verlauf meiner Arbeit analysiere, werde ich zunächst in Abschnitt 2 die Ursachen auf makroökonomischer Ebene beleuchten. Dieser Abschnitt beschäftigt sich mit der Entstehung der Immobilienkrise und analysiert, welche Voraussetzungen bestehen mussten, damit es zu dieser Krise kommen konnte. Der Ursprung der aktuellen Finanzkrise liegt an der Jahrtausendwende und beginnt mit den amerikanischen Immobilien. Als Ausgangspunkt und somit zeitliche Abgrenzung für diese Bachelorarbeit steht die in Abschnitt 2.1 dargestellte und untersuchte Zinspolitik der FED ab 2002. Abschnitt 2.2 beschreibt die Auswirkungen der Geldpolitik auf das Subprime- Segment im amerikanischen Immobilienmarkt. Abschnitt 2.3 skizziert die beginnende Abwärtsspirale mit dem einhergehenden Platzen der Immobilienblase. Denn neben den billigen Zinsen haben auch die dauerhaften Kapitalströme von Asien in die USA den Kreditboom stark gefördert. Als weitere Ursache auf makroökonomischer Ebene wird daher in Abschnitt 2.4 der Bachelorarbeit auf das Leistungsbilanzdefizit der USA eingegangen.

Abschnitt 3 zeigt auf, wie aus der lokal begrenzten Immobilienkrise eine globale Finanzmarktkrise mit derartigem Ausmaß werden konnte. Verantwortlich dafür sind die neuartigen Techniken der Verbriefung, insbesondere die Verbriefung mittels Asset Backed Securities (ABS). Da es sich hierbei um ein komplexes Finanzierungsinstrument handelt, wird in Abschnitt 3.1 zunächst dessen Funktionsweise erläutert. In Abschnitt 3.2 und 3.3 werden die für die Krise bedeutenden Untergruppen der ABS erklärt. Abschnitt 3.4 verdeutlicht die Auswirkungen des Zusammenbruchs des Marktes für Forderungsverbriefungen auf die Kreditinstitute.

Abschnitte 4 bis 6 beleuchteten die verschiedenen Marktteilnehmer, die mit den in Abschnitt 3 dargestellten strukturierten Produkten, im Rahmen der Finanzkrise, in Berührung standen. Dies sind insbesondere Zweckgesellschaften (Abschnitt 4), Ratingagenturen (Abschnitt 5) und Hedgefonds (Abschnitt 6).

Die Ausführungen schließen mit einer thesenartigen Zusammenfassung in der die

wichtigsten Erkenntnisse der Bachelorarbeit kompakt dargestellt werden.

## **2. Entstehung der Immobilienkrise**

### **2.1 Niedrigzinspolitik der US-amerikanischen Zentralbank**

Die Federal Reserve System (FED) hat über Jahre hinweg mit seiner expansiven Zinspolitik enorme Anreize für alle Finanzmarktakteure geschaffen, ihre Eigenkapitalrendite durch einen extrem hohen Fremdfinanzierungsgrad zu steigern.<sup>3</sup> Durch diese Art der Zinspolitik wurde in den USA ein makroökonomisches Umfeld geschaffen, welches die Übertreibungen an den Finanzmärkten stark begünstigt hat.<sup>4</sup> Die FED ist ein monopolistischer Anbieter, der die Entscheidungsmacht für die Liquiditätsbereitstellung durch das Finanzsystem bereithält.

Die FED aber auch insbesondere die Bank von Japan, haben durch ihre Zinspolitik maßgeblich zur hohen Liquidität beigetragen. Betrachtet man die wirtschaftliche Entwicklung rückblickend von 2002 bis 2005, so kommt die Frage auf, ob die niedrigen Leitzinsen überhaupt zu rechtfertigen sind.<sup>5</sup> Daher möchte ich im Folgenden der Frage nachgehen, in wie weit die von der FED betriebene Zinspolitik in diesem Zeitraum für die aktuelle Krise an den Finanzmärkten verantwortlich ist? Ein häufig benutztes Hilfsmittel zur Beurteilung der Geldpolitik ist die Taylor-Regel. Die von Taylor entdeckte Regel versucht herauszustellen, nach welchen Gesetzmäßigkeiten die amerikanische Notenbank den Zielwert für den kurzfristigen Zinssatz auf dem Geldmarkt festlegt.

Die geldpolitische Regel besagt, dass die FED den kurzfristigen Zinssatz in Abhängigkeit von der jeweils aktuellen Konjunkturlage und Inflationsrate setzen sollte. In ihrer klassischen Form folgt aus ihr: „Für jeden Prozentpunkt, den die Teuerungsrate über das Inflationsziel der Notenbank klettert, steigen die Leitzinsen um 150 Basispunkte und umgekehrt. Für jeden Prozentpunkt, den die tatsächliche Wirtschaftsleistung unter dem Produktionspotenzial liegt, sinken sie um 50 Basispunkte und umgekehrt.“<sup>6</sup>

Die Taylor-Regel bietet einen gewissen Anhaltspunkt zur Beurteilung der Zinspolitik. Bei Anwendung der Regel für diesen Zeitraum hat sich gezeigt, dass für die Jahre 2002-2005 eine deutlich zu expansive Geldpolitik durch die FED

---

3 Jahresgutachten 2007/08: S.125.

4 Jahresgutachten 2007/08: S.89.

5 Storbeck, Olaf: 2008, S.1.

6 Storbeck, Olaf: 2008, S.1.

betrieben wurde.<sup>7</sup> Die Federal Reserve hielt trotz des wirtschaftlichen Aufschwungs in den USA ab Anfang 2002 an ihrer expansiven Zinspolitik fest. Es hat sich herausgestellt, dass der kurzfristige Zinssatz in diesem Zeitraum signifikant niedriger war als der Taylor- Zinssatz.<sup>8</sup> Diese Erkenntnis gilt nicht ausschließlich für die USA, sondern ebenfalls für das Europäische Währungsgebiet, wenngleich in einem geringeren Ausmaß.

Kritiker führen an, Taylors Perspektive zur Beurteilung der Geldpolitik sei nicht für alle Situationen gleichermaßen angemessen.<sup>9</sup> Im Rahmen dieser Regel werden die Zinsentscheidungen nämlich rückblickend beurteilt. Es wird also mit den tatsächlichen Werten von Inflation und Wirtschaftswachstum gemessen. Zum genauen Zeitpunkt der jeweiligen Zinsentscheidung haben die Notenbanken noch nicht die tatsächlichen Kennzahlen, sondern lediglich die Prognosen. Konsequenterweise müsste man daher im Nachhinein den Blick aus der Sicht der Notenbanken zum Zeitpunkt der jeweiligen Zinsentscheidung einnehmen.<sup>10</sup>

Analysiert man jedoch die Leitzinsentscheidungen der FED in der Vergangenheit, so wird in der Mehrzahl der Fälle deutlich, dass es für die Ergebnisse irrelevant ist, ob die tatsächlichen Kennzahlen oder die Prognosen verwendet werden.<sup>11</sup>

Betrachten wir den relevanten Zeitraum zwischen 2002-2005. Hierbei folgte die amerikanische Zentralbank zunächst der Taylor-Regel. Lediglich die Wirtschaft entwickelte sich in dieser Zeit besser als prognostiziert. Ab Mitte des Jahres 2004 kam es jedoch zu einer starken Abweichung des kurzfristigen Zinssatzes vom Taylor-Zins. Es hätte zu diesem Zeitpunkt zu einer weitaus aggressiveren Straffung der Geldpolitik kommen müssen. Stattdessen wurde eine zu laxen Geldpolitik mit historisch niedrigen Leitzinsen verfolgt, die wie oben beschrieben trotz der positiven Entwicklung der Konjunktur beibehalten wurde. Das Zentralbankgeld war zu sehr günstigen Konditionen zu haben. Die Nachfrage nach Krediten erhöhte sich in Folge dessen enorm. Investitionen stiegen und das Bruttoinlandsprodukt wuchs beträchtlich an. Es kam zu einer Steigerung des Einkommens privater Haushalte bei kontinuierlicher Verbesserung der Zukunftsperspektiven. „Das hatte zur Folge, dass das Sparen rapide an Attraktivität verlor und viele teure Konsumentscheidungen aufgrund des Konjunkturwachstums und der günstigen Kreditzinsen getroffen

---

7 Winkler, Adalbert: 2008, S.2.

8 Storbeck, Olaf: 2008.S.1.

9 Storbeck, Olaf: 2008.S.1.

10 Storbeck, Olaf: 2008.S.1.

11 Storbeck, Olaf: 2008.S.1.

wurden.“<sup>12</sup> Verursacht durch eine derartig expansive Zinspolitik kam es in vielen Ländern zu einem enormen Immobilienboom.

## **2.2 Billige Kredite und der einhergehende Immobilienboom**

Insbesondere am amerikanischen Immobilienmarkt machte sich die oben beschriebene expansive Zinspolitik der amerikanischen Zentralbank bemerkbar.

Zur Lebenserfüllung des Amerikaners gehört ein Eigenheim. Daher fußt ein beträchtlicher Anteil der US-Wirtschaft auf dem Bausektor.<sup>13</sup> Die von der FED betriebene Niedrigpreispolitik führte dazu, dass Immobilienkredite günstig zu haben waren. Doch die Zinspolitik der FED war nicht die einzige Ursache für den Immobilienboom. Verursacht durch die Niedrigpreispolitik und die daraus generierten Geldmengen, schwanden zunehmend rentable Anlagemöglichkeiten. Viele Anleger wurden in Folge sinkender Aktienkurse, verursacht durch die schlechte Konjunkturlage, in den Immobilienmarkt gelockt, um dort mögliche Gewinne zu erwirtschaften. Ein enormer Anteil der gesamten Bevölkerung war zu diesem Zeitpunkt an Investitionen im Immobiliensektor beteiligt. Im Jahr 2005 wohnten fast 70% aller US- Amerikaner in den eigenen vier Wänden.<sup>14</sup> „Kaufe oder baue heute, denn morgen ist es schon wieder teurer geworden.“<sup>15</sup>

Das Angebot an Immobilien konnte der daraus generierten Nachfrage nicht standhalten und die Preise stiegen drastisch an. Betrachtet man die Preisentwicklung der US-Immobilien zwischen der zweiten Hälfte der 90er Jahre bis zum ersten Jahreshälfte 2006, so wird der rapide Preisanstieg der Immobilien in den USA sehr deutlich. „Die Preissteigerungsrate in der Zehnjahresspanne von 1996 bis 2006 lag bei 190%, was einem jährlichen Durchschnitt von 11,2% entspricht. Da diese Zunahme weit über der Wachstumsrate der Ökonomie lag, ist die Vokabel „Immobilienblase“, die gemeinhin für diesen Verlauf verwendet wird, völlig angemessen.“<sup>16</sup> Die bis Juni 2006 ansteigenden Immobilienpreise führten zu einem enormen Anstieg der Risikobereitschaft aller Marktteilnehmer. Banken ließen sich dazu verleiten, ihre Kreditvergabestandards aufzulockern. Solange sich das Preisniveau für Immobilien positiv entwickelte, war es unproblematisch, die Vergabe von Hypothekenkrediten zu erhöhen. Die Finanzinstitute konnten für den Fall eines möglichen Kreditausfalls damit rechnen, dass sie den noch ausstehenden

---

12 Fischer, Martin: 2009, S. 8.

13 Fischer, Martin: 2009, S. 9.

14 Bern, Konrad.: 2005, S.21.

15 Bloss, Michael: 2008, S.2.

16 Sinn, Hans- Werner: 2009, 48.



Betrag des Kredits durch die Versteigerung der Immobilie zurück erhielten. Bedingt durch niedrige Kreditzinsen sanken zusätzlich die Ausfallraten der Kreditnehmer, sodass die Finanzinstitute mit sehr niedrigen Kreditausfällen belastet wurden. Durch einen enormen Anstieg der Immobilienpreise wurden viele potentielle Käufer dazu veranlasst, Kredite aufzunehmen. Die Bedingungen dieser Kredite entsprachen nur in wenigen Fällen der finanziellen Leistungsfähigkeit der Kreditnehmer, was wiederum dazu führte, dass die Bonitätsanforderungen der Kreditgeber deutlich gesenkt wurden.<sup>17</sup>

Viele Amerikaner erwarben zu diesem Zeitpunkt Immobilien mit dem Ziel, diese zu einem späteren Zeitpunkt gewinnbringend zu verkaufen. Der oben beschriebene enorme Preisanstieg bei den Immobilien und das damit einhergehende Profitbestreben der Spekulanten führten zu einem enormen Bedarf an finanziellen Mitteln. Eine stetig steigende Anzahl von Marktakteuren drängte auf den Markt und trug schließlich zur Marktsättigung bei.<sup>18</sup> Um trotz vorhandener Sättigung Gewinne zu realisieren, vergaben Finanzinstitute Darlehen selbst an Kreditnehmer mit sehr geringen beziehungsweise keiner Sicherung.<sup>19</sup> Diese risikoreiche Kreditvergabepolitik in den USA spielte eine zentrale Rolle. Vielen Häuserkäufern kam es bei der Kreditvergabe zugute, dass Kreditinstitute attraktive Finanzierungsbedingungen anboten. Kredite mit einer variablen Verzinsung (Adjustable Rate Mortgages) und anfänglich relativ niedrigen Zins- und Tilgungsraten spielen bei dieser Betrachtung eine besondere Rolle. Diese niedrigen Anfangsraten führten nämlich zu einem Anstieg des Schuldenstands (negative Amortisation). Selbst bei sinkenden Marktzinsen kam es hierbei für die Haushalte nach circa zwei Jahren zu Zinsanpassungen in Form höherer Zahlungen. Das Subprime-Risiko war so lange ungefährlich, wie die Kreditnehmer ihre Hypotheken vertragsgemäß bedienten.

