

DR. IUR. H. C. GERHARD STRATE  
KLAUS-ULRICH VENTZKE

RECHTSANWÄLTE

Herrn  
Leitenden Oberstaatsanwalt  
Manfred N ö t z e l  
Staatsanwaltschaft München I  
Linprunstraße 25  
80097 M ü n c h e n

Hamburg, am 21.1.2010/gs

**Betr.: Strafanzeige gegen die in den Jahren 2004-2008 tätig gewesenen Mitglieder  
des Vorstandes sowie des Verwaltungsrates der Bayerischen Landesbank**

Sehr geehrter Herr Leitender Oberstaatsanwalt Nötzel!

Mit beiliegender Vollmacht ihres Vorsitzenden, des Herrn Hubert Aiwanger MdL, zeige ich an, dass die Fraktion der Freien Wähler im Bayerischen Landtag mich mit der Einreichung der im folgenden näher erläuterten Strafanzeige beauftragt hat.

Die vorliegende Strafanzeige befasst sich schwerpunktmäßig mit dem sog. Kreditersatzgeschäft, welches seit 2004 verstärkt seitens der Bayerischen Landesbank betrieben worden ist. Es besteht jedoch ein enger Sachzusammenhang mit dem in Ihrem Hause bereits geführten Ermittlungsverfahren gegen Mitglieder des Vorstandes der Bayerischen Landesbank im Zusammenhang mit dem Kauf von Geschäftsanteilen an der Hypo Group Alpe Adria. Im nachfolgenden wird dargelegt, dass für alle Geschäfte von grundlegender Bedeutung eine unmittelbare Verantwortung der Mitglieder des Verwaltungsrates der Bayerischen Landesbank besteht (Ziff. II.3.b der Corporate-Governance-Grundsätze der Bayerischen Landesbank). Geschäfte von grundlegender Bedeutung waren sowohl

die zwischen 2004 und 2006 vollzogene Entscheidung für eine milliardenschwere Kreditbevorratung und die Anlage ungebundener Liquidität in spekulative Derivate als auch die 2007 getroffene Entscheidung für den Kauf der Geschäftsanteile an der Hypo Group Alpe Adria. Die (strafrechtliche) Verantwortung an beiden Geschäftsentscheidungen trifft – jedenfalls hinsichtlich des unten näher begründeten Vorwurfs einer Untreue in einem besonders schweren Fall – nicht nur die Mitglieder des Vorstandes, sondern gleichermaßen auch die Mitglieder des Verwaltungsrates.

Im Einzelnen:

## 1. Zur aktuellen Situation

In ihrem letzten Jahresabschluss weist die Bayerische Landesbank (BayernLB) für das Jahr 2008 einen Fehlbetrag von 5.079 Mio. Euro aus. Dieser habe – so die im Jahresabschluss gewählte Formulierung<sup>1</sup> – „*deutlich unter dem Vorjahreswert von 259 Mio. Euro*“ gelegen<sup>2</sup>.

Vor diesem Hintergrund erhöhte sich der Eigenkapitalbedarf der BayernLB. Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Wertpapiere und Forderungen sowie die vom Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung des Bundes (SoFFin) vorgegebene Mindestkapitalausstattung als Voraussetzung zur Übernahme von Garantien führten zu einem Kapitalbedarf in Höhe von 10 Mrd. Euro.

---

<sup>1</sup> Geschäftsbericht 2008 („Die Zahlen“), S. 14.

<sup>2</sup> Tatsächlich dürfte der für 2007 ausgewiesene Gewinn nur durch eine Umwidmung eines aus ABS-Papieren bestehenden Portfolios vom Umlaufvermögen in das Anlagevermögen (zur Vermeidung hoher Abschreibungen) zustande gekommen sein; ohne diese Maßnahme hätte bereits in 2007 ein Verlust von minimal 700 Mio. Euro ausgewiesen werden müssen; vgl. hierzu Jahresbericht 2009 des Bayerischen Obersten Rechnungshofes unter Ziff. 21.3.1.

Die Rekapitalisierung erfolgte durch den Freistaat Bayern in drei Tranchen. 3 Mrd. Euro wurden zum 30.12.2008 durch die BayernLB Holding AG den Rücklagen der Bank zugeführt. Zum 30.1.2009 zeichnete der Freistaat Bayern eine unbefristete stille Einlage über 3 Mrd. Euro. Weitere 4 Mrd. Euro wurden wiederum durch die BayernLB Holding AG Ende März 2009 in die Rücklagen der Bank eingezahlt.

Neben Maßnahmen im Zusammenhang mit der Rekapitalisierung wurde mit Vertrag vom 3.12.2008 die Übernahme von Garantien durch den SoFFin geregelt. Hiernach wurde der BayernLB durch den SoFFin ein Garantierahmen in Höhe von 15 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt.

Mit Vertrag vom 19.12.2008 hat der Freistaat Bayern außerdem die BayernLB gegen Verluste aus einem ABS-Portfolio mit einem Nominalvolumen von rund 21 Mrd. Euro abgesichert. Abgesichert sind – gegen eine zu zahlende Garantieprämie – Verluste aus dem Portfolio bis zu einer Höhe von 4,8 Mrd. Euro<sup>3</sup>.

Die Rückabwicklung des Engagements in der Hypo Group Alpe Adria dürfte bei der Bayern LB zu Verlusten in Höhe von 4 Mrd. Euro geführt haben.

Der Bayerische Oberste Rechnungshof fasst in einer Pressemitteilung vom 9.12.2009 die Situation wie folgt zusammen:

*„Die Finanzmarktkrise und insbesondere die Probleme der BayernLB führen dazu, dass in erheblichem Umfang neue Schulden gemacht werden müssen. Durch die kreditfinanzierte Kapitalzuführung von 10 Mrd. € an die BayernLB erhöhen sich Bayerns Schulden um fast 50 % von rd. 24 Mrd. auf ca. 34 Mrd. €. Hinzu kommt: Der Staat hat seine Bürgschafts- und Garantieverpflichtungen erheblich ausgeweitet. Der maximale Gesamthaftungsbetrag belief sich Ende 2008 auf rd. 11,5 Mrd. €.“*

---

<sup>3</sup> Vgl. Geschäftsbericht 2008 („Die Zahlen“), S. 15.

Sein Fazit:

***„Die Risiken für heutige und künftige Haushalte sind enorm.“<sup>4</sup>***

Die desaströse Entwicklung der BayernLB kann nicht abgetan werden mit der Behauptung:

*„Die Finanzmarktkrise mit dem weitest gehenden Zusammenbruch des Marktes für strukturierte Wertpapiere wurde ganz überwiegend weder von den anerkannten Experten vorausgesehen noch von den betroffenen Banken – und auch vom Vorstand der BayernLB nicht. Für die Mitglieder des Verwaltungsrates war diese Entwicklung erst recht nicht vorhersehbar.“<sup>5</sup>*

Diese Einschätzung vernachlässigt die Verpflichtungen, denen die Mitglieder des Vorstandes und auch des Verwaltungsrats unterliegen.

---

<sup>4</sup> [http://www.orh.bayern.de/files/Jahresberichte/2009/09-11-26\\_\\_Pressezusammenfassung.pdf](http://www.orh.bayern.de/files/Jahresberichte/2009/09-11-26__Pressezusammenfassung.pdf)

<sup>5</sup> Bericht des Untersuchungsausschusses vom 26.6.2008 – LT-Drucksache 15/10950, S. 34.

## 2. Ursachen der Fehlentwicklung

In der Einschätzung der Ursachen der Fehlentwicklung sind sich die Experten, die seinerzeit Handlungsbeteiligten und politisch Verantwortlichen grundsätzlich einig: Es ist das starke Engagement der Bayern-LB in dem Markt der sog. „Asset Backed Securities“ (ABS)<sup>6</sup>. Der Vorstand der BayernLB hatte am 25.10.2005 beschlossen, das ABS-Engagement auf ein Zielfortfolio bis zu maximal 58,2 Mrd. Euro auszubauen<sup>7</sup>. In dieser Höhe wurde der Beschluss nicht vollzogen. Aber immerhin steigerte sich das Volumen von 29,1 Mrd. Euro in 2005 auf 34,0 Mrd. in 2006<sup>8</sup>, um sich Ende 2007 auf rund 33 Mrd. Euro zu belaufen<sup>9</sup>. Das reine ABS-Investment-Portfolio (ohne die für Kunden gehaltenen ABS-Papiere) hatte zum Stichtag des 31.12.2007 in der BayernLB-Gruppe<sup>10</sup> ein Volumen von 26,3 Mrd. Euro<sup>11</sup>. Bis zum 30.6.2008 konnte dieses Portfolio noch auf 21,2 Mrd. Euro abgeschmolzen werden<sup>12</sup>, wobei diese Reduzierung nur in einer Höhe von 0,9 Mrd. Euro auf Verkäufe zurückgeht<sup>13</sup>.

Tatsächlich ist auf unabsehbare Zeit das gesamte Portfolio der ABS-Papiere als unverkäuflich einzustufen. Ein Markt für diese Papiere ist nicht mehr vorhanden. Die Mehrheit des Untersuchungsausschusses des 15. Landtages verknüpft diese Feststellung mit der folgenden Perspektive:

*„Wie lange dieser Zustand andauern würde bzw. wird, wusste bzw. weiß niemand.“<sup>14</sup>*

<sup>6</sup> Vgl. nur Bericht des Untersuchungsausschusses – LT-Drucksache 15/109050, S. 13.

<sup>7</sup> Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 13.

<sup>8</sup> Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 14.

<sup>9</sup> Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 14.

<sup>10</sup> Einschließlich der Tochtergesellschaften.

<sup>11</sup> Financial Stability Forum Report der BayernLB vom 2.10.2008, S. 6.

<sup>12</sup> Financial Stability Forum Report der BayernLB vom 2.10.2008, S. 6.

<sup>13</sup> Financial Stability Forum Report der BayernLB vom 2.10.2008, S. 6.

<sup>14</sup> Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 20.

Eine Deklaration dieser Wertpapierbestände als endgültig verloren wurde nur dadurch vermieden, dass diese unter der Vorgabe „Halten-bis-zur-Endfälligkeit“ mit einem fiktiven Marktpreis (der tatsächlich absehbar nicht zu erzielen ist) in den Anlagebestand umbucht wurden<sup>15</sup>. Der vom Freistaat Bayern abgegebenen Garantierklärung in Höhe von maximal 4,8 Mrd. Euro liegt die Hoffnung zugrunde, dass das Portfolio im Laufe von sechs Jahren durch Tilgungen auf insgesamt rund 5 Mrd. Euro reduziert und anschließend verkauft werden kann<sup>16</sup>.

Es liegt nahe, dass diese Hoffnung nur vage, eher fiktiv ist. Selbst wenn durch Tilgungen in den nächsten Jahren Rückführungen dieses Portfolios noch möglich sein sollten, so dürfte realistischerweise ein Verlust in Höhe von mehreren Milliarden Euro zu erwarten sein. Aktuell bedeutet die Umbuchung in das Anlagevermögen unter der Devise „Halten-bis-zur-Endfälligkeit“, dass diese als Liquiditätsvorrat gedachten Papiere mit einem Volumen in Höhe von 21,2 Mrd. Euro auf Jahre hinaus dem Geschäft der BayernLB entzogen sind.

Dass dieser immense Schaden nicht nur eine Folge der quasi über Nacht und für niemanden vorhersehbar eingetretenen Finanzmarktkrise ist<sup>17</sup>, sondern maßgeblich beeinflusst wurde durch **pflichtwidrige** Fehlentscheidungen verantwortlicher Organmitglieder, ergibt sich aus folgendem:

---

<sup>15</sup> Vgl. Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 20.

<sup>16</sup> Jahresbericht 2009 des Bayerischen Obersten Rechnungshofes Ziff. 21.3.3.

<sup>17</sup> So der damalige Vorstand der BayernLB in der Verwaltungsratssitzung vom 4.12.2007 – vgl. Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 19/20.

### a) Pflichtwidrige Bevorratung von Liquidität in 2004 und 2005

Die BayernLB ist eine Landesbank, für deren bis zum 18.7.2005 begründete Verbindlichkeiten der Freistaat Bayern im Rahmen der gesetzlich verankerten Gewährträgerhaftung unbegrenzt einzustehen hat. Art. 4 des Gesetzes über die Bayerische Landesbank bestimmt:

*„1) Der Freistaat Bayern und der Sparkassenverband Bayern haften für die Erfüllung sämtlicher am 18. Juli 2005 bestehenden Verbindlichkeiten der Bank. Für solche Verbindlichkeiten, die bis zum 18. Juli 2001 vereinbart waren, gilt dies zeitlich unbegrenzt; für danach bis zum 18. Juli 2005 vereinbarte Verbindlichkeiten nur, wenn deren Laufzeit nicht über den 31. Dezember 2015 hinausgeht.*

*(2) Der Freistaat Bayern und der Sparkassenverband Bayern werden ihren Verpflichtungen aus der Gewährträgerhaftung gegenüber den Gläubigern der bis zum 18. Juli 2005 vereinbarten Verbindlichkeiten umgehend nachkommen, sobald sie bei deren Fälligkeit ordnungsgemäß und schriftlich festgestellt haben, dass die Gläubiger dieser Verbindlichkeiten aus dem Vermögen der Bank nicht befriedigt werden können.*

*(3) Verpflichtungen der Bank auf Grund eigener Gewährträgerhaftung oder vergleichbarer Haftungszusage oder einer durch die Mitgliedschaft in einem Sparkassenverband als Gewährträger vermittelten Haftung sind vereinbart und fällig im Sinn der Abs. 1 und 2 in dem gleichen Zeitpunkt wie die durch eine solche Haftung gesicherte Verbindlichkeit.*

*(4) Der Freistaat Bayern und der Sparkassenverband Bayern haften als Gesamtschuldner, im Innenverhältnis entsprechend ihren zum Zeitpunkt der Begründung der Verbindlichkeit bestehenden Kapitalanteilen. ...“*

Die zeitliche Begrenzung der Gewährträgerhaftung ging zurück auf ein Prüfungsverfahren der EU-Kommission, in dessen Folge die EU-Kommission die zugunsten der deutschen Landesbanken bestehende Anstaltslast und Gewährträgerhaftung als unzulässige staatliche Beihilfen im Sinne von Art. 87 Abs. 1 EG-Vertrag einstufte und mit einem

Schreiben vom 8.5.2001 die Bundesregierung aufforderte, auf eine Abschaffung dieser Begünstigungen bis zum 31.3.2002 hinzuwirken<sup>18</sup>. Am 17.7.2001 einigten sich das damals zuständige Mitglied der Europäischen Kommission, Mario Monti, sowie Vertreter der Bundesregierung und der Länder – unter ihnen auch der damalige bayerische Staatsminister der Finanzen Kurt Faltlhauser – sowie der Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes auf ein Grundsatzpapier, überschrieben mit „Verständigung über Anstaltslast und Gewährträgerhaftung“<sup>19</sup>, in welchem es unmissverständlich heißt:

*„(Die) Gewährträgerhaftung wird abgeschafft.“*

Damit hatten die für die Bundesrepublik aufgetretenen Regierungsvertreter und der Repräsentant des Sparkassen- und Giroverbandes grundsätzlich anerkannt, dass die Gewährträgerhaftung gegen verbindliches EG-Recht verstößt, der Sache nach eine mit Art. 87 Abs. 1 EG-Vertrag nicht vereinbare staatlich gewährte Beihilfe darstellt. Die dann in Ziff. 4 der „Verständigung“ vereinbarte Übergangsregelung, derzufolge das System von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung bis zum 18.7.2005 aufrechterhalten bleiben könne, bedeutete angesichts der grundsätzlichen Anerkennung der Europarechtswidrigkeit der Gewährträgerhaftung keinen Freibrief an die Landesbanken, sich während der Übergangszeit ohne jeden Bezug auf konkrete Bankgeschäfte mit unbegrenzter Liquidität vollzupumpen. Und schon gar nicht durften die während der Übergangszeit noch bestehenden Privilegien durch die Landesbanken dazu genutzt werden, Wettbewerbsvorteile im **internationalen Bankgeschäft** zu erlangen. Die Organmitglieder der BayernLB hatten auch während der Übergangszeit die Erklärung Nr. 37 zum Vertrag von Amsterdam zu beachten, in der es wörtlich heißt:

*„37. Erklärung zu öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten in Deutschland  
Die Konferenz nimmt die Auffassung der Kommission zur Kenntnis, dass die bestehenden Wettbewerbsregeln der Gemeinschaft es zulassen, Dienstleistungen von allgemeinem wirtschaftlichem Interesse, welche die in Deutschland bestehenden öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute erfüllen,*

<sup>18</sup> Vgl. nur <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,132691,00.html>.

<sup>19</sup> Zu finden unter

[http://www.lbbw.de/imperia/md/content/lbbwde/investorrelations/de/eu\\_schlussfolgerungen.pdf](http://www.lbbw.de/imperia/md/content/lbbwde/investorrelations/de/eu_schlussfolgerungen.pdf).



*sowie ihnen zum Ausgleich für die mit diesen Leistungen verbundenen Lasten gewährte Fazilitäten voll zu berücksichtigen. Dabei bleibt es der Organisation dieses Mitgliedstaats überlassen, auf welche Weise er insoweit den Gebietskörperschaften die Erfüllung ihrer Aufgabe ermöglicht, in ihren Regionen eine flächendeckende und leistungsfähige Finanzinfrastruktur zur Verfügung zu stellen. Diese Fazilitäten dürfen die Wettbewerbsbedingungen nicht in einem Ausmaß beeinträchtigen, das über das zur Erfüllung der besonderen Aufgaben erforderliche Maß hinausgeht und zugleich dem Interesse der Gemeinschaft entgegenwirkt.“*

Schon nach dieser Erklärung zum Amsterdamer Vertrag vom 2.10.1997, die Bestandteil des Vertrages ist, wurde die Sonderstellung der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute nur noch hingenommen, soweit sie **in ihren Regionen** eine leistungsfähige Finanzstruktur zur Verfügung stellen wollten; damit war die in der der Erklärung angelegte (begrenzte) Billigung der den Landesbanken aufgrund der Gewährträgerhaftung zukommenden wettbewerbsrechtlichen Privilegierung schon seit dem 2.10.1997 nicht mehr anwendbar, wenn und soweit die Landesbanken ihre Dienstleistungen **grenzüberschreitend** erbringen wollten<sup>20</sup>.

Den Vorstand der BayernLB hat dies nicht bekümmert. Nach der intern kursierenden Devise „Load the Boat“<sup>21</sup> wurde die Übergangszeit bis zum Wegfall der Gewährträgerhaftung dazu genutzt, die Bank mit exorbitanten Liquiditätsreserven – vor allem durch die Emission von Anleihen<sup>22</sup> - auszustatten. *Dieter Burgmer* (bis zum Frühjahr 2007 für das Geschäftsfeld Global Markets zuständiges Vorstandsmitglied) äußerte sich im Untersuchungsausschuss des 15. Landtages hierzu wie folgt:

*„Also haben alle Landesbanken sich unter diesem alten Regime quasi mit Liquidität vollgepumpt, um sie dann anschließend nach dem Wegfall der Gewährträgerhaftung für das Neugeschäft einsetzen zu können. Insofern haben wir mehr Mittel refinanziert, als wir im aktiven Geschäft des Jahres 2003, 04, 05 brauchten, um dann im Prinzip den Zeitraum zwischen 2005 und 2015 quasi noch zu den Konditionen vor 2005 abwickeln zu können.“*<sup>23</sup>

<sup>20</sup> Bröhmer in Callies/Ruffert (Hrsg.), EUV-EGV, 3. Aufl., Rdnr. 3 zu Art. 48.

<sup>21</sup> Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 61.

<sup>22</sup> Vgl. nur die Presseerklärung der BayernLB vom 1.4.2005: „Anlegen wie die Weltmeister - BayernLB legt TopKick-Anleihe auf“.

<sup>23</sup> Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 62.

Die BayernLB versorgte sich so auf Vorrat mit Geldern, für die sie akut gar keine Verwendung hatte, schon gar nicht, um – im Sinne der oben zitierten Erklärung zum Vertrag von Amsterdam – in **ihrer Region** die Finanzstruktur zu stärken.

Obwohl der unter Mitwirkung des damaligen Staatsministers der Finanzen Kurt Faltlhäuser zustande gekommenen Vereinbarung mit der EU-Kommission das Bekenntnis zugrunde lag, Anstaltslast und Gewährträgerhaftung seien europarechtswidrig, und obwohl die gewährte Übergangsfrist keinesfalls dazu ermächtigte, Privilegien missbräuchlich zu nutzen, die den Landesbanken von Rechts wegen nicht zukamen, wurde in den offiziellen Verlautbarungen der BayernLB die **Bevorratung mit Geld** vor Wegfall der Gewährträgerhaftung unverblümt sogar als **strategische** Entscheidung ausgegeben:

*„Um zukünftigen Liquiditätsrisiken, insbesondere in Form höherer Refinanzierungskosten, nach dem Wegfall von Gewährträgerhaftung und Anstaltslast vorzubeugen, wurde eine Bevorratungsstrategie für lang laufende Passivmittel aufgesetzt, deren Umsetzung im Jahr 2005 fortgesetzt wird. Mit dieser Bevorratungsstrategie sichert sich die BayernLB nach dem Wegfall der Haftungsgrundlagen im Juli 2005 den Zugang zu einer jederzeit ausreichenden Liquidität entsprechend den geplanten Geschäftsaktivitäten“<sup>24</sup>. (Meine Hervorhebung)*

Da diese strategische Entscheidung von den Mitgliedern des Vorstandes in den Geschäftsberichten offen propagiert wurde, kann sie auch den Mitgliedern des Verwaltungsrats nicht entgangen sein und muss deren Zustimmung gefunden haben, zumal dessen damaliger Vorsitzender Kurt Faltlhäuser in seinem Bericht zum Geschäftsjahr 2004 festhält:

*„Sämtliche Anstrengungen dienten insbesondere dem Ziel, im Hinblick auf den Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung im Juli 2005 die Kapitalausstattung der Bank zu stärken sowie deren Profitabilität zu steigern.“<sup>25</sup>*

---

<sup>24</sup> Geschäftsbericht 2004, S. 104; ähnlich auch Geschäftsbericht 2003, S. 66; Geschäftsbericht 2005, S. 56, S. 116 („Liquiditätspolster“) und S. 118.

<sup>25</sup> Geschäftsbericht 2004, S. 124.

Auch hebt er zum Stichwort „*Strategische Neuausrichtung*“ hervor:

*„Die von der Bank eingeleiteten Maßnahmen wurden im Verwaltungsrat intensiv beraten. Ferner informierte der Vorstand laufend über den Stand der Umsetzung.“<sup>26</sup>*

Eine Ahnung hinsichtlich des **Volumens der durch die Liquiditätsbevorratung geschaffenen zusätzlichen Verpflichtungen des Freistaates Bayern** vermitteln die Angaben des Bayerischen Obersten Rechnungshofes. Ihm zufolge belief sich die voraussichtliche Gewährträgerhaftung des Freistaates Bayern zum Jahresende 2008 auf ca. 110 Mrd. Euro<sup>27</sup>. Durch Tilgung von Emissionen und weitere Rückzahlungen wird sich dieser Betrag voraussichtlich zum Jahresende 2009 auf 91,5 Mrd. Euro, zum Jahresende 2010 auf 79,3 Mrd. Euro, zum Jahresende 2011 auf 66,3 Mrd. Euro und zum Jahresende 2012 auf 58,9 Mrd. Euro reduziert haben<sup>28</sup>.

