

# Marktversagen und Staatsversagen: Zu den Ursachen der Finanzkrise 2007/08<sup>1</sup>

*Martin Hellwig*

## 1 Einführung

Als im Oktober 2008 Finanzmärkte und Finanzinstitutionen weltweit zusammenzubrechen drohten, war unmittelbar ersichtlich, dass staatliche Hilfen erforderlich wären, um das Schlimmste zu verhindern und die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors als Teil der Infrastruktur der Wirtschaft zu schützen. Gleichzeitig war ersichtlich, dass die Steuerungsmechanismen des Finanzsektors neu durchdacht und reformiert werden müssten. Staatshilfen sind eine Anomalie in der marktwirtschaftlichen Ordnung; sie schalten die für diese Ordnung konstitutiven Haftungsmechanismen aus. Führen die Steuerungsmechanismen eines Sektors zu einer Krise, in der Staatshilfen als unabdingbar betrachtet werden, so müssen diese Steuerungsmechanismen selbst auf den Prüfstand gestellt werden.

Die nationale und internationale Diskussion zu diesem Thema konzentriert sich inhaltlich zumeist auf Einzelaspekte wie die Rolle von Hedgefonds, Bonussysteme, die Handhabung der Eigenkapitalregulierung, oder die Liquidität von Finanzinstitutionen. Darüber hinaus wird vor allem eine Reform der national und international für die internationale Koordination der Aufsicht zuständigen Institutionen ins Auge gefasst. Jedoch fehlt eine gründliche Ex-Post-Analyse der Rolle der Finanzaufsicht im Vorfeld der Krise. Inwiefern hat die Regulierung selbst zur Krise beigetragen? Was wäre anders gelaufen, wenn die jetzt ins Auge gefassten Änderungen schon früher implementiert worden wären? Ohne eine solche Analyse ist zu befürchten, dass die Ursachen der Fehlsteuerung im Finanzsektor nicht wirklich behoben werden.

Nach einer sehr einfachen Vorstellung wurde Deutschland von der Krise betroffen, weil die Bankmanager nach Boni gierten und sich bei Schrottpa-

---

<sup>1</sup> Der Beitrag ist eine gekürzte Version des Beitrags „Finanzkrise und Reformbedarf“ in Hellwig, M./Höfling, W./Zimmer, D. 2010. Gutachten E/F/G zum 68. Deutschen Juristentag, Verlag C.H. Beck, München.

pieren in den USA verzockten. Aufgrund der von neoliberalen Ideologen und Lobbyisten durchgesetzten Deregulierung war die staatliche Aufsicht nicht in der Lage, sie daran zu hindern. Die Krise ist ein Beleg für den Bankrott des Neoliberalismus und für die Notwendigkeit, die Boni abzuschaffen und die staatliche Aufsicht wieder auszubauen.

Nach einer anderen, ebenfalls sehr einfachen Vorstellung ist die Krise entstanden, weil das US-amerikanische politische System die im Bereich der Hypothekarkredite tätigen Finanzinstitute unter Druck setzte, um eine Ausdehnung privaten Wohneigentums auf wenig bemittelte Schichten zu ermöglichen. „*Subprime Mortgage Lending*“, die Vergabe von Hypotheken an Schuldner minderer Kreditwürdigkeit, und die Verbriefung dieser Hypotheken erfolgten auf Druck des Kongresses, der hierin ein Instrument der Sozialpolitik sah.<sup>2</sup> Die Hypothekenbanken Federal National Home Mortgage Association („*Fannie Mae*“) und Federal Home Loan Mortgage Corporation („*Freddie Mac*“) als „*government sponsored enterprises*“<sup>3</sup> machten den Anfang. Im Übrigen sorgte die Zentralbank der USA mit einer unverantwortlich expansiven Geldpolitik in den Jahren 2002 bis 2004 für den Treibstoff, der eine Immobilienblase sondergleichen entstehen ließ.