### **2.3 Platzen der Immobilienblase**

Als jedoch in den Jahren 2005 und 2006 die Kreditzinsen in den USA angehoben wurden und sich gleichzeitig kreditrelevante Faktoren wie beispielsweise Einkommen verschlechterten, sank zwangsläufig die im Rating ermittelte Bonität der Kreditnehmer. Es kam ab Mitte des Jahres 2006 mit der Anhebung der Leitzinsen zu einem extremen Preisverfall der US-Immobilien. In der Folge platze

---

17 Jahresgutachten 2007/08: S. 99.

18 Fischer, Martin: 2009, S. 9.

19 Fischer, Martin: 2009, S. 9.

schließlich die Immobilienblase: „In den zweieinhalb Jahren vom Höchststand der Immobilienpreise im Juni 2006 bis zum Dezember 2008 betrug der Preisrückgang 28%. Das entspricht einem Wertverlust bei den amerikanischen Wohnimmobilien in Höhe von etwa 7,1 Billionen Dollar.“<sup>20</sup>

Ausgelöst durch die gestiegenen Kreditzinsen sowie die sinkenden Immobilienpreise konnte eine immer größer werdende Anzahl von Kreditnehmern ihre Kredite nicht mehr bedienen. „Bis 2007 mehrten sich die Ausfälle bei Hypothekenkrediten, der angestiegene Leitzins, das Überangebot an Immobilien und die einleitende Rezession ruft in den USA die „Subprime Krise“ hervor.“<sup>21</sup>

Betrachtet man die Belastung des Kreditnehmers bei Festzinskrediten, so bleibt hierbei die Belastung über den gesamten Zeitraum konstant. Bei den Gleitzinskrediten wird bekanntlich die Höhe der monatlichen Zinslast angepasst. Durch die steigenden Zinsen kam es bei vielen Kreditnehmern zu einem drastischen Anstieg der monatlichen Belastungen. Betrachtet man die Auswirkungen der steigenden Zinsen auf die Ausfallraten, so wird das Ausmaß anhand folgender Kennzahlen schnell deutlich: „Deutlich mehr als 10% der in 2007 abgeschlossenen Subprimekredite verzeichneten bereits nach 10 Monaten Zahlungsrückstände von mehr als 60 Tagen.“<sup>22</sup>

Die Zahlungsausfälle auf Subprime- Hypotheken erreichten im Frühjahr 2007 in den USA den höchsten Stand, verursacht durch die kontinuierlichen Zinserhöhungen bei gleichzeitiger negativer Preisentwicklung der Immobilien.<sup>23</sup> Viele Kreditnehmer im Subprime- Segment konnten aufgrund ihres hohen Verschuldungsgrades und dem Anstieg der Zinsbelastung ihre Hypotheken nicht mehr ordnungsgemäß bedienen.<sup>24</sup> Dadurch begann die Abwärtsspirale: Da die Kreditnehmer ihre Raten nicht mehr nachkommen konnten, mussten die Immobilien verkauft werden, oder wie in Amerika üblich, an die Finanzinstitute zurückgegeben werden. Im krassen Gegensatz zur Entwicklung der letzten Jahre, kam es in der Folge nun zu einem starken Preisverfall am Immobilienmarkt. Die von den Finanzinstituten erwartete Steigerung der Preise erwies sich als falsch. Kreditnehmer mit geringer Bonität waren nicht einmal mehr in der Lage, durch die Veräußerung ihrer Immobilie den Kredit in voller Höhe zurückzuzahlen, wodurch die Banken auf den Schulden oder den im Wert stark gesunkenen Immobilien sitzen

---

20 Sinn, Hans- Werner: 2009, S.49.

21 Stroisch, Jörg: 2009.

22 Internationaler Währungsfonds: 2008, S.4ff.

23 Glese, Dirk: Börse verstehen: 2009, S.115.

24 Blanchard, Olivier: 2009, S. 29.

blieben. Den Ausgangspunkt nahm die Finanzkrise mit der massenhaften Vergabe von Krediten im Subprime- Segment.

## **2.4 Das globale Ungleichgewicht**

Billige Zinsen haben den beschriebenen Kreditboom stark gefördert und waren eine seiner Ursachen. Darüber hinaus haben aber auch dauerhafte Kapitalströme von Asien in die USA eine wichtige Rolle gespielt. „Diese Krise ist zu einem großen Teil auch eine Krise der Makroökonomie.“<sup>25</sup> Aus makroökonomischer Sicht stellt die Sparquote der US- Haushalte eine wichtige Ursache für das enorme Leistungsbilanzdefizit der USA dar. Seit langer Zeit konsumieren die US- Amerikaner mehr als sie produzieren. Die große Verschuldungsneigung amerikanischer Haushalte ist der wesentliche Grund für das große Leistungsbilanzdefizit der USA. „Die Leistungsbilanz ist im Rahmen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung Teil der Zahlungsbilanz. In der Leistungsbilanz werden internationale Güterströme ebenso verbucht wie Übertragungen zwischen In- und Ausland. Der Saldo der Leistungsbilanz stellt eine wichtige ökonomische Größe zur Bewertung der Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft dar.“<sup>26</sup> Die Entwicklung der Sparquote spiegelt die Verschuldungsneigung der amerikanischen Haushalte wieder. Die private Sparquote der Amerikaner lag bis 1985 stetig bei 10% des zur Verfügung stehenden Einkommens. Die Quote lag zwischen 2005 und 2007 nahe bei 0%.<sup>27</sup> Im Jahre 2005 war die Quote zeitweise sogar ins Minus abgerutscht.<sup>28</sup> Die Amerikaner haben sich in diesem Zeitraum in einem Kaufrausch befunden: Viele Immobilienbesitzer haben beispielsweise ihre Hypothek erhöht um weitere Immobilien zu erwerben. Auch Käufe im Ausland waren sehr beliebt, bedingt durch den überbewerteten Dollar. Als die USA laufend neue Schulden machte und die Privathaushalte nicht mehr sparten, gab es nur die Möglichkeit, durch sogenannte Kapitalimporte aus dem Ausland die Finanzierung aufrechtzuerhalten.<sup>29</sup> Bedingt durch einen massiven Anstieg privater Investitionen und einem steigendem privaten Konsum, konnte die Nachfrage der Amerikaner nicht mehr durch die inländischen Produzenten abgedeckt werden, sondern nur durch massive Importe. Im Wesentlichen wird das Handelsbilanzdefizit der USA von einigen wenigen asiatischen Ländern finanziert, denn die USA

---

25 Münchau, Wolfgang: 2008, S155.

26 URL: <http://www.boersenverlag.de>

27 Sinn, Hans- Werner: 2009, S.33.

28 Bureau of economic Analysis, 2008.

29 Sinn, Hans- Werner: 2009, S.34.

importieren die Güter für ihren Konsum überwiegend aus diesen Ländern und bezahlen die Konsumgüter in US-Dollar.<sup>30</sup>

Chinas Wachstum basierte primär auf dem Export der billigen Waren. Somit bemühte sich die chinesische Regierung die guten Exportbedingungen aufrecht zu erhalten, indem sie enorme Mengen an US- Dollars aufkaufte, um die eigene Währung vor einer Aufwertung zu bewahren. „Auf diese Weise baute die chinesische Regierung bis zum Jahr 2007 einen Bestand von 1,6 Billionen Dollar auf.“<sup>31</sup> Dieses Geld wurde von Seiten der chinesischen Regierung wiederum in langfristige amerikanische Staatsanleihen investiert. Die Chinesen legten ihr Geld im amerikanischen Wirtschaftsraum an, wodurch sie letztlich den amerikanischen Konsum finanzierten. Im Gegenzug ermöglichte der massive amerikanische Konsum erst die zweitstelligen jährlichen Wachstumsraten Chinas.

Mit Hilfe von Devisenmarktinterventionen haben die Notenbanken aus Schwellenländern dafür gesorgt, dass die Neuverschuldung des Staates und der privaten Haushalte zu niedrigen Zinsen finanziert werden konnte.<sup>32</sup> Es wäre sicherlich verkürzt und falsch, die Finanzpolitik der Schwellenländer als hauptverantwortlich für die globalen Ungleichgewichte und somit als maßgeblichen Mitverursacher der Finanzmarktkrise zu betrachten. Natürlich hat die chinesische Notenbank in den letzten Jahren durch massive Devisenmarktintervention ihre eigene Währung gegenüber dem US-Dollar billig gehalten, um den Export zu fördern. Die Kapitalimporte aus Asien trugen zur Ausweitung des Hypothekenmarktboom bei, weil die zunächst absorbierte Geldmenge dieser Länder über den Erwerb von langfristigen Staatsanleihen dem Geldmarkt wiederzugeführt wurde und damit den Anreiz für Übertreibungen vergrößerte. Die enorme Nachfrage dieser Länder ließ die Kurse dieser Anleihen drastisch steigen, die Renditen aber fielen. Diese Entwicklung hat entscheidend dazu beigetragen, dass die Zinserhöhungen der FED ab Mitte 2004 „am langen Ende“ des Anleihenmarktes keine Wirkung zeigten.<sup>33</sup>

Somit hat insbesondere Ostasien enorm zu den globalen Ungleichgewichten beigetragen. Indem China Leistungsbilanzüberschüsse anhäufte, vermied es jedoch, sich im Ausland verschulden zu müssen und anders als in Ländern mit nur geringen Leistungsbilanzüberschüssen von den globalen Finanzmärkten in die Krise gerissen

---

30 Bleser, Sven: 2009, S.12.

31 Bleser, Sven: 2009, S.12.

32 Jahresgutachten 2007/08: S. 103.

33 Behr, Benedikt: 2008.

zu werden. Insofern ist Chinas Finanzpolitik mit seinen hohen Exportüberschüssen nachvollziehbar, da man es als Antwort auf ein für Schwellenländer dysfunktionales globales Währungssystem verstehen kann.<sup>34</sup> Eine große Anzahl von Notenbanken aus Schwellenländern hat sich zu wichtigen Akteuren auf den globalen Finanzmärkten entwickelt und hat auf die Finanzmarkturbulenzen tendenziell beruhigenden Einfluss ausgeübt.<sup>35</sup>

Ein Leistungsbilanzdefizit, das im Falle der USA im Jahr 2006 6,5 % vom Bruttoinlandsprodukt betrug, kann nicht als nachhaltig bezeichnet werden.<sup>36</sup> Irgendwann müssen sich die Ungleichgewichte nämlich anpassen, was bereits durch die starke Abwertung des Dollars in 2007 und 2008 angedeutet wurde. Es besteht daher weitgehend Einigkeit, dass die aktuellen Ungleichgewichte weit über dem liegen, was auf Dauer als nachhaltig bezeichnet werden kann.

### **3. Von der Immobilienkrise zur internationalen Finanzkrise**

#### **3.1 Asset- Backed Securities**

Die Entwicklungen auf den Finanzmärkten wurden, wie oben beschrieben, für risikofreundliche Kreditnehmer durch das vorteilhafte makroökonomische Umfeld stark begünstigt. Bekanntlich hat die aktuelle Finanzkrise über die USA hinaus, weltweit an den Finanzmärkten für Verwerfungen gesorgt und sich längst auf die Realwirtschaft ausgewirkt. Eine wichtige Ursache für die globale Ausbreitung und das Ausmaß der Subprime-Krise sind die neuartigen und unterschiedlichen Techniken der Verbriefung.<sup>37</sup> Ein Begriff, der häufig in diesem Zusammenhang fällt, lautet Asset- Backed Securities (ABS). Dabei handelt es sich um ein komplexes Finanzierungsinstrument, das eine zentrale Ursache der aktuellen Finanzmarktkrise darstellt. In diesem Abschnitt werde ich zunächst die Funktionsweise von Asset- Backed Securities beschreiben, da diese für das Verständnis der weiteren Abschnitte wichtig ist. Da es sich bei ABS um einen Oberbegriff für die verschiedenen Finanzinstrumente handelt, werde ich anschließend kurz auf relevante abgewandelte Formen (Untergruppen) der ABS eingehen (MBO und CDO). Darauf basierend sollen in Abschnitt 3.4 die Ursachen für die internationale Ausdehnung der Krise beschrieben und untersucht werden.