Einen zusätzlichen Hinweis auf das Ausmaß des in 2003 – 2005 geschaffenen „Liquiditätspolsters“, für das der Freistaat Bayern eintreten muss, gibt der oben schon erwähnte Beschluss des Vorstandes der BayernLB vom 25.10.2005, das Engagement in „Asset Backed Securities“ (ABS) auf ein Zielportfolio bis zu maximal 58,2 Mrd. Euro auszubauen<sup>29</sup>. Auch wenn dieses Portfolio das geplante Volumen schließlich nicht erreichte, so kann vernünftigerweise geschätzt werden, dass die BayernLB in der Übergangszeit bis zum Wegfall der Gewährträgerhaftung sich mit wenigstens ca. 60 Mrd. Euro zusätzlich ausgestattet hat, obwohl diese im aktuellen Geschäft gar nicht benötigt wurden. Wenigstens in dieser Höhe wurden durch den Vorstand – mit Billigung des Verwaltungsrats<sup>30</sup> –

<sup>26</sup> Geschäftsbericht 2004, S. 125.

<sup>27</sup> Jahresbericht 2009 des Bayerischen Obersten Rechnungshofs Ziff. 11.1.4.

<sup>28</sup> Die vollständige Übersicht findet sich im Jahresbericht 2009 des Bayerischen Obersten Rechnungshofes unter Ziff. 21.3.4.

<sup>29</sup> Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 13.

<sup>30</sup> Dieser soll von dem Beschluss, in ABS-Papiere zu investieren, erst am 2.8.2006 ohne Angabe genauer Zahlen unterrichtet worden sein (Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 33). Die Größenordnung dürfte den Mitgliedern des Verwaltungsrats angesichts der von Kurt Faltlhauser berichteten laufenden Unterrichtung über die Umsetzung der strategischen Neuausrichtung zumindest in groben Umrissen klar gewesen sein, zumal schon im Geschäftsbericht 2004, S. 49, zu lesen ist: „Zur Kompensation von Ertragsminderungen nach Wegfall der Gewährträgerhaftung für neue Verbindlichkeiten wird Global Markets das Kundengeschäft (z. B. ABS) in Nordamerika ausbauen.“

zusätzlich Verbindlichkeiten geschaffen, für die der Freistaat Bayern im Rahmen der gesetzlichen Gewährträgerhaftung im Notfalle eintreten muss – der anderthalbfache Betrag des jährlichen Staatshaushaltes.

### **b) Pflichtwidrige Investition in „Asset Backed Securities“**

Die Asset Backed Securities (ABS), in welche der Großteil des überschüssigen Milliardenpolsters investiert wurde, werden in einem Geschäftsbericht der BayernLB wie folgt definiert:

*„ABS ist ein in den 80er Jahren in den USA entwickeltes Produkt, wonach Forderungen verbrieft werden, um durch einen bilanzwirksamen Verkauf Liquidität zu beschaffen. Im Rahmen einer ABS-Transaktion werden ausgewählte Forderungen (assets) in einem Pool zusammengefasst und vom Gläubiger (Originator) an eine speziell für diesen Zweck gegründete Gesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV) verkauft. Diese refinanziert die angekauften Pools durch Emission handelbarer, durch die Forderungen besicherter Wertpapiere. Individuelle Sicherungsmechanismen dienen als Schutz gegen Forderungsausfälle (Credit-Enhancement). Marktgängig sind insbesondere mit erstklassigen Ratings versehene Wertpapiere (Asset-Backed-Securities).“<sup>31</sup>*

Die ABS gehören zur vielgestaltigen Kategorie der abgeleiteten Finanzinstrumente – auch Derivate genannt. Derivative Finanzinstrumente sind nach allgemeinem Verständnis gegenseitige Verträge, deren Wert vom Betrag einer zugrunde liegenden marktabhängigen Bezugsgröße („Basiswert“, „Underlying“) abgeleitet ist<sup>32</sup>. Hierzu werden Vermögenswerte, wie z.B. Hypothekarkreditforderungen, zu einem Forderungsportfolio gebündelt und als Paket verkauft, so dass sich ein unmittelbarer Liquiditätsgewinn ergibt.

<sup>31</sup> Geschäftsbericht 2002, S. 147 (Glossar).

<sup>32</sup> Reiner, Derivative Finanzinstrumente im Recht, Baden-Baden 2002, S. 1.

Als Käufer fungiert eine neu gegründete Gesellschaft, die einzig den Zweck hat, die angekauften Forderungen durch die Emission von Wertpapieren in Form von Schuldverschreibungen zu refinanzieren (daher auch: Special Purpose Vehicle = Zweckgesellschaft). Der Emissionserlös wird als Kaufpreis an das die Forderungen verkaufende Unternehmen (sog. Originator) gezahlt, während die Wertpapiere durch die Zins- und Tilgungszahlungen der Schuldner aus dem Forderungsportfolio bedient werden. Daher rührt auch die Bezeichnung als „Asset Backed Securities“: Die begebenen Wertpapiere (securities) sind durch Vermögenswerte (asset) in Form von Forderungen besichert (backed).

Die Qualität der in das gebündelte Portfolio eingebrachten Forderungen kennt im Grunde nur der Verkäufer (in der Regel die dem Ursprungsschuldner Kredit gewährende Bank). Durch den Verkauf der Forderungen gewinnt der Verkäufer nicht nur Liquidität, sondern entledigt sich auch des Risikos, dass die Forderung eines Tages nicht mehr bedient werden könnte<sup>33</sup>. Dies ist ein wesentlicher, ihnen strukturell innewohnender Effekt der ABS (wie eines jeden Kreditderivats): der **Transfer des Risikos**.

*„Credit derivatives are financial contracts that allow the transfer of credit risk from one market participant to another.“<sup>34</sup>*

*(Kreditderivate sind Finanzkontrakte, die den Transfer des Kreditrisikos von einem Marktteilnehmer auf einen anderen ermöglichen.)*

Der unverhohlene Zweck des Risikotransfers gibt dem Umgang mit handelbaren Derivaten (wie den ABS) von vornherein eine gefahrgeneigte Note. Das Risiko wird gesteigert durch den Umstand, dass die Bündelung der an die Zweckgesellschaft verkauften Forderungen und deren Zusammenfassung in einem neuen Wertpapier die Beziehung zum Ursprungsschuldner **anonymisiert**. Eine Bank, die ihre Vermögensmassen in ABS investiert, bricht mit dem Grundprinzip, welches sonst im Kreditgeschäft ihr Handeln bestimmt: Kenne Deinen Kunden („know your customer“). An die Stelle einer genauen Bonitätsprüfung des Ursprungsschuldners tritt das „Rating“ des neu kreierte Wertpapiers durch (nicht lizenzierte) Ratingagenturen.

<sup>33</sup> Darüberhinaus kann das Gläubigerunternehmen (also der Verkäufer) die verkauften Forderungen aus seiner Bilanz auslagern, was bei Banken die Konsequenz hat, dass die zur Kreditvergabe erforderliche Relation zum notwendigen Eigenkapital verbessert wird.

<sup>34</sup> So die unmissverständliche Botschaft in der „Bibel“ des Derivategeschäfts: *Bomfim*, Understanding Credit Derivatives and Related Instruments, London 2005, S. 4.

Das Kreditersatzgeschäft mit Derivaten ist mit erheblichen Risiken verbunden. Bereits im Juli 1994 hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht<sup>35</sup> seine „Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft“ herausgegeben, in welchen es hinsichtlich des Risikomanagements bei derartigen Geschäften heißt:

### **„III. Das Risikomanagement**

(...)

*2. Wie bei allen risikobehafteten Tätigkeiten sollte das Risikoengagement im Derivatgeschäft vollständig durch eine angemessene Eigenkapitalbasis unterlegt sein. Das Institut sollte sich vergewissern, dass sein Eigenkapitalbasis stark genug ist, um alle Derivatrisiken auf vollständig konsolidierter Basis zu tragen, und dass in allen Konzerneinheiten, die im Derivatgeschäft tätig sind, angemessene Eigenmittel vorhanden sind.“<sup>36</sup>*

Dass die Relation zwischen einem Eigenkapital in Höhe von 10,8 Mrd. Euro in 2006<sup>37</sup> und einem ABS-Portfolio in Höhe von allein ca. 34 Mrd. Euro<sup>38</sup> – auch im Hinblick auf eine Bilanzsumme von 293,2 Mrd. Euro in 2006<sup>39</sup> – nicht stimmt, erhellt sich nicht erst aus einer retrospektiven Betrachtung. Das war schon *damals*, hätten die Vorstände sowie die Mitglieder des Verwaltungsrates pflichtgemäß die Richtlinien des Baseler Ausschusses beherzigt, eine ihnen zugängliche Erkenntnis.

---

<sup>35</sup> Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht ist bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich angesiedelt und aus Vertretern der Notenbanken und Bankaufsichtsbehörden der Länder der Zehnergruppe sowie Luxemburgs zusammengesetzt. Die Ergebnisse des Baseler Ausschusses werden als *Empfehlungen* für international tätige Kreditinstitute veröffentlicht. Neben die Empfehlungen des Baseler Ausschusses hinsichtlich des Derivatgeschäftes sind im Dezember 2005 ergänzend die Bestimmungen der „Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ (MaRisk) sowie die 2006 durch das Bundesministerium der Finanzen erlassene Solvabilitätsverordnung (SolvV) getreten. (vgl. dort insbesondere § 317 Abs. 5).

<sup>36</sup> Meine Hervorhebung. Die heute noch maßgeblichen Richtlinien des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht sind im Internet zu finden unter: <http://www.bis.org/publ/bcbs14de.pdf>.

<sup>37</sup> Geschäftsbericht 2006, S. 161.

<sup>38</sup> Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 14.

<sup>39</sup> Geschäftsbericht 2006, S. 118 (nur BayernLB; Bayern-LB-Konzern: 353,2 Mrd. Euro).

Eine weitere wesentliche Vorgabe des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht findet sich in folgender Passage:

*„Die Analyse von Spannungssituationen, einschließlich des Zusammenstreffens von Marktgeschehnissen, die sich nachteilig auf die Bank auswirken könnten, ist ein weiterer Aspekt des Risikomanagements. Zu einer soliden Praxis des Risikomanagements gehört es, mögliche Ereignisse oder Verhaltensänderungen der Märkte mit potentiell negativen Konsequenzen für das Institut zu bestimmen und zu beurteilen, ob das Institut sie verkraften könnte. **Diese Analysen sollten nicht nur ungünstige Ereignisse in Betracht ziehen, die mehr oder weniger wahrscheinlich sind, sondern auch den ‚schlimmsten Fall‘.** Idealerweise erfolgt eine solche Analyse des ‚schlimmsten Falls‘ auf der Ebene des gesamten Instituts und bezieht die Wirkungen ungewöhnlicher Änderungen von Preisen oder Volatilitäten, einer Illiquidität des Marktes oder des Ausfalls einer wichtigen Gegenpartei sowohl auf die Handelsportefeuilles im Derivativ- und im Kassageschäft als auch auf die Kredit- und Refinanzierungsportefeuilles mit ein.“<sup>40</sup>*

An die Empfehlungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht schlossen sich die am 23.10.1995 vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen veröffentlichten „Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute“ (MaH)<sup>41</sup> an, die den Banken auferlegten, im Handelsgeschäft ein System einzurichten, das die Messung und Überwachung der Risikopositionen und die Analyse des mit ihnen vorhandenen Verlustpotentials (Risiko-Controlling) sowie deren Steuerung (Risiko-Management) erlaubt. Wie schon in den Empfehlungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht wird auch

---

<sup>40</sup> Ziff. III. 6 der Richtlinien.

<sup>41</sup> Dass diese dem Vorstand der BayernLB bekannt gewesen sein müssen, ergibt sich zumindest aus dem Umstand, dass sie in den Geschäftsberichten erwähnt werden (Geschäftsbericht 2002, S. 24 und 150, Geschäftsbericht 2005, S. 101).

in den MaH verlangt, bei der Risikokontrolle stets eine worst-case-Betrachtung einzubeziehen. In 3.1 Abs. 3 der MaH heißt es:

*„Anforderungen an das System*

*Die Handelsgeschäfte und die zugehörigen Risikopositionen sind regelmäßig auf die mit ihnen verbundenen Verlustrisiken zu untersuchen. Hierbei sind nicht nur mehr oder minder wahrscheinliche Ereignisse, sondern auch auf den ‚schlimmsten Fall‘ bezogene Szenarien in Betracht zu ziehen. Insbesondere sind außergewöhnliche Marktpreisänderungen, Störungen in der Liquidität der Märkte und Ausfälle großer Marktteilnehmer zu berücksichtigen. Dem Zusammenhang verschiedener einzelner Märkte und der Möglichkeit des Übergreifens von Störungen über Marktsegmente und Märkte hinweg ist besondere Aufmerksamkeit zu widmen.“<sup>42</sup>*

Der nunmehr eingetretene „worst case“, nämlich dass der Markt für die im ABS-Portfolio angesammelten Papiere „infolge der Finanzmarktkrise praktisch nicht mehr vorhanden war“<sup>43</sup>, ist in der Richtlinie des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht ausdrücklich angesprochen worden. Dessen Einbeziehung in das Risikomanagement hatte der Baseler Ausschuss ausdrücklich gefordert. Die Simulation dieses „worst case“ und die Betrachtung seiner Auswirkungen auf „der Ebene des gesamten Instituts“ hatten aber bei der BayernLB offenkundig nie stattgefunden. Die anderslautenden Bekundungen in den Geschäftsberichten<sup>44</sup> haben keinen Wert. Dass hier Standardtexte jeweils Jahr für Jahr neu abgeschrieben wurden, ohne dass ihnen ein reales Geschehen (eine echte Risikoprüfung

<sup>42</sup> Zitiert nach *Füser/Weber*, Die Mindestanforderungen für das Risikomanagement (Synopsis mit MaH und MaK), Stuttgart 2005, S. 161. Die MaH sind durch Rundschreiben 18/2005 der BaFin vom 20.12.2005 aufgehoben worden und durch die „Mindestanforderungen für das Risikomanagement“ (MaRisk) ersetzt worden. Deren AT 4.3.2 ist etwas allgemeiner gefasst worden: „Die Risikosteuerungs- und -controllingprozesse müssen gewährleisten, dass die wesentlichen Risiken – auch aus ausgelagerten Aktivitäten und Prozessen - frühzeitig erkannt, vollständig erfasst und in angemessener Weise dargestellt werden können. Wechselwirkungen zwischen den unterschiedlichen Risikoarten sollten berücksichtigt werden.“ Diese dem Abstraktionsniveau modernen Banker-Deutsche angepassten Formulierungen bedeuteten inhaltlich keine Verflüchtigung der Vorgaben, die sich in präziserer Form bereits in den Empfehlungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht fanden.

<sup>43</sup> Mitteilung des Vorstandes in der Sitzung des Verwaltungsrats am 4.12.2007 – vgl. Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 19.

<sup>44</sup> Geschäftsbericht 2006, S. 142.



anhand von „worst-case“-Szenarien) zugrunde liegt, offenbart sich vor allem an dem Geschäftsbericht 2007. Dort heißt es hinsichtlich der Marktrisiken:

*„Während der für Überwachungsanforderungen ermittelte VaR der Abschätzung potenzieller Verluste unter normalen Marktbedingungen dient, erfolgen auch zukunftsorientierte Analysen unter Extremannahmen. Die Marktpositionen werden dabei im Rahmen sog. „Stresstests“ außergewöhnlichen Marktpreisänderungen, Krisensituationen und Worst Case Szenarien ausgesetzt und anhand der simulierten Ergebnisse auf gefährdende Risikopotenziale analysiert.“<sup>45</sup>*

Das war – bis auf ein einziges Wort – derselbe Text wie im Geschäftsbericht 2006. Dort hieß es zum gleichen Thema:

*„Während der für Überwachungsanforderungen ermittelte VaR der Prognose potenzieller Verluste unter normalen Marktbedingungen dient, erfolgen auch zukunftsorientierte Analysen unter Extremannahmen. Die Marktpositionen werden dabei im Rahmen so genannter Stresstests außergewöhnlichen Marktpreisänderungen, Krisensituationen und Worst Case-Szenarien ausgesetzt und anhand der simulierten Ergebnisse auf gefährdende Risikopotenziale analysiert.“<sup>46</sup>*

Der Unterschied zwischen 2006 und 2007 bestand allerdings darin, dass in 2007 der „worst case“ nicht mehr zu **simulieren**, sondern bereits **eingetreten** war, wie die Mitteilung des Vorstandes an den Verwaltungsrat in dessen Sitzung am 4.12.2007 –

*dass der Markt für die im ABS-Portfolio angesammelten Papiere „infolge der Finanzmarktkrise praktisch nicht mehr vorhanden war“<sup>47</sup> –*

<sup>45</sup> Geschäftsbericht 2007 (Einzelabschluss), S. 34.

<sup>46</sup> Geschäftsbericht 2006, S. 142.

<sup>47</sup> Mitteilung des Vorstandes in der Sitzung des Verwaltungsrats am 4.12.2007 – vgl. Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 19.

belegt. Wenn dennoch in dem im April 2008 veröffentlichten Geschäftsbericht für das Jahr 2007 der Standardtext aus dem Vorjahr über angeblich durchgeführte „worst-case“-Prüfungen schlicht wiederholt wird, legt dies nahe, dass derartige Prüfungen **nur auf dem Papier**, tatsächlich jedoch nie stattgefunden haben.

### **c) Frühzeitige warnende Hinweise auf die Gefahren von Derivaten und Asset Backed Securities**

Es waren aber nicht nur die schon aus **rechtlichen** Gründen zu beachtenden Vorgaben des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht und des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen<sup>48</sup>, die der Vorstand und der Verwaltungsrat der BayernLB geflissentlich übergangen haben. Es gab auch aus dem **tatsächlichen** Marktgeschehen Erfahrungen, Hinweise und Signale, die die Verantwortlichen der BayernLB bei dem Aufbau eines exorbitanten, zeitweise ein Volumen von 34 Mrd. Euro erreichenden ABS-Portfolios zu höchster Vorsicht hätten anhalten müssen. Diese wurden aber von ihnen sträflich ignoriert.

Das Kreditersatzgeschäft mit Derivaten ist mit erheblichen Risiken verbunden. Dies war spätestens seit dem Zusammenbruch der Barings Bank in 1995 bekannt. Riskante Zins- und Währungsspekulationen ihres Finanzhändlers Nick Leeson führten zu einem Verlust von 1,4 Mrd. USD und zum Bankrott der Barings plc. Diese Risiken wurden schon Ende der Neunziger Jahre in einer Vielzahl von Monographien beschrieben<sup>49</sup>.

Ebenso bedeutsam wie dieses Ereignis ist allerdings auch der Beinahe-Zusammenbruch des amerikanischen Hedge-Fonds „Long-Term Capital Management“ (LTCM) im Jahre 1998. LTCM hatte sich auf dem Derivatemarkt verspekuliert. Über Nacht mussten Zentralbanken und private Kreditinstitute Milliarden in das Finanzsystem pumpen, um dessen

<sup>48</sup> Von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) übernommen und alsdann im Dezember 2005 durch die „Mindesforderungen für das Risikomanagement“ ersetzt.

<sup>49</sup> Vgl. nur von *Westfalen*, *Derivatgeschäfte, Risikomanagement und Aufsichtsratshaftung*, Baden-Baden 2000.

Kollaps zu vermeiden<sup>50</sup>. Zu den warnenden Signalen zählt auch der im Jahre 2000 erfolgte Zusammenbruch des texanischen Energiehändlers Enron, der im Kern ein Derivatehändler war<sup>51</sup>.

Der Beinahe-Zusammenbruch von LTCM veranlasste den Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht im Januar 1999 zu einer detaillierten Analyse, verbunden mit weiteren Empfehlungen zum Risikomanagement bei Derivatengeschäften unter der Überschrift „Geschäftsbeziehungen zwischen Banken und Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation (HLI – Highly Leveraged Institutions)“<sup>52</sup>. Schon vor zehn Jahren hatte der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht u.a. folgende Schwächen im Umgang mit den Geschäftspartnern des Derivatehandels festgestellt:

*„Tatsächlich wiesen die Risikomanagement-Verfahren der Banken eine Reihe von Schwachstellen gegenüber LTCM und in gewissem Masse gegenüber HLI allgemein auf. Es bestand generell ein Ungleichgewicht zwischen den wichtigsten Bestandteilen der Verfahren des Kreditrisikomanagements, wobei man sich überwiegend auf die Besicherung der unmittelbaren marktbewerteten Risiken verließ. Demzufolge konnten die Banken wiederum andere entscheidende Bestandteile eines effektiven Kreditrisikomanagements außer acht lassen, u.a. die vorherige Prüfung der finanziellen und wirtschaftlichen Lage der Kreditnehmer, Risikomessmethoden, Limitsetzung und regelmäßige Überwachung der Kontrahentenrisiken, insbesondere der Konzentrationen und der Hebelwirkung.*

*In ihren Beziehungen zu HLI stützten sich die Banken eindeutig auf erheblich weniger Informationen über Finanzkraft, wirtschaftliche Lage und Liquidität dieser Geschäftspartner als bei anderen Arten von Vertragspartnern üblich. Dieses Außerachtlassen von Grundsätzen der Kreditvergabe war in erheblichem Masse die Folge des hohen Wettbewerbsdrucks und des Interesses an Geschäftsbeziehungen mit bestimmten Kontrahenten. Darüber hinaus vermochte die Kreditbeurteilung nicht mit dem sich verändernden Risikoprofil des Kreditbestands der HLI (das allgemein höhere Risiken durch Instrumente wie komplexe Derivate und nicht in US-Dollar*

<sup>50</sup> DIE ZEIT Nr. 21/2005 vom 19.5.2005, S. 39.

<sup>51</sup> DIE ZEIT a.a.O.

<sup>52</sup> Veröffentlicht bei *Consbruch/Fischer*, Kreditwesengesetz, Nr. 23.10.a, und im Internet unter <http://www.bis.org/publ/bcbs45de.pdf>. Kurz zuvor, im September 1998, hatte der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht außerdem ein „Rahmenkonzept für aufsichtsrelevante Informationen über das Derivat- und Handelsgeschäft“ veröffentlicht – bei *Consbruch/Fischer* a.a.O. Nr. 23.07.

*abgeschlossene Wertpapierpensionsgeschäfte erkennen ließ), mit den Auswirkungen sich schnell verändernder Marktbedingungen sowie mit strukturellen Veränderungen in den Strategien der HLI Schritt zu halten.“<sup>53</sup>*

Mit den „unmittelbaren marktbewerteten Risiken“ sind die Einschätzungen der Ratingagenturen gemeint, auf welche man sich damals schon primär und häufig allein verlassen hat. Mit der als fehlend beanstandeten „vorherigen Prüfung der finanziellen und wirtschaftlichen Lage der Kreditnehmer“ ist der Basismarkt gemeint, auf dessen Bündelung und Anonymisierung das Geschäft mit Kreditderivaten aufbaute.