Die zweite Sichtweise führt die Krise nicht auf das Zocken der Bankmanager, d.h. auf Marktversagen, sondern auf den Missbrauch des Finanzsystems für Anliegen staatlicher Sozialpolitik und auf eine unverantwortliche Geldpolitik, d.h. auf Staatsversagen, zurück. Diese Sichtweise ist in Deutschland weniger verbreitet als in den USA, spielt aber eine Rolle in der internationalen Diskussion um die Reform der Bankenregulierung.

Die einfache Gegenüberstellung von Marktversagen und Staatsversagen greift allerdings zu kurz. Gewiss trifft es zu, dass die US-amerikanische Politik das Wachstum der Kreditvergabe im Subprime-Bereich und die Entwicklung des Verbriefungsgeschäfts gerade auch in diesem Bereich begrüßt und gefördert hat. Das explosive Wachstum der Hypothekarkredite für Wohnimmobilien und die Verbriefung dieser Kredite in den Jahren 2003 – 2006 war aber gerade nicht von den *Government Sponsored Enterprises* zu verantworten, sondern von privaten Investment-Banken, die nach dem Zerplatzen der Technologie-Blase an den Börsen nach neuen Geschäftsfeldern suchten. Schon das Wort „*subprime*“ macht dies deutlich, denn *subprime* waren die

---

<sup>2</sup> Als Beleg für diese These wird vor allem auf den Community Reinvestment Act von 1977 und die Änderungen dieses Gesetzes in den neunziger Jahren hingewiesen. Empirische Untersuchungen beim Board of Governors of the Federal Reserve System und bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich sprechen allerdings gegen eine solche Wirkung dieses Gesetzes (Canner/Bhutta 2008).

<sup>3</sup> Fannie Mae wurde in den dreißiger Jahren als Staatsbank gegründet und in den sechziger Jahren privatisiert. Zur Zeit der Privatisierung von Fannie Mae wurde Freddie Mac als Wettbewerber für Fannie Mae gegründet. Seither waren beide private Aktiengesellschaften, genossen aber das Privileg, dass sie für den Umgang mit Liquiditätsproblemen auf die US Treasury zurückgreifen konnten.

Hypotheken, die nicht den Qualitätskriterien für „prime“ genügten, die Fannie Mae und Freddie Mac gesetzt hatten, als sie in den achtziger und neunziger Jahren die Verbriefung von Hypotheken für Wohnimmobilien entwickelten. Fannie und Freddie selbst waren aufgrund schärferer regulatorischer Vorgaben in den Jahren nach 2003 gezwungen, ihre Finanzierungs- und Verbriefungstätigkeit zu reduzieren und den privaten Investment-Banken Platz zu machen.

Aus deutscher Sicht ist anzumerken, dass es vor allem die Landesbanken waren, d.h. staatliche Banken, die sich in *Subprime Mortgage-Backed Securities* verzockt haben. Die bei den privaten Banken, vor allem Dresdner Bank und Hypo Real Estate, zu Tage getretenen Probleme hatten relativ wenig mit amerikanischen Schrottpapieren und sehr viel mit Sünden der Vergangenheit, auch mit einer unzureichenden Anpassung an den Strukturwandel im Finanzsektor zu tun.

Zu kritisieren ist auch, dass beide einfachen Sichtweisen sich auf die amerikanischen Immobilienmärkte sowie auf *Subprime Mortgages*, Hypotheken minderer Qualität, und deren Verbriefung konzentrieren. Zwar haben diese eine wichtige Rolle gespielt, doch können sie allein das Ausmaß der Krise nicht erklären. Im Oktober 2008, auf dem Höhepunkt der Krise, hat der Internationale Währungsfonds die Kursverluste auf Verbriefungen von solchen Hypotheken auf 500 Mrd. US Dollar geschätzt (IWF 2008). Diese Zahl ist zwar sehr groß, aber nicht größer als das, was man um 1990 als Verluste aus der US-amerikanischen Sparkassenkrise erwartete, oder als die tatsächlichen Verluste japanischer Banken in der Krise der neunziger Jahre, ganz zu schweigen von den Wertminderungen an den Börsen nach dem Zerplatzen der Technologieblase 2000/2001.<sup>4</sup> Dementsprechend hatten der Internationale Währungsfonds und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich noch im Frühjahr 2007, als sie die Krise der Immobilien-, Hypotheken- und Verbriefungsmärkte schon sehr genau analysiert hatten, die Meinung geäußert, eine Ausweitung dieser Krise eines sehr kleinen Teils des globalen Finanzsystems sei unwahrscheinlich (IMF 2007, BIS 2007).