„Bei Asset Backed Securities (ABS) handelt es sich um mit

---

34 Dullien, Sebastian: 2009, S.89.

35 Jahresgutachten 2007/08: S. 105.

36 Jahresgutachten 2007/08: S. 101.

37 Jahresgutachten 2007/08: S. 107.

Vermögensgegenständen (Assets) unterlegte (Backed) Wertpapiere (Securities). ABS sehen in ihrer Grundform die Veräußerung des Forderungsbestands eines Unternehmens oder eines Kreditinstituts an eine eigens dafür gegründete Gesellschaft vor.<sup>38</sup> Anders ausgedrückt sind Asset Backed Securities handelbare Schuldverschreibungen, welche durch Forderungen gedeckt sind. Ihre Emission ist auch auf Forderungen möglich, die in Raten bezahlt werden. (Beispielsweise Immobilienkredite)

Es existieren zwei Arten, wie die Übertragung des Risikos bei einer ABS-Transaktion vom Originator (Forderungsverkäufer) an die Zweckgesellschaft (SPV= Special Purpose Vehicle) vorgenommen werden kann. Zum einen durch die sogenannte Synthetische Struktur und zum anderen durch die True Sale Struktur.

Verkaufen die Kreditgeber die Forderungen, so wird von „true sale“ gesprochen. Diese wird auch als traditionelle Verbriefungsform bezeichnet, bei der der Originator den Forderungspool mit dem verbundenen Risiko aus den Forderungen an die Zweckgesellschaft veräußert.<sup>39</sup> Es werden illiquide Vermögensgegenstände gebündelt und als Paket verkauft, wodurch sich ein direkter Gewinn ergibt.<sup>40</sup> Der zu zahlende Preis ist normalerweise der Barwert der Forderungen. Die Zweckgesellschaft, die als Käufer der Forderungen agiert, hat im Falle von Zahlungsausfällen keinen Anspruch auf Regress gegenüber dem Originator.<sup>41</sup> Ihre einzige Aufgabe besteht darin, Forderungsbestände anzukaufen und diese durch die Emission von Aktien zu refinanzieren. Anders ausgedrückt investieren die Banken durch den Erwerb von Kreditforderungen in langfristige Anlagemöglichkeiten und verkaufen diese an die selbst gegründete Zweckgesellschaft. Der Forderungsbestand wird mitsamt aller Rechten und Pflichten an die ausschließlich, nur für diesen Zweck gegründete Gesellschaft verkauft.<sup>42</sup> Die aufgekauften Forderungen werden in dem Forderungspool gebündelt und deren Ansprüche in Wertpapieren verbrieft. Der Erlös durch die Emission der Aktien wird als Kaufpreis an den sogenannten Originator gezahlt. Gleichzeitig werden die Wertpapiere durch Zahlungen der Schuldner bedient. Damit das Risiko der emittierten ABS für die Investoren möglichst gering gehalten wird, werden diese oft mit sogenannten Credit Enhancements (zusätzliche Sicherheiten) ausgestattet. Der Originator erhält dafür

---

38:URL://www.boerse-online.de/wissen/lexikon/boersenlexikon/index.html?action=descript&buchstabe=A&begriff=Asset+Backed+Securities

39 Maier, Andreas: 2007, S.33.

40 Mock, Mathias: 2008.

41 Pech, Mathias: 2008, S.20.

42 Pech, Mathias: 2008, S.20.

den vereinbarten Kaufpreis vom SPV. Bei den zu verkaufenden Forderungen handelt es sich beispielsweise um grundschuldgesicherte Darlehen, Konsumentendarlehen oder Firmenkundendarlehen. In diesem Zusammenhang ist die Gleichartigkeit der Forderungen wichtig.<sup>43</sup>

Für die Zweckgesellschaft ist es von großer Bedeutung, am Finanzmarkt akzeptiert zu werden, um dort ohne Probleme ihre Wertpapiere anbieten zu können.<sup>44</sup> Die SPVs müssen daher insolvenzfest strukturiert werden, beispielsweise durch die Beschränkung seiner wirtschaftlichen Tätigkeiten. Damit die Wertpapiere mit einem minimal geringeren Zinsaufschlag neben erstklassigen Wertpapieren platziert werden können, muss die wirtschaftliche Absicherung gewährleistet sein.<sup>45</sup> Eine mögliche Maßnahme der Absicherung ist der Abschluss einer Kreditversicherung für die Forderungen sowie die Übernahme einer Bankbürgschaft für die SVPs.

Werden bei Asset Backed Securities von den Kreditgebern lediglich die Risiken aus Forderungen übertragen, so spricht man von Synthetischen Verbriefungen. Dabei bleibt im Gegensatz zur True Sale Struktur das Eigentum an den Forderungen beim Originator.<sup>46</sup> Es muss trotzdem ein Forderungspool zu Beginn der Transaktion definiert werden. Bei dieser Verbriefungsstruktur steht die Übertragung der Risiken aus den Forderungen an die Zweckgesellschaft im Vordergrund. Es wird nur das von den Forderungen abgetrennte Kredit- beziehungsweise Ausfallrisiko übertragen. Die Investoren übernehmen somit die Rolle der Sicherungsgeber, die für den Fall eines Kreditereignisses die Verluste gegenüber der Zweckgesellschaft entsprechend eines bestimmten Prozentsatzes vom gesamten Nominalkapital der Anleihe ausgleichen.<sup>47</sup>

Um die notwendige Transparenz am Markt zu erreichen, benötigen eine ABS-Transaktion ein hohes Rating. Die Zweckgesellschaft nimmt hierbei eine zentrale Rolle ein. Wie oben beschrieben besteht das einzige Ziel bei der Gründung einer Zweckgesellschaft darin, die verbrieften Vermögensgegenstände vom Forderungsverkäufer zu separieren, was Grundvoraussetzung für die zu erreichende Markttransparenz ist. Da keine Verbindung zwischen Originator und Zweckgesellschaft bestehen darf, werden die Gesellschaften zumeist von Banken gegründet und geführt.<sup>48</sup>

---

43 Pech, Mathias: 2008, S.20.

44 Pech, Mathias: 2008, S.21.

45 Pech, Mathias: 2008, S.21.

46 Schmittat, Johannes: 2007, S. 18.

47 Pech, Mathias: 2008, S.23.

48 Mock, Mathias: 2008.

### **3.2 Mortgage- Backed Securities (MBS)**

Bei Mortgage- Backed Securities (MBS) handelt es sich um eine spezielle Form der ABS. Hierunter werden Wertpapiere verstanden, die durch einen Pool von Hypothekenforderungen besichert werden. Was die Struktur der MBS betrifft, so sind sie den als Oberbegriff dienenden Asset Backed Securities gleichartig.<sup>49</sup> Die Grundlage einer MBS-Transaktion bildet wie bei ABS das Beziehungsdreieck Originator, Zweckgesellschaft und Wertpapierkäufer (Investor).<sup>50</sup>

Mortgage- Backed Securities umfassen nur zugesicherte Zahlungsströme, die durch Immobilien gesichert sind. Die grundpfandrechtliche Besicherung stellt eine Besonderheit im Rahmen der Verbriefung von MBS dar.<sup>51</sup> Bei MBS veräußert oder verbrieft eine Bank Teile seiner Kreditrisiken aus laufenden Immobilienkrediten über die Abgabe von Schuldverschreibungen. Aus den Realkrediten werden die Zins- und Tilgungszahlungen verbrieft.

Bedingt durch ein enormes Volumen an Hypothekenschulden in den USA wurden diese Forderungen verbrieft, um sie an Investoren zu verkaufen. Insbesondere die Hypothekenbanken aber auch andere Finanzdienstleister haben auf Mortgage-Backed Securities zurückgegriffen, um sich neue Finanzmittel zu beschaffen. Die Mortgage- Backed Securities sind im Rahmen fest- oder variabel verzinsten Hypothekendarlehen normalerweise durch Einfamilienhäuser, Eigentumswohnungen oder auch Gewerbeimmobilien gesichert.<sup>52</sup> Daraus haben sich im Laufe der Zeit mehrere Ausformungen der MBS entwickelt, auf die ich im Rahmen dieser Arbeit aber nicht näher eingehen werde.

### **3.3 Collateralized Debt Obligation**

Eine weiterentwickelte und künstlich geschaffene Form der ABS- Wertpapiere ist die Collateralized Debt Obligation (CDO). Häufig wird jedoch auch behauptet, dass es sich bei diesem Finanzmarktinstrument um ein auf dem natürlichen Wege weiterentwickelte Form der oben beschriebenen Mortgage Backed Securities handelt.<sup>53</sup> CDO gehört wie MBS zur Gruppe der forderungsbesicherten Wertpapiere (Asset Backed Securities) und ist von seiner Struktur genauso aufgebaut wie die ABS Struktur. Im Prinzip ist die besicherte Schuldverschreibung der MBS sehr

---

49 Pech, Mathias: 2008, S.25.

50 Jähne, Alexander: 2008, S.1.

51 Pichler, Marc: 2009, S.10.

52 Pech, Mathias: 2008, S.25.

53 Pech, Mathias: 2008, S.28.



ähnlich: Eine Investmentbank schafft eine Zweckgesellschaft mit der Zielsetzung, eine bestimmte Menge von Krediten in Wertpapiere umzuformen. Wie bei MBS wird das Risiko in Tranchen aufgeteilt, welche anschließend durch Ratingagenturen bewertet werden und schließlich an Endinvestoren veräußert werden. Es werden mehrere Bonds oder Bündel an Krediten „strukturiert“, d.h. sie werden auf verschiedene Risikoklassen aufgeteilt, sodass selbst Kredite mit extrem schlechter Bonität – insbesondere ist hierbei an das berüchtigte Subprime Segment zu denken – Anleihen mit dem bestmöglichen AAA- Rating konstruiert werden können.<sup>54</sup>

Ein CDO kann wie sämtliche ABS-Verbriefungsformen in mehrere Tranchen aufgeteilt werden. Innerhalb der Tranchen herrscht eine unterschiedliche Risikostruktur.<sup>55</sup> Mögliche Ausfälle bei den Forderungen werden zuerst über die unterste Tranche abgegolten. Es wird zuerst die höchste Tranche bedient, danach die nächsthöchste, usw. Wie bei ABS Wertpapieren üblich, besitzt der höchste Rang das begehrte AAA-Ranking. Hierbei handelt es sich um die Tranche mit dem höchsten Risiko. Der Grundgedanke besteht darin, dass selbst bei einem Bündel von Krediten mit mangelnder Qualität und entsprechend hohen Ausfallraten die große Mehrheit der Kreditnehmer ihren Zahlungen trotzdem fristgerecht leisten. Die sogenannte Equity Tranche wird auch als First-Loss- Tranche bezeichnet, da sie zuerst „aufgebraucht wird“ und auch kein Rating erhält.<sup>56</sup> Seit Beginn der Finanzmarktkrise sind diese am besten verzinsten Tranchen auch als toxic waste bekannt. Das geringste Risiko und damit auch die niedrigste Verzinsung trägt die sogenannte Senior Tranche, die in der Regel das begehrte AAA Rating erhält. Um für die Senior Tranche das beste Rating zu erhalten muss bei den hoch riskanten Krediten der Equity Tranche ausreichend Kapital als Polster bereitgestellt werden. „Solche CDOs konnten dann mit weiteren CDOs zusammengefasst werden und ihrerseits als Unterlegung für weitere Strukturierungen dienen und ebenso die daraus resultierenden neuen CDOs, sodass am Ende so komplizierte Strukturen entstanden sind, dass eine Risikobeurteilung [...] so gut wie unmöglich wurde.“<sup>57</sup>

Es bestehen allerdings Unterschiede zur normalen verbrieften Struktur. Der Hauptunterschied zur gewöhnlichen ABS Struktur liegt darin, dass die CDO Hypothekendarlehen nicht direkt einkauft beziehungsweise verbrieft müssen, sondern beispielsweise die Mortgage- Backed Securities selbst. Es besteht auch die

---

54 Pech, Mathias: 2008, S.32.

55 Hull, John: 2006, S. 620f.

56 Pech, Mathias: 2008, S.30.

57 Sommer, Rainer: 2008, S.46.

Möglichkeit, dass die Besicherung einer CDO in der Tranche einer anderen Forderungsverbriefung liegt.