Wären diese Warnungen und Mahnungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht ernst genommen worden, dann hätten die Verantwortlichen der BayernLB die Entwicklung der wesentlichen Basismärkte in den Blick nehmen müssen. Ihnen wäre dann aufgefallen, dass bereits seit 2003 erste deutliche Hinweise auf eine „*mögliche Blase auf den Wohnungsmärkten*“ gegeben wurden, so beispielsweise in einer Veröffentlichung der „Deutsche Bank Research“ vom 20.2.2003 unter der Überschrift „*Bubble Trouble am Wohnungsmarkt*“.

#### A n l a g e 1.

Der Verfasser dieser Analyse veröffentlichte den Beitrag alsdann noch einmal in Immobilien & Finanzierung<sup>54</sup> unter der Überschrift „*Bedroht eine Immobilienblase in den USA die Weltwirtschaft?*“

#### A n l a g e 2.

---

<sup>53</sup> *Consbruch/Fischer* a.a.O Nr. 23.10.a, S. 321.

<sup>54</sup> *Immobilien & Finanzierung* 2003, 226.

Im folgenden Jahr, am 10.3.2004, fand sich in der Financial Times Deutschland ein Artikel folgenden Inhalts:

***Bei Fannie Mae schlummern riesige Verluste  
US-Baufinanzierer hat Korrekturbedarf bei Derivaten***

*Von Stephen Schurr, New York*

*In der Bilanz des US-Hypothekenfinanzierers Fannie Mae schlummern noch Milliarden an nicht realisierten Verlusten aus Derivate-Geschäften. Dies geht aus einer unabhängigen Analyse hervor, die der Financial Times vorliegt. So ist das Unternehmen in den vergangenen drei Jahren Terminmarkt-Transaktionen im Netto-Wert von 25,1 Mrd. \$ eingegangen. Davon dürften 24 Mrd. \$ Verluste sein, die noch nicht in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung verbucht wurden.*

*Fannie Mae räumt ein, noch nicht realisierte Verluste im Derivatehandel eingefahren zu haben, nennt aber keine Zahlen. Am Montag legt der Hypothekenfinanzierer sein jährliches "Fair Value Disclosure" vor. Darin werden die Derivatepositionen nach Marktwert abgebildet.*

*Auch wenn die Bilanzierungsmethode juristisch einwandfrei ist, dürfte das Ausmaß der nicht realisierten Verluste Kritiker bestätigen, die sich um die Rechnungslegungspraktiken sorgen. Sie fürchten zudem, dass Fannie Mae nicht über genug Kapital verfügt, denn die Derivategeschäfte dürften die Erträge für mehrere Jahre belasten. Fannie Mae sieht keine Auswirkungen: Die Aufsicht ziehe die Cashflow-Absicherungsgeschäfte, die die Verluste enthalten, nicht zur Berechnung des Kapitalbedarfs heran.*

*US-Finanzminister John Snow warnte gestern Anleger aber noch einmal vor der trügerischen Annahme, die Regierung würde für die Hypothekenfinanzierer in die Bresche springen.*

Anlage 3.

Am 10.4.2004 berichtete *Heike Buchter* über Bilanzmanipulationen bei der amerikanischen Hypothekenbank Fannie Mae und schloss folgende Analyse an<sup>55</sup>:

### ***Gefährliche Geldmaschinen***

***Fannie Mae und Freddie Mac sind die größten Hypothekenbanken der Welt. Jetzt kommen erste Zweifel an ihrer Seriosität auf***

*Wie Ginger Rogers und Fred Astaire werden die beiden fast immer in einem Atemzug genannt: Fannie Mae und Freddie Mac. Dahinter verbirgt sich jedoch nicht leichte Muse, sondern komplexe Finanzakrobatik. Fannie Mae und Freddie Mac sind die größten Hypothekenbanken der Welt. Sie halten oder garantieren rund 42 Prozent aller Hypothekendarlehen der Vereinigten Staaten und 75 Prozent aller Darlehen auf Einfamilienhäuser - zusammen rund vier Billionen Dollar. Die beiden Institute haben Anleihen und Schuldverschreibungen in Höhe von 2,4 Billionen Dollar ausgereicht. Das entspricht einem Viertel des Bruttoinlandsproduktes der USA, der größten Volkswirtschaft der Welt. Nur ein Schuldner hat sich weltweit mehr Kapital geborgt: der US-Schatzmeister selbst. 3,6 Billionen Dollar in Staatsanleihen haben die Staaten ausstehen.*

*Kein Wunder, dass in Washington die Alarmglocken schrillten, als sich herausstellte, dass bei beiden Giganten die Buchhaltung nicht ganz zuverlässig zu sein scheint. So musste Freddie Mac im vergangenen Jahr einräumen, fünf Milliarden Dollar mehr Gewinn gemacht zu haben als ursprünglich ausgewiesen. Ein Gewinn, über den sich deshalb niemand so recht freuen mochte. Die Chefetage musste daraufhin gehen. Jetzt berichtet die Aufsichtsbehörde, dass Schwester Fannie Mae möglicherweise zwischen 2000 und 2003 rund sieben Milliarden Dollar Verlust eingefahren hat - von dem offenbar bislang niemand etwas gewusst haben will.*

*Zwar sind sich die Experten uneins, ob es sich tatsächlich um unzulässige Buchungen handelt und wie schwerwiegend die Angelegenheit ist. Doch John Snow ging schon einmal auf Distanz. George Bushs Finanzminister sagte bei einer Versammlung amerikanischer Kommunalbanker, die beiden Riesen seien keineswegs "too big to fail" - nicht zu groß, um zusammenzubrechen. Der Runde blieb daraufhin erst einmal der Bissen im Hals stecken. Denn eigentlich gehen die Marktteilnehmer weltweit davon aus, dass Uncle Sam hinter Fannie und Freddie steht. Im Klartext: Die Finanzmärkte sind überzeugt, dass - sollte eines der Institute zusammenbrechen - die US-Steuerzahler einspringen.*

*Snows Mahnungen kamen keine zwei Wochen, nachdem Alan Greenspan höchstpersönlich gewarnt hatte. Der US-Notenbankchef, der für seinen orakelhaften Stil bekannt ist, wurde überraschend deutlich. "Die Notenbank ist besorgt über das Wachstum und das Ausmaß der Hypothekenportfolios bei den öffentlich-rechtlichen Instituten", sagte er. Besonders die wachsende Rolle der beiden auf den Derivatemarkten beunruhigt ihn.*

---

<sup>55</sup> Meine Hervorhebungen.

***Greenspan's Angst: Wackeln die beiden Riesen, löst das ein weltweites Beben in den Finanzmärkten aus.***

(...)

*Fannie und Freddie zählen inzwischen zu den größten Akteuren im Derivatemarkt. Derivate - gemeint sind hier Futures und Optionen - sind Finanzinstrumente, mit denen sich Marktteilnehmer gegen Risiken absichern.*

(...)

*Freddie-Mac-Sprecher Douglas Robinson wiegelt ab. "Wir haben unsere Derivate-Gegenparts ständig auf dem Kontrollmonitor", sagte er. Die Skeptiker bezweifeln, dass das wirklich ausreicht. "Alles hängt davon ab, dass die Risikomanager bei Fannie und Freddie immer richtig liegen", warnt Alan Greenspan. Er fordert deshalb, die Kapitalmindesteinlage bei Fannie und Freddie hochzusetzen und so deren Wachstum zu bremsen.*

***Denn fällt nur ein Stein in dem hoch komplexen Zusammenspiel, könnte das einen Dominoeffekt auslösen, der das internationale Finanzsystem nachhaltig erschüttert. "***

Anlage 4 (meine Hervorhebung).

Am 28.7.2004 meldet die FAZ:

***Zunehmende Sorgen über eine globale Immobilienpreisblase***

***In vielen Ländern sind die Preise für Eigenheime stark gestiegen / Experten sehen Gefahr eines Rückschlags***

*bf. FRANKFURT, 27. Juli. An den Finanzmärkten und bei den Zentralbanken nehmen die Sorgen über den starken Anstieg der Preise für Wohneigentum in vielen Ländern zu. Eine wachsende Zahl von Fachleuten warnt, daß sich die Immobilienmärkte in einigen Ländern überhitzt hätten und deshalb nun ein Preisrutsch drohe. Solch ein "Platzen der spekulativen Preisblase" an den Märkten für Eigenheime könne die gesamte Wirtschaft in diesen Ländern in Mitleidenschaft ziehen. Diese Gefahr nehme aufgrund des sich abzeichnenden Anstiegs der Leitzinsen in Amerika zu, da die Bewertung von Immobilien durch steigende Zinsen in der Tendenz unter Druck gerate. (...)*

Anlage 5.

Am 19.5.2005 findet sich in der Wochenzeitung DIE ZEIT eine weitere Analyse von Heike Buchter:

**Rezept für ein Desaster**

***Atemberaubend sind nicht nur die vielen Billionen Dollar, die im Geschäft mit Derivaten gehandelt werden, sondern auch die undurchsichtigen Methoden***

*Gespannt hingen die Blicke der Anleger, Banker und Broker am vergangenen Dienstag an ihren Bildschirmen. Die ersten Gerüchte waren aus London gekommen. Ein großer Hedge Fonds sei von der Abstufung der Kreditbewertung des weltgrößten Autobauers General Motors kalt erwischt worden und stehe nach massiven Verlusten im Derivatemarkt vor der Liquidation. Die Deutsche Bank, finanziell eng mit dem zusammengebrochenen Fonds verstrickt, sei ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen. So explosiv war die Stimmung, dass Marktteilnehmer einen Crash nicht ausschlossen. Am Ende verlor der Dow Jones, der Aktienindex der US-Standardwerte, über 100 Punkte und das Papier der Deutschen Bank, immerhin das größte deutsche Finanzinstitut, satte 3 Prozent.*

*Für Frank Partnoy träte damit nur das Erwartete ein. Für ihn steht schon lange fest: »Die Derivateblase platzt - die einzige Frage ist nur, wann und wie«. (...)*

***Es baut sich eine Blase auf, die unbeherrschbar sein könnte. Doch nicht nur externe Faktoren wie eine überraschende Aktion der Kreditratinganalysten oder ein Leitzinsschock könnten einen verheerenden Dominoeffekt auslösen, der die Finanzmärkte weltweit erfassen würde. Der Markt könnte an seine natürlichen Grenzen kommen und implodieren, fürchtet Partnoy. »Das Risiko liegt darin, dass die unterliegenden realen Finanzwerte nicht ausreichen für diese Derivateblase, die auf ihnen aufbaut. Es sieht aus wie das Rezept für ein Desaster.«***

*Wie erklärt sich der ehemalige Banker aber trotz der Warnzeichen die ungebrochene Begeisterung seiner ehemaligen Kollegen? Partnoys wenig schmeichelhafte Erklärung: »An der Wall Street geht es letztlich zu wie in der Karikatur von den Lemmingen, die auf das Kliff zulaufen und felsenfest davon ausgehen, dass sie abheben werden.«*

Anl a g e 6 (meine Hervorhebung).



Und in einem Quartalsbericht der Bank für internationalen Zahlungsausgleich vom März 2006 kommt Allen Frankel zu folgender Einschätzung:

*„Es gibt Anzeichen für eine Abkühlung des US-Wohnimmobilienmarktes. Da sich der Anstieg der Wohnimmobilienpreise verlangsamt, werden Zahlungsausfälle bei Hypothekenkrediten wahrscheinlicher und gleichzeitig vorzeitige Tilgungen weniger wahrscheinlich. **Auf Anleger, welche die Reagibilität ihrer MBS-Engagements gegenüber Entwicklungen an den Immobilienmärkten nicht richtig eingeschätzt haben, könnten unerwartet hohe Verluste zukommen.**“<sup>56</sup> (Meine Hervorhebung)*

Zusammengefasst:

Es gab **rechtliche** Vorgaben, die es geboten sein ließen, im Kreditersatzgeschäft, insbesondere beim Handel mit Derivaten und dem Aufbau eines ABS-Portfolios, ein Höchstmaß an Risikokontrolle und Vorsicht walten zu lassen. Die Empfehlungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht ebenso wie die vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen veröffentlichten Richtlinien hinsichtlich der „Mindestanforderungen für das Handelsgeschäft der Kreditinstitute“ hätten vom Vorstand und dem Verwaltungsrat der BayernLB nicht übergangen werden dürfen. Hinzu kommt, dass im Hinblick auf die bei dieser Landesbank bestehende Gewährträgerhaftung – letztlich eine Bürgschaft des Bürgers für die Schulden dieser Bank – jede über das normale Kreditgeschäft hinausgehende Erhöhung von Risiken strikt zu unterlassen war. Die Aussage, „*dass das Engagement in ABS-Papiere weltweit üblich war*“<sup>57</sup>, geht deshalb an den rechtlichen Besonderheiten einer Landesbank vorbei, ist darüber hinaus auch nicht zutreffend<sup>58</sup>.

<sup>56</sup> Im Internet unter: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0603ger\\_f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0603ger_f.pdf), „MBS“ meint „Mortgage Backed Securities“, ein Teilmarkt der ABS.

<sup>57</sup> Untersuchungsausschuss des 15. Landtages (Mehrheit), in Untersuchungsausschuss a.a.O. S. 34.

<sup>58</sup> Viele Banken haben sich an derartigen Geschäften nie, jedenfalls in sehr viel geringerem Maße, beteiligt; so beispielsweise die Norddeutsche Landesbank (NordLB), welche den Ländern Niedersachsen und Sachsen-Anhalt sowie deren Sparkassen gehört, und unverändert schwarze Zahlen schreibt; vgl. FAZ vom 25.3.2009, Nr. 71, S. 18.

Nicht nur diese rechtlichen Vorgaben sind von den Verantwortlichen der BayernLB missachtet worden. Darüber hinaus gab es bereits seit 2003, verstärkt einsetzend in 2004, nachdrückliche **tatsächliche** Hinweise, dass das Derivatgeschäft, soweit es auf der Syndizierung von (überwiegend amerikanischen) Hypothekenkrediten aufbaute, Gefährdungen ausgesetzt war, die den vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht als Bestandteil der Risikokontrolle bezeichneten „worst case“ – einen Zusammenbruch von Teilmärkten – nicht nur als eine abstrakte Simulation, sondern als ein konkret sich abzeichnendes Risiko erscheinen ließen.

### **3. Strafrechtliche Verantwortlichkeit der Mitglieder des Vorstandes und des Verwaltungsrates**

Gemäß Art. 7 Abs. 1 des Gesetzes über die Bayerische Landesbank (BayLBG) führt der Vorstand die Geschäfte der Bank. Der Verwaltungsrat beschließt die Richtlinien für die Geschäftspolitik der Bank und überwacht deren Geschäftsführung (Art. 8 Abs. 1 BayLBG). Die Gemäß Art. 16 Abs. 1 BayLBG erlassene Satzung enthält noch einige Konkretisierungen: So wiederholt § 7 Abs. 1 der Satzung<sup>59</sup> die Zuständigkeit des Vorstandes für die Führung der Bankgeschäfte und erlegt dem Vorstand in § 7 Abs. 8 der Satzung auf:

*„Der Vorstand hat geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Bank gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“*

§ 11 Abs. 1 der Satzung wiederholt Art. 8 Abs. 1 BayLBG im Wortlaut. § 11 Abs. 2 der Satzung regelt originäre Zuständigkeiten des Verwaltungsrates. § 11 Abs. 3 der Satzung macht bestimmte Geschäfte und Entscheidungen von einer vorherigen Zustimmung des Verwaltungsrates abhängig. Gemäß § 13 Abs. 1 Nr. 4 der Satzung hat der Vorstand dem

---

<sup>59</sup> Bayerischer Staatsanzeiger Nr. 32 vom 9.8.2002, zuletzt geändert gemäß Veröffentlichung im Bayerischen Staatsanzeiger Nr. 37 vom 11.9.2009.

Verwaltungsrat zu berichten über wichtige strategische Entscheidungen und Geschäfte, die für die Rentabilität oder Liquidität der Bank von erheblicher Bedeutung sein können („bedeutende Geschäfte“), und zwar so rechtzeitig, dass der Verwaltungsrat vor der Durchführung Gelegenheit erhält, dazu Stellung zu nehmen. Gemäß § 14 Abs. 4 Satz 1 der Satzung haben sämtliche Berichte den Grundsätzen einer gewissenhaften und getreuen Rechenschaft zu entsprechen. Sie sind möglichst rechtzeitig und in der Regel in Textform zu erstellen (§ 13 Abs. 4 Satz 2 der Satzung).

Eine weitere Selbstbindung wurde durch die für die BayernLB am 1.1.2004 in Kraft getretenen Corporate Governance-Grundsätze (CGG) geschaffen. Hinsichtlich der Aufgaben des Vorstandes heißt es unter Ziff. II.1.a. der CGG:

*„Der Vorstand, dessen Aufgabe und Zuständigkeiten durch Gesetz und Satzung in Anlehnung an das deutsche Aktiengesetz geregelt sind, leitet die BayernLB in eigener Verantwortung. Er ist an die gesetzlichen und satzungsmäßigen Aufgaben sowie an die Grundregeln ordnungsgemäßer Unternehmensführung und an das Unternehmensinteresse gebunden. Verletzt er die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters schuldhaft, so haftet er der BayernLB gegenüber auf Schadenersatz.“*

Hinsichtlich des Verwaltungsrates findet sich unter Ziff. II.2.a. CGG folgende grundsätzliche Aussage:

*„Aufgabe des Verwaltungsrats ist es, den Vorstand bei der Geschäftsführung regelmäßig zu beraten und zu überwachen sowie die Richtlinien der Geschäftspolitik der Bank zu beschließen. Der Verwaltungsrat ist in die Entscheidungen von grundlegender Bedeutung für die Bank einzubinden.“*

Über das Zusammenwirken von Vorstand und Verwaltungsrat findet sich in Ziff. II.3.b CGG folgendes:

*„Für Geschäfte von grundlegender Bedeutung legen das Gesetz über das Kreditwesen, die Satzung oder der Verwaltungsrat Zustimmungsvorbehalte zugunsten des Verwaltungsrats fest. Hierzu gehören Entscheidungen und Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage der BayernLB grundlegend verändern sowie wichtige Kreditentscheidungen.“*

Hinsichtlich des Risikomanagements legt Ziff. IV.3 CGG folgendes fest:

*„Der Vorstand hat geeignete Maßnahmen zu treffen, damit Entwicklungen, die die BayernLB, den BayernLB-Konzern oder einzelne Bereiche gefährden, rechtzeitig erkannt werden. Er hat deshalb insbesondere ein Risikomanagement-System eingerichtet, dessen Wirksamkeit laufend überprüft und im Geschäftsbericht gesondert erläutert wird.“*

Aus dem Zusammenspiel dieser Vorschriften wird eines unmittelbar klar: Für **Geschäfte von grundlegender Bedeutung** waren und sind **Vorstand und Verwaltungsrat** der Bayerischen Landesbank **gleichermaßen verantwortlich**.

Welche grundlegenden Geschäfte wurden in gemeinsamer Verantwortung von Vorstand und Verwaltungsrat getätigt? Wie sind die Verantwortlichkeiten strafrechtlich einzuordnen?

### a) Bevorratungsstrategie

Die oben bereits beschriebene Bevorratung mit zusätzlicher Liquidität in einem Volumen von wenigstens 60 Mrd. Euro war nicht nur eine missbräuchliche Ausnutzung der von der EU-Kommission eingeräumten Übergangsfrist. Immerhin hatte der Freistaat Bayern durch seine Zustimmung zu der mit der EU-Kommission am 17.7.2001 getroffenen Vereinbarung grundsätzlich anerkannt, dass die Gewährträgerhaftung als unzulässige staatliche Beihilfe im Sinne des Art. 87 Abs. 1 EG-Vertrag einzuordnen und deshalb abzuschaffen sei. Die Nutzung der Übergangsfrist zur Bevorratung mit frei verfügbarer Liquidität, die für das aktuelle, während der Übergangsfrist vernünftig zu prognostizierende Geschäft nicht benötigt wurde, stellte sich dar als vorsätzliche Verletzung des Art. 87 Abs. 1 EG-Vertrag, den zu beachten die Landesregierung des Freistaates Bayern ebenso wie die von ihr in den Verwaltungsrat der BayernLB entsandten Mitglieder gemäß Art. 23 Abs. 1 Satz 1 des Grundgesetzes verpflichtet waren<sup>60</sup>. Die Zweckrichtung dieser vom Verwaltungsrat mitgetragenen Bevorratungsstrategie, die freien Mittel nicht etwa zur Stärkung der regionalen Finanzstruktur in Bayern, sondern zur Teilnahme am weltweiten Handel mit Kreditderivaten und zum Aufbau eines voluminösen ABS-Portfolios zu verwenden, verstieß außerdem – wie oben dargelegt – gegen die Erklärung Nr. 37 zum Vertrag von Amsterdam.

Eine Refinanzierung in diesem Ausmaß führte auch zu potentiellen Verpflichtungen des Freistaats Bayern, die mit dem Grundgedanken des Art. 82 der Bayerischen Verfassung nicht vereinbar waren:

#### **Artikel 82 Kreditbeschaffung**

*Im Wege des Kredits dürfen Geldmittel nur bei außerordentlichem Bedarf beschafft werden. Alle Kreditbeschaffungen und Kreditgewährungen oder Sicherheitsleistungen zu Lasten des Staates, deren Wirkung über ein Jahr hinausgeht, erfordern ein Gesetz.*

Dieser Verfassungsartikel richtet sich in seinem Satz 1 unmittelbar nur an die Staatsregierung. Aus Art. 82 Satz 2 BayVerf geht jedoch hervor, dass neben der Kreditbeschaffung auch „Kreditgewährungen oder Sicherheitsleistungen zu Lasten des Staates“ in den

---

<sup>60</sup> Vgl. nur zur unmittelbaren Bindung der nationalen Behörden an EG-Recht: Jarass in Jarass/Pieroth, GG, 10. Aufl., Rdnr. 40 zu Art. 23.

Blick zu nehmen sind, wobei zu den „*Sicherheitsleistungen*“ auch die Übernahme von Bürgschaften, Garantien oder sonstigen Gewährleistungen zu zählen ist<sup>61</sup>, also die Beschaffung von Krediten, für welche der Staat im Rahmen seiner Gewährträgerhaftung einzustehen hat. Sie bedeuten zwar keine aktuelle Neuverschuldung, wohl aber eine potentielle Neuverschuldung des Staates<sup>62</sup>.