Tatsächlich erklären die amerikanischen Immobilienmärkte und die Hypothekenverbriefungen nur einen Teil der Krise. Mindestens zwei weitere Problemkomplexe haben dazu beigetragen, dass die Krise dieser an sich peripheren Märkte ein Weltfinanzsystem mit Bankaktiva im Werte von insgesamt 80 – 90 Billionen US Dollar (vor der Krise) aus den Fugen bringen konnte. Einer betrifft die Fristentransformation durch Banken und andere Finanzintermediäre. Viele Finanzintermediäre haben langfristig investiert

---

<sup>4</sup> Für Einzelheiten siehe Hellwig (2009, 168 f.) und die dort angegebenen Quellen. Nach Curry/Shibut (2000, 26-35) beliefen sich die am Ende der Abwicklung ermittelten tatsächlichen Kosten der Sparkassenkrise „nur“ auf 160 Mrd. US Dollar; um 1990 freilich war von 600 – 800 Mrd. US Dollar die Rede; jedoch ging diese Erwartung damals nicht in die Marktbewertung von Wertpapieren ein.

und sich kurzfristig verschuldet – in einem seit Jahrzehnten nicht gesehenen Ausmaß.

Ein zweiter Problemkomplex betrifft die Architektur des internationalen Finanzsystems. Aufgrund von Fehlern in der Systemarchitektur lösten die Anfangsschocks des August 2007 eine implosive Eigendynamik des Finanzsystems aus, die erst durch den Einsatz von Staatsgarantien im Oktober 2008 gestoppt wurde. Maßgeblich für diese Eigendynamik war das Zusammenspiel von Kursverlusten in teilweise funktionsunfähigen Märkten, Zeitwertprinzip der Bilanzierung (*Fair Value Accounting*), Eigenkapitalmangel der Banken und „*Deleveraging*“, dem Versuch der Bilanzverkürzung durch Wertpapierverkäufe, die ihrerseits weiter auf die Märkte drückten. Für die Fehler in der Systemarchitektur ist die Bankenregulierung in hohem Maße mitverantwortlich.

Im Folgenden gehe ich zunächst auf Ursachen und Verlauf der Krise ein. Daraus ergeben sich Einsichten über Defizite der Rahmenbedingungen, die die Krise mit verursacht oder verschärft haben. Ohne eine solche Vorarbeit ist nicht zu erwarten, dass Vorschläge für eine Reform der Regulierung und Governance des Finanzsektors auch wirklich zielführend sind. Zu vermeiden ist ein Vorgehen nach dem Muster amerikanischer Politiker, die nach dem 11. September 2001 trompeteten, sie hätten immer schon gewusst, dass der Irak ein Zentrum des Terrorismus ist, und die darüber den Kampf gegen die eigentlichen Verantwortlichen des 11. September aus dem Auge verloren.

## 2 Analyse der Krise: Immobilien, Hypotheken und Hypothekenverbriefungen in den USA

### 2.1 Immobilienblase und Verbriefungsgeschäft

Von 1999 bis 2006 wuchsen die Immobilienpreise in den USA rasant, mit Wachstumsraten zwischen 10 und 15 % pro Jahr. 2006 kehrte sich die Entwicklung um. Von 2007 auf 2008 sanken die Preise um 14 %, von 2008 auf 2009 um 19 %. Seit dem zweiten Quartal 2009 sind die Immobilienpreise wieder stabil. Ihr Niveau entspricht wieder dem von 2003.