Die CDO kaufen wie eingangs erwähnt im Gegensatz zu den MBS, wo die Hypotheken als Sicherheit dienen, vielmehr die MBS- Papiere anstatt der Hypothekendarlehen.<sup>58</sup> Somit sind sie noch einen Schritt weiter vom ursprünglichen Kreditnehmer entfernt.<sup>59</sup>

### **3.4 Ursachen für die internationale Ausdehnung der Krise**

Trotz eines enormen Anstiegs an Zwangsversteigerungen im Immobiliensektor blieb die daraus entstehende Immobilien- und Finanzmarktkrise ein auf die USA begrenztes Problem. Die Gewährung von Krediten an Kreditnehmer mit geringer Bonität betraf nur den amerikanischen Finanz- und Immobilienmarkt und die dort ansässigen Finanzinstitute. Ein über die Grenzen der USA hinausgehende Dimension erreichte die Subprime Krise in der Folge erst durch die Verbriefung der Zins- und Tilgungsansprüche dieser Finanzinstitute. „Dies wurde erst möglich mit dem Einsatz moderner Instrumente des Kreditrisikotransfers, insbesondere mit der Verbriefung mittels Asset Backed Securities (ABS). Und so waren es auch wiederum ABS, die erst die voluminöse Kreditvergabe in den USA ermöglichten.“<sup>60</sup>

In den letzten Jahren haben sich die Kreditinstitute zunehmend vom Risikonehmer zum Risikohändler entwickelt.<sup>61</sup> Vorangetrieben durch die Schaffung gesetzlicher Rahmenbedingungen entstand ein Markt, der enorm Anwuchs und eine steigende Relevanz in Bezug auf die Refinanzierung bekam. „Der Wert der mit Subprime-Darlehen besicherten Asset Backed Securities machte im August 2007 rund 1,5 Billionen US- Dollar aus.“<sup>62</sup> Vergleicht man den US-Markt mit dem europäischen Markt in Bezug auf das Marktvolumen von ABS-Paper, so bestehen nach wie vor erhebliche Unterschiede. In Europa wurden die ersten ABS erst wesentlich später eingeführt, erfuhren in der Folge enorme Wachstumsraten, wenngleich die Marktvolumen der ABS-Papiere heute immer noch stark unter dem des US-Marktes liegt. In der BRD ist erst seit 1998 eine erhöhte Emission von ABS-Transaktionen zu beobachten, während die ABS sich in den USA bereits Anfang der 1970er Jahre als neue Finanzierungsform etablierte.<sup>63</sup> „Nach einer Abschwächung in den Jahren

---

58 Münchau, Wolfgang: Vorbeben, 2008. S.107 ff.

59 Pech, Mathias: 2008, S.29.

60 Mader, Christina: 2009.S.19.

61 Pech, Mathias: 2008, S.19.

62 Frick, Marcus: 2009, S.12.

63 Maier, Andreas: 2007, S.28.

2003 und 2004 gewann der Verbriefungsmarkt in Deutschland wieder an Dynamik und wies mit einem Volumen von 35 Mrd. € in 2005 und knapp 67 Mrd. € in 2006 ein Rekordwachstum auf [...].<sup>64</sup>

Die massenhafte Ausgabe von Krediten auch an bonitätsschwache Schuldner war letztlich nur aufgrund der ABS möglich. Durch den Verkauf dieser Ansprüche in der Form von forderungsbesicherter Wertpapiere (ABS) an den internationalen Finanzmärkten kam das Ausmaß der Krise überhaupt zustande.

Unter dem Begriff „Financial Engineering“ wurden Kapitalmarktprodukte entwickelt, die die Abtrennung von Zins- und Schuldrisiko vom Kredit ermöglichten. Mit der Schaffung dieser Produkte konnte nun jeder vorstellbare Zahlungsstrom mit einem gewünschten Risiko geschaffen werden.<sup>65</sup> Die Kapitalmärkte erlebten in der Folge eine in diesem Ausmaß bisher unbekannte Dynamik, wobei das Kreditangebot und somit die Marktliquidität enorm ausgeweitet wurden. Die Verbriefung erfolgte nämlich durch die im oberen Teil der Arbeit beschriebene Finanzierungsform, der Asset Backed Securities Transaktion.

Nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 und der darauf folgenden Finanzkrise waren verschiedene Entwicklungen am amerikanischen Markt zu beobachten. Unter anderem die im oberen Teil der Arbeit beschriebene niedrige Zinspolitik der amerikanischen Zentralbank FED, die für den Immobilienboom verantwortlich war. „Dies führte zu einer massenhaften Ausgabe von Hypothekarkrediten auch an bonitätsschwache Schuldner (Subprime), was letztlich nur aufgrund der ABS möglich war, da die Banken durch den Verkauf der Kredite frisches Kapital erhielten, das Kreditrisiko aus der Bilanz entfernt wurde und die nötige Eigenkapitalunterlegung erhalten blieb. [...] Dieser Prozess wurde mehrfach wiederholt, so dass ABS zur Grundlage von ABS wurden, die wieder Grundlage von weiteren ABS wurden, bis irgendwann niemand mehr sagen konnte, was für Kredite eigentlich Grundlage der ABS waren.“<sup>66</sup>

Die Investoren derartiger Konstruktionen vertrauten bedingt durch mangelnde Transparenz auf das Urteil der Ratingagenturen, die häufig das begehrte AAA-Rating vergaben. Die Ratingagenturen konnten schon längst selbst nicht mehr die Strukturen durchschauen. „Die Rating-Leute spielen das Spiel mit, auch weil sie von den Emittenten der Wertpapiere selbst bezahlt werden; das ist ein schreiender Interessenkonflikt. Der Überprüfte bezahlt seine eigenen Prüfer - sie werden sich

---

64 Rudolph, Bernd: 2009, S.40.

65 Mader, Christina: 2009, S.19.

66 Mock, Matthias: 2008.

hüten, den Ast abzuschneiden, auf dem sie sitzen.“<sup>67</sup> Die amerikanischen Verbriefungsprodukte, insbesondere Mortgage- Backed Securities, versprachen eine relativ hohe Rendite, wobei das Risiko aufgrund des guten Ratings durch namenhafte Ratingagenturen als relativ niedrig eingestuft wurde.

Die beschriebene Vorgehensweise wurde schließlich zum Verhängnis, als die Immobilienblase platze, die Immobilienpreise in der Folge drastisch sanken und gleichzeitig die FED die Zinsen anhub. Bekanntlich führte dies später im Subprime Segment zu massenhaften Kreditausfällen. Aufgrund der Abhängigkeit der Asset-Backed Securities von diesen Krediten setzte eine fatale Entwicklung ein: Kommt es zu Ausfällen, so sind zunächst die Tranchen mit schlechter Qualität betroffen, die beste Tranche einer ABS- Transaktion wiederum zuletzt. Zuerst waren somit im großen Umfang die kreditfinanzierten Hedgefonds betroffen, da sie die riskanten Tranchen hielten. Die Hedgefonds, auf die ich im weiteren Verlauf der Arbeit noch näher eingehen möchte, kamen zunehmend in Bedrängnis und mussten dadurch teilweise geschlossen werden. Der Markt für Forderungsverbriefungen brach komplett zusammen und hat sich seither nicht erholen können. Insbesondere betroffen sind Fonds mit entsprechend großen ABS- Positionen. Der weit verbreitete Vertrauensverlust hatte zur Folge, dass kaum jemand mehr bereit war, den Zweckgesellschaften ihre ABC- Paper abzukaufen und die beibehaltenen ABS, bedingt durch die Subprimeverluste, stetig an Wert einbüßen mussten.<sup>68</sup> Den angeschlagenen Zweckgesellschaften wurde von Seiten der Banken umfangreiche Liquiditätshilfen zugesagt. Durch die Inanspruchnahme dieser Hilfen wurden die Kreditinstitute an die Grenzen ihrer finanziellen Leistungsfähigkeit gebracht, weil die Zweckgesellschaften Positionen in Milliardenhöhe aufgebaut hatten.<sup>69</sup> Da die Hypothekendarlehen durch die Verbriefungen im großen Umfang umgeschichtet wurden und weit gestreut waren, war es für die Kreditinstitute und die anderen Marktteilnehmer nicht mehr ersichtlich, welches Institut in welchem Umfang von den Problemen tangiert sein würde. Somit weitete sich die Vertrauenskrise schlagartig auf die Bankenbranche aus. Eine sonst übliche kurzfristige Kreditgewährung unter den Banken kam im Zuge der geschilderten Vertrauenskrise zum Erliegen und die Geldmarktzinsen stiegen stark.<sup>70</sup> Auch die Refinanzierung erwies sich besonders für kurzfristig refinanzierte Banken zunehmend als

---

67 Hoppe, Ralf: 2008.

68 Mock, Matthias: 2008.

69 Mock, Matthias: 2008.

70 Mock, Matthias: 2008.

unmöglich. Banken, die mit einem hohen Anteil an ABS- Papieren vertreten waren, bedeutete dies häufig das Ende.<sup>71</sup>

## **4. Die Rolle der Zweckgesellschaften**

### **4.1. Fristentransformation**

Die Zweckgesellschaften spielen in der aktuellen Finanzmarktkrise eine sehr bedeutende Rolle. Die durch die Zweckgesellschaften betriebene Fristentransformation stellt eine wesentliche Ursache der Krise dar. Das Geschäft mit der Fristentransformation ist bei allen Zweckgesellschaften ähnlich. Der langfristige Kauf von Wertpapieren durch die Banken wird im großen Umfang durch die Ausgabe kurzfristiger Anleihen refinanziert. Diese von den Banken gegründeten Zweckgesellschaften geben ihnen die Möglichkeit, außerhalb der Bilanz und somit ohne einen großen Eigenkapitalanteil Risiko einzugehen.

Im Grunde handelt es sich bei einem Fristentransformations- Geschäft um eine traditionelle Funktion, die Banken tätigen. „Eine wesentliche Aufgabe von Kreditinstituten als Finanzintermediären ist es, einen Ausgleich zwischen tendenziell kurzfristigen Geldanlagewünschen und längerfristigen Geldaufnahmewünschen zu schaffen. Um dies zu ermöglichen, werden längerfristige Kreditvergaben mit kurzfristigen Einlagen refinanziert.“<sup>72</sup> Die wichtige volkswirtschaftliche Funktion der Fristentransformation stellt sicher, dass langfristige Realinvestition auch getätigt werden können, falls Sparer ihr Geld nur kurzfristig verleihen wollen. Das Hauptgeschäft einer Bank besteht darin, die Einlagen von Sparern in Form von Krediten an Unternehmen weiterzugeben. Hierbei besteht allerdings die Problematik, dass Sparer normalerweise eine Präferenz für kurzfristige Bindungen aufweisen, während Kreditnehmer längerfristige Kreditlaufzeiten präferieren. Also geben die Banken das Geld ihrer Anleger nicht einfach weiter, sondern müssen es in langfristige Kredite transformieren. Dieser Vorgang wird als Fristentransformation bezeichnet.