Es versteht sich von selbst, dass sowohl der Vorstand als auch der Verwaltungsrat als Organe einer Anstalt des öffentlichen Rechts verpflichtet waren, das aus Art. 82 BayVerf hervorgehende Verbot, finanzielle Verpflichtungen für künftige Staatshaushalte ohne Mitwirkung des Parlaments zu schaffen, zu beachten. Die in Art. 4 BayLBG geregelte Gewährträgerhaftung war kein Freibrief, ohne geschäftliche Notwendigkeit langfristige Verbindlichkeiten einzugehen, deren Höhe das Volumen des jährlichen Staatshaushaltes im Freistaat Bayern erheblich übersteigt und künftige Haushalte auf viele Jahre hinaus zu belasten vermag.

#### **b) Investition der bevorrateten Liquidität in Kreditderivate ohne ausreichende Risikokontrolle**

Der BGH hat bereits vor Inkrafttreten des § 91 Abs. 2 AktG in seinem Herstatt-Urteil<sup>63</sup> auf die Organisations- und Überwachungspflichten des Vorstandes bei riskanten Devisenhandelsgeschäften – ein gleiches muss gelten für Derivatgeschäfte<sup>64</sup> – hingewiesen, um Schaden vom Unternehmen abzuwenden. Der Maßstab des § 91 Abs. 2 AktG (die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters walten zu lassen) gilt auch für den Vorstand der BayernLB (vgl. nur Ziff. II.1.a. des CGG). Gleiches gilt – in analoger Anwendung des § 116 AktG – auch für den Verwaltungsrat der BayernLB (vgl. § 19 Abs. 2 der Satzung).

Der Aufbau eines ABS-Portfolios mit einem Volumen von zeitweise bis zu 34 Mrd. Euro in den Jahren 2005 und 2006 stellte sich als „grundlegende Entscheidung“ im Sinne der Ziff. II.2.a. des CCG dar, für die Vorstand und Verwaltungsrat der BayernLB in gleicher Weise verantwortlich sind.

---

<sup>61</sup> Vgl. nur den Wortlaut des entsprechenden Art. 115 Abs. 1 Satz 1 GG.

<sup>62</sup> Vgl. hierzu *Höfling/Rixen* in Bonner Kommentar zum GG, Rdnr. 64 zu Art. 115.

<sup>63</sup> BGHZ 75, 120, 132f.

<sup>64</sup> *Säcker* in NJW 2008, 3315.

Diese Entscheidung missachtete – wie dargelegt – die Vorgaben des Baseler Ausschusses für die Bankenaufsicht sowie die Richtlinie des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen über die „Mindestanforderungen an das Handelsgeschäft der Kreditinstitute“, die die Teilnahme an Geschäften mit Kreditderivaten von dem Bestand einer funktionierenden Risikokontrolle abhängig gemacht haben: die Risikokontrolle müsse durch die Simulation von sog. „worst-case“-Szenarien auch das Wegbrechen ganzer Teilmärkte und deren Auswirkungen auf den Bestand des gesamten Instituts in die Betrachtung einbeziehen.

Eine derartige Risikokontrolle hat – wie dargelegt – bei der BayernLB zu keinem Zeitpunkt bestanden.

Die Missachtung der Vorgaben des Baseler Ausschusses sowie der Richtlinien des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen ging bei der BayernLB einher mit einer durchgängigen Ignoranz gegenüber frühzeitigen Hinweisen auf ein drohendes Platzen der US-amerikanischen Immobilienpreisblase. Die von der BayernLB erworbenen ABS-Papiere waren als Kreditderivate von vornherein mit einem erhöhten Risiko belastet. Dieses erhöhte Risiko hätte eine genaue Beobachtung der Teilmärkte erfordert, in welchen die Forderungen und Vermögenswerte entstanden waren, die schließlich in „Asset Backed Securities“ gebündelt wurden. Zwar war nur ein Teil der bei der BayernLB gehorteten ABS-Papiere auf amerikanische Immobilienkredite aufgebaut. Dennoch lag es nahe, dass der Zusammenbruch dieses Teilmarktes Kettenreaktionen auslösen und schließlich – wie dann auch tatsächlich geschehen – in einen völligen Stillstand des gesamten ABS-Marktes ausmünden konnte.

Die ersten Warnungen setzten bereits in 2004 ein. Sie erreichten im Jahre 2005 bereits die seriöse Presse und schlugen sich in Analysten-Berichten nieder, in welchen auf die hohen Verlustrisiken hingewiesen wurde. Dennoch wurde seitens des Vorstandes noch im Jahre 2006 das Volumen des ABS-Portfolios auf 34 Mrd. Euro ausgeweitet. Dies findet allein seine Erklärung darin, dass eine Marktbeobachtung nicht stattgefunden und das Risikomanagement sich allein damit beschäftigt hat, Triple- und Double-A-Ratings zu zählen<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> Beispielhaft steht hierfür der „Financial Stability Forum Report“ der BayernLB vom 30.6.2008: [http://www.bayernlb.de/internet/In/ar/sc/Internet/de/Downloads/0100\\_CorporateCenter/1323Presse\\_Politik/Geschaeftsbericht/2008/FSF\\_Bericht\\_2008\\_d.pdf](http://www.bayernlb.de/internet/In/ar/sc/Internet/de/Downloads/0100_CorporateCenter/1323Presse_Politik/Geschaeftsbericht/2008/FSF_Bericht_2008_d.pdf)

In diesem Bericht wird selbst für das Stichdatum des 30.6.2008 noch vermeldet, dass das Derivate-Portfolio mit einem Volumen von insgesamt 21,169 Mrd. Euro Papiere mit dem Rating AAA in Höhe von 14,998 Mrd. und Papiere mit einem Rating AA in Höhe von 3,65 Mrd. Euro umfasse. Dass alle diese Papiere zu diesem Zeitpunkt bereits *unverkäuflich* waren, wird in diesem „Stability“-Report mit *keinem* Wort erwähnt. Ähnlich auch schon der damalige Vorstandsvorsitzender der BayernLB Kemmer in seiner Rede zur Bilanzpressekonferenz am 3.4.2008: „*Nach wie vor sind 81,6 Prozent AAA geratet. Und 13,9 Prozent haben ein AA-Rating.*“ Immerhin wusste er in derselben Rede zu konstatieren, „*dass es für diese Papiere keinen Markt mehr gibt*“ (vgl. die Pressemitteilung vom 3.4.2008, S. 4). Was hilft ihnen dann das Rating?

Unabhängig von diesen systematischen Mängeln des Risikomanagements mussten Vorstand und Verwaltungsrat bei ihren Geschäftsentscheidungen auch die Gewährträgerhaftung des Freistaats Bayern für alle von ihnen begründeten Verbindlichkeiten in Bedacht nehmen. Sie hätten also bedenken müssen, dass im Falle einer Insolvenz oder Insolvenzgefährdung der Bank letztlich der Steuerzahler für die Verluste der Bank einzustehen hat.

Vor diesem Hintergrund war den Organen der BayernLB die Teilnahme an risikobehafteten Geschäften, die spekulativen Charakter trugen, von vornherein *verboten*. Erst recht war es ihnen verboten, risikobehaftete Geschäfte einzugehen bzw. zu billigen, die in ihrem Umfang ein Klumpenrisiko schufen, welches sich sofort in einem Kollaps der Bank realisieren würde, sobald ein Teilmarkt, den dieses Klumpenrisiko umfasste, zusammenbricht.

*Generell* keine Rechtfertigung ist in dem Umstand zu finden, dass auch andere Banken, insbesondere Landesbanken, sich am Kreditersatzgeschäft beteiligt haben. Eine Sitte kann auch eine Unsitte sein. Unabhängig hiervon: Zwar leiden fast alle Kreditinstitute unter den Auswirkungen der Finanzkrise. Dennoch haben sich viele an dem Spekulationsgeschäft mit Derivaten *nicht* beteiligt und schreiben noch heute schwarze Zahlen.

Durch die beschriebenen mehrfachen Pflichtwidrigkeiten sowohl seitens der Mitglieder des Vorstandes als auch seitens der Mitglieder des Verwaltungsrats haben diese gegen ihre Vermögensfürsorgepflicht verstoßen. Hierdurch ist auch ein Schaden eingetreten, und zwar angesichts des den ABS-Papieren innewohnenden Risikos schon bei deren Ankauf in den Jahren 2005 – 2007<sup>66</sup>. Der Schaden hat sich letztlich auch nach außen hin dokumentiert:

Nach einem bilanziell ausgewiesenen Verlust in 2008 von 5.079 Mio. Euro musste der Freistaat Bayern einen Kapitalbetrag in Höhe von 10 Mrd. Euro aufbringen, um den Bestand der Bank zu gewährleisten. Die Umbuchung des ABS-Portfolios in Höhe von ca. 21 Mrd. Euro in das Anlagevermögen kaschiert hierbei den tatsächlichen Schaden: tatsächlich ist dieses Portfolio auf unabsehbare Zeit unverkäuflich. Die Absicherung dieses

---

<sup>66</sup> Dessen genaue Höhe zum damaligen Zeitpunkt müsste sachverständig ermittelt und abgeschätzt werden.



Portfolios durch den Freistaat Bayern in einer Höhe von 4,8 Mrd. Euro (mit Vertrag vom 19.12. 2008) demonstriert, dass selbst von den Verantwortlichen der BayernLB ein erhebliches Ausfallrisiko in eben dieser Höhe gesehen wird. Wie das Portfolio, dessen Bestand bis zur Endfälligkeit der jeweiligen Papiere gehalten werden soll, sich tatsächlich wertmäßig darstellen wird, ist völlig ungewiss. Die Wahrscheinlichkeit, dass diese Papiere, für welche kein Markt da ist, zum Zeitpunkt der Endfälligkeit wertlos sind, ist erheblich höher, als dass sich ihre ursprünglichen Werte noch – wenigstens zu Teilen – realisieren ließen. Der tatsächliche durch die risikobehafteten Entscheidungen des Vorstandes sowie des Verwaltungsrats dem Vermögen der Bayerischen Landesbank – und mittelbar dem Steuerzahler – zugefügte Schaden kann ohne weiteres die volle Höhe des Betrages erreichen, in welchem das Portfolio nominal geführt wird: **21 Milliarden Euro**.

All dies begründet gegen die in den Jahren 2005 bis 2008 tätig gewesenen Mitglieder des Vorstandes und des Verwaltungsrats der BayernLB den Verdacht der Untreue in einem besonders schweren Fall (§ 266 Abs. 1 und 2 i.V.m. § 263 Abs. 3 Nr. 2 StGB).

Ich bitte höflichst um Mitteilung, unter welchem Aktenzeichen das Ermittlungsverfahren bei Ihnen geführt wird.

Mit freundlichen Grüßen!



(Dr. iur. h.c. Gerhard Strate)  
Rechtsanwalt

**V o l l m a c h t**

DR. IUR. H.C. GERHARD STRATE

RECHTSANWÄLTE

Holstenwall 7, 20355 HAMBURG

TELEFON: 040/4502160 - TELEFAX: 040/4502166 - GERICHTSKASTEN: 112

wird hiermit in Sachen Strafanzeige der Fraktion der Freien Wähler im Bayerischen Landtag gegen  
Verantwortliche der Bayerischen Landesbank

Vollmacht erteilt

München, den 20.01.2010

  
\_\_\_\_\_  
Hubert Alwanger MdL  
(Unterschrift)



20. Februar 2003

Nr. 257

# Aktuelle Themen

## Bubble Trouble am Wohnungsmarkt?

- **In vielen Industrieländern ziehen die Preise für Wohnimmobilien in den letzten Jahren beschleunigt an.** Das weckt die Sorge, dass sich nach der geplatzten Blase am Aktienmarkt eine weitere spekulative Übertreibung am Wohnungs- und Häusermarkt aufbaut. Eine solche Entwicklung wäre für die privaten Haushalte sowie die Kreditinstitute ausgesprochen folgenreich.
- **Im Falle einer implodierenden Immobilienblase** käme es zu massiven Kreditausfällen und **der private Konsum würde noch stärker belastet** als durch den Börsen-Crash. Dies zeigte bereits die fatale Entwicklung in Japan Ende der 80er Jahre, als der Immobilienmarkt dem Aktienmarkt folgte und die Wirtschaft in eine tiefe Rezession riss.
- In den **USA** stiegen die durchschnittlichen Hauspreise 2002 um 8,5% gg. Vj. Diese Preisdynamik lässt sich jedoch sehr gut durch die Faktoren Wirtschaftswachstum und historisch niedrige Zinsen begründen. Lediglich in einigen Teilmärkten sind Preisrückgänge nicht auszuschließen.
- Die Hauspreise in **Großbritannien** stiegen 2002 sogar um fast 20%. Der gesunde konjunkturelle Rahmen, niedrige Inflationsraten und folglich sehr niedrige Zinsen können diese Entwicklung größtenteils erklären. Die Preisrallye dürfte 2003 freilich zu Ende gehen. Unser Modell signalisiert eine leichte Überbewertung. Eine Rückkehr zur „Normalentwicklung“ kann entweder durch spürbare Wachstumsverlangsamung oder vorübergehende (leichte) Preisrückgänge erreicht werden. Ein mehrjähriger Einbruch wie Anfang der 90er Jahre ist jedoch unwahrscheinlich.
- Auch in **Spanien** kletterten die Hauspreise 2002 mit über 20% gg. Vj. sehr rasch. Dieser Anstieg ist jedoch durch die Fundamentaldaten weitgehend gedeckt: Die Einkommen nehmen deutlich schneller zu als in Euroland. Die niedrigen Euroland-Zinsen wirken gerade für Spanien sehr expansiv. Darüber hinaus erleichtert der Euro-Währungsraum den inner-europäischen Immobilienerwerb. Insbesondere die verhaltenen Wachstumsaussichten für 2003 sprechen jedoch dafür, dass die Preissteigerungen in den kommenden Jahren geringer ausfallen werden.
- Lässt sich die Diskussion um Blasen in den zuerst genannten Ländern angesichts des kräftigen Preisauftriebs verstehen, entbehrt eine solche Debatte am **deutschen** Wohnungsmarkt jeder Grundlage. In Westdeutschland stiegen die Preise nur sehr langsam, in Ostdeutschland geben die Hauspreise seit sieben Jahren nach. Es gab zwar eine Subventionsblase in Ostdeutschland. Diese ist jedoch bereits geplatzt.

**Editor**

Hans-Joachim Frank  
+49 69 910-31879  
hans-joachim.frank@db.com

**Publikationsassistentz**

Astrid Petter  
+49 69 910-31755  
astrid.petter@db.com

**Deutsche Bank Research**

Frankfurt am Main  
Deutschland

**Internet:** [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

**E-Mail:** [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

**Fax:** +49 69 910-31877

**DB Research Management**

Norbert Walter

Tobias Just, +49 69 910-31876 ([tobias.just@db.com](mailto:tobias.just@db.com))





## Bubble Trouble am Wohnungsmarkt?

In vielen Industrieländern haben die Preise für Wohnimmobilien in den vergangenen vier Jahren deutlich angezogen, in einigen Regionen zweistellig. Zunächst begrüßten die meisten Marktbeobachter diese Entwicklung. Der „Economist“ titelte 2002 in seiner März-Ausgabe noch „The houses that saved the world“, mit dem Argument, dass die stabile Entwicklung der Hauspreise den Einbruch der Aktienmärkte dämpfte und so die amerikanische Wirtschaft vor einer schwereren Rezession bewahrte. Mittlerweile hat sich das Stimmungsbild einiger Analysten, v.a. aber in der Wirtschaftspresse, getrübt. Insbesondere die Entwicklung in den USA und in Großbritannien hat bereits im letzten Jahr die Diskussion um eine mögliche Blase auf den Wohnungsmärkten belebt. Gegen Ende 2002 wurde die Frage immer häufiger auch für Länder des europäischen Kontinents und sogar für den deutschen Wohnungsmarkt gestellt. In dieser Studie werden daher die Wohnungsmärkte der USA, Großbritanniens, Spaniens und Deutschlands dahingehend untersucht, ob sich dort tatsächlich eine spekulative Blase aufgebaut hat. Dafür bedarf es zunächst einer trennscharfen Definition des mittlerweile inflationär benutzten Begriffs „Blase“.

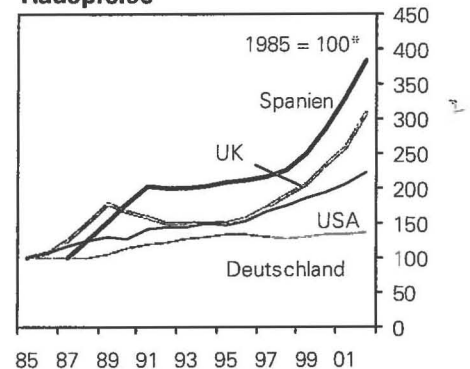
### Definition

Es ist keineswegs trivial, eine Asset-Blase von einer normalen konjunkturell bedingten Entwicklung zu unterscheiden. Dabei lassen sich drei Elemente isolieren:<sup>1</sup>

1. Eine Blase liegt dann vor, wenn eine außergewöhnlich starke Preisentwicklung nicht durch nachprüfbare, fundamentale Ist-Daten erklärt werden kann.
2. Der Wert von Immobilien richtet sich maßgeblich nach der Einschätzung zukünftiger Entwicklungen. In der ersten Phase weichen die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung fundamentaler Daten zunehmend positiv von ihrem Trendwert ab.
3. Diese überschießenden Erwartungen geraten in der zweiten Phase immer mehr in Widerspruch zur Datenlage, wenn neue Informationen zur Erwartungsanpassung nach unten zwingen. Die Blase implodiert.

Die konstituierenden Merkmale 2 und 3 machen es quasi unmöglich, eine Blase vor dem Platzen zweifelsfrei zu erkennen. Ein signifikantes und anhaltendes Abweichen vom langfristigen Trend (Punkt 1) kann jedoch dann als sehr guter Indikator für eine Blase angesehen werden, wenn nur wenige Anhaltspunkte dafür sprechen, dass es einen strukturellen Bruch auf dem jeweiligen Markt gegeben hat. Denn nur ein Strukturbruch könnte das Abweichen vom Trend rechtfertigen. Für den vergleichsweise etablierten Immobilienmarkt sind solche „plötzlichen“ Strukturbrüche unwahrscheinlicher als für junge Branchen, über die nur wenig sichere Informationen vorliegen.

Hauspreise



\*Spanien: 1987 = 100

### Blasen sind schwer zu erkennen

<sup>1</sup> Vgl. u.a. Stiglitz, J. (1990), Symposium on Bubbles, in: Journal of Economic Perspectives, Spring, S. 13-18. Abraham, J.M., Hendershott, P.H. (1996), Bubbles in Metropolitan Housing Markets, in: Journal of Housing Research 7,2, S. 191-207.

## Die Asset-Blasen in Japan als Vergleichsszenario

Die Probleme, die mit einer platzenden Blase an Immobilienmärkten verbunden sind, lassen sich idealtypisch an der Entwicklung in Japan Ende der 80er Jahre studieren: In den wichtigen Wirtschaftsregionen (Tokyo, Osaka, Kyoto) legten die Preise für Eigentumswohnungen von 1987 bis Mai 1991 zweistellig pro Jahr zu, in Einzeljahren sogar um über 30%. In der Spitze überstieg das Verhältnis Hauspreis zu Pro-Kopf-BIP den langfristigen Durchschnitt um fast 50%. Zeitgleich stiegen die Grundstückspreise für Wohn- und Gewerbeimmobilien von 1986 bis Mitte 1991 mit vergleichbarer Dynamik. Die Nachwirkungen der Blase sind noch heute spürbar. Bis zum heutigen Tag befinden sich die Wohnungspreise im Sinkflug; 2002 zahlte man in Tokyo nur noch 50% der Quadratmeterpreise von Anfang 1991. Auch die Bodenpreise sinken immer noch um fast 10% p.a. Mittlerweile hat der Bodenpreis für Wohnimmobilien um über 60% nachgegeben.

Anfang der 90er Jahre platzte in Japan nicht nur die Immobilienblase, sondern zuvor hatte bereits der Aktienmarkt seinen Höhenflug beendet.<sup>2</sup> Zwar waren die Ausschläge am Aktienmarkt deutlich stärker, die Verläufe der beiden Blasen lassen sich jedoch sehr gut miteinander vergleichen. Drei Phasen sind zu unterscheiden: Die erste Phase umfasst den Aufbau der Blasen. Am Aktienmarkt setzte sie 1986 ein und endete Anfang 1990. Der Aufschwung am Wohnungsmarkt begann mit etwa einem Jahr Verzögerung und fand sein Ende im Frühjahr 1991. Die zweite Phase ist die Implosionsphase. Etwa drei Jahre dauerte der dramatische Kursverfall von Aktien und Immobilien. Seit Mitte der 90er Jahre hat sich das Tempo der Anpassung zwar verlangsamt, hält aber trendmäßig sowohl am Aktienmarkt als auch am Immobilienmarkt bis Anfang 2003 an (dritte Phase). Mittlerweile sind sämtliche Kursgewinne der Blase vollständig aufgezehrt.<sup>3</sup> Gerade diese Abfolge zweier platzender Blasen begründet die Sorgen in Europa und den USA, dass nach den rasanten Kurseinbrüchen an den Börsen auch die Immobilien ihre Preisentwicklung umkehren könnten.

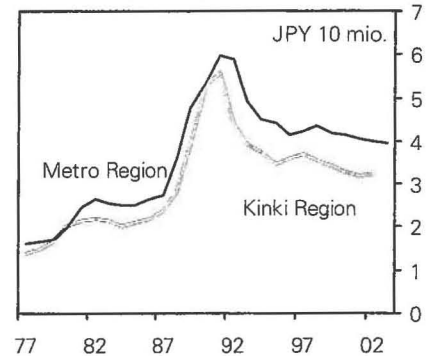
## Makroökonomische Folgen einer geplatzten Immobilienblase

Eine platzende Blase am Immobilienmarkt trifft nicht nur die Hausbesitzer, deren Vermögen kleiner wird. Die gesamte Volkswirtschaft gerät in den Strudel der Immobiliendeflation. Das liegt an dem engen positiven Zusammenhang zwischen privatem Konsum und Höhe des privaten Vermögens (Vermögenseffekt). In erster Linie bestimmen die Einkommen der Haushalte deren privaten Verbrauch. Da Vermögen letztlich als diskontierter Wert eines zukünftigen Einkommensstroms begriffen werden kann, und Menschen ihren Konsum tendenziell durch das Berücksichtigen zukünftiger Einkommen verstetigen, beeinflusst das Vermögen direkt den privaten Verbrauch. Eine massive Entwertung belastet nicht nur die Haushalte, die zum falschen Zeitpunkt gekauft haben, sondern verlangsamt die gesamte wirtschaftliche Entwicklung.

<sup>2</sup> Für Japan erklären die Veränderungen an der Börse mehr als zwei Drittel der Variation der Bodenpreise (vgl. Basile, A., Joyce, J.P. (2001), Asset Bubbles, Monetary Policy and Bank Lending in Japan: an empirical Investigation, in: Applied Economics 33, S. 1737-1744.

<sup>3</sup> Dieser Ablauf ist jedoch auch auf die strukturellen Probleme Japans zurückzuführen. Bei den meisten Asset-Blasen liegt das Niveau nach dem Platzen über dem Niveau vor dem Boom (vgl. Garcia, G.G.H. (2001), Measuring the Bubble in Mature and Emerging Equity Markets, in: Kaufman, G.G. (Hrsg.), Asset Price Bubbles: Implications for Monetary and Regulatory Policies, Chicago, S. 41-62.