Eine solches „*Boom and Bust*“ in Immobilienmärkten kommt immer wieder vor. In den USA gab es in den Jahren vor 2006 einen großen Mittelzustrom durch die Verbriefung von Hypotheken und den Verkauf der Verbriefungen bei Dritten. Der Anstieg der Preissteigerungsraten fällt zusammen mit dem Vordringen der privaten Investmentbanken in das Verbriefungsgeschäft. Die in diesen Jahren von der Zentralbank betriebene Politik des billigen Geldes besserte die Finanzierungsbedingungen in allen Märkten, in keinem freilich so ausgeprägt wie bei Hypotheken für Schuldner minderer Qua-

lität („*subprime*“). Hier sanken nicht nur die Zinssätze, sondern auch die Risikoaufschläge und dies, obwohl die Qualität der Hypothekenschuldner in dieser Zeit stetig zurückging.

Bis 2006 wurden die Qualitätsprobleme durch den Anstieg der Immobilienpreise verdeckt. Als aber die Immobilienpreisentwicklung sich im Sommer 2006 umkehrte, stieg die *Delinquency Rate*, der Anteil der Hypotheken mit mehr als 90 Tage dauernden Zahlungsrückständen, rasch an. Bald darauf, um die Jahreswende 2006/2007 kam es zu Kurseinbrüchen bei Hypothekenverbriefungen mit niedrigen Ratings. Im Juli und August 2007 brachen auch die Kurse bei Verbriefungen mit AAA-Ratings (d.h. den besten Einschätzungen) ein, zunächst um durchschnittlich 20 %, bis Ende 2008 um 60 % der Nennwerte.

## 2.2 Hypothekenverbriefungen und Haftung

Immobilienfinanzierung hat schon immer Finanzkrisen verursacht. Immobilien sind heikel, weil sie eine sehr große Lebensdauer haben und weil die Werte im Aggregat der Volkswirtschaft sehr groß sind. Die Diskrepanz zwischen den Anlagehorizonten der Sparer und der Lebensdauer der Immobilien ist eine Quelle von Risiken – Risiken bezüglich der Refinanzierung, wenn die Immobilie durch kurzfristige Titel finanziert wird, Risiken bezüglich der Veräußerungsmöglichkeiten, wenn die Immobilie durch langfristige Titel finanziert wird und der Sparer diese Titel bei Bedarf zwischenzeitlich liquidieren will.

Die Erfahrung zeigt, dass die wichtigsten Risiken, vor allem Zinsänderungsrisiken, weder von den initiiierenden Hypothekenbanken noch von den Schuldern getragen werden können, sondern an Dritte weitergegeben werden sollten. Die Verbriefung der Immobilienfinanzierung kann dazu dienen, ähnlich wie der Pfandbrief. Anders als beim Pfandbrief gab es allerdings bei den Hypothekenverbriefungen in den USA keine Haftung der Hypothekenbanken für die eingegangenen Verbindlichkeiten.

Die Auswirkungen der fehlenden Haftung hielten sich solange in Grenzen, wie die ursprünglich staatlichen Hypothekenbanken Federal National Home Mortgage Association („*Fannie*“) und Federal Home Loan Mortgage Corporation („*Freddie*“) fast allein als Verbriefungsinstitutionen tätig waren. Sie stellten gewisse Mindestanforderungen an die Qualität der Hypotheken („*prime*“) und gaben selbst Garantien über den Schuldendienst der hypothekengesicherten Papiere ab. Dagegen konzentrierten sich die privaten Investmentbanken, die ab 2000 in das Verbriefungsgeschäft eindringen, auf *Subprime Mortgages*, Hypotheken, die die Qualitätsanforderungen von Fannie und Freddie nicht erfüllten, und übernahmen auch keine Garantien für den Schuldendienst der verbrieften Papiere.