Eine wesentliche Ursache für die Finanzkrise war die massive Liquiditätstransformation durch die Zweckgesellschaften. Ein zentraler Grund für Investoren, sich am amerikanischen Immobilienmarkt zu beteiligen, bestand in der Fristentransformation. Viele Anleger haben eine starke Präferenz für kurzfristige Anlagen, wodurch sich die Notwendigkeit einer umfassenden Fristentransformation

---

71 Mock, Matthias: 2008.

72: ULR: <http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/fristentranformation/fristentranformation.htm>

darstellte. Die Transformation erfolgte vor allem durch die im oberen Teil der Arbeit beschriebenen Asset- Backed Commercial Papers, deren Umlauf sich zwischen 2004 und 2007 beinahe verdoppelte.<sup>73</sup>

Es besteht ein Unterschied zur normalen, traditionell durchgeführten Fristentransformation. Die SIV sind keinen Regulierungen unterworfen. Sie investieren in langfristige Aktiva wie beispielsweise Hypotheken und refinanzieren sich durch die Ausgabe kurzfristiger Commercial Paper (CP). Im Rahmen der Fristentransformation werden die langfristigen Kredite (häufig Hypothekenkredite mit einer Laufzeit bis zu 30 Jahren) in kurzfristige Asset Backed Commercial Paper umgewandelt. Die Zweckgesellschaften transformieren beispielsweise einen langfristigen Kredit mit einem Zinssatz von 6% in einen kurzfristigen Kredit von 3% Zinssatz um und verleihen diesen weiter.<sup>74</sup> Nach beispielsweise einem Jahr wurde der kurzfristige Kredit zurückbezahlt und ein neuer kurzfristig angelegter Kredit vergeben. Nach diesem Muster konnten sich die Banken zusammen mit ihren Zweckgesellschaften refinanzieren.<sup>75</sup>

Im Gegensatz zu regulierten Banken halten die Zweckgesellschaften kein Eigenkapital vor und gehen das Risiko ein, dass sich für die von ihnen ausgegebenen Titel kein Abnehmer findet. Im Sommer 2007 mussten die Kreditinstitute dann vielfach sehr hohe Liquiditätshilfen für die Zweckgesellschaften bereitstellen, da die Stabilität des Bankensystems durch die aufkommenden Liquiditätsprobleme der Zweckgesellschaften bedroht war. Die Kreditwürdigkeit vieler Banken war erheblich durch die Kreditzusagen an die Zweckgesellschaften gefährdet. Somit waren die Banken in der Welt der Verbriefung anders als vielfach angenommen in sehr großem Umfang am Kreditgeschäft beteiligt.<sup>76</sup> „Die Zweckgesellschaften vom Basel-II- System auszunehmen war ein klarer Regulierungsfehler, denn die Muttergesellschaft musste sich in aller Regel zur Übernahme aller Risiken (bei den Conduits) bzw. eines Teils der Risiken (bei den sogenannten Structured Investment Vehicle, SIV) verpflichten[...]"<sup>77</sup>

Als die Qualität der Mortgage Backed Securities in Frage gestellt wurde, bekamen Investoren im Markt für Commercial Paper zunehmend Zweifel an der Bonität der Zweckgesellschaften und waren schließlich nicht mehr bereit, diese zu

---

73 Jahresgutachten 2007/08: S. 125.

74 Hartmann, Bianca/ Klamp, Olena: Folgen der Kreditkrise für die US-Wirtschaft. 2008, S.4.

75 Hartmann, Bianca/ Klamp, Olena: Folgen der Kreditkrise für die US-Wirtschaft. 2008, S.4.

76 Jahresgutachten 2007/08: S. 94.

77 Sinn, Hans- Werner: 2009, S.169.

refinanzieren. Zwar hatten beispielsweise die Sachsen LB und IKB für diesen Fall eine Absicherung zugesagt, um die Liquidität der betreffenden Zweckgesellschaft sicherzustellen. Diese Zusagen überstiegen allerdings ihr vorhandenes Eigenkapital um ein Vielfaches.<sup>78</sup> Schließlich brach der Markt für Mortgage Backed Securities zusammen. Plötzlich bestand ein Überangebot für diese Papiere. Gleichzeitig waren immer mehr Investoren der Auffassung, dass die Papiere wesentlich riskanter seien als gedacht. In der Folge erlebten die Risikoprämien einen drastischen Anstieg und der Marktwert der Papiere sank enorm, sodass es praktisch kein Markt mehr dafür gab. „So verloren viele Wertpapiere, die noch Anfang 2007 mit einem „AAA“-Rating ausgezeichnet waren, bis Ende 2008 durchschnittlich bis zu 70% ihres Nominalwerts. ABS mit einem „BBB“-Rating verzeichneten durchschnittlich sogar einen Wertverlust von über 95%.“<sup>79</sup> Durch den sich selbst verstärkenden Preisverfall griff die Vertrauenskrise auf den gesamten Markt für ABCPs über. Ohne die Liquidität des Geldmarktes trockneten die Zweckgesellschaften aus, sodass umfangreiche Liquiditätslinien benötigt wurden. Risiken, die im Prozess des Verbriefungsprozesses auf die Zweckgesellschaften transferiert wurden, standen nun wieder in den Bilanzen der Banken. Viele Banken waren nicht in der Lage, das enorme Volumen der von den Zweckgesellschaften in Anspruch genommenen Liquiditätslinien zu stemmen, da eine sehr geringe Pflicht zur Eigenkapitalunterlegung galt.<sup>80</sup>

So kam beispielsweise die IKB im Sommer 2007 aufgrund der bestehenden Kreditlinien an Zweckgesellschaften von rund zwölf Milliarden Euro in starke Finanzierungsprobleme.<sup>81</sup> Wie mittlerweile bekannt, kam es durch die im oberen Teil der Bachelorarbeit beschriebene Fristentransformation der Zweckgesellschaften für die Hypo Real Estate, die Sachsen LB und die IKB zu enormen Liquiditätsproblemen, weil es mit dem Zusammenbruch des Interbankenhandels kaum noch Abnehmer für ihre kurzfristigen ABCP-Papiere gab. „Konkret hat die Hypo Real Estate Geldmarktpapiere mit kurzfristiger Laufzeit veräußert, den Veräußerungserlös in Papiere mit langfristiger Laufzeit investiert und die Zahlungsverpflichtungen aus den Geldmarktpapieren stets wieder von Neuem mit dem Verkauf von Geldmarktpapieren finanziert.“<sup>82</sup> Die langfristigen Kredite hat die Hypo Real Estate im Rahmen der Fristentransformation immer

---

78 Sinn, Hans- Werner: 2009, S.170.

79 Frick, Marcus: 2009, S.12.

80 Grundmann, Stefan/ Hoffmann, Christian/ Möslein, Florian: 2009, S. 49.

81 Sinn, Hans- Werner: 2009, S.170.

82 Sinn, Hans- Werner: 2009, S.193.

wieder mit kurzfristigen Krediten finanziert. Die eigentlich erstklassigen Forderungen, die die Hypo Real Estate in ihren Büchern hält, können seit dem Zusammenbruch des Interbankenhandels nicht mehr refinanziert werden.<sup>83</sup>

Zwar ist dieses Geschäftsmodell zusammengebrochen, dennoch sollte man nicht vergessen, dass die Fristentransformation eine der drei Grundfunktionen darstellt, die Finanzintermediäre in einer Volkswirtschaft übernehmen. Alle Banken betreiben die Fristentransformation, da es letztendlich zu ihrem Kerngeschäft gehört. Im Vorfeld der Finanzkrise hat die Fristentransformation Ausmaße angenommen, die über das normale Maß hinausgingen: Die nicht regulierten Zweckgesellschaften haben Hypothekenkredite mit einer Laufzeit von 30 Jahren finanziert durch kurzfristige Asset Backed Commercial Paper mit einer Laufzeit von gerade einmal drei Monaten. Dass diese sehr kurzfristigen Papiere zum Zeitpunkt ihrer Fälligkeit nicht refinanziert werden konnten war sicherlich eine zentrale Ursache der aktuellen Finanzkrise. Die Hypo Real Estate verdeutlicht die Problematik der übertriebene Fristentransformation in besonderem Maße. Die HRE besitzt selbst keine Spareinlagen von Kunden und muss somit das gesamte Geld welches sie verleiht, selbst aufbringen und war insofern enormen Liquiditätsproblemen ausgesetzt.<sup>84</sup> Angesichts dieser Situation sollte darüber nachgedacht werden, dass zukünftig neben der Unterlegung mit Eigenkapital auch über eine Unterlegung mit langfristigen Verbindlichkeiten als verpflichtend gilt.

## **5. Rating- Agenturen**

### **5.1. Bedeutung**

Zunächst werde ich die Bedeutung von Ratingagenturen skizzieren. Anschließend beschreibe ich in Abschnitt 5.2 die Funktion der Agenturen in Hinblick auf die strukturierten Finanzprodukte. In Abschnitt 5.3 werde ich die Rolle der Rating-Agenturen in der aktuellen Krise kritisch analysieren.

Viele Marktteilnehmer stimmen auf der Suche nach den Ursachen der Finanzmarktkrise darin überein, dass die Rating- Agenturen stark mitverantwortlich sind. Schwachpunkte und Mängel in der Tätigkeit der Rating-Agenturen stellen eine wichtige Ursache für die krisenhaften Entwicklungen dar.

Bei einer Ratingagentur handelt es sich um eine Gesellschaft, die gewerbsmäßig die Bonität von Unternehmen aus allen Branchen nach verschiedenen Kriterien

---

<sup>83</sup> Sinn, Hans- Werner: 2009, S.193.

<sup>84</sup> Sinn, Hans- Werner: 2009, S.193.



bewertet.<sup>85</sup> Die Agenturen nehmen insbesondere die Einstufung von Schuldern nach Bonitätsgraden vor. Die externe Bewertung wird gegen Kosten von den bekannten Agenturen wie Moody's und Fitch, Standard & Poor's (S&P) durchgeführt und mit Buchstaben bezeichnet, welche durch Zahlen und Zeichen ergänzt werden. Bekanntlich steht der „Ratingcode“ AAA beziehungsweise Aaa für die beste Qualität mit der höchsten Bonität und beinahe kein Ausfallrisiko, während D (zahlungsunfähig) die schlecht möglichste Bewertung darstellt. Die einzelnen Tranchen werden je nach Ratingagentur unterschiedlich bezeichnet. Bei Standard & Poor's wird z.B. ein + oder – angehängt, wobei Moody's Zahlen zum Beispiel B1, B2, B3 verwendet.<sup>86</sup>

Bei den drei genannten Ratingagenturen handelt es sich um alteingesessene international tätige Agenturen, dessen Marktanteil sich auf circa 93% erstreckt.<sup>87</sup> „Rating Agenturen zählen zu einflussreichen Steuerungsakteuren auf den Finanzmärkten, deren Bedeutung im Zuge der zunehmenden Nutzung der Kapitalmärkte in den letzten Jahren stark gewachsen ist.“<sup>88</sup>

Bei den Agenturen handelt es sich um privatwirtschaftliche Unternehmen, die auf Gewinn ausgerichtet sind. „Durch Faktoren wie die strukturellen und qualitativen Veränderungen der Finanzmärkte, die Tendenz zur Verbriefung und dem Ausweichen auf andere Finanzierungsquellen im Kreditgeschäft, die Verbriefung von US-amerikanischen Marktmethoden und Standardisierungsprozessen sowie steigende Länderfinanzierung über Kapitalmärkte stieg der Bedarf an Ratings.“<sup>89</sup>

In der Finanzwelt sind die Ratingagenturen sowie ihre Urteile nicht mehr wegzudenken und spielen für Emittenten von Wertpapieren und gleichermaßen Investoren eine zentrale Rolle. Für die Emittenten eröffnen sie durch ihre Bonitätseinschätzungen nämlich neue finanzielle Quellen am Kapitalmarkt. Das Rating bietet ihnen ferner die Chance ein breites Anlegerpublikum anzusprechen. Es ermöglicht erst eine gute Platzierung einer Anlage auf dem Kapitalmarkt. Die von den Agenturen erstellten Ratings geben den Investoren die Möglichkeit, eine objektive Einschätzung der potentiell zu erwerbenden Tranche zu erhalten. Die Agenturen nehmen die zentrale Position des Finanzgutachters zwischen den Kapitalgebern und den Kapitalnehmer ein.<sup>90</sup> Der Großteil ihres Geschäftes erstreckt

---

85 Werner, Timo: 2007, S.2.

86 Werner, Timo: 2007, S.3.

87 Pech, Mathias: 2008, S.28.

88 Brühl, Tanja: S.111 ff..

89 Gras, Isabelle: 2009, S.17.

90 Rost, Birgit: 2007, S.143.

sich auf die exakte Einstufung der Bonität eines Emittenten in Bezug auf bestimmte Anleihen.

Insbesondere im Verlauf der 1980er Jahre hat das Geschäft der Agenturen stark zugenommen. Durch die weltweite Gründung von Niederlassungen der Agenturen, vor allem in Europa, wurde die Geschäftstätigkeit global ausgeweitet.<sup>91</sup> Entsprechend ihrer Ausweitung hat die Relevanz dieser Agenturen an den internationalen Finanzmärkten stark zugenommen. Der signifikante Anstieg der Bedeutung von Ratings für die modernen Finanzmärkte lässt sich auf einige elementare Entwicklungen zurückführen. „Insbesondere durch die stärkere Rolle von institutionellen Investoren wie Versicherungen, Pensions- und Investmentfonds und deren zunehmend globale Anlagehorizont wuchs der Bedarf an zuverlässigen Informationen und Risikoeinschätzungen über die Bonität der Emittenten von Anleihen und anderen Wertpapieren.“<sup>92</sup> Die Bedeutung der Ratings wird allein durch den Umstand deutlich, dass für nicht geratete Titel keinen Markt existiert und kein Emittent ohne ein Rating auskommt.<sup>93</sup> Die Ratings sind das entscheidende Urteilkriterium für Investoren. Sie vermeiden eigenständige kostenintensive Recherchen und erhalten standardisierte, qualitativ hochwertige Informationen. Ein weiterer Grund für die wachsende Bedeutung der Rating Agenturen an den internationalen Finanzmärkten liegt darin, dass sich Unternehmen zunehmend mit Anleihen finanzieren und weniger über traditionelle Bankkredite. Bei einem Bankkredit prüft das Kreditinstitut selbst die Bonität des Kreditnehmers. Die große Anzahl der verschiedenen Kapitalgeber verfügt bei der Emission von Wertpapieren hingegen nicht über die notwendigen Informationen. Durch die Ratings ist es für die Investoren einfach, die Bonitätsrisiken der Emittenten zu vergleichen. „Ratings leisten aber auch einen wichtigen Beitrag zur Markttransparenz und tragen so zur Verringerung potentieller Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Emittenten bei.“<sup>94</sup>

Durch die Rating Agenturen werden sowohl die aktuelle als auch die zukünftige Zahlungsfähigkeit von Banken, Unternehmen und Regierungen bewertet, die als Kreditnehmer oder Emittent agieren. Die Macht ist derartig groß, dass der geschäftliche Erfolg durch ein Rating enorm beeinflusst werden kann.<sup>95</sup>

Die Bedeutung von Rating- Agenturen ist zusätzlich dadurch gewachsen, dass eine

---

91 Stöckel, Eva: 2007, S.17

92 Rosenbaum, Jens: 2008, S.17.

93 Eisen, Mathias:, 2008, S.64.

94 Rost, Birgit: 2007, S.143.

95 Rost, Birgit: 2007, S.143.

immer größere Anzahl von Staaten - vor allem Schwellenländer- sich durch Emission von Anleihen finanzieren.