Wohnungspreis per m<sup>2</sup>

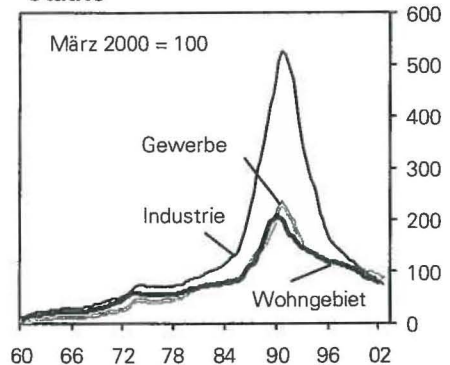


Kinki = Mitteljapan, nördliches Westjapan, Kyoto, Osaka

Metro: Tokyo Metropolitan Region

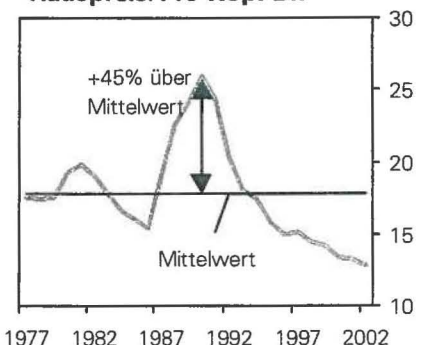
Quelle: Japan Real Estate Institute

Japan: Bodenpreise - 6 große Städte



Quelle: Japan Real Estate Institute

Hauspreis/Pro-Kopf-BIP\*



\*Tokyo Metro Region

Quelle: Japan Real Estate Institute



Wohnimmobilien sind hierbei von besonderer Bedeutung, da viele Haushalte einen Großteil ihres Vermögens in dieser Assetklasse angelegt haben. In Deutschland entfällt beispielsweise gut die Hälfte des rd. EUR 8.000 Mrd. schweren Gesamtvermögens der privaten Haushalte auf Sachanlagen. Der überwiegende Teil davon stellt Immobilienvermögen dar. Das Volumen des Aktienvermögens der deutschen Haushalte macht hingegen gerade EUR 525 Mrd. aus. Auch in den anderen westeuropäischen Ländern sind 30 bis 40% des Vermögens der Privaten in "Betongold" investiert. Selbst in den USA, wo Aktien eine größere Rolle im Anlageportfolio der Haushalte spielen, übersteigt das Immobilienvermögen der Privaten deren Aktienkapital um den Faktor vier. Daher reagieren die Konsumausgaben mehr als doppelt so stark auf Änderungen der Immobilienpreise als auf Änderungen der Aktienkurse.<sup>4</sup>

## Konsumausgaben reagieren heftig auf Änderungen der Immobilienpreise

### Determinanten der Preise für Wohnimmobilien

Wohnungspreise können auch ohne spekulative Erwartungsbildung starken Schwankungen unterworfen sein. Das liegt im Wesentlichen daran, dass das Wohnungsangebot sich nur verzögert an Nachfrageänderungen anpassen kann. Gibt es also einen positiven Nachfrageschock, kann der Wohnungsmarkt nur durch Preissteigerungen zum Ausgleich kommen. Die wichtigsten, fundamentalen Preistreiber sind:<sup>5</sup>

1. **Reale Einkommen:** Die Nachfrage nach Wohnraum reagiert wie die meisten Güter positiv auf Änderungen der verfügbaren Einkommen.
2. **Bevölkerungswachstum:** Insbesondere der durch Wanderung realisierte Bevölkerungszuwachs einer Region lässt sich nur sehr schwer prognostizieren. Unerwartete Bevölkerungszunahmen erhöhen die Nachfrage und sorgen so für Preisauftrieb.
3. **Langfristige Zinsen:** Da die meisten Wohnungskäufe fremdfinanziert werden, ist der mit dem Kauf verbundene Schuldendienst die entscheidende Orientierungsgröße. Bei sinkenden Hypothekenzinsen führen höhere Hauspreise nicht zwangsläufig zu einer höheren finanziellen Belastung der Haushalte.
4. **Aktienmarkt:** Da an der Börse Erwartungen gehandelt werden, ist die Entwicklung der Aktienkurse – in Normallagen – ein Indikator für die zukünftige wirtschaftliche Performance. Dann wäre der Aktienmarkt ein leading indicator für den Wohnungsmarkt. Gleichzeitig sind die beiden Assetklassen Aktie und Immobilie innerhalb eines Portfolios in Konkurrenz miteinander. Im Zuge einer Abkühlung am Aktienmarkt flüchten die Anleger verstärkt in die sicheren Anlagehäfen. Welcher Effekt dominiert, ist allein eine empirische Frage.
5. **Wohnungsfertigstellungen:** Schließlich senkt eine Ausweitung des Angebots tendenziell den Preisanstieg.

Freilich sind nicht immer alle Faktoren gleich wichtig. Die Analyse beschränkt sich daher auf die jeweils zentralen Faktoren.

### Unerwartete Bevölkerungszunahme hat starken, direkten Preiseffekt

<sup>4</sup> Case, K., Quigley, J., and Shiller, R., (2001) Comparing Wealth Effects: The Stock market versus the Housing Market, NBER working paper w8606.

<sup>5</sup> Vgl. u.a. OECD (2000), World Economic Outlook, Asset Prices and the Business Cycle, May 2000, Paris.

## USA

Die durchschnittlichen Hauspreise in den USA legten 2002 um 8,5% gegenüber dem Vorjahr zu. Mit mehr als 10% war der Zuwachs im Mittleren Westen und im Nordosten der Vereinigten Staaten besonders stark; er lag etwa 3,5%-Punkte über dem langfristigen Durchschnitt. Selbst im Rezessionsjahr 2001 kletterten die Hauspreise um knapp 5%. Zumindest für den Gesamtmarkt lässt sich diese Entwicklung durch die Fundamentaldaten erklären.

Die Einkommen der Haushalte bestimmen maßgeblich die Hauspreise. Zwar ging das Pro-Kopf-BIP 2001 leicht zurück. Das Wachstum der verfügbaren Einkommen fiel jedoch dank der expansiven Fiskalpolitik der Bush-Administration nicht geringer aus als in den Jahren zuvor. Der Quotient Hauspreis/Pro-Kopf-BIP als Indikator dafür, ob sich die Hauspreise von der allgemeinen Konjunktur abgekoppelt haben, steigt zwar in den letzten Jahren stetig an. Das Ende 2002 erreichte Niveau liegt damit nur um 1% über der üblichen Schwankungsbreite (eine Standardabweichung) um den Mittelwert der letzten 25 Jahre. In Japan wurde der Schwankungskorridor 1990 um gut 25% übertreten.

Dieses (leichte) Überschießen gegenüber dem langfristigen Trend ist angesichts der Entwicklung der Hypothekenzinsen gerechtfertigt. In den letzten zwei Jahren sanken die Hypothekenzinsen um rd. 2%-Punkte. Da es in den USA üblich ist, vorzeitig Hypothekendarlehen zu tilgen, um dann zu den günstigeren Konditionen einen neuen Vertrag abzuschließen, profitieren nicht nur Haushalte mit Neuverträgen von den niedrigen Zinsen. Die Refinanzierung ist nicht zuletzt aufgrund der seit 1998 deutlich sinkenden Transaktionskosten – den Refinanzierungsgebühren – besonders interessant geworden.<sup>6</sup> Die energischen Zinssenkungen der letzten zwei Jahre wirkten für viele Haushalte wie eine Erhöhung der verfügbaren Einkommen.

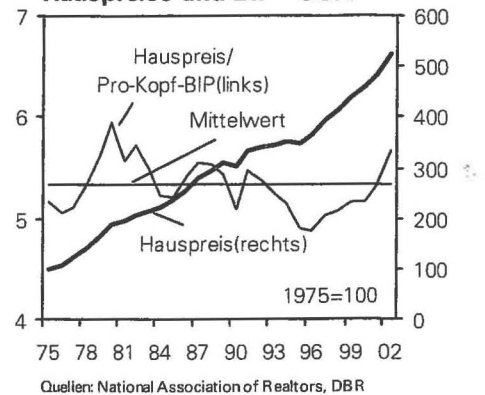
### Kein gravierendes Abweichen vom Trend

Unser Modell zum US-amerikanischen Wohnungsmarkt, bei dem die Wachstumsrate des realen BIP, der Hypothekenzinssatz sowie die Veränderungsrate des Dow Jones einfließen, signalisierte dann auch für 2001 und 2002 einen zügigen Anstieg der Hauspreise. Zwar unterschätzt das Modell die Entwicklung am aktuellen Rand. Das kann jedoch daran liegen, dass Erwartungen hier explizit unberücksichtigt blieben. Angesichts des noch immer sehr kräftigen Bevölkerungswachstums und des vergleichsweise hohen Potenzialwachstums, ist dieses Abweichen nicht gravierend.

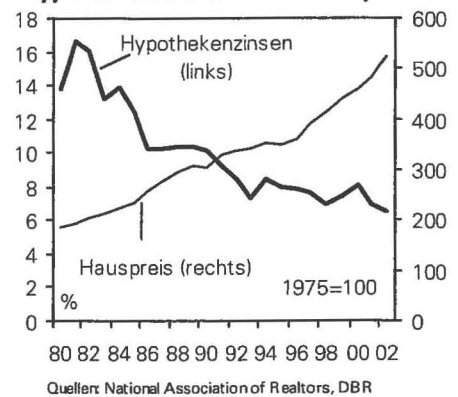
Nun sind Immobilienmärkte jedoch regionale Märkte. Auch wenn der Gesamtmarkt im Einklang mit den Fundamentaldaten steht, gibt es einige „hot spots“ an den Küsten. Die meisten dieser Städte profitierten in der Vergangenheit von der überdurchschnittlichen Beschäftigungsentwicklung. Zusätzlich wurde das Angebot in den letzten Jahren nur mäßig ausgedehnt. Preissteigerungen von über 20% p.a. in New York oder San Diego sind jedoch kaum nachhaltig. Hier ist in den kommenden Jahren mit rückläufigen Wachstumsraten zu rechnen. An einzelnen Standorten könnte es auch (leichte) Preisrückgänge geben. Angesichts der sehr niedrigen Zinsen und der vergleichsweise guten Wachstumsaussichten sind „japanische Verhältnisse“ an den Wohnungsmärkten jedoch unrealistisch.

<sup>6</sup> Vgl. Deep, A., Domanski, D. (2002), Immobilienmarkt und Wirtschaftswachstum: Lehren aus dem Refinanzierungsboom in den USA, in: BIZ-Quartalsbericht September 2002, S. 42-51.

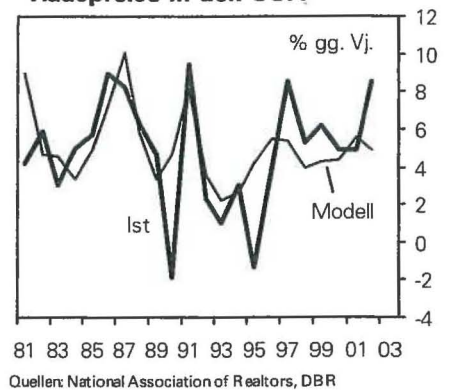
### Hauspreise und BIP - USA



### Hypothekenzinsen und Hauspreise



### Hauspreise in den USA



### Starke regionale Unterschiede

Abweichung von der durchschnittlichen Wachstumsrate in %-Punkten

	2000	2001	2002
Nassau-Suffolk	5,8	8,9	17,8
New York	7,3	3,3	12,8
San Diego	10	3,6	12,4
Sacramento	2,2	12,8	11,1
Washington DC	-2,8	8,6	9,1
Los Angeles-Long Beach	2,1	3,5	8,9

Quelle: Rreef





**UK**

In Großbritannien expandierten die Hauspreise 2002 um fast 20% gegenüber dem Vorjahr. Dabei hat sich der Anstieg in der zweiten Jahreshälfte sogar noch beschleunigt und hielt auch im Januar 2003 ungebremst an. Bereits in den fünf Jahren zuvor, verteuerten sich Häuser deutlich. Ende 2002 kostete ein durchschnittliches Haus doppelt so viel wie zu Beginn 1997. Besonders deutlich stiegen die Preise in London und Umgebung: Von 1997 bis 2002 legten die Hauspreise um gut 16% p.a. zu; solche Wachstumsraten führen schon innerhalb von vier Jahren zu einer Preisverdopplung. Einen ähnlich starker Preisauftrieb gab es zuletzt Ende der 80er Jahre. Damals legten die (nominalen) Preise sechs Jahre in Folge zu, bis der Markt 1990 kollabierte. Bis Ende 1993 sackten die Londoner Hauspreise um nominal 30% ein, für Großbritannien lag das Minus bei 17%. Da gleichzeitig die Inflationsrate in den frühen 90er Jahren zwischen 6 und 8% lag, war der reale Wertverlust sogar noch größer.

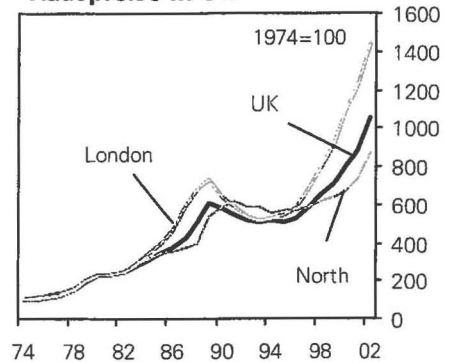
Selbst in dem schwierigen konjunkturellen Umfeld der letzten zwei Jahre expandierte die britische Wirtschaft um real 2,2% (2001) respektive 1,6% (2002). Die Wachstumsaussichten für das laufende und das nächste Jahr sind deutlich besser als für Euroland. Auch die demografische Zeitbombe tickt in Großbritannien langsamer als auf dem Kontinent – nach Schätzungen der UN steigt die Bevölkerungszahl noch bis zum Jahr 2025. In Deutschland, Italien oder Spanien setzt der Bevölkerungsrückgang schon 20 Jahre früher ein.

**Hauspreise steigen schneller als BIP**

Die Einkommen konnten jedoch nicht mit dem rasanten Hauspreisanstieg mithalten. So streben die Hauspreise in Relation zum Pro-Kopf-Einkommen in Richtung des Höchstwertes von 1989. Damit liegt dieses Verhältnis Anfang 2003 um gut 25% über dem langjährigen Durchschnitt. Der reine Blick auf diese Verhältniszahl täuscht jedoch in zweierlei Hinsicht: Erstens taumelte die britische Wirtschaft Anfang der 90er Jahre in eine schwere Rezession, das BIP stagnierte von 1990 bis 1992 (über den Zeitraum gerechnet), und die Zahl der Arbeitslosen stieg um rd. 75%. Eine solche Entwicklung ist für die kommenden Jahre unwahrscheinlich. Zweitens erhöhte die Zentralbank von 1988 bis 1990 die base rate um fast 7%-Punkte. Das wirkte sich nennenswert auf die Hypothekenzinsen aus. Ganz anders stellt sich die Situation heute dar: Ausgehend von dem bereits niedrigen Niveau von 6% wurde die base rate in den letzten 2 Jahren schrittweise auf den historischen Tiefstwert von 3,75% gesenkt (06.02.03) – das sind immerhin 11%-Punkte weniger als zu dem Vergleichszeitraum von 1990 bis 1992. Die höheren Hauspreise führen folglich nicht in gleichem Maße auch zu höheren Finanzierungskosten.

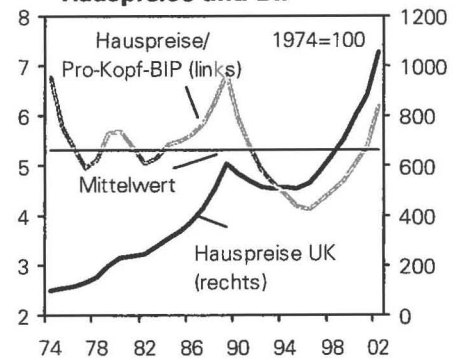
Unser Modell, das v.a. Realeinkommen und langfristige Zinsen als erklärende Variablen enthält, kann die Entwicklung der Hauspreise bis 2001 sehr gut abbilden und signalisiert für 2002 einen kräftigen Preisanstieg. Es zeigt aber auch, dass das explosive Wachstum im letzten Jahr durch die im Modell enthaltenen Fundamentaldaten nicht vollständig erklärt wird. Eine Rückkehr zur „Normalentwicklung“ kann entweder durch unterdurchschnittliches Wachstum in mehreren Jahren oder durch einen kurzen Preisrückgang erreicht werden. Wahrscheinlich kommt es 2003 zu einer Wachstumsverlangsamung und in Teilmärkten zu leichten Rückgängen. Dies dürfte insbesondere das gehobene Segment in London betreffen, falls die Ertragsschwäche des Investmentbanking anhält. Eine längere Krise à la 1990 ist jedoch angesichts der günstigen Wachstumserwartungen und der vorteilhaften Hypothekenzinsen unwahrscheinlich.

**Hauspreise in UK**



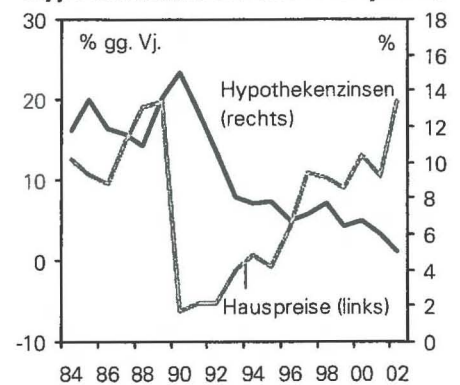
Quelle: Nationwide Building Society

**Hauspreise und BIP**



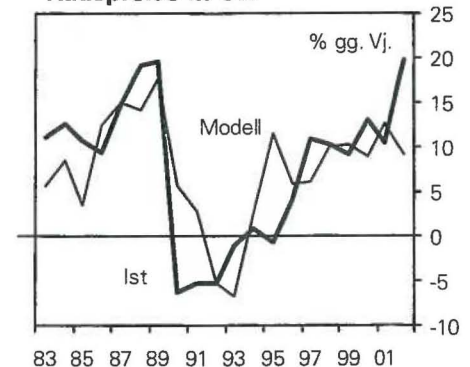
Quellen: Nationwide Building Society, DBR

**Hypothekenzinsen und Hauspreise**



Quellen: Nationwide Building Society, CSO

**Hauspreise in UK**



Quellen: National Association of Realtors, DBR

## Spanien

Die spanischen Hauspreise sind 2002 zum vierten Mal in Folge zweistellig angestiegen. In Madrid hat sich die Preisdynamik im vergangenen Jahr sogar auf 22% gg. Vj. beschleunigt. In den beiden Metropolen Madrid und Barcelona verdoppelten sich die Preise seit Anfang 1998. Diese stürmische Entwicklung weckt Erinnerungen an die letzte Preisrallye Ende der 80er Jahre, die jäh abgebrochen wurde. Auch damals legten die Hauspreise von 1988 bis 1991 zweistellig pro Jahr zu. 1992 endete dieser Aufschwung jedoch, die nominalen Preise bewegten sich drei Jahre lang seitwärts. Real sank das Preisniveau bis 1998 sogar um rd. 20%. Dabei erwiesen sich die Häuser in Barcelona zwar als relativ wertstabiler, dort war der reale Wertverlust mit gut 10% jedoch keineswegs marginal. Zweifel, ob der Zuwachs der letzten Jahre nachhaltig ist, scheinen daher gerechtfertigt, selbst wenn die Wachstumsraten der letzten vier Jahren nicht ganz so hoch ausfallen wie Ende der 80er Jahre.

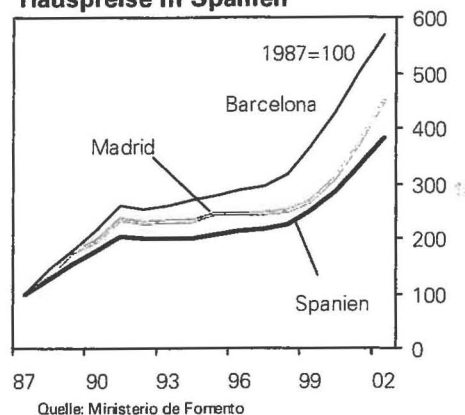
Auch in Spanien bestimmt insbesondere die Entwicklung der Realeinkommen die Preisbewegungen auf dem Häusermarkt. Die Wirtschaft ist von 1997 bis 2000 mit über 4% p.a. gewachsen. Zwar bleibt Spanien von der Konjunkturschwäche in Euroland nicht unbeeinträchtigt, mit rd. 2% expandiert die Wirtschaft jedoch 2002 und 2003 etwa doppelt so schnell wie Euroland insgesamt. Trotz des gesunden Wirtschaftswachstums kletterte die Relation der Hauspreise zum Pro-Kopf-BIP nahezu auf das Niveau von 1991, und liegt damit knapp 15% über dem langjährigen Mittel. Dies bereits als Indiz für eine systematische Überbewertung der Häuser zu nehmen, greift jedoch zu kurz, da in den vergangenen Jahren drei weitere Faktoren die Nachfrage angeregt haben.

### Niedrige Zinsen sorgen für Schwung

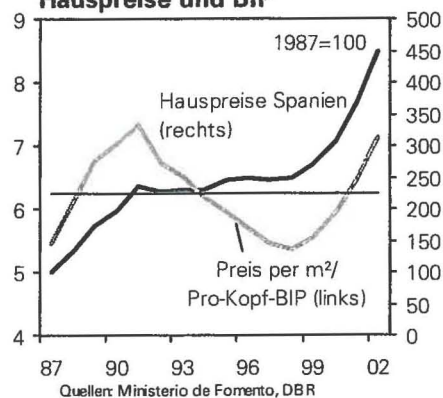
Erstens haben die Konvergenzbemühungen Spaniens im Vorfeld der Euro-Einführung die langfristigen Zinsen auf ein Drittel des Wertes von Anfang der 90er Jahre gedrückt. Das hat die Finanzierungslast der Wohnungskäufer reduziert. Zweitens sorgte die Aktienbaisse dafür, dass Wohnimmobilien vermehrt als sicherer Hafen gesehen wurden. Drittens wuchs die spanische Bevölkerung seit 1996 deutlich schneller als in den Jahren davor. Von 1996 bis 2001 nahm die Einwohnerzahl Spaniens um rd. 1 Mio. zu. In den fünf Jahren davor lag der Zuwachs nur bei 350.000 Personen. Der direkte Vergleich von Hauspreis zu BIP-pro-Kopf ist dann irreführend.