Die für die Verbriefung typischen Operationen der Paketbildung und der Tranchenbildung sind ökonomisch sinnvoll. Die Paketbildung ermöglicht eine gewisse Standardisierung und erleichtert die Organisation eines funktionsfähigen Marktes. Die *Tranchenbildung* trennt Titel mit geringem Ausfallrisiko und geringer Haftungsrelevanz („Senior“) von Titeln mit hohem Ausfallrisiko und hoher Haftungsrelevanz („Equity“ und „Mezzanine“). Im Normalfall betreffen Zinsänderungsrisiken alle Titel gleichermaßen, Kreditrisiken der zugrunde liegenden Hypotheken jedoch nur die Erwerber der nachrangigen Tranchen.

### 2.3 Fehlen von „Marktdisziplin“

Jedoch wurden die Fehlentwicklungen nicht durch eine von den Erwerbern der nachrangigen Tranchen oktroyierte „Marktdisziplin“ oder durch die Rating-Agenturen als Institutionen der Selbstregulierung des Finanzsektors verhindert. Marktdisziplin hätte vor allem von den Käufern von *Equity* kommen müssen. Diese sind vor allen anderen auf Sorgfalt bei der Kreditwürdigkeitsprüfung und der Kreditüberwachung angewiesen. Jedoch ließen sie sich von den hohen Ertragsraten verführen, die diese Tranchen zu bieten schienen. Die Haftungsfunktion von *Equity* wurde vergessen.

Auch bei *Mezzanine*, den nachrangigen Verbindlichkeiten, gab es keinen Qualitätsdruck der Käufer. Diese Papiere wurden zu Zwecken der Zweitverbriefung gekauft, der Schaffung von MBS CDOs, *collateralized debt obligations* mit Paketen von *mortgage backed securities* als Sicherheiten. Die Zweitverbriefung bot europäischen Investmentbanken die Möglichkeit, auch ins Verbriefungsgeschäft zu kommen. Die Risiken der Papiere, die sie verbriefen, waren ihnen dabei egal.

Der Theorie nach sollten Verbriefungen dazu dienen, dass langfristige Titel weitergegeben werden an Lebensversicherer oder Pensionsfonds, die selbst langfristige Anlagehorizonte haben. Tatsächlich gingen die Papiere an Institutionen mit kurzen Anlagehorizonten, Banken und Hedge-Funds. Alle Beteiligten waren auf Ertragsraten fixiert und vernachlässigten Risiken und Haftungsprobleme. Die Bewertungen der Rating-Agenturen wurden nicht hinterfragt.

Die Rating-Agenturen ihrerseits haben den Kreditrisiken der verbrieften Hypotheken kaum Aufmerksamkeit geschenkt. Bei steigenden Immobilienpreisen erschienen sie ihnen als irrelevant. Sie übersahen, dass die beobachteten hohen Preissteigerungen auf Einmal-Effekten beruhten, die sich nicht wiederholen würden.

### 3 Analyse der Krise: Systemfragilität und Systemimplosion August 2007 – Oktober 2008

Die Krise der Immobilien-, Hypotheken- und Verbriefungsmärkte begann im zweiten Halbjahr 2006. Der *Global Financial Stability Report* des Internationalen Währungsfonds vom April enthält bereits eine umfassende Analyse, bemerkt aber, Rückwirkungen auf den Rest des Finanzsystems seien eher unwahrscheinlich. Im Juli und August 2007 stuften die Rating-Agenturen dann die *Ratings* vieler Verbriefungen und weiterer Derivate mit AAA-Ratings um mehrere Bewertungsstufen auf einmal zurück. Das Ausmaß der Rückstufung ließ die Unsicherheit ansteigen. Dies, ebenso wie die Verschlechterung der *Ratings* selbst, ließ die Kurse einbrechen. Viele Märkte hörten auf zu funktionieren.

Nach den Einbrüchen in den Märkten zeigte sich, dass die Position vieler Banken in diesen Märkten sehr fragil war. Unter Umgehung oder Missbrauch von Regulierungsvorschriften hatten sie Fristentransformation und Verschuldung drastisch in die Höhe getrieben. So dienten Zweckgesellschaften, *conduits* und *structured investment vehicles* (SIVs), dazu, in Hypothekenverbriefungen zu investieren, ohne dies mit Eigenkapital zu unterlegen. Diese Zweckgesellschaften selbst hatten kein Eigenkapital und finanzierten sich revolvierend im Geldmarkt. Die Geldgeber wurden abgesichert durch Garantien der jeweiligen Mütter.

Als im August 2007 die Refinanzierung der Zweckgesellschaften zusammenbrach, wurden die Garantien fällig. In glimpflichen Fällen mussten die jeweiligen Mütter nur Maßnahmen ergreifen, um die Verbriefungen mit Eigenkapital zu unterlegen. In weniger glimpflichen Fällen bewirkten die Verluste der Zweckgesellschaften alsbald die Insolvenz der Bank.

Die von den Zweckgesellschaften gehaltenen Papiere machten einen erheblichen Teil des Gesamtmarktes aus. Das Wegbrechen ihrer Refinanzierung erklärt, warum die Preiseinbrüche im Sommer 2007 so drastisch ausfielen.

Von August 2007 bis Oktober 2008 befand sich das globale Finanzsystem in einer Abwärtsspirale. Die Dynamik dieser Spirale wurde durch folgende Elemente bestimmt:

- *Märkte funktionierten schlecht*: Die Preise der Wertpapiere sind vielfach sogar unter die Gegenwartswerte der zu erwartenden Schuldendienstleistungen gesunken.
- *Fair Value Accounting* erforderte, dass die Bewertungen von Hypothekenverbriefungen im Handelsbuch laufend an die Kursentwicklungen in den Märkten angepasst wurden. Dass die Kurse zum Teil deutlich unter den Ertragswerten der Papiere lagen, spielte bei Titeln im Handelsbuch keine Rolle.

- *Unzureichende Eigenkapitalausstattungen* der Banken bewirkten, dass die nach *Fair Value Accounting* erforderlichen Wertberichtigungen unmittelbar Korrekturmaßnahmen erzwangen. Da Rekapitalisierungen kaum möglich waren, wurden vor allem Wertpapiere veräußert. Dieses sogenannte *Deleveraging* belastete wieder die Märkte und Preise.
- Die Spirale von Preissenkungen, *Fair Value Accounting*, Eigenkapitalmangel, *Deleveraging* und weiteren Preissenkungen prägte die Entwicklung, bis im Oktober 2008 die Steuerzahler zu Garanten der Banken erklärt wurden.

Im vorliegenden Zusammenhang bedeutet das Wort „Eigenkapitalmangel“ zunächst, dass die Banken keinen Überschuss über das hinaus hatten, was die Eigenkapitalregulierung oder die Gläubiger forderten. Auf Kursverluste mussten viele von ihnen mit *Deleveraging* reagieren. *Deleveraging* ist problematisch, wenn alle Institute gleichermaßen in Schwierigkeiten sind und versuchen, ihre Bilanzen zu verkürzen. Da der Korrekturbedarf die Bestandsgrößen in der Bankbilanz betrifft, lässt er sich nicht durch Änderungen der Neukreditvergabe beheben. Eine Korrektur auf der Ebene der Bestandsgrößen ist aber für das Banksystem als Ganzes nur möglich, wenn gänzlich andere Marktteilnehmer zum Kauf der Papiere bewogen werden können. Ansonsten führt der Versuch eines simultanen *Deleveraging* nur dazu, dass die Kurse der Wertpapiere sinken, was weiteren Korrekturbedarf erzeugt.

„Eigenkapitalmangel“ bedeutet auch, dass viele Banken überhaupt zu wenig Eigenkapital hatten. Sie hatten ein sehr großes Rad gedreht, nicht nur durch Umgehung der Eigenkapitalregulierung über Zweckgesellschaften, sondern auch durch die Nutzung des modellbasierten Ansatzes der Eigenkapitalregulierung. Wenn gesagt wird, eine Bank habe zehn Prozent „Kernkapital“, so bezieht sich das auf die risikogewichteten Anlagen, nicht auf die Bilanzsumme insgesamt. Die Risikogewichtung ergibt sich aus dem quantitativen Modell, das die Bank selbst zur Analyse und Steuerung ihrer Risiken verwendet. Institutionen wie UBS oder Deutsche Bank haben diesen Ansatz benutzt, um ihre Bilanzsumme auf das Vierzig- oder Fünfzigfache ihres Eigenkapitals aufzublähen. Bei einem Eigenkapital von 2 – 2,5 % der Bilanzsumme aber genügen relativ kleine Verluste, um die Bank insolvent werden zu lassen oder die Refinanzierung der Bank zu gefährden, weil die Anleger in den Interbanken- und anderen *Wholesale*-Märkten eine Insolvenz befürchteten.

Bei Bilanzsummen in Höhe des Vierzig- oder Fünfzigfachen des Eigenkapitals ist der Multiplikator für *Deleveraging* entsprechend hoch. Ein Abschreibungsbedarf von 1 Mio. Euro zwingt zur Veräußerung von Papieren im Wert von 40 oder 50 Mio. Euro. Dementsprechend groß sind die systemischen Rückwirkungen auf die Märkte und auf die anderen Banken.



## 4 Fehlverhalten und Systemfehler

Im Nachhinein ist man klüger. Daraus folgt nicht unbedingt, dass man im Vorhinein die falschen Entscheidungen getroffen hat. Der Umstand, dass ein Risiko schlecht ausgeht, ist noch kein Beleg dafür, dass dieses Risiko nicht hätte eingegangen werden dürfen. Es liegt in der Natur der Sache, dass Risiken manchmal gut ausgehen und manchmal schlecht. Wollte man, dass alles immer nur gut ausgeht, so müsste man alle Risiken vermeiden. Wirtschaft und Gesellschaft würden alsbald ihre Innovationskraft verlieren. Es käme zum sicheren Niedergang – sicher in Relation zu dynamischeren Gesellschaften, vielleicht sogar absolut, denn ein Teil unseres heutigen Lebensstandards beruht darauf, dass hiesige Unternehmen aufgrund innovativer – und daher riskanter – Tätigkeiten in der Lage sind, mit ihren Produkten hohe Preise zu erzielen. Solche Marktpositionen werden durch den Wettbewerb Dritter erodiert, wenn sie nicht immer wieder neu durch weitere Innovationen gefestigt werden.

Eine Beurteilung der beschriebenen Entwicklung sollte daher nicht bei der Beobachtung ansetzen, dass die Immobilienblase in den USA geplatzt ist und dass die entstandenen Verluste eine Krise des Weltfinanzsystems ausgelöst haben. Vielmehr ist zu fragen, wo Fehler gemacht wurden, die auch im Vorhinein als solche hätten erkannt werden können oder müssen. Dabei ist zwischen *Fehlverhalten* und *Systemfehlern* zu unterscheiden.

Als *Fehlverhalten* wird im Folgenden ein Verhalten verstanden, das sich letztlich gegen den Urheber selbst richtet. Als *Systemfehler* wird eine institutionelle Regelung verstanden, die bei Wahrnehmung der Eigeninteressen durch die jeweils Beteiligten zu Fehlentwicklungen für die betreffenden Institutionen, wenn nicht gar des Finanzsystems insgesamt führt. Die Unzulänglichkeit der Kreditwürdigkeitsprüfungen durch die initiiierenden Hypothekenbanken sind in diesem Sinn nicht als Fehlverhalten einzuordnen; schließlich hatten sie keinen Grund, die für angemessene Kreditwürdigkeitsprüfungen erforderlichen Ressourcen aufzuwenden. Dass sie keinen Grund dafür hatten, wird man allerdings als Systemfehler ansehen. Bei beidem, Fehlverhalten und Systemfehlern, stellt sich die Frage nach der Verantwortung, doch stellt sich diese Frage jeweils auf einer anderen Ebene. Im Folgenden gehe ich auf Fehlverhalten und Systemfehler in verschiedenen Bereichen ein.

### 4.1 Governance-Probleme der Hypothekenverbriefung

Das Fehlen jeglicher Haftung bei den initiiierenden Hypothekenbanken ist ein maßgeblicher Systemfehler der Hypothekenverbriefung. Die Wirkungen dieses Systemfehlers wurden gesteigert, als die privaten Investmentbanken in

das Verbriefungsgeschäft eindringen, sich auf *Subprime* Hypotheken konzentrierten und selbst keine Haftung übernahmen.

Diese Fehlentwicklung wurde weder von der Aufsicht noch von den Rating-Agenturen noch von den Käufern der Hypothekenverbriefungen infrage gestellt oder korrigiert. Eine Aufsicht gab es nicht. Die Rating-Agenturen sahen keine Probleme. Bei ihnen gab es einen Interessenkonflikt zwischen Bewertungsgeschäft und Beratungsgeschäft. Im übrigen tragen sie nach US-amerikanischer Rechtsprechung so gut wie kein Haftungsrisiko hinsichtlich der Inhalte ihrer Bewertungen.

#### 4.2 *Fokussierung auf Renditen – Vernachlässigen von Risiken*

Das Fehlen jeglicher Haftung bei der Initiierung und Verbriefung der Hypotheken wurde bestärkt durch das mangelnde Risikobewusstsein der Anleger. Viele Personen und Institutionen achteten nur auf Renditen.

Auf Seiten der Investmentbanker hat die Fokussierung auf Umsatzwachstum und Marktanteile im Verbriefungsgeschäft das mit diesem Geschäft verbundene Risiko vergessen lassen.

Der Vorwurf der Fokussierung auf Ertragsraten bei Vernachlässigung der damit verbundenen Risiken betrifft auch das Übermaß an Fristentransformation und Verschuldung.

Diese Mängel fallen durchweg in die Kategorie *Fehlverhalten*. Die Frage ist, warum es zu diesem Fehlverhalten kam und warum nicht rechtzeitig gegengesteuert wurde.

#### 4.3 *Geldpolitik und Fristentransformation*

Etliche Beobachter nennen die US-amerikanische Geldpolitik der Jahre 2002 bis 2004 als Hauptursache für die Fehlentwicklung. Die extrem niedrigen Geldmarktzinssätze ließen die Fristentransformation in diesen Jahren so verführerisch erscheinen. Bei einem Geldmarktzinssatz von 1,5 % und einem Hypothekenzinssatz von fast 6 % auf konventionelle Hypotheken, über 7 % auf *Subprime* Hypotheken war viel Geld zu verdienen, zumal das Angebot an kurzfristigen Mitteln unerschöpflich zu sein schien.

Eine solche Betrachtung greift aber zu kurz. Gewiss hat die Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank dafür gesorgt, dass reichlich Mittel zur Verfügung standen, die in die Hypothekenfinanzierung fließen konnten. Die Geldpolitik hat die Marktteilnehmer aber nicht gezwungen, ihre Augen vor den Risiken ihrer Strategien zu verschließen.

In diesem Zusammenhang ist der Befund von Belang, dass das Modell der *Conduits* und *SIVs* sich für die Banken nur lohnte, weil die Hypothekenverbriefungen dabei nicht mit Eigenkapital unterlegt werden mussten. Wenn die Marge auf die Kosten der Refinanzierung durch *Asset Backed Commer-*