Die Bewertung durch eine Ratingagentur ist mittlerweile die Grundvoraussetzung dafür, dass Finanzprodukte am Markt überhaupt einen Abnehmer beziehungsweise Käufer finden. Die grundsätzliche Problematik bei den Agenturen besteht darin, dass die vergebenen Ratings gar nicht mehr von den staatlichen Aufsichtsbehörden im Einzelnen hinterfragt werden. Im globalen Verbriefungsmarkt haben die Ratingagenturen de facto die Funktion einer globalen Bankaufsichtsbehörde übernommen.

## **5.2 Rolle in der aktuellen Finanzkrise**

Neben den aus makroökonomischer Perspektive betrachteten vorteilhaften Umständen für risikofreudige Kreditnehmer spielten die unterschiedlichen Techniken der Verbriefung eine zentrale Rolle bei der globalen Ausbreitung und dem Ausmaß der aktuellen Krise.<sup>96</sup> Im Zuge von scheinbar ständig steigenden Preisen für Immobilien wurden die Kreditstandards im Immobiliensektor erheblich gelockert. „Dabei sorgte die Tranchierung dafür, dass selbst aus Forderungsbeständen mit einer im Durchschnitt relativ schlechten Qualität ein vergleichsweise hoher Anteil an Aktiva geschaffen wurde, die von Rating-Agenturen als erstklassig bewertet wurden.“<sup>97</sup>

Auf der Suche nach den Hauptverantwortlichen der Finanzmarktkrise sind viele Marktteilnehmer der Meinung, dass die Ratingagenturen die Hauptverursacher seien.<sup>98</sup> Zwar haben die Kreditinstitute in der Tat fahrlässig Kredite an Kreditnehmer mit geringer bis gar keiner Bonität vergeben, Investmentbanken wiederum haben diese Kredite auf dem Kapitalmarkt platziert. Aber letztlich haben die Ratingagenturen durch ihre Vergabe des Ratings den Verkauf der Papiere doch erst möglich gemacht.

Die Rolle der Ratingagenturen in der Finanzkrise wurde nach Ausbruch der Krise von allen Seiten hinterfragt. Die breite Öffentlichkeit warf den Agenturen vor, die Krise maßgeblich mit verursacht zu haben. Die derzeitige Finanzkrise wäre ohne die Ratingagenturen in dieser Form niemals möglich gewesen. Insbesondere wurde ihnen im Zuge der Finanzmarktkrise vorgeworfen, die Kreditverbriefungen unverhältnismäßig gut bewertet zu haben. Hierdurch wurde ein Anreiz für

---

96 Jahresgutachten 2007/08: S.107.

97 Jahresgutachten 2007/08: S.89.

98 Slabke, Gina: 2008, S. 55.

Weiterverkäufe geschaffen und aktiv zur Ausbreitung der Krise durch die Agenturen beigetragen.<sup>99</sup> Außerdem soll die Neubewertung der Anleihen durch die Ratingagenturen trotz enorm ansteigender Kreditausfälle viel zu spät vorgenommen worden sein. Die Anpassung der Ratings wurde stark verzögert vorgenommen, obwohl bereits ab Mitte 2006 starke Kreditausfälle im Subprime- Segment zu beobachten waren. Die Ratingagenturen haben trotz Kenntnis dieser Umstände erst im Juni 2007 begonnen, die betroffenen Anleihen mit entsprechend gutem Rating nach unten zu korrigieren.<sup>100</sup> Zu diesem Zeitpunkt waren die Immobilienpreise bekanntlich schon stark gefallen. „Die Rating-Agentur Moody’s stuft 131 Ratings von Asset-Backed Securities (ABS) mit Hypothekenkrediten aus dem Subprime-Markt herunter und kündigt die Überprüfung weiterer an.“<sup>101</sup> Die Ratingagenturen haben Mitte 2007 durch zahlreiche große Abstufungen zu den massiven Einbrüchen am Kapitalmarkt für strukturierte Finanzprodukte beigetragen. Diese Abstufung im großen Umfang innerhalb kurzer Zeit löste bei den Anlegern einen zusätzlichen Verkaufsdruck aus und hatte zur Folge, dass die Wertpapiere der Banken und Hedgefonds, welche in diese Papiere investiert hatten, stark einbrachen.

„Viele Kritiker heben zu Recht hervor, dass die Rating- Agenturen die letzten großen Krisen nie durch frühzeitige Korrektur ihre Bewertungen erfasst haben. Wenn sie die Änderungen ihrer Urteile vornahmen war die Krise schon da. Ihre verspäteten Aktionen haben nur den Kursverfall beschleunigt und die Panik der Anleger gesteigert.“<sup>102</sup>

### **5.3 Problempunkte in der aktuellen Ratingpraxis**

Im folgenden Abschnitt soll hinterfragt werden, wie derartige Fehlerbewertungen von Seiten der Ratingagenturen zustande kommen konnten: Wie war es also möglich, dass die Ratingagenturen Wertpapieren, die auf schlecht gesicherten Krediten beruhten, hohe Ratings verliehen?

„Im Zuge der Krise am US- Hypothekenmarkt sind insbesondere die Geschäftsmodelle der Ratingagenturen stark in den Fokus der aktuellen Diskussion geraten. Sie zeichnen sich durch Interessenkonflikte, mangelhafte Qualität der Bonitätsanalyse und mangelhafte Investorenerklärung aus, die als die potentiellen Ursachen und/oder Katalysator der Mitte 2007 ausgebrochenen

---

99 Schulz, Viktor: 2009, S. 20.

100 Schulz, Viktor: 2009, S.21.

101 Jahrgutachten 2007/08: S.95.

102 Schulz, Viktor: 2009; S. 21.

Finanzmarkturbulenzen angesehen werden.“<sup>103</sup>

### 5.3.1 Interessenkonflikt

Die Rating-Agenturen sind einem schwerwiegenden Interessenkonflikt ausgesetzt, weil sie von den Emittenten bezahlt werden und nicht wie früher üblich von den Investoren, welche eigentlich die Ratings benutzen.<sup>104</sup> Die von den Ratingagenturen zu bewertenden Akteure sind zugleich ihre Kunden, die großes Interesse an einem guten Rating haben. Die Beziehung zwischen Emittent, Ratingagentur und Originator (Investor) ist potentiellen Interessenkonflikten ausgesetzt.

In diesem Zusammenhang besteht besonders die Gefahr des sogenannten „Rating-Shoppings“, wobei sich der Kapitalnehmer diejenige Ratingagentur aussucht, von der er das beste Rating erwartet. Um den Rating-Auftrag zu erhalten, bewerten die Agenturen den Kapitalnehmer wiederum besser.<sup>105</sup>

Die amerikanischen Ratingagenturen sind privatwirtschaftliche, gewinnorientierte Bewertungsgesellschaften, deren Hauptgeschäft sich aus der Gebühreneinnahme aus der Erstellung des Ratings ergibt. Dieses Geschäftsmodell arbeitet gewinnorientiert und möchte daher möglichst viele Ratingaufträge erhalten. Gerade im Bereich der strukturierten Finanzmarktprodukte sind die Gewinnspannen besonders hoch und bieten daher ein lukratives Geschäft für die Ratingagenturen. Dadurch werden Anreize zu opportunistischen Verhaltensweisen geschaffen. Bei schlechten Bewertungen besteht nämlich für die Ratingagenturen die Gefahr, keine Aufträge mehr zu erhalten.

Zusätzlich besteht die Problematik, dass die Ratingagenturen selbst die Emittenten beraten und darauf hindeuten, wie ein bestimmtes Produkt zusammengesetzt werden muss, damit es noch gerade ein gewolltes Rating erhält. Gleichzeitig nehmen die Agenturen die Bewertung dieser Produkte selbst vor. Sie befinden sich somit im Interessenkonflikt in ihrer Doppelfunktion als Berater und als bewertende Agentur. „Oft probiert eine Bank zusammen mit ihrer Ratingagentur verschiedene Mischungen von Subprime-Hypotheken [...] Ergibt das Bewertungsmodell nach mehreren Versuchen immer noch ein unbefriedigendes Rating, wird es angeglichen, bis die neue Note dem Gusto des Kunden entspricht.“<sup>106</sup>

Vor dem Ausbruch der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise, zu der unter

---

103 Schulz, Viktor: 2009; S. 21.

104 Jahresgutachten 2007/08: S.160.

105 Stöckel, Eva: 2007, S.37.

106 Schürmann, Christof: 2008.

anderem der in diesem Abschnitt beschriebene Interessenkonflikt beigetragen hat, haben die großen Ratingagenturen ihr Geschäft im Verbriefungsmarkt stark ausgebaut, um höhere Einnahmen zu erzielen. Da die Agenturen als privatwirtschaftliche Bewertungsgesellschaften dem Wettbewerb ausgesetzt sind, ist es in ihrem wirtschaftlichen Interesse, den Kunden durch ein möglichst gutes Rating zu gewinnen, anstatt durch zu harte Qualitätskontrollen abzuschrecken.<sup>107</sup>

### **5.3.2 Mangelnder Wettbewerb**

Besorgniserregend ist auch der fehlende Wettbewerb unter den Ratingagenturen. Die viel zu günstige Bewertung strukturierter Finanzmarktprodukte als eine Ursache der Finanzmarktkrise ist auch auf die fehlende Konkurrenz auf dem Rating-Markt zurückzuführen. Zwar ist wie im oberen Abschnitt bereits angedeutet die Nachfrage nach Ratings in den letzten Jahren enorm gestiegen und gleichzeitig hat sich der Bedeutungszuwachs der Agenturen in einer Erhöhung der Anzahl der internationalen Ratingagenturen widerspiegelt. Trotzdem wird der weltweite Markt weiterhin von den drei genannten, staatlich anerkannten Rating-Agenturen geprägt, die derzeit ungefähr 93% des Marktes unter sich ausmachen.<sup>108</sup> Die drei großen Ratingagenturen stellen einen branchenübergreifenden Ratingservice bereit, den sie international anbieten. Die kleinen unbekannteren Ratingagenturen sind wesentlich stärker spezialisiert und sind bisher nicht in der Lage den Nachweis zuverlässiger Bewertung zu erbringen.<sup>109</sup> „Ein weiterer Grund für den mangelnden Wettbewerb auf dem Ratingmarkt liegt unumstritten in der Regelung für die Zulassung der Ratingagenturen, nach der neue Agenturen sich auf dem Markt nur unheimlich schwer etablieren können.“<sup>110</sup> Der kaum vorhandene Wettbewerb stellt ein großes Problem in Bezug auf die daraus resultierende geringe Transparenz am Markt dar. Es kommt zu keinen Sanktionen im Falle von Fehleinschätzungen der Ratingagenturen, da sie in einem oligopolistischen Markt agieren. Da es kaum Möglichkeiten gibt, für die Kunden auf andere anerkannte Anbieter von Ratingagenturen auszuweichen erleiden die Agenturen kaum einen Schaden in ihrem Ansehen, wenn sie „schlechte“ Ratings vergeben.