Unser Modell für den spanischen Häusermarkt besteht v.a. aus den Variablen BIP-Wachstum, langfristige Zinsen und Aktienkurswachstum (MSCI-Spanien). Sowohl die deutlichen Preisrückgänge zu Beginn der 90er Jahre als auch der kräftige Preisanstieg in den letzten Jahren werden durch das Modell (trendmäßig) abgebildet. Für Spanien insgesamt können die Fundamentaldaten den Preisauftrieb auf dem Wohnungsmarkt erklären. Zwar dürfte die spanische Wirtschaft 2003 hinter dem Trendwachstum der letzten Jahre zurückbleiben, eine Rezession ist jedoch unwahrscheinlich. Gleichzeitig sind die für das gesamte Euroland festgelegten Zinsen für Spanien tendenziell zu niedrig. Schließlich begünstigt der neue Währungsraum Eigentumserwerb über Grenzen hinweg. Der starke Anstieg der Hauspreise auf den Balearen (+97% seit 1995) könnte ein Beleg dafür sein. Dennoch ist zu erwarten, dass die Häuserpreise in den kommenden Jahren spürbar langsamer steigen werden, vereinzelt sind auch Rückgänge nicht auszuschließen. Zum einen ist es unwahrscheinlich, dass die Bevölkerung weiterhin so stark wächst wie 2000 und 2001. Zum anderen wächst die Wirtschaft nicht mehr so stürmisch wie in den letzten Jahren. Ein schmerzhafter Absturz ist indes nicht zu erwarten.

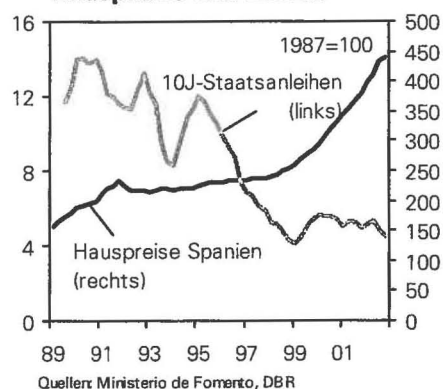
Hauspreise in Spanien



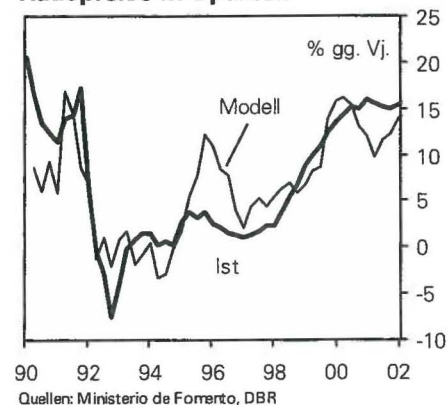
Hauspreise und BIP



Hauspreise und Zinsen



Hauspreise in Spanien





## Deutschland

Gegen Ende des vergangenen Jahres wurde auch für Deutschland die Frage nach einer Preisblase am Wohnimmobilienmarkt aufgeworfen. Für Ostdeutschland lässt sich diese Frage rundherum als unzulässig abweisen: Dort geben die Preise seit sieben Jahren nach, und angesichts von rd. 1,3 Mio. leerstehenden Wohnungen und rückläufiger Bevölkerungszahl ließe sich höchstens argumentieren, dass Ostdeutschland die Folgen einer staatlich geförderten Baublase noch heute spürt. Auch in Westdeutschland ist der Preisauftrieb gering (rd. 2% p.a.). In einigen Ballungsgebieten (z.B. München, Stuttgart, Frankfurt a.M.) ist der Anstieg zwar überdurchschnittlich, aber deutlich geringer als in New York, London oder Madrid.

Die Hauspreise in Deutschland steigen trendmäßig schwächer als in den drei anderen Ländern. Freilich schwanken die Preise in Deutschland auch vergleichsweise wenig. Es lassen sich zwar auch für Deutschland Zyklen feststellen, sie fallen jedoch vergleichsweise mäßig aus. Interessanterweise hat sich das trendmäßige Wachstum der westdeutschen Hauspreise in den letzten Jahrzehnten merklich abgekühlt. Hier spiegelt sich nicht zuletzt die offenkundige Wachstumsschwäche Deutschlands.<sup>7</sup>

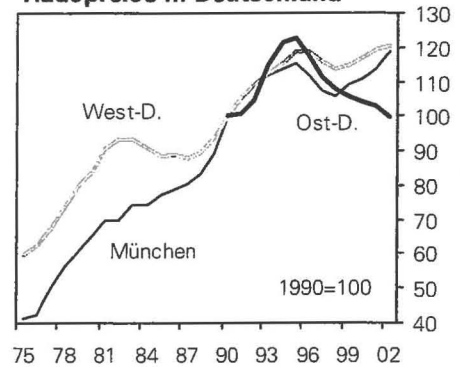
### Im Osten platzte eine Subventionsblase

Seit 1975 ist die Relation Hauspreise zu Pro-Kopf-BIP um rd. ein Drittel gesunken. Das gilt auch für die westdeutschen Ballungsräume. Zwar legten dort die Hauspreise überdurchschnittlich zu, gleichzeitig expandierte die Wirtschaft dort auch schneller als in der Peripherie. Die Maßzahl Hauspreis zu Pro-Kopf-BIP zeigt außerdem eindrucksvoll die Anpassungsprozesse in Ostdeutschland. In den ersten Jahren schossen die Preise rapide in die Höhe. Die Immobilienpreise waren weitgehend von der regionalen Wirtschaftskraft abgekoppelt. Dieses Missverhältnis konnte nicht von Dauer sein; es musste eine Rückkehr zu den Fundamentalwerten geben. Dieser Prozess hält in Ostdeutschland noch immer an – auch 2002 sind die Hauspreise in Relation zur Wirtschaftsleistung überzeichnet, wenn man die westdeutschen Werte als Vergleichsmaßstab zulässt.

Die Entwicklung der westdeutschen Hauspreise ist sehr gut durch ein einfaches Modell, in das Wirtschaftswachstum und die Aktienmarktpower einfließen, erklärbar. Für 2002 signalisiert das Modell sogar einen kräftigeren Preisanstieg als tatsächlich beobachtet wurde. Berücksichtigt man darüber hinaus auch das günstige Zinsniveau, das grundsätzlich höhere Preiszuschläge finanzierbar macht, ist in Westdeutschland – auch in den Ballungsgebieten – keine Blase am Wohnungsmarkt festzustellen.

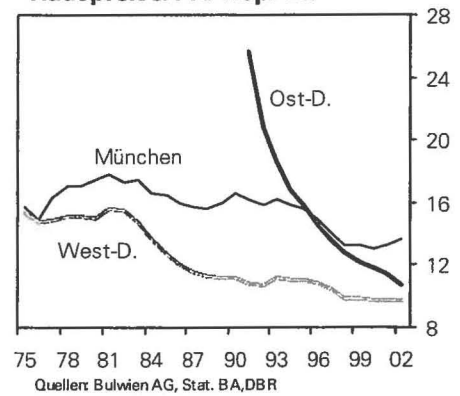
Gleichwohl deuten die rückläufigen Wohnungsfertigstellungen darauf hin, dass in den kommenden Jahren Engpässe in den Wirtschaftszentren entstehen können. Dies gilt gerade dann, wenn die Wirtschaftspolitik und das globale, konjunkturelle Umfeld für Wirtschaftswachstum sorgen. Die Angebotsverknappung dürfte allerdings v.a. das Mietwohnungssegment und weniger den Eigenheimbereich betreffen. Auch wäre eine Preisreaktion dann gerade keine Blase, sondern eine normale und damit kalkulierbare Marktantwort.

Hauspreise in Deutschland



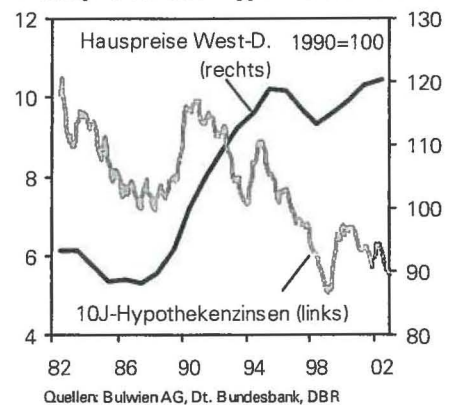
Quellen: Bulwien AG, DBR

Hauspreise/Pro-Kopf-BIP



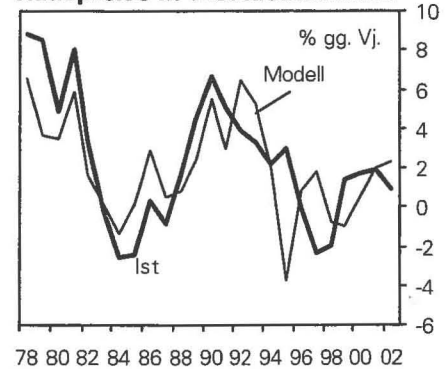
Quellen: Bulwien AG, Stat. BA, DBR

Hauspreise und Hypothekenzinsen



Quellen: Bulwien AG, Dt. Bundesbank, DBR

Hauspreise in Westdeutschland



Quellen: Bulwien AG, Stat. BA, DBR

<sup>7</sup> Bergheim, S., Neuhaus, M. (2002), Engpassfaktor Arbeit - eine empirische Wachstumsanalyse, Aktuelle Themen Nr. 243, Mehr Wachstum für Deutschland, Deutsche Bank Research, 8. November 2002, Frankfurt a. M.

## Fazit

Seit der Ernüchterung am Neuen Markt und dem damit verbundenen Platzen der Aktienblasen ist die Sorge um neu entstehende Blasen auf anderen Anlagemärkten durchaus gerechtfertigt. Es ist also nur verständlich, wenn in überdurchschnittlich stark steigenden Hauspreisen die Gefahr einer Überhitzung gesehen wird. Eine solche Diskussion ist sogar hilfreich, da sie allzu optimistischen Erwartungen vorbeugt. Gleichwohl sollte sie nicht dazu führen, die ökonomischen Fundamentaldaten auszublenden. Die Studie zeigt, dass die Hauspreise in den USA zwar leicht aber nicht außergewöhnlich stark überbewertet sind. Es gibt zwar in den Vereinigten Staaten einige regionale Teilmärkte, in denen eine Überhitzung erkennbar ist; angesichts der Wachstumsaussichten und der historisch niedrigen Zinsen folgt daraus nicht zwangsläufig ein Preis einbruch. Ein Ende der Preisrallye ist jedoch in Sicht.

Ähnliches gilt auch für den spanischen und den britischen Häusermarkt. Die Preisentwicklung ist weitgehend durch die Fundamentaldaten gedeckt, insbesondere die günstigen Zinsen machen den Vergleich mit früheren Phasen hoher Hauspreise unzulässig. In Großbritannien scheint es zwar eine moderate Überbewertung zu geben. Eine anhaltende Krise droht jedoch nicht. Leichte Preisrückgänge in ein oder zwei Jahren lassen sich freilich nicht ausschließen. Die Diskussion um den deutschen Markt lässt sich in keiner Weise durch die Bestimmungsfaktoren begründen. Allein die Entwicklung in Ostdeutschland Anfang der 90er Jahre erlaubt den Vergleich mit einer Erwartungsblase. Hier wäre es freilich angemessen von einer Subventionsblase zu reden, und diese wird seit Mitte der 90er Jahre abgebaut.

In zweifacher Hinsicht ist jedoch Vorsicht geboten, denn es sind Risiken auf Teilmärkten in Spanien, Großbritannien und den USA vorhanden. Erstens setzt die oben gegebene grundsätzliche Entwarnung voraus, dass es tatsächlich zu einer deutlichen Reduktion der Steigerungsraten der Hauspreise in diesem und dem nächsten Jahr kommt. Tritt diese nicht ein, könnte es in zwei Jahren zu gravierenden Verspannungen kommen. Diese würden umso früher spürbar, je später die Erholung der Weltkonjunktur einsetzt und je heftiger die wirtschaftlichen Auswirkungen des Irak-Konflikts ausfallen. Zweitens entscheiden letztlich nicht die Fundamentaldaten über Preisentwicklungen, sondern die Interpretation dieser Daten durch Anleger. Je mehr Marktteilnehmer an eine Überbewertung der Immobilien glauben, desto eher könnte es zu Preisabschlägen kommen. Eine mehrjährige Krise droht jedoch nicht.

Tobias Just, +49 69 910-31876 (tobias.just@db.com)

## Das Ende der Rallye ist in Sicht ...

### ... jedoch ist ein schmerzhafter Abschwung unwahrscheinlich

### Dennoch ist Vorsicht geboten

### **IAS: Neue Rechnungslegungsregeln in der EU**

Nr. 250 16. Dezember 2002

Die etwa 7000 börsennotierten Unternehmen mit Sitz in der EU müssen nach einer vom EU-Ministerrat und vom Europäischen Parlament verabschiedeten Verordnung ab 2005 ihre konsolidierten Abschlüsse nach International Accounting Standards (IAS) erstellen. Die einheitlichen neuen Rechnungslegungsstandards lösen fünfzehn nationale, stark unterschiedliche Bilanzierungssysteme ab. Dies ist ein Meilenstein auf dem mühsamen Weg zur Schaffung eines integrierten Finanzbinnenmarktes in Europa. Unternehmen, die nicht kapitalmarktorientiert sind, sollen ein Wahlrecht bekommen, ihren Konzernabschluss nach IAS-Richtlinien zu erstellen; dies soll ihnen die Vorbereitung auf einen Börsengang oder ein Rating erleichtern. Nun wird es entscheidend darauf ankommen, dass alle in der EU bereits existierende International Accounting Standards „en bloc“ anerkannt werden, um den Zeitplan für das Inkrafttreten der neuen Verordnung nicht zu gefährden und um zu verhindern, dass sich „europäische“ IAS herausbilden.

### **Auf dem Weg zum einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum**

Nr. 249 10. Dezember 2002

Während mit der Einführung des Euro ein einheitlicher Währungsraum in der EWU Realität wurde, ist Euroland in Sachen Zahlungsverkehr nach wie vor „Ausland“. Eine Vielzahl unterschiedlicher Zahlungsinstrumente und -systeme sowie Rechtsvorschriften in den einzelnen Mitgliedstaaten stehen bisher einem einheitlichen Zahlungsverkehrsraum im Wege. Das führt dazu, dass der grenzüberschreitende Massenzahlungsverkehr innerhalb Europas vergleichsweise kostenintensiv ist. Die europäische Kreditwirtschaft hat zwar eine Initiative mit dem Ziel gestartet, innerhalb eines überschaubaren Zeitraums den europäischen Zahlungsverkehr zu harmonisieren. Für den Erfolg dieses ehrgeizigen Vorhabens benötigen die Banken aber die Unterstützung durch Europäische Kommission und nationale Aufsichtsbehörden.

### **EU Prospektrichtlinie auf der Zielgeraden**

Nr. 245 26. November 2002

Anfang November hat der EU-Ministerrat den Entwurf einer EU-Prospektrichtlinie angenommen, der künftig das Angebot von Wertpapieren in der Gemeinschaft auf der Basis eines einzigen Prospekts ermöglichen soll. Die Maßnahme soll das grenzüberschreitende Angebot von Wertpapieren erleichtern und stellt damit einen wichtigen Schritt auf dem Weg zur Schaffung eines europäischen Kapitalmarktes dar. Zwar weist die jetzt vom Ministerrat verabschiedete Prospektrichtlinie noch erheblichen Nachbesserungsbedarf auf, dem im weiteren Gesetzgebungsprozess Rechnung getragen werden sollte. Gleichwohl scheint das Projekt nach erheblichen Anlaufschwierigkeiten nunmehr auf die Zielgerade eingemündet zu sein.

### **Ein Binnenmarkt für Betriebsrenten?**

Nr. 239 30. Oktober 2002

Eine Einigung über die Richtlinie zu betrieblichen Pensionsfonds würde die Voraussetzungen für ein grenzüberschreitendes Leistungsangebot schaffen und die Wahl des Vermögensverwalters liberalisieren. Wenn auf die Richtlinie weitere Schritte zum Abbau sozialrechtlicher und steuerlicher Hemmnisse folgen und national der Weg zu einfacheren, die individuelle und betriebliche Vorsorge verknüpfenden Formen der Alterssicherung beschränkt wird, könnte dies einen flächendeckenden Aufschwung der kapitalgedeckten Altersversorgung in Europa auslösen.

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de).  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-mail eintragen.

Maschinenbau und Autoindustrie - virtuelle Marktplätze auf dem Vormarsch?	11. Februar 2003
Breitbandiges Festnetz - Innovation im Wartestand	28. Januar 2003
Informations- und Kommunikationstechnologien - Allheilmittel gegen den Verkehrsinfarkt?	11. Dezember 2002
VC-Markt in Deutschland: Aussichten weiterhin trüb	28. November 2002
Free software, big business? Open Source-Programme erobern Wirtschaft und öffentlichen Sektor	14. November 2002
E-Government: Großes Potenzial nicht ausreichend genutzt	10. Oktober 2002
Standortwahl in der vernetzten Welt - Kein Ende der Distanz	12. August 2002
Besteuerung von E-Commerce - Lösungen gesucht	17. Juli 2002
Biometrie - Wirklichkeit und Übertreibung	22. Mai 2002
Technik und Arbeit - Herausforderung im 21. Jahrhundert	29. April 2002
E-Brokerage in Deutschland 2002: Strategiewandel und Marktberreinigung	2. April 2002
B2C-Handel in der Automobilindustrie: Internet primär als Informationsmedium	26. März 2002
Rahmenbedingungen für den e-Commerce: Alles in Ordnung?	21. Januar 2002

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de).  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60272 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© 2003. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60272 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Banc Alex Brown Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London, die mit ihren Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Securities and Futures Authority untersteht, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen. Die Deutsche Bank AG, Filiale Sydney, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in Australien übernommen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg.

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734

## Bedroht eine Immobilienblase in den USA die Weltwirtschaft?

Tobias Just

**Das Platzen eines so genannten „Bubble“ auf dem amerikanischen Immobilienmarkt könnte die Weltwirtschaft spürbar dämpfen. Dr. Tobias Just, Analyst bei der Deutschen Bank Research, Frankfurt am Main, untersucht die Entstehung einer „Blase“ und vergleicht die aktuellen Entwicklungen mit den Turbulenzen an den japanischen Aktien- und Immobilienmärkten in den neunziger Jahren. In seiner Analyse zeigt er, dass steigende Boden- und Wohnungspreise in einigen Städten allenfalls lokale Erscheinungen von kurzer Dauer sind. Dennoch gibt es Risiken. In einigen Regionen könne eine deutliche Preisdeflation nicht ausgeschlossen werden. (Red.)**

In den USA haben die Preise für Wohnimmobilien in den vergangenen vier Jahren deutlich angezogen, in einigen Regionen zweistellig. Zunächst begrüßten die meisten Marktbeobachter diese Entwicklung. Der „Economist“ titelte 2002 in seiner März-Ausgabe noch „The houses that saved the world“, mit dem Argument, dass die stabile Entwicklung der Hauspreise den Einbruch der Aktienmärkte dämpfte und so die amerikanische Wirtschaft vor einer schwereren Rezession bewahrte – und da die US-Wirtschaft den Takt für die Weltkonjunktur angibt somit auch die Weltwirtschaft.

### Definition einer „Blase“

Mittlerweile hat sich das Stimmungsbild einiger Analysten, vor allem aber in der Wirtschaftspresse, getrübt, und die Diskussion um eine mögliche Blase auf den

Wohnungsmärkten ist lebhafter geworden. Das ist wenig erstaunlich, da die angeschlagene Wirtschaft durch einen kränkelnden Häusermarkt zusätzlich belastet würde. Um die Frage nach einer spekulativen Blase beantworten zu können, bedarf es zunächst einer trennscharfen Definition des mittlerweile inflationär benutzten Begriffs „Blase“.

Es ist keineswegs trivial, eine Asset-Blase von einer normalen konjunkturell bedingten Entwicklung zu unterscheiden. Dabei lassen sich drei Elemente isolieren:

1. Eine Blase liegt dann vor, wenn eine außergewöhnlich starke Preisentwicklung nicht durch nachprüfbare, fundamentale Ist-Daten erklärt werden kann.
2. Der Wert von Immobilien richtet sich maßgeblich nach der Einschätzung zu-

künftiger Entwicklungen. In der ersten Phase weichen die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung fundamentaler Daten zunehmend positiv von ihrem Trendwert ab.

3. Diese überschießenden Erwartungen geraten in der zweiten Phase immer mehr in Widerspruch zur Datenlage, wenn neue Informationen zur Erwartungsanpassung nach unten zwingen. Die Blase implodiert.

Die konstituierenden Merkmale 2 und 3 machen es quasi unmöglich, eine Blase vor dem Platzen zweifelsfrei zu erkennen. Ein signifikantes und anhaltendes Abweichen vom langfristigen Trend (Punkt 1) kann jedoch dann als sehr guter Indikator für eine Blase angesehen werden, wenn nur wenige Anhaltspunkte dafür sprechen, dass es einen strukturellen Bruch auf dem jeweiligen Markt gegeben hat. Denn nur ein Strukturbruch könnte das Abweichen vom Trend rechtfertigen. Für den vergleichsweise etablierten Immobilienmarkt sind solche „plötzlichen“ Strukturbrüche unwahrscheinlicher als für junge Branchen, über die nur wenig sichere Informationen vorliegen.

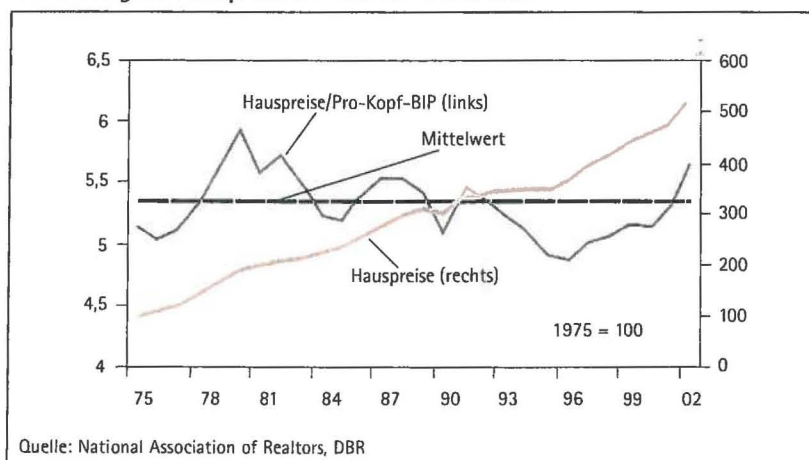
### Die Asset-Blasen in Japan

Die Probleme, die mit einer platzenden Blase an Immobilienmärkten verbunden sind, lassen sich idealtypisch an der Entwicklung in Japan Ende der achtziger Jahre studieren: In den wichtigen Wirtschaftsregionen (Tokio, Osaka und Kioto) legten die Preise für Eigentumswohnungen von 1987 bis Mai 1991 zweistellig pro Jahr zu, in Einzeljahren sogar um über 30 Prozent. In der Spitze überstieg das Verhältnis Hauspreis zu Pro-Kopf-BIP den langfristigen Durchschnitt um fast 50 Prozent. Zeitgleich stiegen die Grundstückspreise für Wohn- und Gewerbeimmobilien von 1986 bis Mitte 1991 mit vergleichbarer Dynamik.

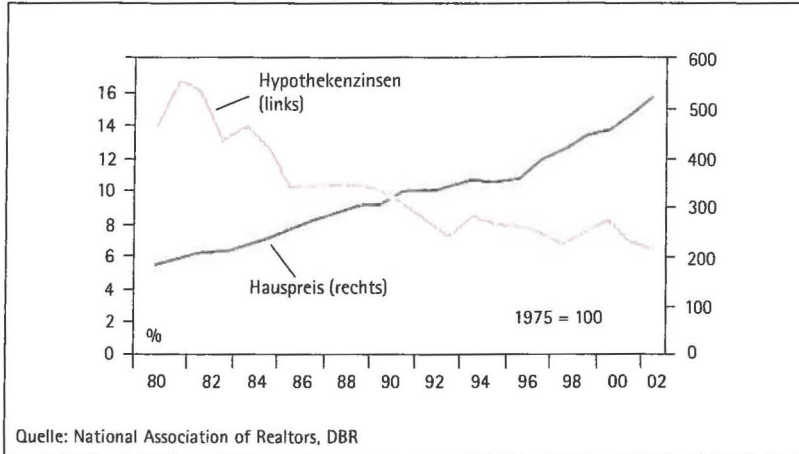
Die Nachwirkungen der Blase sind noch immer spürbar. Bis zum heutigen Tag befinden sich die Wohnungspreise im Sinkflug. 2002 zahlte man in Tokio nur noch 50 Prozent der Quadratmeterpreise von Anfang 1991. Auch die Bodenpreise sinken immer noch um fast zehn Prozent per annum. Mittlerweile hat der Grundstückspreis für Wohnimmobilien um über 60 Prozent nachgegeben.

Anfang der neunziger Jahre platzte in Japan nicht nur die Immobilienblase, sondern zuvor hatte bereits der Aktien-

### Entwicklung der Hauspreise und des BIP in den USA



**Hypothekenzinsen und Hauspreise**



markt seinen Höhenflug beendet. Für Japan lässt sich sogar ein (Granger-) kausaler Zusammenhang zwischen der Entwicklung am Aktienmarkt und der Deflation am Immobilienmarkt feststellen. Zwar waren die Ausschläge am Aktienmarkt deutlich stärker, die Verläufe der beiden Blasen lassen sich jedoch sehr gut miteinander vergleichen.

Drei Phasen sind zu unterscheiden: Die erste Phase umfasst den Aufbau der Blasen. Am Aktienmarkt setzte sie 1986 ein und endete Anfang 1990. Der Aufschwung am Wohnungsmarkt begann mit etwa einem Jahr Verzögerung und fand sein Ende im Frühjahr 1991. Die zweite Phase ist die Implosionsphase. Etwa drei Jahre dauerte der dramatische Kursverfall von Aktien und Immobilien. Seit Mitte der neunziger Jahre hat sich das Tempo der Anpassung zwar verlangsamt, hält aber trendmäßig sowohl am Aktienmarkt als auch am Immobilienmarkt bis Anfang 2003 an (dritte Phase).

**Makroökonomische Folgen einer geplatzten Immobilienblase**

Eine platzende Blase am Immobilienmarkt trifft nicht nur die Hausbesitzer, deren Vermögen kleiner wird. Die gesamte Volkswirtschaft gerät in den Strudel der Immobiliendeflation. Das liegt an dem engen positiven Zusammenhang zwischen privatem Konsum und Höhe des privaten Vermögens (Vermögenseffekt). In erster Linie bestimmen die Einkommen der Haushalte deren privaten Verbrauch. Da Vermögen letztlich als diskontierter Wert eines zukünftigen Einkommensstroms begriffen werden kann, und Menschen ihren Konsum ten-

denziell durch das Berücksichtigen zukünftiger Einkommen verstetigen, beeinflusst das Vermögen direkt den privaten Verbrauch.

Eine massive Entwertung belastet nicht nur die Haushalte, die zum falschen Zeitpunkt gekauft haben, sondern verlangsamt die gesamte wirtschaftliche Entwicklung. Wohnimmobilien sind hierbei von besonderer Bedeutung, da viele Haushalte einen Großteil ihres Vermögens in dieser Assetklasse angelegt haben. In den USA übersteigt das Immobilienvermögen der Privaten deren Aktienkapital um den Faktor vier.

Daher reagieren die Konsumausgaben mehr als doppelt so stark auf Änderungen der Immobilienpreise als auf Änderungen der Aktienkurse. Ein heftiger Preisrutsch bei Wohnimmobilien in den USA würde also den privaten US-Konsum dämpfen, der neben den Staatsaus-

gaben in den letzten Jahren das Wirtschaftswachstum entscheidend gestützt hat.

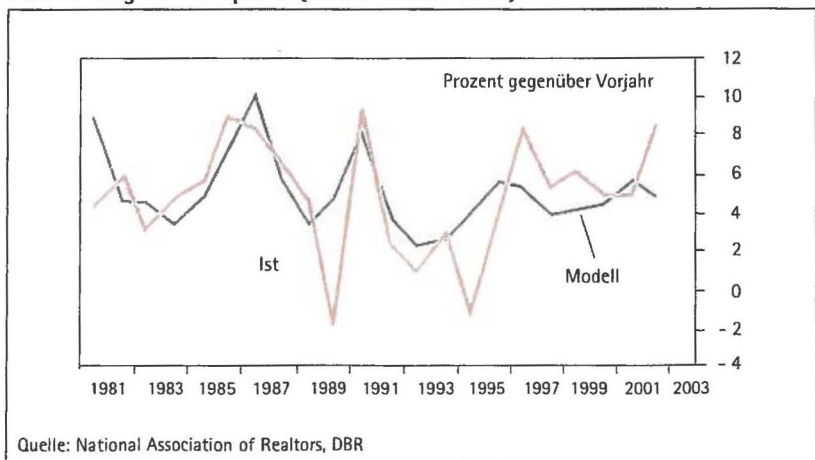
**Determinanten der Preise für Wohnimmobilien**

Wohnungspreise können auch ohne spekulative Erwartungsbildung starken Schwankungen unterworfen sein. Das liegt im Wesentlichen daran, dass das Wohnungsangebot sich nur verzögert an Nachfrageänderungen anpassen kann.

Gibt es also einen positiven Nachfrageschock, kann der Wohnungsmarkt nur durch Preissteigerungen zum Ausgleich kommen. Die wichtigsten fundamentalen Preistreiber sind:

1. Reale Einkommen: Die Nachfrage nach Wohnraum reagiert wie die meisten Güter positiv auf Änderungen der verfügbaren Einkommen.
2. Bevölkerungswachstum: Insbesondere der durch Wanderung realisierte Bevölkerungszuwachs einer Region lässt sich nur sehr schwer prognostizieren. Unerwartete Bevölkerungszunahmen erhöhen die Nachfrage und sorgen so für Preisaufrtrieb.
3. Langfristige Zinsen: Da die meisten Wohnungskäufe fremdfinanziert werden, ist der mit dem Kauf verbundene Schuldendienst die entscheidende Orientierungsgröße. Bei sinkenden Hypothekenzinsen führen höhere Hauspreise nicht zwangsläufig zu einer höheren finanziellen Belastung der Haushalte.
4. Aktienmarkt: Da an der Börse Erwartungen gehandelt werden, ist die Ent-

**Veränderung der Hauspreise (Modell und Realität)**





wicklung der Aktienkurse – in Normallagen – ein Indikator für die zukünftige wirtschaftliche Performance. Dann wäre der Aktienmarkt ein Leading Indicator für den Wohnungsmarkt. Gleichzeitig sind die beiden Assetklassen Aktie und Immobilie innerhalb eines Portfolios in Konkurrenz miteinander. Im Zuge einer Abkühlung am Aktienmarkt flüchten die Anleger verstärkt in die sicheren Anlagehäfen. Welcher Effekt dominiert, ist allein eine empirische Frage.

5. Wohnungsfertigstellungen: Schließlich senkt eine Ausweitung des Angebots tendenziell den Preisanstieg.

#### Starke regionale Unterschiede

Abweichungen vom mittleren Wachstum in Prozent-Punkten

	2000	2001	2002
Nassau-Suffolk	5,8	8,9	17,8
New York	7,3	3,3	12,8
San Diego	10,0	3,6	12,4
Sacramento	2,2	12,8	11,1
Washington DC	- 2,8	8,6	9,1
Los Angeles-Long Beach	2,1	3,5	8,9

Quelle: National Association of Realtors, DBR

Freilich sind nicht immer alle Faktoren gleich wichtig. Die Analyse beschränkt sich daher auf die jeweils zentralen Faktoren.

#### Die Entwicklung in den USA

Die durchschnittlichen Hauspreise in den USA legten 2002 um 8,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr zu. Mit mehr als zehn Prozent war der Zuwachs im mittleren Westen und im Nordosten der Vereinigten Staaten besonders stark; er lag etwa 3,5 Prozentpunkte über dem langfristigen Durchschnitt. Selbst im Rezessionsjahr 2001 kletterten die Hauspreise um fünf Prozent. Zumindest für den Gesamtmarkt lässt sich diese Entwicklung durch die Fundamentaldaten erklären.

Die Einkommen der Haushalte bestimmen maßgeblich die Hauspreise. Zwar ging das Pro-Kopf-BIP 2001 leicht zurück. Das Wachstum der verfügbaren Einkommen fiel jedoch dank der expansiven Fiskalpolitik der Bush-Administration nicht geringer aus als in den Jahren zuvor. Der Quotient Hauspreis/Pro-Kopf-BIP als Indikator dafür, ob sich die Hauspreise von der allgemeinen Konjunktur abgekoppelt haben, stieg in den letzten Jahren stetig an. Das Ende 2002 erreichte Niveau liegt damit nur um ein Pro-

zent über der üblichen Schwankungsbreite (eine Standardabweichung) um den Mittelwert der letzten 25 Jahre. In Japan wurde der Schwankungskorridor 1990 um gut 25 Prozent übertreten.

Dieses (leichte) Überschießen gegenüber dem langfristigen Trend ist angesichts der Entwicklung der Hypothekenzinsen gerechtfertigt. In den letzten zwei Jahren sanken die Hypothekenzinsen um rund zwei Prozentpunkte. Da es in den USA üblich ist, vorzeitig Hypothekendarlehen zu tilgen, um dann zu den günstigeren Konditionen einen neuen Vertrag abzuschließen, profitieren nicht nur Haushalte mit Neuverträgen von den niedrigen Zinsen. Die Refinanzierung ist nicht zuletzt auf Grund der seit 1998 deutlich sinkenden Transaktionskosten – den Refinanzierungsgebühren – besonders interessant geworden. Die energischen Zinssenkungen der letzten zwei Jahre wirkten für viele Haushalte wie eine Erhöhung der verfügbaren Einkommen.

Unser Modell zum US-amerikanischen Wohnungsmarkt, bei dem die Wachstumsrate des realen BIP, der Hypothekenzinssatz sowie die Veränderungsrate des Dow Jones einfließen, signalisierte dann auch für 2001 und 2002 einen zügigen Anstieg der Hauspreise. Zwar unterschätzt das Modell die Entwicklung am aktuellen Rand. Das kann jedoch daran liegen, dass Erwartungen hier explizit unberücksichtigt blieben. Angesichts des noch immer sehr kräftigen Bevölkerungswachstums und des vergleichsweise hohen Potenzialwachstums, ist dieses Abweichen nicht gravierend.

#### „Hot Spots“ an den Küsten

Nun sind Immobilienmärkte jedoch regionale Märkte. Auch wenn der Gesamtmarkt im Einklang mit den Fundamentaldaten steht, gibt es einige „Hot Spots“ an den Küsten. Die meisten dieser Städte profitierten in der Vergangenheit von der überdurchschnittlichen Beschäftigungsentwicklung. Zusätzlich wurde das Angebot in den letzten Jahren nur mäßig ausgedehnt.

Preissteigerungen von über 20 Prozent per annum in New York oder San Diego sind allerdings kaum nachhaltig. Hier ist in den kommenden Jahren mit rückläufigen Wachstumsraten zu rechnen. An einzelnen Standorten könnte es auch (leichte) Preisrückgänge geben. Angesichts der sehr niedrigen Zinsen und der vergleichsweise guten Wachstumsaus-

sichten sind „japanische Verhältnisse“ an den Wohnungsmärkten jedoch unrealistisch.

#### Risiken nur in Teilmärkten

Seit der Ernüchterung am Neuen Markt und dem damit verbundenen Platzen der Aktienblasen ist die Sorge um neu entstehende Blasen auf anderen Anlagemärkten durchaus gerechtfertigt. Es ist also nur verständlich, wenn in überdurchschnittlich stark steigenden Hauspreisen die Gefahr einer Überhitzung gesehen wird. Eine solche Diskussion ist sogar hilfreich, da sie allzu optimistischen Erwartungen vorbeugt.

Gleichwohl sollte sie nicht dazu führen, die ökonomischen Fundamentaldaten auszublenden. Es wurde gezeigt, dass die Hauspreise in den USA zwar leicht, aber nicht außergewöhnlich stark überbewertet sind. Es gibt zwar in den Vereinigten Staaten einige regionale Teilmärkte, in denen eine Überhitzung erkennbar ist; angesichts der Wachstumsaussichten und der historisch niedrigen Zinsen folgt daraus nicht zwangsläufig ein Preiseinbruch. Ein Ende der Preisrallye ist allerdings in Sicht.

● In zweifacher Hinsicht ist jedoch Vorsicht geboten, denn es sind Risiken auf Teilmärkten vorhanden. Erstens setzt die oben gegebene grundsätzliche Entwarnung voraus, dass es tatsächlich zu einer deutlichen Reduktion der Steigerungsraten der Hauspreise in diesem und dem nächsten Jahr kommt. Tritt diese nicht ein, könnte es in zwei Jahren zu gravierenden Verspannungen kommen. Diese würden umso früher spürbar, je später die Erholung der Weltkonjunktur einsetzt und je heftiger die wirtschaftlichen Auswirkungen des Irak-Konflikts ausfallen.

In einem Risiko-Szenario, in dem eine lange Auseinandersetzung angenommen würde, ließen sich deutliche Preisabschläge nicht ausschließen. Das wäre dann freilich nicht das Ergebnis einer platzenden Spekulationsblase, sondern eine normale Marktreaktion während einer Wirtschaftsflaute.

● Zweitens entscheiden letztlich nicht die Fundamentaldaten über Preisentwicklungen, sondern die Interpretation durch Anleger. Je mehr Marktteilnehmer an eine Überbewertung der Immobilien glauben, desto eher könnte es zu Preisabschlägen kommen. Eine mehrjährige Krise droht jedoch nicht. ■



Financial Times Deutschland vom 10.03.2004, Seite 17

Finanzen

Stephen Schurr

Bei Fannie Mae schlummern riesige Verluste  
US-Baufinanzierer hat Korrekturbedarf bei Derivaten

Von Stephen Schurr, New York

In der Bilanz des US-Hypothekenfinanzierers Fannie Mae schlummern noch Milliarden an nicht realisierten Verlusten aus Derivate-Geschäften. Dies geht aus einer unabhängigen Analyse hervor, die der Financial Times vorliegt. So ist das Unternehmen in den vergangenen drei Jahren Terminmarkt-Transaktionen im Netto-Wert von 25,1 Mrd. \$ eingegangen. Davon dürften 24 Mrd. \$ Verluste sein, die noch nicht in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung verbucht wurden.

Fannie Mae räumt ein, noch nicht realisierte Verluste im Derivatehandel eingefahren zu haben, nennt aber keine Zahlen. Am Montag legt der Hypothekenfinanzierer sein jährliches "Fair Value Disclosure" vor. Darin werden die Derivatepositionen nach Marktwert abgebildet.

Auch wenn die Bilanzierungsmethode juristisch einwandfrei ist, dürfte das Ausmaß der nicht realisierten Verluste Kritiker bestätigen, die sich um die Rechnungslegungspraktiken sorgen. Sie fürchten zudem, dass Fannie Mae nicht über genug Kapital verfügt, denn die Derivategeschäfte dürften die Erträge für mehrere Jahre belasten. Fannie Mae sieht keine Auswirkungen: Die Aufsicht ziehe die Cashflow-Absicherungsgeschäfte, die die Verluste enthalten, nicht zur Berechnung des Kapitalbedarfs heran.

US-Finanzminister John Snow warnte gestern Anleger aber noch einmal vor der trügerischen Annahme, die Regierung würde für die Hypothekenfinanzierer in die Bresche springen.

- Hamburg

153707, FTD, 10.03.04, Words: 215, NO: D5L714X4

www.genios.de

GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH

Sonntag, 19.04.2009

## HYPOTHEKENBANKEN

# Gefährliche Geldmaschinen

**Fannie Mae und Freddie Mac sind die größten Hypothekenbanken der Welt. Jetzt kommen erste Zweifel an ihrer Seriosität auf**

VON HEIKE BUCHTER

Kein Wunder, dass in Washington die Alarmglocken schrillten, als sich herausstellte, dass bei beiden Giganten die Buchhaltung nicht ganz zuverlässig zu sein scheint. So musste Freddie Mac im vergangenen Jahr einräumen, fünf Milliarden Dollar mehr Gewinn gemacht zu haben als ursprünglich ausgewiesen. Ein Gewinn, über den sich deshalb niemand so recht freuen mochte. Die Chefetage musste daraufhin gehen. Jetzt berichtet die Aufsichtsbehörde, dass Schwester Fannie Mae möglicherweise zwischen 2000 und 2003 rund sieben Milliarden Dollar Verlust eingefahren hat – von dem offenbar bislang niemand etwas gewusst haben will.

Zwar sind sich die Experten uneins, ob es sich tatsächlich um unzulässige Buchungen handelt und wie schwerwiegend die Angelegenheit ist. Doch John Snow ging schon einmal auf Distanz. George Bushs Finanzminister sagte bei einer Versammlung amerikanischer Kommunalbanker, die beiden Riesen seien keineswegs „too big to fail“ – nicht zu groß, um zusammenzubrechen. Der Runde blieb daraufhin erst einmal der Bissen im Hals stecken. Denn eigentlich gehen die Marktteilnehmer weltweit davon aus, dass Uncle Sam hinter Fannie und Freddie steht. Im Klartext: Die Finanzmärkte sind überzeugt, dass – sollte eines der Institute zusammenbrechen – die US-Steuerzahler einspringen.

Snows Mahnungen kamen keine zwei Wochen nachdem Alan Greenspan höchstpersönlich gewarnt hatte. Der US-Notenbankchef, der für seinen orakelhaften Stil bekannt ist, wurde überraschend deutlich. „Die Notenbank ist besorgt über das Wachstum und das Ausmaß der Hypothekenportfolios bei den öffentlich-rechtlichen Instituten“, sagte er. Besonders die wachsende Rolle der beiden auf den Derivatmärkten beunruhigt ihn. Greenspans Angst: Wackeln die beiden Riesen, löst das ein weltweites Beben in den Finanzmärkten aus.

Dabei müsste Greenspan eigentlich ein starker Befürworter von Fannie und Freddie sein. Denn ihnen verdankt er ein Gutteil seines Erfolges. Greenspan setzte in den Krisenjahren auf die US-Verbraucher, um die US-Wirtschaft vor dem Abrutschen in eine handfeste Depression zu bewahren. „Greenspan beißt die Hand, die ihn füttert“, bemerkte bissig ein Lobbyist der amerikanischen Hausbaubranche. 80 Prozent der amerikanischen Wirtschaft werden vom Konsum getrieben. Greenspan senkte die Leitzinsen auf ein historisch niedriges Niveau. Das macht Hypotheken spottbillig. Viele Hausbesitzer nutzen die Gelegenheit, lösen ihre ursprüngliche Hypothek ab und nehmen eine neue, häufig höhere auf. So münzen sie ihr Eigenheim in Bares um und gehen auf Shopping-Tour: ein

neues Bad, eine Yacht oder 14 Tage Karibik. Hypothekendarlehen in Rekordhöhe von 3,8 Billionen Dollar reichten Banken und Finanzdienstleister allein im vergangenen Jahr aus. Rund 66 Prozent davon dienten der Refinanzierung. Der stete Geldstrom verhinderte, dass die USA im Gegensatz zu Deutschland nach dem Platzen der Spekulationsblase in eine Rezession sanken. Und er lies die Geldmaschinen Fannie und Freddie auf Hochtouren laufen.

Doch nicht nur Alan Greenspan fürchtet nun, dass die beiden Institute Opfer ihres eigenen Erfolges werden könnten. Das liegt an ihrem Geschäftsmodell. Weder Fannie noch Freddie vergeben Kredite direkt an Hausbesitzer. Ihre vom Kongress gegebene Aufgabe ist es, den privaten Banken die Hypotheken abzunehmen – einen zweiten Markt für die Darlehen zu schaffen. Das Geld für ihre Operation besorgen sich Fannie und Freddie am Kapitalmarkt. Der Trick dabei ist, dass dank der von den Marktteilnehmern angenommenen staatlichen Garantie die Kosten der Geldbeschaffung für Fannie und Freddie geringer sind als für private Wettbewerber. Der Unterschied beträgt je nach Schätzung 0,30 bis 0,40 Prozentpunkte.

Doch die beiden haben auch ein gewaltiges Risiko. Sie reichen langfristige Kredite aus und finanzieren sich selbst günstiger über kürzere Laufzeiten. Solange die Zinsen sinken, ist das kein Problem – anders bei steigenden Zinsen. Um sich gegen dieses Risiko abzusichern, setzen Fannie und Freddie Zins-Derivate ein. Bei Fannie etwa wuchs der Nominalwert für Derivate allein im vergangenen Jahr um 384 Milliarden Dollar auf 1041 Milliarden Dollar – nach Schätzungen rund 5 Prozent des Gesamtmarktes.

Fannie und Freddie zählen inzwischen zu den größten Akteuren im Derivatemarkt. Derivate – gemeint sind hier Futures und Optionen – sind Finanzinstrumente, mit denen sich Marktteilnehmer gegen Risiken absichern. Für die Kontrakte muss es immer auch einen Vertragspartner geben. Gegenparts von Fannie Mae und Freddie Mac sind internationale Großbanken: JP Morgan, Bank of America und Citigroup. Auch die Deutsche Bank gehört zu den großen Playern. „Weil sie bei den beiden öffentlich-rechtlichen Instituten von einer Staatsgarantie ausgehen, stellen die Banken keine Sicherheiten bei diesen Kontrakten, wie sie es bei privaten Gegenparts tun würden“, sagt Bert Ely, ein langjähriger Kritiker von Fannie und Freddie. Ely – der für sich in Anspruch nimmt, die amerikanische Sparkassenkrise von 1980 vorhergesagt zu haben, die den US-Steuerzahler rund 175 Milliarden Dollar kostete – hält das System grundsätzlich für fehlerhaft.

Mit Sorge beobachten Experten auch die Konzentration auf eine Hand voll Mitspielern. Patrick Parkinson, stellvertretender Direktor der Abteilung Analyse und Statistik der US-Notenbank, zeigte sich auf einer Branchenkonferenz in Chicago Ende März besorgt über das wachsende Risiko, das die Großbanken akzeptieren. Er fragte sich öffentlich, wie der Markt reagieren würde, sollte einer der Beteiligten in Schwierigkeiten geraten. Freddie-Mac-Sprecher Douglas Robinson wiegelt ab. „Wir haben unsere Derivate-Gegenparts ständig auf dem Kontrollmonitor“, sagte er. Die Skeptiker bezweifeln, dass das wirklich ausreicht. „Alles hängt davon ab, dass die Risikomanager bei Fannie und Freddie immer richtig liegen“, warnt Alan

Greenspan. Er fordert deshalb, die Kapitalmindesteinlage bei Fannie und Freddie hochzusetzen und so deren Wachstum zu bremsen.

Denn fällt nur ein Stein in dem hoch komplexen Zusammenspiel, könnte das einen Dominoeffekt auslösen, der das internationale Finanzsystem nachhaltig erschüttert. Die Bonds öffentlich-rechtlicher US-Institute – von denen Freddie und Fannie den größten Teil darstellen – sind bei Zentralbanken und privaten Kreditinstituten weltweit beliebt und werden wie Staatspapiere behandelt. Im Januar floss von den 100 Milliarden Dollar an ausländischem Kapital, das in den USA investiert wurde, rund ein Viertel in die öffentlich-rechtlichen Anleihen. Wie groß das deutsche Engagement insgesamt ist, lässt sich mangels statistischer Erfassung und wegen der Geheimhaltungspflicht der Zentralbanken kaum erfassen. Freddie Mac reichte nach eigenen Angaben allein im Jahr 2000 von Bonds in Höhe von 45 Milliarden Euro rund 7 Prozent an deutsche Investoren aus. Rund 9 Prozent der 35 Milliarden Dollarbonds desselben Jahres gingen ebenfalls nach Deutschland. Seither hat sich der Schuldenberg der beiden Institute rasant vermehrt.

In ungueter Erinnerung ist die Krise, die der Zusammenbruch des als absolut krisensicher geltenden Hedgefonds Long-Term Capital Management 1998 auslöste. LTC hatte sich auf dem Derivatemarkt verspekuliert. Über Nacht mussten Zentralbanken und private Kreditinstitute Milliarden in das Finanzsystem pumpen, um dessen Kollaps zu vermeiden. Marktteilnehmer betonen zwar, dass sich die Verhältnisse seither verändert hätten. Die Beteiligten am Derivatemarkt hätten viel mehr Erfahrungen und Kenntnisse. Auch die komplexen Vorgänge bei Freddie und Fannie schrecken sie nicht mehr. „Negative Schlagzeilen lösen zwar weiterhin eine Zinsreaktion aus, aber der Markt ist viel stabiler geworden, weil die Teilnehmer mehr über die beiden Institute wissen als noch ein oder zwei Jahre zuvor“, sagt James Rhodes, der zuständige Anleihe-Analyst bei ABN Amro. Auch die Rating-Agenturen sehen keinerlei Grund zur Beunruhigung. „Die Institute verfügen über ein exzellentes Geschäftsmodell“, lobt John Kriz, Analyst bei Moody's. Die Agentur hat ein „triple A“ an die beiden vergeben, die beste Bonitätsbewertung für Banken. Zwar geht auch Kriz davon aus, dass im Zweifel der amerikanische Staat einspringen würde. Aber er ist auch so überzeugt, dass Fannie und Freddie „sound and safe“ – sicher und stabil – und gut gemanaged sind. Freddie-Sprecher Robinson beruhigt, sein Institut sei ausgelegt, eine zehnjährige Depression überstehen zu können.

Doch obwohl Wirtschaftsfachleute wie Notenbankchef Alan Greenspan für mehr Kontrolle von Fannie und Freddy plädieren, wird sich wohl auf absehbare Zeit nicht viel ändern. „Alle sechs Sekunden übernehmen wir eine Hypothek“, prahlt Freddie Mac auf der Internet-Seite. Ihnen sei es zu verdanken, dass 58 Millionen Amerikaner ein eigenes Heim hätten, behauptet Fannie Mae. Die Botschaft verbreiten sie in rührenden TV-Spots. Für Politiker ist es ein glattes Parkett. Wer will sich schon dafür stark machen, dass Hypotheken eigentlich teurer sein sollten? In einem Wahljahr ist das so wahrscheinlich wie ein Plädoyer für höhere Benzinpreise. Erik Eisenstein, Analyst bei der Rating-Agentur Standard and Poor's,

geht deshalb auch nicht von grundlegenden Änderungen aus. „Letztlich würden sie gegen den amerikanischen Traum stimmen“, sagt er. „Und wer will das schon?“

ZEIT ONLINE 2004

# Frankfurter Allgemeine

Frankfurter Allgemeine Zeitung, 28.07.2004, Nr. 173, S. 17

Seitenüberschrift: Finanzmarkt Ressort: Wirtschaft

## Zunehmende Sorgen über eine globale Immobilienpreisblase

Frankfurt, 27. Juli. An den Finanzmärkten und bei den Zentralbanken nehmen die Sorgen über den starken Anstieg der Preise für Wohneigentum in vielen Ländern zu. Eine wachsende Zahl von Fachleuten warnt, daß sich die Immobilienmärkte in einigen Ländern überhitzt hätten und deshalb nun ein Preisrutsch drohe. Solch ein "Platzen der spekulativen Preisblase" an den Märkten für Eigenheime könne die gesamte Wirtschaft in diesen Ländern in Mitleidenschaft ziehen. Diese Gefahr nehme aufgrund des sich abzeichnenden Anstiegs der Leitzinsen in Amerika zu, da die Bewertung von Immobilien durch steigende Zinsen in der Tendenz unter Druck gerate. Andere Fachleute halten diesen Befürchtungen entgegen, daß sich die Märkte in einigen Ländern bereits abgekühlt hätten - und daß dies bislang ohne größere Folgen geblieben sei, vielmehr zum Abbau von Ungleichgewichten beitrage.

Neben demographischer Entwicklung und erhöhtem Bedarf an Wohnkomfort gilt vor allem der starke Rückgang der Zinsen in den vergangenen Jahren als Grund für den Anstieg der Immobilienpreise. Millionen Privatleute haben die historisch niedrigen Zinsen genutzt, Wohneigentum zu erwerben. Das hat die Preise kräftig nach oben getrieben. So sind nach Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich die Preise für Wohneigentum in Frankreich allein im Jahre 2003 um 17 Prozent gestiegen, in Spanien um 16 Prozent und in Italien um 11 Prozent. Für das Vereinigte Königreich berichtet die Investmentbank Morgan Stanley über einen Preisanstieg von rund 20 Prozent in den vergangenen zwölf Monaten, in Amerika sind die Preise demnach von März 2003 bis März 2004 um knapp 8 Prozent gestiegen.

Auch in den Jahren zuvor gab es in vielen Ländern deutliche Preiszuwächse. Nach einer Studie der OECD sind die realen Häuserpreise - also nominale Preissteigerung abzüglich der Inflationsrate - in den Vereinigten Staaten im Zeitraum 1995 bis 2002 jährlich im Durchschnitt um knapp 4 Prozent gestiegen, in Australien um 6 Prozent und in Großbritannien um gut 8 Prozent (siehe Graphik). Die Zuwachsraten lagen damit weiter über dem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in diesen Ländern. Dadurch haben sich wichtige Kennziffern, zum Beispiel das Verhältnis von Durchschnittseinkommen zu durchschnittlichem Preis eines Eigenheims, beträchtlich verschoben. An Deutschland ist diese Entwicklung allerdings vorbeigegangen. Hierzulande hat sich Wohneigentum laut OECD von 1995 bis 2002 jährlich real um etwa 1,5 Prozent verbilligt. Auch im Zeitraum 1971 bis 2002 haben die realen Preise demnach stagniert.

Nach einer Studie von Morgan Stanley (MS) gibt es inzwischen in etwa einem Viertel der Weltwirtschaft spekulative Übertreibungen an den Märkten für Eigenheime, nämlich in Australien, Großbritannien, China, Südkorea, Spanien, den Niederlanden und Südafrika. In 40 Prozent der Weltwirtschaft besteht nach dieser zugegeben sehr groben - Schätzung - die Gefahr einer "Spekulationsblase". In diese Kategorie ordnet die Investmentbank die Vereinigten Staaten ein, ferner Kanada, Frankreich, Schweden, Italien, Hongkong, Thailand, Rußland und Argentinien. In diesen Überbewertungen liege einiges Risiko für die Weltwirtschaft, meinen die MS-Analysten.

Ihre Kollegen von Goldman Sachs haben unlängst in einer Studie abzuschätzen versucht, wie sich ein Preisrückgang bei Eigenheimen auf die Verbrauchsausgaben auswirken dürfte. Nach ihren Analysen sind die Immobilienpreise derzeit in Australien nach verschiedenen Kennziffern um knapp 30 Prozent überbewertet, in Großbritannien um 15 Prozent und in den Vereinigten Staaten um 10 Prozent. Würden die Preise auf ihren "fairen Wert" zurückgehen, würde dies den Konsum in Australien um 1,8 Prozent schmälern, in Amerika um 1,0 Prozent und im Vereinigten Königreich um 0,6 Prozent.

Allerdings spreche die Erfahrung dafür, daß bei der Preiskorrektur um rund 9 Prozent nach unten übertrieben werde. Unterstelle man zudem einen Anstieg der Zinsen um 100 Basispunkte, errechne sich für Australien ein Rückgang der Konsumausgaben von 3,1 Prozent, für Amerika von 2,4 Prozent und für Großbritannien von 1,9 Prozent. Solch eine moderate Abkühlung des Konsums könne dazu beitragen, die Ungleichgewichte in der

Weltwirtschaft zu verringern, schlußfolgern die Goldman-Sachs-Analysten. Allerdings, warnen sie, könnte der Konsum auch durch zusätzliche Effekte unter Druck geraten, zum Beispiel den Anstieg der Zinsen. Insgesamt könnte der Rückgang des Konsums deshalb beträchtlich stärker ausfallen. Zudem bestehe das Risiko, daß der Rückgang der Eigenheimpreise eine Eigendynamik entwickle - mit ungünstigen Folgen für die Gesamtwirtschaft.

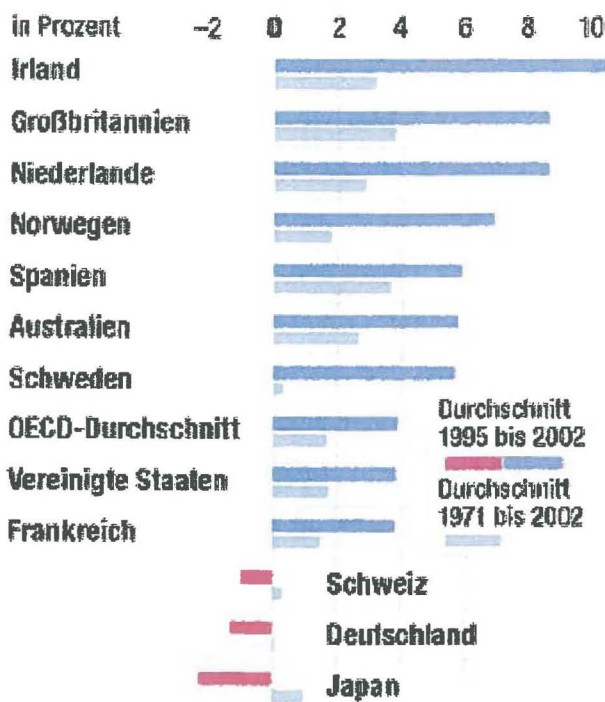
Alle Rechte vorbehalten. (c) F.A.Z. GmbH, Frankfurt am Main

**Branche:** 6500 Immobilienwirtschaft  
**Land:** CO..W COW C00WOR Internationales  
**Sachgebiet:** BAUW Bau- und Wohnungswirtschaft  
 GELD Geld und Finanzmärkte  
**Datum:** 20040728

1018492, FAZ, 28.07.04, Words: 733, NO: FD2200407282416781

## Immobilienpreise steigen

Reale Preisveränderung bei Wohneigentum<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Jährlich, durchschnittlich. Quelle: OECD F.A.Z.-Grafik Niebel

www.genios.de

GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH

Sonntag, 19.04.2009



5



# DIE ZEIT

DIE ZEIT Nr. 21 vom 2005-05-19, Seite 39

Wirtschaft

Buchter, Heike

Globale Märkte

## Rezept für ein Desaster

Atemberaubend sind nicht nur die vielen Billionen Dollar, die im Geschäft mit Derivaten gehandelt werden, sondern auch die undurchsichtigen Methoden

Gespannt hingen die Blicke der Anleger, Banker und Broker am vergangenen Dienstag an ihren Bildschirmen. Die ersten Gerüchte waren aus London gekommen. Ein großer Hedge Fonds sei von der Abstufung der Kreditbewertung des weltgrößten Autobauers General Motors kalt erwischt worden und stehe nach massiven Verlusten im Derivatemarkt vor der Liquidation. Die Deutsche Bank, finanziell eng mit dem zusammengebrochenen Fonds verstrickt, sei ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen. So explosiv war die Stimmung, dass Marktteilnehmer einen Crash nicht ausschlossen. Am Ende verlor der Dow Jones, der Aktienindex der US-Standardwerte, über 100 Punkte und das Papier der Deutschen Bank, immerhin das größte deutsche Finanzinstitut, satte 3 Prozent.

Für Frank Partnoy träte damit nur das Erwartete ein. Für ihn steht schon lange fest: »Die Derivateblase platzt - die einzige Frage ist nur, wann und wie.« Der Mann weiß, wovon er spricht: Er gehörte zu den ersten Investmentbankern, die in den neunziger Jahren mit den hoch spekulativen Finanzinstrumenten Kasse machten. Der Wall Street hat der Ex-Derivatetealer den Rücken gekehrt. Heute ist er Professor für Finanzrecht an der University of San Diego. Bei Salat und Shrimps in dem kleinen Café im alten Mission District San Diegos warnt Partnoy vor den Instrumenten, zu deren Verbreitung er einst beitrug. Er spricht über ihre Gefahren für ahnungslose Investoren, gutgläubige Finanzchefs und überforderte Aufsichtsbehörden.

Derivate sind »abgeleitete« Finanztransaktionen. Das heißt, ihr Kurs leitet sich von den Preisschwankungen der zugrunde liegenden Waren oder Wertpapiere her. Zunächst dienten sie vor allem Farmern und ihren Abnehmern, um sich gegen Preisschwankungen abzusichern. Der Farmer etwa schloss einen Vertrag mit einem Abnehmer, zur Erntezeit eine bestimmte Menge Mais zu dem im Vorfeld vereinbarten Preis zu liefern. So schützte sich der Landwirt gegen Preiseinbrüche, der Abnehmer dagegen bei einer Missernte vor einer Preisexplosion. Kontrakte gab und gibt es für Weizen, Soja genauso wie für Schweinebäuche und Rinderhälften.

Absichern kann man sich inzwischen aber auch ebenso gegen Währungsschwankungen und Zinsrisiken und das Steigen und Fallen von Aktienkursen.

Solche Termingeschäfte zählen zu den börsennotierten Derivaten. Dabei handelt es sich um standardisierte Verträge, bei denen Laufzeit, Stückelung und sonstige Konditionen für alle Marktteilnehmer verbindlich sind. Daneben aber gibt es inzwischen eine Vielzahl von Transaktionen, die frei zwischen Marktteilnehmern ausgehandelt werden. Sie heißen nach dem Englischen *over the counter* OTC-Derivate. Dabei werden die Bedingungen und die Konstruktion der meist telefonisch abgesprochenen Geschäfte individuell festgelegt. Genau diese frei vereinbarten Derivate sind es, die Skeptikern wie Partnoy Kopfzerbrechen bereiten. Niemand weiß, welche Positionen von Hedge Fonds, Banken und Versicherungen genau gehalten werden und wie riskant diese sind.

Der OTC-Derivatemarkt ist das am schnellsten wachsende Segment des Finanzmarkts. Denn die Wall Street hat die ursprünglich nur der Risikoversicherung dienenden Kontrakte zu lukrativen Zockerinstrumenten gemacht. Daran war Partnoy beteiligt. Nach dem Mathematikstudium und seinem Jura-Abschluss an der Elite-Universität Yale lockte den damals 27-Jährigen die Börse. Er heuerte Anfang der neunziger Jahre zunächst bei der Credit Suisse First Boston an. 1994 wechselte er zu Morgan Stanley - einer der renommiertesten und größten Investmentbanken der Welt. Dort landete er in der Derivateabteilung. » Mein Team war mit Abstand der größte Geldbringer der Bank. Die rund 70 Leute, mit denen ich zusammenarbeitete, erwirtschafteten zwischen 1993 und 1995 rund eine Milliarde Dollar«, berichtet Partnoy nicht ohne Stolz in seinem Buch *Fiasco - The Inside Story of a Wall Street Trader* (Deutscher Titel: *Fiasco - Blut auf den weißen Westen der Wall Street* Broker)

Darin rechnet er mit den rauen Gepflogenheiten, dem Halsabschneidergebaren und Macho-Gehabe der berühmtesten Finanzgemeinde ab. Bei Partnoys erstem Arbeitgeber CSFB zahlte beispielsweise einer der Händler einer Sekretärin 500 Dollar, damit sie eine in Handcreme getauchte Gurke aß.

Den Fall Enron »haben die Leute nie verstanden«

Die Aggressivität ging dabei von der Topetage aus. Als Partnoy bei Morgan Stanley arbeitete, war John Mack - genannt »Mackie Messer« - Präsident der Bank. Höhepunkt war das alljährliche Tontaubenschießen der Banker, das F.I.A.S.C.O. genannte Fixed Income Annual Sporting Clays Outing, nach dem Partnoy auch sein Buch in schöner Doppeldeutigkeit nannte. » Auf den Schlachtfeldern unserer Derivatewelt lagen unsere Opfer«, schreibt Partnoy.

»Dutzende bekannter US-Unternehmen wie Procter & Gamble, Banken und Fondsgesellschaften verloren jeweils hunderte Millionen Dollar durch Derivategeschäfte, insgesamt waren es Milliardenverluste.«

Falls Partnoy noch einen Beweis für die Gefahren durch den Derivateboom benötigt hätte, wäre er spätestens mit Enron bestätigt worden. Der Zusammenbruch des texanischen Energiehändlers kostete Aktionäre 70 Milliarden Dollar, mehr als 20 000 Mitarbeiter ihre Jobs und die Wall Street ihre Glaubwürdigkeit. Doch die Lektion aus dem Zusammenbruch, so warnt Partnoy, sei immer noch nicht durchgedrungen: »Das Eigenartige ist, dass die Leute nie verstanden haben, worum es bei dem Konzern eigentlich ging. Sie sehen es einfach als einen massiven Betrug an und alle Beteiligten als Betrüger. Das trifft aber nicht wirklich zu. Im Kern war Enron ein Derivatehändler.« In ihrem letzten Bericht vor der Pleite stellten die Wirtschaftsprüfer von Arthur Andersen denn auch fest, dass die Derivatefinanzwerte sich im Jahr 2000 von 2,2 Milliarden Dollar auf 12 Milliarden Dollar erhöht hatten und die Verpflichtungen aus Derivaten von 1,8 Milliarden auf 10,5 Milliarden Dollar angeschwollen waren. Partnoys Kommentar: »Atemberaubende Zahlen.«

Atemberaubend sind aber auch die neuesten Entwicklungen. So berichtet die International Swaps and Derivatives Association (ISDA), der Interessenverband der Derivateindustrie, dass der nominale Wert der ausstehenden Zinsderivate im vergangenen Jahr um fast 30 Prozent auf 184 Billionen Dollar angewachsen ist. Zum Vergleich: Das Bruttoinlandsprodukt der USA beläuft sich auf rund 12 Billionen. Aktienderivate legten im gleichen Zeitraum um 21 Prozent zu - auf immerhin 4,15 Billionen Dollar. Das rasanteste Wachstum weisen allerdings die Kreditderivate auf - mit 123 Prozent auf 8,4 Billionen Dollar im vergangenen Jahr.

Vor allem in den immer neuen Varianten der Kreditderivate sehen Kritiker wie Partnoy eine finanzielle Zeitbombe. Kreditderivate standen auch am Anfang der Beinahe-Kettenreaktion am vergangenen Dienstag. Im Prinzip sollen die hochkomplexen Finanzprodukte, deren Basis Unternehmensanleihen sind, der Absicherung gegen Kreditausfälle dienen. Doch genutzt werden sie, um auf die Kreditbewertung der Unternehmen zu spekulieren. Dadurch erhalten Aktionen der Kreditratingagenturen plötzlich eine viel größere Tragweite. Als die Kreditanalysten der Ratingagentur Standard & Poor's vergangene Woche die Bewertung der Anleihen des angeschlagenen Autobauers General Motors vom so genannten Investmentgrade auf junk (zu Deutsch: »Müll«)-Status heruntersetzten, reagierten nicht nur die GM-Anleihekurse, sondern die Reaktion vervielfachte sich in den Kreditderivatemärkten - und löste massenhaft Verluste aus.

Der unkontrollierbare Boom der Kreditderivate ist für Partnoy ein klares Alarmsignal. » Dabei wird das Ausfallrisiko wie eine heiße Kartoffel immer weitergereicht, und am Schluss landet es bei dem Marktteilnehmer, der es am schlechtesten einschätzen kann.« Während die Wall-Street-Banken die Kreditderivate nutzen, um das Risiko aus ihren Bilanzen zu bekommen, nähmen etwa europäische Versicherungskonzerne die Instrumente eifrig in ihr Portfolio, warnt Partnoy. Die komplexen und selbst für Profis kaum durchschaubaren Konstrukte gelten bei Renditejägern eben als heißester Tip.

»Das größte Problem ist, dass niemand diesen Markt wirklich überblickt. Wir haben einen unregulierten 220-Billionen-Markt mit äußerst wenig Transparenz.«

Selbst Alan Greenspan, der US-Notenbankchef, hat nach Partnoys Ansicht die Hebelwirkung der Derivatemasse unterschätzt.

Es baut sich eine Blase auf, die unbeherrschbar sein könnte

Doch nicht nur externe Faktoren wie eine überraschende Aktion der Kreditratinganalysten oder ein Leitzinsschock könnten einen verheerenden Dominoeffekt auslösen, der die Finanzmärkte weltweit erfassen würde. Der Markt könnte an seine natürlichen Grenzen kommen und implodieren, fürchtet Partnoy. » Das Risiko liegt darin, dass die unterliegenden realen Finanzwerte nicht ausreichen für diese Derivateblase, die auf ihnen aufbaut. Es sieht aus wie das Rezept für ein Desaster.«

Wie erklärt sich der ehemalige Banker aber trotz der Warnzeichen die ungebrochene Begeisterung seiner ehemaligen Kollegen? Partnoys wenig schmeichelhafte Erklärung: »An der Wall Street geht es letztlich zu wie in der Karikatur von den Lemmingen, die auf das Kliff zulaufen und felsenfest davon ausgehen, dass sie abheben werden.«

Illustration: Peter M. Hoffmann/pmh@popculture.de für DIE ZEIT

**Deskriptor(en):** Derivatemarkt-allgemein

**Land:** Welt (Internationales) C00WOR

**Länderfacette:** Geld und Börse

**Datum:** 20050519

78591, ZEIT, 19.05.05, Words: 1295, NO: 0505190036

www.genios.de

GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH

Sonntag, 19.04.2009