---

107 Schulz, Viktor: 2009; S. 23.

108 Pech, Mathias: 2008, S.28.

109 Schulz, Viktor: 2009; S. 21.

110 Rosenbaum, Jens: 2008, S. 52.

### 5.3.3 Probleme im Ratingprozess

Im Nachhinein betrachtet haben die Ratingagenturen das Risiko bei den strukturierten Produkten stark unterschätzt. Es gibt offenkundige Qualitätsmängel bei den von den Agenturen benutzten Ratingmethoden. Ein elementarer Grund für die falsche Einschätzung bei strukturierten Finanzprodukten liegt sicherlich in einer Überbewertung der verwendeten mathematischen Methoden begründet. „Ergebnisse dieser mathematischen Modelle hängen stark von den Annahmen bezüglich der Ausfallwahrscheinlichkeit der Portfolio- Bestandteile und deren Korrelation untereinander ab.“<sup>111</sup>

Auf der anderen Seite besteht ein deutlich höheres Ausfallrisiko bei Pools mit einer starken Korrelation, sogar für den Fall, dass die zugrunde liegenden Kredite eine gute Bonität besitzen. Im Rahmen der CDO- Verbriefungen wurde den Korrelationsrisiken von Seiten der Agenturen zu wenig Beachtung geschenkt. Bis Sommer 2007 besaßen die Investoren von Subprime- ABS noch das begehrte AAA-Rating.<sup>112</sup> Die Ratingagenturen haben erst sehr spät auf die Bonitätsänderungen der bewerteten Titel reagiert. „Die Phase des Immobilienbooms in den USA brach Ende 2005 ab. Die Anpassung von Ratings erfolgte aber erst ab Juni 2007. Diese Zeitspanne war, auch unter Berücksichtigung der Entscheidungsabläufe bei den Ratingagenturen, sehr lang.“<sup>113</sup>

Die Zurückstufung einer großen Zahl von Bewertungen in der zweiten Jahreshälfte 2007 verdeutlicht, dass die vor Ausbruch der Finanzmarktkrise vergebenen Ratings viel zu optimistisch vergeben wurden und den Marktbedingungen für die Basiswerte nicht ansatzweise gerecht wurden.

„In welchem Umfang getrickst wurde, wird aus einer Untersuchung der Harvard-Ökonomen Efraim Benmlech und Jennifer Dlugosz deutlich. [...] Dabei stellten sie fest, dass 70% der CDO-Papiere ein Triple-A-Rating besaßen, obwohl die durchschnittliche Bewertung der ABS-Papiere, die für die Bildung der CDO-Töpfe verwendet wurde, nur bei B+ lag, was die CDOs fast unverkäuflich gemacht hätte, wenn die Bewertung auch für sie gegolten hätte.“<sup>114</sup>

Die Vorhersage der Agenturen über die Wertentwicklung bei strukturierten Produkten war falsch, weil die empirischen Modelle von Subprime-Hypothekenkrediten die Verluste nicht vorhersagen können. Begründet waren die

---

111 Schulz, Viktor: 2009; S. 21.

112 Münchau, Wolfgang: 2008. S.1.

113 Schulz, Viktor: 2009; S. 28.

114 Sinn, Hans- Werner: 2009, S.146.

schlechten Prognosen in der über einen längeren Zeitpunkt steigenden Immobilienpreise. Während die Preise für Immobilien stiegen waren die Ausfallraten gering. Als die Immobilienblase platzte und die Preise drastisch sanken änderte sich die Situation. Es gab eine Kluft zwischen dem aktuellen Risiko und der Bewertung der jeweiligen strukturierten Produkte, die mit zukünftig stark steigenden Preisen bewertet wurden.

## **6. Hedgefonds**

Bei Hedgefonds handelt es sich um eine spezielle Art von Investmentfonds. Innerhalb der letzten Jahrzehnte haben sie sich zu einem der wichtigsten Marktteilnehmer des internationalen Finanzsystems entwickelt. Durch ihre Geschäfte mit den verbrieften Krediten, vorwiegend mit CDO-Tranchen, sind auch sie von zentraler Bedeutung für die aktuellen Finanzmarktprobleme.

Die Manager der Hedgefonds sind respektiert und gefürchtet, da auf der einen Seite einzelne Gesellschaften überdurchschnittliche Renditen erzielen. Andererseits wird ihnen zugesagt, gesamtwirtschaftliche Krisen auslösen zu können.<sup>115</sup> „Hedgefonds sind eine besondere Art von Finanzierungsgesellschaften, die in vielfältiger, nicht standardisierter Weise ihr Geschäft auf den Kapitalmärkten zu machen versuchen und meist kurzlebiger Natur sind.“<sup>116</sup> Die einzelnen Hedgefonds verfolgen unterschiedliche Strategien, auf die ich mit Ausnahme der sogenannten Long-Short-Strategie im Rahmen meiner Arbeit nicht näher eingehen werde. Die am besten bekannte Long-Short-Strategie basiert auf dem ursprünglichen Hedgefonds Konzept, wie es im Jahre 1949 von Alfred W. Jones entwickelt wurde.<sup>117</sup>

Im Laufe der Zeit haben Hedgefonds immer riskantere Geschäfte abgeschlossen und beteiligen sich zunehmend an hochspekulativen Geschäften. Hedgefonds gerieten nach der Finanzkrise immer wieder in die Kritik und ihnen wird auch in den aktuellen Turbulenzen vorgeworfen, die Krise durch sogenannte Leerverkäufe vorangetrieben zu haben. Insofern nehmen sie als Investoren in der aktuellen Kreditblase eine zentrale Rolle ein. Häufig erwirtschaften die Hedgefonds mithilfe bestimmter Strategien hohe Renditen zwischen 20 und 30%. In den modernen Finanzmärkten ist es sicherlich nicht einfach, jährlich eine Rendite von etwa 20% zu erwirtschaften. Es stellt sich daher sicherlich die Frage, wie derartige Renditen realisiert werden können.

---

115 Lähn, Marcel: 2004, S.21.

116 Sinn, Hans- Werner: 2009, S.170.

117 Busak, Michael: 2006, S.8.



Im Rahmen der Long-Short Equity- Strategie kaufen die Hedgefonds- Manager ihrer Ansicht nach unterbewertete Aktien (Long Strategie) und verkaufen gleichzeitig ihrer Meinung nach überbewertete Aktien (Leerverkäufe).<sup>118</sup> Im Gegensatz zu herkömmlichen Aktienfonds kann hierbei von steigenden als auch von fallenden Aktienkursen profitiert werden. Es kommt zu Leerverkäufen in diesen Papieren (Short- Position), um diese Papiere bei fallenden Kursen später zu kaufen. Der Grundgedanke dahinter besteht darin, dass bei Schwierigkeiten die Verluste mit den riskanten Tranchen durch die Gewinne auf Leerverkäufe der mittleren Tranchen ausgeglichen werden können. Das ausgehende Gedankenspiel im Rahmen dieser Strategie liegt darin, das Papier mit der höheren Rendite zu kaufen, während das Papier mit der niedrigeren Rendite leer verkauft wird.<sup>119</sup> Es wurde davon ausgegangen, dass die Tranchen korrelieren. Aber genau diese Annahme war falsch, da sich die CDOs eigentlich anders verhalten sollten. (s.o. „Wasserfallprinzip“) Im normalen Markt wird der Preis durch Angebot und Nachfrage bestimmt, wodurch die Tranchen konvergieren würden. Die Preisbildung basiert in diesem Markt wie oben beschrieben auf den Ratings der Agenturen. Sobald sich die Ratings ändern kommt das System in große Schwierigkeiten. Exakt dieser Fall trat ein, als sich bedingt durch die herabgestuften Ratings keine Käufer mehr fanden.<sup>120</sup>

Während die Immobilienpreise sanken und vermehrt Ausfälle im Subprime-Segment zu verzeichnen waren gingen zwei Hedgefonds, die von Bear Stearns verwaltet wurden und in CDOs investierten, pleite.<sup>121</sup> Infolge der steigenden Zahlungsausfälle im Subprime Segment mussten die Assets der Hedgefonds enorm an Wert einbüßen. Diese Assets waren wiederum als Kreditsicherheit bei anderen Banken hinterlegt, um den Kredithebel ausnutzen zu können. Mit zunehmender Unsicherheit verlangten die Kreditgeber ihre Gelder zurück.<sup>122</sup> Eine große Anzahl von Banken grenzte die Kreditvergabe an Hedgefonds ein und somit trug die angespannte Situation am Geldmarkt zu den Schwierigkeiten für Hedgefonds bei. Dieses Szenario soll nur beispielhaft für die Verstrickung von Hedgefonds in die derzeitige Finanzmarktkrise stehen. „Es wird geschätzt, dass sich das in der Hedgefonds- Branche verwaltete Vermögen zwischen August 2008 und dem zweiten Quartal 2009 um mehr als 50 % auf unter eine Billion USD halbieren

---

118 Kaiser, Dieter: 2004, S. 131.

119 Pech, Mathias: 2008, S.36.

120 Münchau, Wolfgang: 2008. S.107 ff.

121 Pech, Mathias: 2008, S.36.

122 Pech, Mathias: 2008, S.36.

wird.“<sup>123</sup>

Hedgefonds wurden insbesondere nach Ausbruch der Finanzkrise sehr kritisch beobachtet. Für viele gelten sie als einer der Hauptverursacher der Turbulenzen an den Finanzmärkten. Die Geschäftspraktiken der Hedgefonds sind sicherlich undurchsichtig und es ist schwer, sie zuverlässig zu beschreiben. Meiner Meinung nach gelten die Hedgefonds dennoch nicht als Gefahr für Stabilität und Wirtschaft. Die Krise wurde vielmehr durch das Handeln hochgradig regulierter und staatlich beaufsichtigter Banken ausgelöst. Die Gewährung von Krediten an eindeutig nicht kreditwürdige Schuldner ist durch die klassischen, stark regulierten Us-amerikanischen Banken vorgenommen worden. Die wirklichen Ursachen der Krise sind wie oben beschrieben eher im traditionellen Finanzsektor angesiedelt als bei den Hedgefonds. Die Kreditausfälle im Hedgefonds Bereich waren vergleichsweise wesentlich geringer, sodass die von den Fonds abgeschlossenen Kreditversicherungen nur minimal beansprucht wurden.<sup>124</sup>

„Der bisher schlimmste Verlust eines Hedgefonds geht auf den legendären LTCM (Long Term Capital Management) Hedgefonds zurück, der im Jahr 1998 an der Russlandkrise scheiterte. Der Schaden betrug damals ca. 4 Mrd. Euro. Im Vergleich zur Pleite von Lehman Brothers mit mehr als 630 Mrd. USD ist die größte Hedgefonds- Pleite aller Zeiten fast vernachlässigbar gering: nämlich weniger als 1 %.“<sup>125</sup> Man kann sogar noch einen Schritt weitergehen und sagen, dass sie dank ihrer Geschäftspraktiken zur Beruhigung der Finanzmärkte beitragen. Bekanntlich kaufen sie Papiere, sobald andere aussteigen, weil es zu diesem Zeitpunkt billiger ist. Somit verhindern sie, dass die Kurse noch weiter fallen. „Gleichwohl ging von diesen Akteuren in der aktuellen Situation kein destabilisierender Einfluss auf das internationale Finanzsystem aus. Dies dürfte zum einen darauf zurückzuführen sein, dass diese Akteure sehr unterschiedliche Strategien verfolgen, so dass sie von den Turbulenzen am US-Immobilienmarkt nicht in der Breite erfasst wurden.“<sup>126</sup> Es wäre daher der falsche Ansatz, Hedgefonds in Zeiten der Finanzkrise stärker zu regulieren.

---

123 Berg, Bernd: 2009, S.244.

124 Jahresgutachten 2007/08: S. 94.

125 Oswald, Salcher: 2008.

126 Jahresgutachten 2007/08: S. 94.

## 7. Fazit/Zusammenfassung

Die gefährliche Krise des Weltfinanzsystems ist auf eine Verflechtung der im Hauptteil der Bachelorarbeit beschriebenen und analysierten Fehlentwicklungen zurückzuführen. Die Ursachen der aktuellen Finanzmarktkrise haben verschiedene Hintergründe. „Wirtschaftsnobelpreisträger Joseph Stiglitz vergleicht die Krise mit einem Verbrechen, an dem mehrere Personen und Institutionen mitbeteiligt sind.“<sup>127</sup>

Als maßgebliche Ursache der Krise ist die Geldpolitik der FED zu sehen. Typisch für den amerikanischen Hypothekenmarkt ist die variable Verzinsung der Baudarlehen. Das während 2002- 2005 extrem niedrige Zinsniveau führte zu einem starken Anwachsen der Vergabe von Subprime- Krediten. Kreditnehmer mit geringer Bonität konnten nun trotz niedrigen Einkommens aufgrund der geringen laufenden Zinsbelastung die Finanzierung einer Immobilie verwirklichen. Ab 2005 stiegen die Preise für Immobilien Jahr für Jahr mit zweistelligen Raten.<sup>128</sup> Der auf Kreditbasis finanzierte Konsumrausch der privaten Haushalte setzte sich fort, sodass die Sparquote gen Null ging. Ab Mitte 2004 war die Konjunktur in den USA derartig stabil, dass die FED damit begann, die Leitzinsen anzuheben. Anders als prognostiziert gingen die langfristigen Kreditzinsen jedoch nicht nach oben. Der eindeutige Befund lautet: Auslöser der Finanz- und Weltwirtschaftskrise waren die hohen Ausfallraten im Subprime- Segment im US- amerikanischen Immobilienmarkt bedingt durch die FED und seine zu laxen Geldpolitik zwischen 2002- 2005. Der Ursprung der aktuellen Finanzkrise liegt somit an der Jahrtausendwende und beginnt mit den amerikanischen Immobilien.

Die aktuelle Krise muss auch, wenngleich in geringerem Maße, im Zusammenhang mit den deregulierten internationalen Kapitalmärkten und dem daraus resultierenden globalen Ungleichgewichten betrachtet werden. Das Leistungsbilanzdefizit in den USA hat immerhin ein großes Nachfrageloch aufgerissen, das ursächlich für den Kreditboom war und somit zum Entstehen der Finanzkrise in den USA beigetragen hat.

Verantwortlich dafür, dass aus der lokal begrenzten Immobilienkrise eine globale Finanzmarktkrise mit derartigem Ausmaß werden konnte, sind die neuartigen Techniken der Verbriefung. Damit Liquidität geschaffen werden konnte, wurden die Kreditforderungen gegenüber den Immobilienbesitzern anhand der ausführlich beschriebenen Asset Backed Securities verbrieft und weltweit handelbar gemacht.

---

127 O.v.: 2009.

128 Behr, Benedikt: 2008.

Mit Hilfe der Transformation von Krediten in handelbare Titel wurde das Kreditschöpfungspotential<sup>129</sup> des Finanzsystems erheblich erhöht. Aus amerikanischen Subprime- Krediten des Immobilienmarktes wurden Wertpapiere, die trotz ihrer guten Bonität hohe Renditen versprachen. Als es Anfang 2007 zu massenhaften Kreditausfällen im Subprime- Segment kam, verloren auch die Kreditverbriefungen stark an Wert. Aufgrund dieser Abhängigkeit setzte eine fatale Entwicklung ein und der Markt für Forderungsverbriefungen brach schließlich komplett zusammen. Die stark angeschlagenen Zweckgesellschaften mussten dadurch umfangreiche Liquiditätshilfen von den Banken in Anspruch nehmen, was die Kreditinstitute an die Grenzen ihrer finanziellen Leistungsfähigkeit brachte.

Die Hypothekendarlehen wurden durch die Verbriefung vielfach umgeschichtet und gestreut, wodurch es für die Kreditinstitute und anderen Marktteilnehmer nicht mehr zu erkennen war, welches Institut in welchem Umfang involviert sein würde.

Eine normalerweise übliche Kreditgewährung unter den Banken kam im Zuge der Vertrauenskrise zum Erliegen und die Geldmarktzinsen stiegen. Meiner Ansicht nach waren die Banken in der Welt der Verbriefung wesentlich stärker, als Allgemein angenommen, am Kreditgeschäft beteiligt und müssen dementsprechend als Hauptverursacher der aktuellen Finanzkrise gesehen werden.

In der Welt der Verbriefung spielen auch die Rating Agenturen eine zentrale Rolle. Anders als viele Marktteilnehmer erachte ich die Rating Agenturen nicht als einen der Hauptschuldigen der aktuellen Finanzmarktkrise. Sicherlich haben die Agenturen durch unverhältnismäßig gute Bewertung der Kreditverbriefungen mit dazu beigetragen, dass ein Anreiz für Weiterverkäufe geschaffen wurde. Auch die Neubewertung der Anleihen ist trotz stark steigender Kreditausfälle viel zu spät vorgenommen worden. Bei aller Kritik sollte man sich jedoch darüber bewusst sein, dass Ratings lediglich Meinungsäußerungen über relative Kreditrisiken darstellen. Sie geben keine Hinweise auf die Liquidität einer Schuldverschreibung und auch keine Garantie für Bonität oder zukünftige Kreditrisiken. Es ist daher offenkundig falsch, die Ratingagenturen als Hauptverursacher der Finanzkrise zu sehen. Sie agieren auf mikroökonomischer Ebene, während Krisen zumeist gesamtwirtschaftlicher Natur sind.<sup>130</sup> Andere Marktteilnehmer wären auch in der Lage gewesen, die Risiken rechtzeitig zu antizipieren. Die Ratingagenturen haben sich in den letzten Jahren zunehmend disqualifiziert. Wenige Investoren vertrauen

---

129 Jahresgutachten 2007/08: S. 93.

130 Jahresgutachten 2007/08: S 158.

in diesen Tagen noch unkritisch auf ein AAA- Rating.<sup>131</sup> Neue Regeln würden meiner Meinung nach trotz aller Mitschuld das Problem nicht lösen. Vielmehr sollten zukünftig die Zentralbanken mit der Funktion der Bankenaufsicht betraut werden, da sie einen ausgeprägten Sachverstand über gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge besitzen.

Auch das Handeln der Hedgefonds stellt meiner Meinung nach keine maßgebliche Ursache der Krise dar. Die Kreditausfälle im Hedge- Fonds Bereich waren vergleichsweise verschwindend gering, sodass die von den Fonds beanspruchten Hilfen nur minimal waren. Insbesondere nach dem Zusammenbruch von Lehmann Brothers, auf den beinahe der Zusammenbruch des Weltfinanzsystems gefolgt wäre, waren Hedgefonds zwar durch den schnellen Abbau gehebelter Positionen an der an der Verschärfung der Krise beteiligt, haben sie jedoch nicht verursacht.

Die Krise wurde hauptsächlich verursacht durch die hochgradig regulierten und staatlich beaufsichtigten Banken, die Kredite an offenkundig nicht kreditwürdige Schuldner vergeben haben. Die Gründe für die Entwicklungen wurden aber erst mit dem Einsatz moderner Instrumente des Kreditrisikotransfers ermöglicht.

Ihnen die Alleinschuld zuzuweisen wäre aus meiner Sicht der falsche Ansatz, vielmehr hat meine Arbeit gezeigt, dass eine Vielzahl von Ereignissen und Entscheidungen erst bewirkt haben, dass sich eine derartige Wucht daraus entwickelt.

Wenngleich es erste Anzeichen dafür gibt, dass sich die internationale Wirtschaftslage aufhellt, gehe ich davon aus, dass die Krise noch längst nicht überstanden ist. Dafür sind die in der Bachelorarbeit analysierten Verflechtungen zu komplex und die Ursachen bisher unzureichend untersucht.

---

131 Münchau, Wolfgang: 2008. S.128.

## Literaturverzeichnis:

- 1) Bartmann, Peter/ Buhl, Hans/ Hertel, Michael: Ursachen und Auswirkungen der Subprimekrise, Heidelberg 2009.
- 2) Behr, Benedikt: Der Weg in die Krise, in: FAZ vom 17.03.2008.
- 3) Berg, Bernd: Finanzmagier oder Krisenauslöser? Wiesbaden 2009.
- 4) Bern, Konrad: Amerika fürchtet eine Immobilienblase, in: FAZ vom 30.08.2005.
- 5) Blanchard, Olivier: Makroökonomie, 2009 München.
- 6) Bleser, Sven: Die Subprimekrise und ihre Folgen. Ursachen und Auswirkungen der 2007 ausgelösten Finanzkrise, Hamburg 2009.
- 7) Bloss, Michael: Von der Subprime- Krise zur Finanzkrise- Ursachen, Auswirkungen, Handlungsempfehlungen, Oldenburg 2008.
- 8) Brühl, Tanja: Die Privatisierung der Weltpolitik. Entstaatlichung und Kommerzialisierung im Globalisierungsprozess, Bonn 2001.
- 9) Bureau of economic Analysis, 2008.
- 10) Busak, Michael: Handbuch alternative Investments, Wiesbaden 2006.
- 11) Dullien, Sebastian/ Herr, Hansjörg/ Kellermann, Christian: Der Gute Kapitalismus ... und was sich dafür nach der Krise ändern muss, Bielefeld 2009.
- 12) Eisen, Mathias: Haftung und Regulierung internationaler Rating- Agenturen, Frankfurt am Main 2008.
- 13) Fischer, Martin: Die Ursachen der Immobilienkrise und ihre Auswirkungen auf den Finanzmarkt Deutschland, 2009.

- 14) Frick, Marcus: Ursachen, Auswirkungen und eingeleitete Maßnahmen aus der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise, 2009.
- 15) Glese, Dirk: Börse verstehen: Die globale Finanzkrise, Wuppertal 2009.
- 16) Grundmann, Stefan/ Hoffmann, Christian/ Möslein, Florian: Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Berlin 2009.
- 17) Gras, Isabelle: The power to rate, Eine Untersuchung zur Rolle der Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmärkten REGEM Analysis 6, Trier 2009.
- 18) Hartmann, Bianca/ Klamp, Olena: Folgen der Kreditkrise für die US-Wirtschaft, 2008.
- 19) Hoppe, Ralk: Der Bankraub, in: Der Spiegel vom 17.11.2008
- 20) Hull, John: Options, Futures and other Derivatives, 2006.
- 21) Internationaler Währungsfonds (Hrsg.): Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, Global Financial Stability Report, Washington, D.C. 2008.
- 22) Jahresgutachten 2007/08 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung; Drittes Kapitel: Stabilität des internationalen Finanzsystems.
- 23) Kaiser, Dieter: Hedgefonds, Wiesbaden 2004.
- 24) Lähn, Marcel: Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen, Wiesbaden 2004.
- 25) Mader, Christina: Die Subprime-Krise - Entstehung, Ausbreitung und Ableitung von Handlungsempfehlungen aus institutionenökonomischer Sicht, 2009.
- 26) Maier, Andreas: Asset Backed Securities - Alternative Finanzierungsmöglichkeit für die Immobilienwirtschaft, 2007.
- 27) Mock, Matthias: Hintergrund: Asset Backed Securities und die Subprime-Krise. 21.10.2008. URL: <http://www.blicklog.com/2008/10/21/hintergrund-asset-backed-securities-und-die-subprime-krise/> (Stand: Oktober 2008)

- 28) Münchau, Wolfgang: Kernschmelze im Finanzsystem, München 2008.
- 29) Münchau, Wolfgang: Vorbeben: Was die globale Finanzkrise für uns bedeutet und wie wir uns retten können? München 2008.
- 30) O.v.: Die vielen 'Schuldigen' an der Finanzkrise, in: Foonds.com vom 07.09.2009.
- 31) Pech, Mathias: Die Finanzmarktkrise 2008 und ihre Auswirkung auf strukturierte Produkte.2008, S.36 ff.
- 32) Rosenbaum, Jens: Der politische Einfluss von Rating-Agenturen, 2008.
- 33) Rost, Birgit: Die Herausbildung transnationalen Wirtschaftsrechts auf dem Gebiet der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte: Konsequenzen für die normative Struktur der internationalen Rechtsordnung, Berlin 2007.
- 34) Rudolph, Bernd: Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber, Veränderungsbedarf und Reformansätze, August 2009.
- 35) Rudolph, Bernd/ Schaber, Albert/ Schäfer, Klaus: Kreditrisikotransfer: Moderne Instrumente und Methoden, Heidelberg 2007.
- 36) Schmittat, Johannes: Asset Backed Securities - Die Verbriefung von Handelsforderungen als Finanzierungsalternative für den großen Mittelstand, Wiesbaden 2007.
- 37) Schulz, Viktor: Die internationale Finanzmarktkrise und die Ratingagenturen, Hamburg 2009.
- 38) Schürmann, Christof: Folgen der Finanzkrise sind hausgemacht, in: Wirtschaftswoche vom 13.02.2008.
- 39) Sinn, Hans- Werner: Kasino- Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist, Berlin 2009.
- 40) Slabke, Gina: Collateralized Debt Obligations (CDO)-Auswirkungen der Subprimekrise in den USA auf die Ratingagenturen und den europäischen Bankensektor, 2008.



- 41) Sommer, Rainer: Die Subprime-Krise: Wie einige faule US-Kredite das internationale Finanzsystem erschüttern? Hannover 2008.
- 42) Storbeck, Olaf: Die kleinen Geheimnisse der FED, in: Handelsblatt vom 5.2.2008.
- 43) Stroisch, Jörg/ Jelmke-Karge, Henrik und Brück, Mario (2008): Finanzkrise: Vom Immobilienboom zum Börsencrash, in: Wirtschaftswoche vom 04.05.2009.
- 44) Stöckel, Eva: Die Rolle der Rating-Agenturen auf den internationalen Finanzmärkten, 2007.

### **Erklärung**

"Ich versichere an Eides statt, dass ich die nachstehende Arbeit eigenständig und ohne fremde Hilfe angefertigt und mich anderer als der in der Arbeit angegebenen Hilfsmittel nicht bedient habe. Alle Stellen, die sinngemäß oder wörtlich aus Veröffentlichungen übernommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht."

Name, Vorname: Köchling, Christopher

Matrikelnummer: 339 707

Ort/Datum: Münster, 22 Dezember 2009

Unterschrift: