
BACHELORARBEIT

Herr
Nick Jun Yu Fu

**Eine Ursachenanalyse der
Subprime-Krise mit dem Fo-
kus auf den USA**

2015

BACHELORARBEIT

Eine Ursachenanalyse der Subprime-Krise mit dem Fokus auf den USA

Autor:
Herr Nick Jun Yu Fu

Studiengang:
Business Management

Seminargruppe:
BM11wT1-B

Erstprüfer:
Prof. Dr. rer. oec. Volker Tolkmitt

Zweitprüfer:
Marcus Bartelt, M.A.

BACHELOR THESIS

Root cause analysis of the sub-prime crisis focusing on the USA

author:

Mr. Nick Jun Yu Fu

course of studies:

Business Management

seminar group:

BM11wT1-B

first examiner:

Prof. Dr. rer. oec. Volker Tolkmitt

second examiner:

Marcus Bartelt, M.A.

submission:

Mittweida, 24.06.2015

Bibliografische Angaben

Nachname, Vorname: Fu, Nick Jun Yu

Eine Ursachenanalyse der Subprime-Krise mit dem Fokus auf den USA

Root cause analysis of the subprime crisis focusing on the USA

52 Seiten, Hochschule Mittweida, University of Applied Sciences,
Fakultät Medien, Bachelorarbeit, 2015

Abstract

Die vorliegende Bachelorarbeit befasst sich mit einer Ursachenanalyse der Finanzkrise 2007 und legt den Fokus auf die USA. Es werden der Verlauf, die Ursachen und die kurz- und langfristigen Maßnahmen beschrieben. Anschließend werden die genannten Ursachen und Maßnahmen miteinander in Zusammenhang gestellt, um die Effektivität der Maßnahmen zu bewerten.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	V
Abkürzungsverzeichnis	VI
1 Einleitung	1
1.1 Aktualität	1
1.2 Die USA und politische Maßnahmen	2
1.3 Forschungsfrage und Struktur	3
1.4 Definitionen	4
2 Die Finanzkrise 2007	6
2.1 Verlauf der Krise	6
2.2 Ursachen der Krise	9
2.2.1 Kapitalzuflüsse aus dem Ausland	10
2.2.2 Der Niedrigzins der FED	11
2.2.3 Der amerikanische Traum vom Eigenheim	13
2.2.4 Risikoanreize des Finanzsystems	18
2.2.5 Betrug	23
2.2.6 Ratingagenturen	25
2.2.7 "Too-Big-To-Fail"-Problematik	28
2.2.8 Unzureichende Regulierung	30
2.2.9 Zusammenhang der Ursachen	38
3 Politische Maßnahmen gegen die Krise	41
3.1 Kurzfristige Maßnahmen	41
3.2 Der Dodd-Frank Act	43
4 Kritische Betrachtung des Dodd-Frank Acts	47
4.1 Grundsätzliche Kritik am DFA	47
4.2 Implementierung und Effekte	48
4.3 Fazit	49
Quellenverzeichnis	VIII
Eigenständigkeitserklärung	XIII

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Security
AIG	American International Group
ARM	Adjustable Rate Mortgage
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CRA	Credit Rating Agency
DFA	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
FDIC	Federal Insurance Deposit Corporation
FED	Federal Reserve
Freddie Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FSOC	Financial Stability Oversight Council
FSRO	Financial Stability Research Office
GSE	Government Sponsored Entity
LTCM	Long Term Capital Management
MBS	Mortgage Backed Securities
NINJA	No Income No Job No Assets
SEC	Securities and Exchange Commission
SIV	Structured Investment Vehicle

TARP Troubled Asset Relief Program

1 Einleitung

1.1 Aktualität

Die Finanzkrise 2007 war die weitreichendste Krise seit der Großen Depression 1929. Sie begann mit dem Zusammenbruch des US-Immobilienmarktes. Der Kollaps des weltweiten Finanzsystems konnte nur durch das Eingreifen der internationalen Notenbanken mit Rettungspaketen verhindert werden. Insgesamt wurden rund 12 Billionen US-\$ von den amerikanischen Behörden in Form von Notkrediten und Rettungspaketen garantiert¹, um die Märkte zu beruhigen.

Lehman Brothers, einer der größten Investmentbanken der Welt, ging im Zuge der Krise bankrott. Ein anderer großer Mitbewerber, Merrill Lynch, wurde von der Bank of America übernommen. Aber auch in Europa spürten Banken die Krise: So wurden auch die Immobilienbank Hypo Real Estate und die Geschäftsbank Commerzbank in Deutschland vollständig oder teilweise verstaatlicht. General Motors, der größte Autobauer der USA, und die American International Group (AIG), Amerikas größter Versicherer, mussten von der Federal Reserve (FED), der amerikanischen Notenbank, gerettet werden². Die Finanzkrise 2007 kann zudem als Auslöser für die Eurokrise angesehen werden. Banken in Irland, Italien, Spanien, Island und Griechenland gerieten alle durch ihre Involvierung in den amerikanischen Immobilienmarkt in wirtschaftliche Schwierigkeiten. Stagnierendes oder sogar negatives Wirtschaftswachstum, ein Anstieg der Arbeitslosenzahlen und ein Rückgang in Konsum und Kreditvergaben waren die Folgen. In den USA waren 2 Jahre nach dem Höhepunkt der Krise immer noch mehr als 26 Millionen Amerikaner arbeitslos, was einer Arbeitslosenrate von 9% entspricht und einem Anstieg von rund 5% im Vergleich zu den Zahlen vor der Krise. Bis zu diesem Zeitpunkt hatten 4 Millionen Haushalte ihr Eigenheim durch Zwangsvollstreckungen verloren, zirka 4,5 Millionen weitere befanden sich in Zwangsvollstreckungsverfahren. Etwa 11 Billionen US-\$ an Haushaltsvermögen wurden vernichtet³. Zusammenfassend schrumpfte die amerikanische Wirtschaft sowohl in 2007 als auch in 2008 unter der Berücksichtigung der Preisanstiege in den USA um 0,3% und knapp 3%. Die Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes (BIP), Gesamtwert aller Güter und Dienstleistungen innerhalb einer Volkswirtschaft, fielen

¹ vgl. Blinder et al., 2010: S. 3

² vgl. Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), 2011: S. 435

³ vgl. FCIC, 2011: S. XV

unter der Berücksichtigung der Preisantiege von 2006 auf 2009 um rund 6%⁴. Die monatlichen Arbeitsplatzverluste betragen während der Krise monatlich rund 750 000⁵. Die Unzufriedenheit der Bevölkerung zeigte sich in Form der Occupy-Bewegung, die die Entlohnungssysteme der Banken kritisierten und zu Reformen des Finanzsektors aufriefen. Bis zum heutigen Tag sind die Folgen der Krise zu spüren. Die Zinsraten der großen Industrienationen sind noch immer auf einem Rekordtief⁶, welches bei der amerikanischen Notenbank momentan 0,25% beträgt⁷. Noch immer ist die Realwirtschaft beeinträchtigt: Seit 2008 ist die Ablehnungsrate von Krediten für kleine und mittlere Unternehmen in Europa und USA von 6,1% auf 16,3% gestiegen und verharrt auf diesem Hoch⁸.

Die genannten Punkte beschreiben die Tragweite der Krise und zeigen die enge Verzahnung des internationalen Finanzsystems mit Realwirtschaft und Gesellschaft. Da die Finanzkrise als Kredit- und Immobilienblase in den USA begann, waren die USA der Auslöser und der Ursprung der folgenden Weltwirtschaftskrise. Die USA spielen deshalb eine sehr wichtige Rolle für die Ursachenanalyse.

1.2 Die USA und politische Maßnahmen

Aufgrund der Größe der US-Wirtschaft und der Etablierung des US-\$ als Reservewährung ist der amerikanische Finanzmarkt der weltweit wichtigste Handelsplatz für Aktien, Devisen und Derivate. Dementsprechend nimmt auch das amerikanische Bankensystem eine Führungsrolle im internationalen Finanzsystem ein⁹. Dieser Einfluss der US-Wirtschaft hat sich während der jüngsten Finanzkrise deutlich gezeigt, da sich die nationale Kredit- und Immobilienblase in den USA zu einer Weltwirtschaftskrise entwickelte. Obwohl die USA auch in der Vergangenheit schon Blasen am Immobilienmarkt erlebt hatten, haben diese keine weitreichenden Finanzkrisen verursacht. Auch gab es in anderen Industrieländern Anfang des 21. Jahrhunderts, wie beispielsweise in Skandinavien, einige größere Blasen am Immobilienmarkt, die nur zu kleineren und regional beschränkten Verlusten geführt haben. Der Unterschied der Immobilienblase vor der Finanzkrise 2007 waren die sogenannten Subprime-Kredite, Hypothekenkredite mit

⁴ vgl. United States Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis, 2015: online

⁵ vgl. Blinder et al., 2010: S. 2

⁶ vgl. Lane, 2014: S. 1ff

⁷ vgl. Federal Reserve Bank of New York, 2015: online

⁸ vgl. Sannajust, 2014: S. 1

⁹ vgl. Cabral, 2012: S. 110 zit. n. Shin, 2011

geringer Bonität,¹⁰ und die neuen Verbriefungsmethoden im Bereich der Finanzprodukte in den USA.

Da die USA den Ursprung der Krise darstellen und die Bedeutung der US-Wirtschaft für die Welt auch nach der Krise noch groß ist, ist eine Ursachenanalyse mit einem Fokus auf den USA im Zusammenhang mit einer kritischen Betrachtung der hier eingeleiteten Maßnahmen zur Bekämpfung der Krise von großer Relevanz. Dies soll die vorliegende Bachelorarbeit leisten.

1.3 Forschungsfrage und Struktur

Das Fundament der Analysen und Bewertungen stellen die folgenden Forschungsfragen dar: „Was sind die Ursachen der Finanzkrise 2007 in den USA? Ändern die Maßnahmen, die eingeleitet wurden, etwas an den Grundproblemen für die Entstehung der Krise?“ Der Rest der Arbeit ist wie folgt strukturiert. Punkt 1.4 liefert als Grundlage für die Diskussion eine Definition von Finanzkrisen und stellt diese in Zusammenhang mit der Finanzkrise 2007. In Abschnitt 2 stehen der Verlauf und die Ursachen der Krise im Vordergrund. Punkt 2.1 gibt dem Leser einen kurzen Überblick über die wichtigsten Ereignisse der Krise. Anschließend werden diese Ursachen detaillierter untersucht. 2.2.1 geht auf die globalen Handelsungleichgewichte, wie zwischen den USA und China, ein und zeigt wie diese, zusammen mit der expansiven Geldpolitik der FED, die im Abschnitt 2.2.2 genauer beleuchtet wird, zu einem fortschreitenden Aufblähen des Immobilienmarktes (2.2.3) beigetragen hat. Eine weitere wichtige Ursache der Krise ist das Anreizsystem der Banken, welches das Thema von Unterkapitel 2.2.4 ist. Dieses Anreizsystem hat auch zu den Betrugsfällen, die unter 2.2.5 besprochen werden, beigetragen. In 2.2.6 wird das Geschäftsmodell von Ratingagenturen genauer unter die Lupe genommen. In 2.2.7 wird die „Too-Big-To-Fail“-Problematik analysiert und erklärt, welche Anreize Finanzinstitutionen aufgrund dieser indirekten staatlichen Garantien hatten. In 2.2.8 wird auf den Einfluss der Regulierungsbehörden auf die Krisenbildung eingegangen. Im Anschluss werden die Ursachen in 2.2.9 noch in Zusammenhang gestellt und resümiert. Danach werden in Punkt 3 die kurz- und langfristigen politischen Maßnahmen untersucht, die gegen die Krise eingeleitet wurden. Abschließend folgt unter Punkt 4 eine kritische Betrachtung der analysierten Maßnahmen, um die Frage zu beantworten, ob ausreichend getan wurde, um eine erneute Krise zu verhindern.

¹⁰ vgl. FCIC, 2011: S. 445

1.4 Definitionen

Um die Ursachen und Maßnahmen der jüngsten Krise zu verstehen, muss jedoch erst der Begriff der Finanzkrise und der Begriff der Subprime-Kredite näher eingegrenzt werden. Die erste wichtige Finanzkrise in Form einer Finanzblase war die Tulpenkrise und datiert zurück bis ins 17. Jahrhundert. Darauf folgten die große Aktienpreisblase 1927- 29, die Immobilienblase 1985-89 in Skandinavien und die Dotcom-Blase im Jahr 2000, um nur einige zu nennen. Alle entwickelten sich entsprechend des gleichen Musters: eine rasante Steigerung der Preise im Vergleich zu realen Werten, gefolgt von einem plötzlichen Verfall derselben¹¹. Das Gabler Wirtschaftslexikon beschreibt Finanzkrisen als „[...] meist innerhalb kurzer Zeit auftretende gravierende und nicht-temporäre Verschlechterungen in den Ausprägungen von wesentlichen Finanzmarktindikatoren[...], die massive und andauernde realwirtschaftliche Folgen nach sich ziehen können.“¹²

Auch die Finanzkrise 2007 kann anhand dieser Definition beschrieben werden. Der Ursprung dieser Krise lag in den Subprime-Krediten. Hypotheken sind normalerweise als Prime oder Subprime-Kredite klassifiziert. Subprime-Kredite (z. Dt. subprimär) zeichnen sich durch die suboptimalen Eigenschaften des Kreditnehmers aus. Dazu gehören Eigenschaften wie ehemalige Zahlungsausfälle, Zwangsversteigerungen oder Insolvenzen. Auch zählen eine schlechte Bonität und zu schlechte Einkommen-zu-Darlehens-Verhältnisse dazu¹³. Diese Subprime-Kredite waren die Grundlage für den boomenden Immobilienmarkt, der wiederum die Grundlage für weitere Subprime-Kredite war. Deshalb wird die Finanzkrise 2007 auch Subprime-Krise genannt. Es entwickelte sich ein großer Markt für die Verbriefungen von diesen Krediten. Es wurden immer mehr Subprime-Kredite vergeben, da die Nachfrage durch die Verbriefungen der Kredite immer höher wurde. Dadurch wurden immer mehr Häuser gebaut, die die Preise für Immobilien sowie für die dazugehörigen Finanzprodukte ansteigen ließ, insbesondere im Vergleich zu den realen unterliegenden Werten. Nach den ersten Anzeichen, die auf ein Ende der Preissteigerungen am Häusermarkt hindeuteten, brach der Markt der Subprime-Kredite und Verbriefungen komplett ein. Die Panik, die nach dem Insolvenzantrag von Lehman Brothers ausbrach, verursachte an den Finanzmärkten plötzlich den Verfall von den oben genannten Finanzmarktindikatoren wie zum Beispiel von Aktienkursen. Leitindizes wie der DAX fielen in Folge der Krise auf ein Viereinhalb-

¹¹ vgl. Kindleberger, 2005: S. 1ff

¹² Gabler Wirtschaftslexikon, 2015A: online

¹³ vgl. Sengupta, 2007: S. 1

Jahres-Tief im März 2009¹⁴. Leitzinsen wurden von der europäischen und amerikanischen Notenbank auf praktisch Null gesetzt. Es kam zum Stillstand der Finanzmärkte. Diese Finanzmarktindikatoren zeigen die typischen, wenn auch in diesem Fall sehr starken, Ausprägungen einer Finanzkrise. Die realwirtschaftlichen Folgen zeigten sich in einer tiefen Rezession. Wachstumsraten stagnierten, der Konsum ging zurück, Kredite wurden kaum noch vergeben und die Arbeitslosenzahlen stiegen an.

Die Subprime-Krise ist demnach eine Finanzkrise mit den typischen Ausprägungen. Jedoch war die Subprime-Krise die größte Krise seit der Großen Depression 1929. Dieses Ausmaß der Subprime-Krise zeigt nochmal deutlich die Relevanz einer Ursachen- und Maßnahmenanalyse, die im Folgenden mit dem Verlauf der Krise beginnt.

¹⁴ vgl. Hock, 2014: online

2 Die Finanzkrise 2007

2.1 Verlauf der Krise

In diesem Kapitel wird ein kurzer Überblick der wichtigsten Eckdaten der Krise gegeben, um den Leser die entscheidenden und direkten Folgen der Krise zu vergegenwärtigen. Dieser Verlauf bildet die Grundlage für das Verständnis der Ursachenanalyse.

Die Finanzkrise wurde im ersten Quartal 2006 ausgelöst, als die Immobilienpreise anfangen, zu fallen und die Blase am US-amerikanischen Immobilienmarkt platzte. Aufgrund der Struktur vieler Hypotheken, die eine Refinanzierung für den reibungslosen Verlauf der Tilgungen voraussetzte, waren Zahlungsverzögerungen und Zahlungsunfähigkeiten im Bereich der Subprime-Kredite nach dem Zusammenbruch der Immobilienpreise unausweichlich, da die fallenden Preise neue Refinanzierungen unmöglich machten. Schon Ende 2006 kam es zur Insolvenz von Ownit Mortgage Solutions und dem Zusammenbruch vieler hunderter Hypothekenherausgeber, die keine Banken darstellten. Nachdem im April 2007 auch der zweitgrößte Subprime-Kreditgeber New Century Financial kollabierte, wurde offensichtlich, dass das Spiel mit den Subprime-Krediten zu Ende war¹⁵. Im Juni 2007 kam es zum Kollaps zweier stark fremdfinanzierter Hedgefonds der Investmentbank Bear Stearns, die hauptsächlich in Subprime Mortgage Backed Securities (MBSs) (z. Dt. hypothekengesicherte Wertpapiere) investierten. Daraufhin gab es eine weitere Reihe von Preisverfällen für Finanzprodukte, die auf MBSs basierten, und einen förmlichen Stopp der fremdfinanzierten Darlehensmärkte. Im Verlauf des Jahres 2007 mussten die Ratingagenturen zunächst MBSs und später dann auch Collateralized Debt Obligations (CDOs) (z. Dt. besicherte Schuldverschreibungen) herabstufen. Investoren haben die besagten Finanzprodukte schnellstmöglich verkauft, um ihre Verluste zu minimieren, was die Preise noch schneller sinken ließ. Dadurch machten Banken und viele weitere Hedgefonds Milliardenverluste¹⁶ und gerieten in finanzielle Schwierigkeiten. Im August 2007 musste BNP Paribas Rückzahlungen wegen der großen Verluste und dem Abzug von Liquidität aufschieben. Dies markierte den nächsten wichtigen Wendepunkt der Krise. Aufgrund der undurchsichtigen Strukturen der Asset Backed Securities (ABSs) (z. Dt. Vermögenbesicherte Wertpapiere) und den womöglich herannahenden weiteren Verluste der großen Banken kam es zu einem kompletten Stillstand der kurzfristigen Märkte für Rückkaufvereinbarungen und Liquidi-

¹⁵ vgl. Archaya et al., 2009: S. 89

¹⁶ vgl. FCIC, 2011: S. 214

tätstitel. Das schürte die Angst der Banken, dass andere große Banken und Finanzinstitutionen zahlungsunfähig werden könnten. Diese Befürchtungen lähmten die Märkte, da Banken keine Interbankenkredite vergaben, sondern ihr Geld lieber als Vorsichtsmaßnahme behielten¹⁷. Barrell (2008) beschreibt den ganzen Prozess wie folgt: „2007 saw the realisation of potential losses on subprime mortgages as US house prices fell and defaults increased. [...] These [huge] losses, along with uncertainty and concern about asymmetric information due to the opaque structures of related structured asset-backed securities (ABS), combined to generate sales of such assets. Sales led in turn not just to price falls but also to market liquidity failure [...] for the ABS [markets]. Prices fell and trading became difficult or impossible even among the lowest risk tranches of the relevant securities.“¹⁸ Die Panik führte im März 2008 zu einem Run (z. Dt. ein plötzlicher Liquiditätsabzug) auf Bear Stearns, der fünftgrößten Investmentbank. Diese war zwar die kleinste der großen Investmentbanken, hatte aber eine hohe Fremdkapitalquote und war sehr stark in dem Subprime-Hypothekenmarkt involviert¹⁹.

Im Herbst 2008 wurden die großen Government Sponsored Entities (GSEs) (z. Dt. staatlich geförderte Körperschaft) Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) und Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) von dem US-Finanzministerium gerettet²⁰. Das Wochenende des 12. September 2008 ist als das „Lehman Wochenende“ in die Geschichte eingegangen. Weil die Politik sich weigerte bzw. rechtlich sich nicht in der Lage sah, auch die wankende Investmentbank Lehman Brothers zu retten, kam es zu der Insolvenz der viertgrößten Investmentbank Lehman Brothers²¹. Jedoch gab es auch einige weitere wichtige Ereignisse an diesem Wochenende. Zum Ende dieses Wochenendes sagte die Bank of America zu, Merrill Lynch zu übernehmen. In der Folge dieses Wochenendes stand auch der Versicherer American International Group am Rande des Zusammenbruchs, nachdem sie von den Ratingagenturen herabgestuft wurde. Um ein Scheitern von AIG zu verhindern, ge-

¹⁷ vgl. Archaya et al., 2009: S. 89

¹⁸ Barrell, 2008: S. 7f. Übers.: „2007 sah eine zunehmende Realisierung der möglichen Verluste bei Subprime Hypotheken als die US-Immobilienpreise fielen und Zahlungsunfähigkeiten stiegen. [...] Diese [riesigen] Verluste, zusammen mit der Unsicherheit und Bedenken über die undurchsichtigen Strukturen der betroffenen Forderungsbesicherten Wertpapiere (ABS), generierten den Verkauf dieser Papiere. Die Verkäufe führten nicht nur zu einem Preisfall, sondern auch zu einem Liquiditätsengpass für [...] die ABS [Märkte]. Preise fielen und der Handel wurde sehr schwer oder unmöglich, sogar bei den risikoärmsten Tranchen der benannten Wertpapiere.“

¹⁹ vgl. Archaya et al., 2009: S. 93

²⁰ vgl. FCIC, 2011: S. 435

²¹ vgl. Archaya et al., 2009: S. 93

währte die FED der AIG einen 85 Milliarden US-\$ Notkredit am 16. September 2008²². AIG war ein großer Investor und Nutznießer der Hypothekenverbriefungen durch die Ausgabe von Credit Defaults Swaps (CDS) (z. Dt. Kreditausfalltausch), die in der Boomphase hohe Prämien und in der Krise millionenschwere Verluste verursachten. Diese CDS waren eine Art Versicherung für den Ausfall der Forderungen. Archaya et al. (2009) beschreiben die Situation wie folgt: „Without the bailout, its exposure to the financial sector through its insuring of some \$500 billion worth of CDSs on AAA-rated CDOs would have caused immediate, and possibly catastrophic, losses to a number of firms.“²³ Obwohl der Aktienmarkt bis zu dem Fall von Lehman Brothers überraschenderweise noch kaum Schaden genommen hatte, begab sich dieser nun auf Tal-fahrt. Die Marktbedingungen wurden plötzlich bedeutend schlechter. Es kam zu einem Run auf diverse Finanzinstitutionen. Viele Geldmarktfonds erlitten hohe Verluste, als Lehman Brothers zusammenbrach und musste massive Liquiditätsabzüge hinnehmen. Das gleiche wiederfuhr einer Vielzahl von Investment- und Hedgefonds, was die Preisspirale weiter nach unten verstärkte. Geldmarktfonds brauchten im gleichen Zuge Kapitalspritzen von den Behörden und konnten den Banken kein Kapital zur Verfügung stellen, wofür sie bisher dienten.

Die betroffenen Geldmarktfonds stellten auch üblicherweise die Hauptkapitalgeber für die Rückverkaufsvereinbarungen und Liquiditätstitel dar und waren deshalb eine wichtige Finanzierungsmethode für große Firmen der Realwirtschaft. Firmen, die sich über den Markt für Liquiditätstitel refinanziert hatten, liefen nun Gefahr, zahlungsunfähig zu werden, obwohl sie wirtschaftlich gut dastanden. Die FED war deshalb gezwungen, Liquiditätstitel aufzukaufen, um einen Liquiditätsengpass für viele Unternehmen zu verhindern, den Stillstand der Märkte aufzuheben und noch desaströsere Folgen und Schäden zu umgehen²⁴.

Diese Ereignisse führten zu einem vorher nie dagewesenen Zustand. Banken waren nicht mehr Kreditgeber der letzten Instanz, sondern die FED. Außerdem war die FED nun der direkte Kreditgeber für viele Unternehmen der Realwirtschaft, da diese sich keine Liquidität bei Geschäftsbanken besorgen konnten. Das gegenseitige Vertrauen der Marktteilnehmer ineinander war völlig zerstört und es wurden keine Kredite mehr

²² vgl. FCIC, 2011: S. 435

²³ Archaya et al., 2009: S. 93. Übers.: „Ohne die Rettung, hätte die Wirkung auf Finanzsektor durch die 500 Milliarden \$ CDSs für AAA-bewertete CDOs sofortige und möglicherweise katastrophale Verluste für eine Reihe von Firmen gehabt.“

²⁴ vgl. Barrell, 2008: S.10 und Archaya et al., 2009: S. 93f

gewährt, wodurch die FED einspringen musste²⁵. Aufgrund dessen wurde das Troubled Asset Relief Program (TARP) (z. Dt. Programm für Entlastung von problematischen Vermögen) verabschiedet, um Banken zu rekapitalisieren. Das Programm belief sich auf 700 Milliarden US-\$. Im weiteren Verlauf wurde eine weitere wichtige Investmentbank Washington Mutual an JP Morgan Chase veräußert²⁶.

Der Zusammenbruch des Finanzsektors führte trotz der Maßnahmen der FED zu einer Ansteckung der Realwirtschaft. Schwache Darlehensverfügbarkeit, immense Verluste im Immobilienmarkt und große Vermögensverluste an der Börse führten zu einem starken Rückgang des Konsums und der Produktionsleistung und einem gleichzeitigen Anstieg der Arbeitslosenrate. Das reale Bruttoinlandsprodukt in den USA schrumpfte um 6,8% im 4.Quartal von 2008. Das war das schwächste Quartal in knapp 3 Jahrzehnten. Firmen hörten auf, neue Mitarbeiter einzustellen und hielten sich mit Investitionen zurück. Auch die Haushalte schoben eigentlich anstehende Anschaffungen auf. Im Oktober 2009 erreichte die Arbeitslosenrate 10,1% in den USA. Der Schock und die Panik an den Finanzmärkten schien Anfang 2009 vergangen zu sein, jedoch sind die Nachwirkungen in der Realwirtschaft bis heute zu spüren²⁷.

Doch wie konnte es zu den fatalen Ereignissen und beispiellosen Rettungsaktionen im Verlauf der Subprime-Krise kommen?

2.2 Ursachen der Krise

Als Ursachen der Subprime-Krise werden viele Faktoren diskutiert, die miteinander in einem komplexen Zusammenhang stehen. Diese Komplexität erschwert die Ursachenanalyse, die im Folgenden durchgeführt werden soll. Deshalb werden nun zunächst alle Faktoren einzeln analysiert, und erst abschließend genauer auf deren Zusammenspiel eingegangen. Dies soll dem Leser ermöglichen, ein umfassendes Verständnis des politischen und ökonomischen Hintergrunds der Krise zu erlangen. Ziel der Ursachenanalyse ist es aber auch, die Grundlage für eine Beurteilung der eingeleiteten Maßnahmen zu bilden.

²⁵ vgl. Barrell, 2008: S. 10 und Archaya et al., 2009: S. 93f

²⁶ vgl. FCIC, 2011: S. 435

²⁷ vgl. Fußnote 4: vgl. Sannajust, 2014: S. 1

2.2.1 Kapitalzuflüsse aus dem Ausland

Einer der Aspekte für die Entstehung der Kredit- und Immobilienblase und somit einer der Ausgangsfaktoren für die Finanzkrise waren die hohen Kapitalzuflüsse aus dem Ausland in die USA. Die Handelsungleichgewichte schwemmen einen hohen Überschuss an Kapital in die USA und verursachten ein Übermaß an Liquidität. Das war der Ausgangspunkt für die weiteren Entwicklungen bis hin zur Subprime-Krise.

Ende der 90er Jahre haben die aufstrebenden Entwicklungsländer, insbesondere China und die großen Ölproduzenten, mehr verdient, als die Nationen im Inland konsumieren und investieren konnten. Mit dem Wachstum der Wirtschaften dieser Länder wurden auch die Spareinlagen immer größer. Große Mengen an preiswertem Kapital floss deshalb in die USA und machten Kredite leicht verfügbar und günstig. Die preiswerten Kredite wurden für risikoreiche Investitionen verwendet²⁸. Das ganze wurde noch verstärkt, da die Entwicklungsländer boomten und immer größere Kapitalüberschüsse erwirtschafteten. China beispielsweise war in der Vergangenheit oft von finanziellen Problemen geplagt. Hungersnöte sowie soziale und finanzielle Unruhen waren keine Seltenheit. Deshalb neigten viele Chinesen zum Sparen. Investoren in diesen Ländern steckten ihre Ersparnisse in scheinbar sichere Anlagen mit hohen Renditen in die USA. In sechs Jahren, von 2000 bis 2006, stiegen die Schulden des US-Finanzministerium an ausländische Stellen von 0,6 Billionen auf 1,43 Billionen US-\$ an²⁹. Gründe für diese Entwicklung sind, dass nach der Asienkrise und dem Höhepunkt der Dotcom-Blase, die Rohstoffpreise wieder stiegen und einen hohen Handelsüberschuss der ölproduzierenden Länder des Mittleren Osten verursachten.

Ein weiterer ausschlaggebender Punkt für diese Entwicklung war der Handelsüberschuss Chinas. Dieser betrug im Jahr 2000 bereits die Hälfte des Überschusses aus dem asiatischen Raum. Im Jahre 2005 war China bereits fast für den kompletten asiatischen Überschuss verantwortlich. Unterstützend für die Entwicklung Chinas als größter Gläubiger der USA waren die Wechselkurs-Richtlinien in China. Diese hatten das Ziel, hohe ökonomische Wachstumsraten zu erhalten, indem China durch einen festgesetzten Wechselkurs des Renminbi (Chinesische Staatswährung) die Exporte hoch hielt³⁰. Diese hohen US-\$ Reserven und das Sparverhalten führten dazu, dass ausländische Investoren nach anderen hochbewerteten Schulden strebten, die so sicher wie US-Staatsanleihen und GSE-

²⁸ vgl. FCIC, 2011: S. 420

²⁹ vgl. FCIC, 2011: S. 103f

³⁰ vgl. Obstfeld et al., 2009: S. 9f

Sicherheiten waren, jedoch eine höhere Rendite boten. Die AAA-bewerteten Tranchen von verschiedenen MBSs in CDOs hatten diese Eigenschaften. Die Nachfrage aus Übersee nach diesen scheinbar sicheren Hypothekenverschreibungen trieb die Preise nach oben. Es wurde immer attraktiver, in diesem Bereich Profite zu machen. Die risikoreicheren Vermögenswerte wurden wieder gebündelt und in verschiedene Schichten aufgeteilt, wovon die sichersten Schichten verkauft wurden³¹. Auf diese Weise konnten zu diesem Zeitpunkt unverkäufliche und stark risikobehaftete unhandelbare Sicherheiten wieder in handelbare Sicherheiten umgewandelt werden. Der genannte Punkt zeigt einen der prominentesten Aspekte der Finanzkrise, der später in der Arbeit analysiert wird.

Es zeigt sich deutlich, dass die globalen Ungleichgewichte ein wichtiger Faktor sind und den Ausgangspunkt für die Entstehung der Krise und eine wichtige makroökonomische Erklärung darstellen. Die stetigen Kapitalzuflüsse in die USA führten zu einem bedeutenden Anstieg an inländischen Krediten und insbesondere an risikoreichen Hypotheken³². Die Kapitalzuflüsse wurden durch die künstlich niedrig gehaltenen Wechselkurse, dem wirtschaftlichen Aufschwung in den boomenden Entwicklungsländern und dem steigenden Ölpreis verstärkt. Die Kapitalüberschüsse im Ausland schürten die Nachfrage nach sichereren und ertragsreicheren Anlagen. Um diese Nachfrage zu befriedigen, wurden immer neue Finanzinnovationen geschaffen.

2.2.2 Der Niedrigzins der FED

Auch die Federal Reserve hat und hatte einen großen Einfluss auf den Preis und die Verfügbarkeit von Kapital. Der niedrige Zinssatz der FED Anfang des Jahrtausends verursachte, im Zusammenspiel mit den globalen Ungleichgewichten in der Welt, einen Überfluss an billigen Krediten in den USA. Dadurch boten traditionell sehr sichere Anlagen nur noch extrem niedrige Renditen. Der Immobilienmarkt schien zu dieser Zeit Sicherheit und hohe Renditen miteinander zu verbinden. Der Schein trog allerdings, und so floss das billige, leicht verfügbare Kapital in risikoreiche Investitionen, die hohe Renditen versprachen. So entstand die Immobilienblase. Die Blase wurde natürlich durch viele weitere Faktoren begünstigt. Die expansive Geldpolitik der FED hat allerdings gemeinsam mit den globalen Ungleichgewichten den Grundstein für den späteren Verlauf der Krise gelegt.

³¹ vgl. FCIC, 2011: S. 104

³² vgl. FCIC, 2011: S. 420

Anfang 2001 litt die Wirtschaft unter dem Platzen der Dotcom-Blase. Das Open Market Committee, das Gremium der FED für Schlüsselentscheidungen wie Leitzinsen, beschloss daraufhin, die kurzfristigen Zinssätze stark zu senken, um Kreditvergaben und den Konsum wieder anzukurbeln. Im Verlauf des Jahres wurde der Zinssatz bis auf ein Rekordtief in zirka 40 Jahren 11 mal gesenkt. Der Zinssatz betrug am Ende 1,75%³³. Die Entscheidung der FED, die Zinsrate zu lange zu niedrig zu halten, kann als Ursache der Kredit- und Immobilienblase bezeichnet werden. Die Banken bedienten sich an den preiswerten Krediten und machten diese wiederum als billige Darlehen verfügbar. Kredite waren in allen Märkten verfügbar: Kredite für Konsumprodukte, Hypotheken und Unternehmerkredite gehörten dazu. Dabei schien die Qualität der Kredite stetig schlechter zu werden³⁴. Das stetige Sinken der Qualität der Kredite kann auf die niedrigen Zinsen zurückgeführt werden, die das Streben für höhere Renditen von Banken und Finanzinstitutionen entfachte³⁵. Anders ausgedrückt führten die niedrigen Zinsen von der FED zu schlechteren Zinsmargen. Das brachte die Finanzinstitutionen dazu, nach ertragsreicheren Margen und höheren Bearbeitungsentgelten zu suchen. Die niedrigen Zinsen und schwachen Aktienmärkte führten auch bei privaten Anlegern zu einem Drang nach profitableren Anlagemöglichkeiten³⁶. Anfang 2000 fielen durch den Niedrigzins die Hypothekenzinsen, die Kosten für Refinanzierungen von Häusern verringerten sich und Immobilienkäufe nahmen zu. Das führte zu einem Anstieg von Immobilienpreisen im ganzen Land und einem Boom im Hypothekenmarkt³⁷.

Der Niedrigzins der FED hat einen der entscheidenden Grundsteine für die Entwicklung der Kredit- und Immobilienblase gelegt. Die niedrigen Zinsen führten zu einem Überfluss an billigem Kapital, welches zu großen Teilen in den Hypothekenmarkt geflossen ist. Der Niedrigzins zwang die Anleger zu der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten. Der Häusermarkt boomte, die Preise schienen ins Unermessliche zu steigen. Dadurch wurden immer mehr Kredite mit niedrigeren Standards ausgegeben, die dann verbrieft wurden und am Finanzmarkt hohe Renditen brachten und scheinbar sicher waren. Als der Häusermarkt jedoch einbrach, wurden die zugrundeliegenden faulen Kredite ein Problem. Die expansive Geldpolitik der FED hat die Immobilienblase nicht direkt verursacht, jedoch ein wichtiges Stück des Fundaments dafür gelegt. Im Folgenden wird beschrieben, wie die Immobilienblase

³³ vgl. FCIC, 2011: S. 435

³⁴ vgl. Archaya et al., 2009: S. 99

³⁵ vgl. Barrell, 2008: S.10

³⁶ vgl. Hellwig, 2009: S. 166

³⁷ vgl. FCIC, 2011: S. 5

durch den Wettbewerbsdruck unter den Anbietern und den Verfall der Standards entstehen konnte.

2.2.3 Der amerikanische Traum vom Eigenheim

Wie bereits zuvor erklärt, haben die Faktoren des niedrigen Zinssatzes und der globalen Ungleichgewichte die Grundlagen für die spätere Immobilienblase gelegt. Jedoch waren weitere Schritte für das Ausmaß und die Schwere der Blase von Bedeutung. Unethische Kreditvergaben, Gier nach Profiten, Wettbewerb zwischen den GSEs und privaten Investmentbanken, fehlgeleitete Politik, die jedem amerikanischen Bürger den amerikanischen Traum nach einem Eigenheim ermöglichen wollte, und der boomende Immobilienmarkt haben weitere Schritte für die Entwicklung bis zur Krise eingeleitet. Erst durch die Vergabe von immer mehr und mehr Subprime-Krediten konnte die Nachfrage nach den CDOs gestillt werden. Die ethischen Grundlagen für die Vergabe von Krediten erodierten zunehmend, da Finanzinnovationen die Risiken scheinbar endlos im System weiter verteilen konnten.

Der boomende Immobilienmarkt

Die gesamte Hypothekenverschuldung stieg in den USA von 5,3 Billionen US-\$ im Jahr 2001 auf 10,5 Billionen US-\$ bis 2007. Um denselben Anstieg zu erreichen, waren zuvor beinahe 200 Jahre nötig. Die durchschnittlichen Hypothekenschulden je Haushalt stiegen von 91,500 US-\$ auf 149,500 US-\$³⁸. Gleichzeitig stiegen die Preise des Häusermarktes immer weiter. Zwischen 1995 und 2000 stiegen die Preise jährlich um 5,2% und in den 5 Jahren danach verdoppelte sich die Steigerungsrate auf 11,5%. Die Gründe hierfür waren die niedrigen Zinsen für Hypotheken und hohe Verfügbarkeit an Krediten für Menschen, die zuvor keine Kredite bekommen hätten. Die Zahl der Hauseigentümer stieg stetig an und erreichte einen Prozentsatz von 69,2% im Jahr 2004. Höhere Hauspreise und niedrige Zinssätze für Hypotheken ermutigten Refinanzierungen. Im Jahr 2003 refinanzierten Hypothekennehmer mehr als eine Anzahl von 15 Millionen Hypotheken. Das waren mehr als ein Viertel aller Hypotheken und entsprach einem neuen Rekord³⁹. Diese Entwicklung der Immobilienpreise war die Grundlage für viele schlechte Kredite, die nur auf dem Glauben an den stetigen Anstieg der Immobilienpreise basierten. Es wurden immer mehr davon herausgegeben, da diese die Grundlage für die Verbriefungen als MBSs im

³⁸ vgl. FCIC, 2011: S. 7

³⁹ vgl. FCIC, 2011: S. 83ff

Finanzmarkt darstellten. Angelo Mozilo, langjähriger CEO eines der größten gescheiterten Subprime-Kreditgebers, bezeichnet es als eine "gold rush" (z. Dt. Goldfieber) Mentalität, die in dieser Phase das Land infizierte: "Housing Prices were rising so rapidly—at a rate that I'd never seen in my 55 years in the business—that people, average people got caught up in the mania of buying a house, and flipping it, making money. It was happening."⁴⁰

Wettbewerb um Marktanteile

Die Herausgabe der besagten MBSs, die zu den ABSs gehörten, waren anfangs jedoch komplett in den Händen von Fannie Mae und Freddie Mac. Diese Verbriefungen, die von den Institutionen herausgegeben wurden, hatten eine Garantie für die unterliegenden Forderungen. Jedoch hatten die Hypotheken von den beiden GSEs auch gleichzeitig hohe Anforderungen an die Hypothekennehmer. Die Anforderungen waren hohe Anzahlungen, wenige andere Kredite und eine gute Bonität. Hypotheken, die diese Anforderungen erfüllten, waren die bereits genannten Prime-Hypotheken, die sich früher und heute immer noch durch eine niedrige Ausfallrate auszeichnen. Fannie Mae und Freddie Mac spielten eine Hauptrolle in der Entwicklung der Märkte für MBSs. Als die GSEs angingen, Hypotheken zu kaufen, zu bündeln, und diese in Form von Verbriefungen im offenen Markt zu verkaufen, erschienen diese für Investoren akzeptable Anlagemöglichkeiten zu sein, da diese MBSs Garantien boten. Des Weiteren glaubten viele Anleger, dass die Garantien von Fannie Mae und Freddie Mac von den Behörden geschützt waren, da die beiden Banken ursprünglich staatliche Institutionen waren. Die beiden staatlich geförderten Institutionen sahen sich jedoch Anfang des Jahrtausends zunehmend dem Wettbewerb mit anderen Finanzinstitutionen ausgesetzt. Das waren hauptsächlich private Investmentbanken, die MBSs ohne Garantien herausgaben⁴¹. Diese Entwicklung war begünstigt durch politische Maßnahmen, wie die von der Bush Administration gestartete American Dream Zero Equity Mortgage Initiative, stärkere Kapitalunterlegungsvorschriften und schärfere Bilanzkontrollen für die beiden GSEs⁴². Die Marktanteile der GSEs für die MBS-Verbriefungen gingen von 76% in 2003 auf 43% in 2006 zurück. Zur gleichen Zeit gab es einen Trend hin zu Subprime-Hypotheken, die nicht den hohen

⁴⁰ vgl. FCIC, 2011: S. 5 zit. n. Interview mit Angelo Mozilo. Datum unbekannt. Übers.: „Hauspreise stiegen so schnell an – eine Anstiegsrate, die ich in den 55 Jahren in der Branche nicht gesehen habe – Dass durchschnittliche Leute, Otto-Normal-Verbraucher in der Manie verwickelt wurden, ein Haus zu kaufen und dann gewinnbringend wieder zu verkaufen und Geld damit zu verdienen. Tatsache.“

⁴¹ vgl. Hellwig, 2009: S. 145f

⁴² vgl. Bundell-Wignall et al., 2008: S. 3

Standards der GSEs entsprachen. Der Anteil an Subprime-Krediten von neuen Hypotheken betrug Anfang der 2000er Jahre 9% und stieg bis auf über 40% in 2006 an. Die Ausfallraten in diesem Segment betrugen 25%, wogegen diese im Prime-Segment nur 1-2% betrugen⁴³. Die Konkurrenz, dem die GSEs ausgesetzt waren, waren einige der größten Banken und Bausparkassen wie Citigroup, National City Bank, HSBC und Washington Mutual. Sie gaben Milliarden für die Förderung des Subprime-Segments aus. Sie erschufen neue Einheiten, kauften andere Unternehmen und vergaben Kredite an andere Unternehmen, die sich auf Hypothekenherausgabe spezialisiert hatten. Diese Aktionen zielten fast immer auf die Schaffung von Tochtergesellschaften hin, die keine Banken waren und deshalb kaum reguliert wurden. Diese eben genannten Banken brauchten mittlerweile auch keine Investmentbanken für die Verbriefungen mehr, da sie dazu nun selbst in der Lage waren. Deshalb stiegen die Investmentbanken selbst in das Geschäft der Hypothekenherausgabe ein, um einen Nachschub an Hypotheken zur Verbriefung zu gewährleisten und die Nachfrage nach MBSs und CDOs zu stillen⁴⁴. Diese Entwicklungen erklären den Druck auf Fannie Mae und Freddie Mac und die Verluste der Marktanteile. Aufgrund dieser Entwicklungen standen die beiden staatlich geförderten Institutionen vor einer wichtigen Entscheidung. Sie mussten sich entscheiden, ob sie von den hohen Kreditstandards abweichen und um Marktanteile kämpfen, oder sich weiter an die hohen Richtlinien halten sollten. Sie entschieden sich für die Marktanteile und kauften risikoreichere Kredite und garantierten diese. Durch diese Entscheidung kurbelten sie den immer wichtiger werdenden Kauf von Hypothekenverschreibungen noch stärker an⁴⁵. Und sie trugen gleichzeitig weiter zum Verfall der Kreditvergabestandards bei, der durch den Boom im Immobilienmarkt gestartet ist.

Verfall der Standards

Fannie Mae und Freddie Mac, sowie andere Mitbewerber wie Countrywide, senkten im Verlauf der 2000er Jahre ihre Standards für MBSs stark. Der Verbriefungsprozess von Subprime-Hypotheken schuf ein System für den Verkauf und die Beförderung von risikoreichen Hypotheken durch das ganze Finanzsystem. Dieses Verbriefungssystem war essentiell für den Ursprung von vielen Hochrisiko-Hypotheken. Das Originate-to-Distribute Modell (z. Dt. Herstellen-zum-Verteilen) hat Verantwortung und Haftung für die langfristige Brauchbarkeit der Hypotheken untergraben. Das gleiche gilt für die

⁴³ vgl. Hellwig, 2009: S. 146ff

⁴⁴ vgl. FCIC, 2011: S. 88

⁴⁵ vgl. FCIC, 2011: S. 122

dazugehörigen MBSs und trug zu der stetig schlechteren Qualität der Hypotheken bei⁴⁶. Archaya et al. (2009) beschreiben die Problematik wie folgt: "One explanation for deteriorating loan quality [was] the huge growth in securitized credit. This is because the "originate-to-distribute model" of securitization reduces the incentives for the originator of the claims to monitor the creditworthiness of the borrower, that is, because the originator had little or no "skin-in-the-game"."⁴⁷ Billionen an US-\$ wurden auf den Glauben verwettet, dass die Preise weiter steigen und Kreditnehmer selten ausfallen würden. Kredite wurden immer laxer vergeben, da die Hauspreise immer weiter zu steigen schienen. Diese unsicheren Darlehen wurden in Investmentprodukten gebündelt und boten scheinbar sowohl hohe Renditen, als auch niedrige Risiken⁴⁸. Das spielte der "Renditejagd" von Anlegern und Finanzinstitutionen in die Hände. Die Nachfrage nach sicheren Anlagen mit hohen Renditen in Form von CDOs, welche größtenteils aus MBSs bestanden, stieg immer weiter. Der Hypothekenmarkt und die dazugehörigen Finanzprodukte mit steigenden Preisen boten diese hohen Renditen und waren zudem scheinbar sicher. Die Nachfrage wurde durch die Herausgabe von immer mehr Subprime-Krediten bedient, denn genau diese Kredite boten, durch das höhere Risiko, eine höhere Rendite. Kreditrichtlinien wurden immer niedriger, da die Risiken im Verbriefungsprozess immer weiter gegeben werden konnten. Die gebündelten Sicherheiten wurden jeweils wieder in Schichten herausgegeben, wo die sogenannten Senior Tranchen (die Schicht der Sicherheiten, die bei Ausfällen zuerst bedient wird) scheinbar sehr sichere und ertragsreiche Anlagen darstellten. Jedoch bestanden diese CDOs kurz vor dem Ausbruch der Krise hauptsächlich aus Subprime-Krediten. Als der Häusermarkt Verluste machte, brach das ganze System zusammen. "The Focus on yields and on growth blinded them to the risk implications of what they were doing."⁴⁹

In Wechselwirkung haben Hypothekemakler die schlechtere Qualität der Verbriefungsstandards und das leicht verfügbare Kapital ausgenutzt, um die Standards für die Vergabe der Hypotheken noch weiter zu senken. So lange die Hypotheken weiter im System für den Verbriefungsprozess genutzt werden konnten, hat sich keiner

⁴⁶ vgl. FCIC, 2011: S. 125

⁴⁷ Archaya et al., 2009: S. 105. Übers.: „Eine Erklärung für die immer schlechter werdende Qualität der Kredite [war] das riesige Wachstum bei den verbrieften Krediten. Das „Herstellen zum Verteilen“ Modell der Verbriefungen reduzierte die Anreize für die Herausgeber der Forderungen die Kreditwürdigkeit der Interessenten zu kontrollieren, weil sie keine „Haut im Spiel“ hatten.“

⁴⁸ vgl. FCIC, 2011: S. 6

⁴⁹ Hellwig, 2009: S. 166. Übers.: „Der Fokus auf Renditen und auf Wachstum verblendete ihre Sicht vor dem Risiko, dass sie sich aussetzten.“

über die Qualität der Kredite Gedanken gemacht⁵⁰. Auch waren die Subprime-Hypotheken mit schlechteren Sicherheiten oft mit höheren Zinsen und höheren Prämien ausgestattet. David Berenbaum, von der National Community Reinvestment Coalition (z. Dt. Nationale Koalition für Gemeinde Reinvestition), sagte im Sommer 2007 vor dem Kongress, dass die Industrie "mit exotischen Hypotheken" durchflutet wurde. Diese Subprime-Hypotheken würden die Schuldner überfordern, wenn die Zinsraten nach einer Einführungsphase plötzlich steigen würden⁵¹. Die Kritiker prangerten diese Form von Hypotheken an, da die einfach dazu ausgelegt waren, Bearbeitungsentgelte von Familien mit niedrigen Einkommen abzuschöpfen. Die hohen Gebühren der Hypotheken wurden in die Hypothek aufgenommen. Diese Praxis erhöhte die Wahrscheinlichkeit noch mehr, dass der Hypothekenwert schließlich höher als der Wert des Hauses sein konnte. Wenn die Schuldner nicht refinanzieren konnten, konnte der Kreditgeber jeweils zwangsversteigern und würde ein Haus in einem boomenden Immobilienmarkt besitzen⁵². Durch die niedrigen Standards und die steigende Nachfrage der Wall Street warben einige Makler ab 2005 auch damit, dass Kreditnehmer schnellere Entscheidungen erwarten könnten und nicht mehr Unmengen an Formalitäten für den Hauskauf erwarten müssten. Das Stichwort waren die sogenannten NINJA Kredite. NINJA steht für No Income, No Job or Asset (z. Dt. kein Einkommen, keine Arbeit oder Vermögen) und beschreibt äußerst präzise die Praxis der low-and-no-documentation Darlehen (z. Dt. schwache und keine Papiere). Diese Kredite stiegen von 2000 bis 2007 von 2% auf 9% aller ausstehenden Darlehen in diesem Segment an⁵³. Auf dem Höhepunkt der Blase waren die Standards sehr niedrig: Papiere wurden nicht mehr verifiziert und Warnungen von internen Prüfern und besorgten Mitarbeitern wurden ignoriert. Diese Konditionen der Kreditvergabe grenzten an Betrug. William Black, ein ehemaliger Bankenaufseher, schätzt, dass 2005 mindestens 1,5 Millionen Kredite „eine Art von Betrug“ aufwiesen. Das war zum Teil auf den großen Prozentsatz an sogenannten no-doc Darlehen zurückzuführen⁵⁴. Auch bekamen Hypothekemakler nur für neu abgeschlossene Kreditverträge extra Bonuszahlungen, mussten aber im Gegenzug keine Verantwortung für nicht funktionierende Hypotheken übernehmen. Dadurch hatten die Makler einen Anreiz negative Informationen von Interessenten zu ignorieren⁵⁵. Diese Problematik von falschen Anreizen ist allerdings nicht auf den Hy-

⁵⁰ vgl. FCIC, 2011: S. 425

⁵¹ vgl. FCIC, 2011: S. 106 zit. n. Testimony before Senate Committee by David Berenbaum. 26.06.2007

⁵² vgl. FCIC, 2011: S. 106

⁵³ vgl. FCIC, 2011: S. 110

⁵⁴ vgl. FCIC, 2011: S. 160 zit. n. Testimony before FCIC by William Black. 21.09.2010

⁵⁵ vgl. FCIC, 2011: S. 424

pothekenmarkt beschränkt, sondern durchzieht auch das ganze restliche Finanzsystem. Falsch gesetzte Anreize sind ein weiterer wichtiger Grund für die Entstehung der Krise.

Zusammenfassend führte der Boom im Immobilienmarkt dazu, dass immer mehr Menschen, auch jene, die sich ein Eigenheim eigentlich nicht leisten konnten, einen Immobilienkredit bekamen. Der Wettbewerb um den Verbriefungsmarkt für Hypotheken senkte die Qualität der Kredite weiter, da die GSEs von ihren hohen Standards abwichen. Die schlechte Qualität der Kredite wurde ignoriert, weil der Häusermarkt immer weiter aufzuwerten schien und die womöglich faulen Kredite im System durch Verbriefungsprozesse ständig weitergegeben werden konnten. Des Weiteren war die Nachfrage nach diesen Krediten von Seiten der Investoren sehr hoch, da die Verbriefungen von risikoreichen Hypotheken hohe Renditen boten und scheinbar sicher waren. Diese verschiedenen Punkte haben in Wechselwirkung zur Immobilienblase und damit zu der folgenden Krise beigetragen. Zusätzlich verstärkt wurden diese Prozesse, da die Gebühren für die schlechten Kredite sehr hoch waren und die Hypothekemakler nur für neue Kreditverträge prämiert wurden. Das hat eine Anreizproblematik geschaffen, die sich durch das ganze System der Verbriefungen und Investmentbanken zieht, welches im folgenden Kapitel analysiert wird.

2.2.4 Risikoanreize des Finanzsystems

Die Anreizproblematik ist ein weiterer wichtiger Punkt, der zum Ausmaß der Krise bedeutend beigetragen hat. Der Prozess der Verbriefung der schlechten und höchst fragwürdigen Kredite wurde immer risikoreicher, da die Ratingagenturen, die Banken, sowie auch die Hypothekengeber an jedem Schritt des Prozesses Geld verdienten und darauf vertrauten, dass der Markt für Immobilien weitere Preissteigerungen erleben würde. Je mehr von diesen Krediten herausgegeben wurde, desto größer waren die Prämien der jeweiligen Instanzen und die Bonuszahlungen für die Verantwortlichen. Die Anreize für die Institutionen und ihre Manager, immer größere Risiken einzugehen, waren immens und manifestierten sich in monetären Bonuszahlungen und Anteilsoptionen. Diese Anreize zur kurzfristigen Profitmaximierung haben das Ausmaß des Risikos im System stark vergrößert. Die starken Risikoanreize für die Akteure in den verschiedenen Finanzinstitutionen waren sehr hoch und stellen eine bedeutende Ursache der Krise dar.

Veränderungen im Bankensektor

Grundlage für die schlechten Entwicklungen der Anreize im Finanzsektor war die Änderung einiger wichtiger Rahmenbedingungen. Als die Investmentbanken in den 80ern und 90ern an die Börse gingen, ging die enge Relation zwischen den Entscheidungen

der Banker und deren Kompensation verloren. Manager von privaten Unternehmen wurden zwar jährlich gut entlohnt, die wirklich große Entlohnung kam allerdings erst mit der Rente. Nach den Börsengängen aber handelten die Banker plötzlich mit dem Geld von Anteilseignern. Gute Manager und Händler waren nicht mehr an ihre Firmen gebunden und konnten die Unternehmen gegeneinander für höhere Löhne ausspielen. Um Talente abzuwerben und zu halten, begannen die Firmen, aggressive Anreize zu bieten. Diese Anreize hingen oft mit dem Aktienkurs der ausgezahlten Anteile und steigenden Auszahlungen zusammen⁵⁶. Dementsprechend wandte sich das Geschäftsmodell von Banken in den 90ern einer Aktienkultur zu, die das Hauptaugenmerk auf kurzfristiges Wachstum und kurzfristigen Gewinn legte⁵⁷. Eine Gesetzesänderung, die im Jahre 1993 verabschiedet wurde, bekräftigte diese Entwicklung weiter. Der Gesetzestext besagte, dass die Unternehmen für Kompensationen über 1 Million US-\$ Steuern zahlen müssten, wenn diese nicht leistungsabhängig wären. Als Anreize nutzten die Banken nun Anteilsoptionen. Diese Anteilsoptionen hatten einen potentiell unbegrenzten positiven Wert. In die andere Richtung gab es allerdings keine wirklich negativen Anreize für den Fall, dass der Aktienwert nicht zum vorbestimmten Preis stieg, bzw. sank: Es gab dann zwar keine Prämie, aber eine Strafzahlung wurde auch nicht fällig. Das gleiche Prozedere wurde auch mit der Eigenkapitalrendite statt mit dem Aktienwert angewandt. Manager konnten deutlich mehr gewinnen, als sie verlieren konnten. Diese Lohnstrukturen hatten ungewollte Folgen. Sie schafften große Anreize, das Risiko sowie den Hebel und somit Fremdkapitalquote und somit Eigenkapitalrendite zu steigern. Das führte in guten Zeiten natürlich zu einem Sprung in den Aktienkursen der Unternehmen⁵⁸. Auch die fortschreitende finanzielle Deregulierung trug dazu bei, dass Banken und andere Finanzinstitutionen jeglichen finanziellen Aktivitäten nachgehen konnten, die hohe Profite versprachen. Viele dieser Aktivitäten waren im stark regulierten Markt der 80er Jahre nicht erlaubt. Der ungebremsste Wettkampf zwischen den Mitbewerbern hat zusätzlichen Druck auf die jeweiligen Institutionen ausgeübt, ständig neue und profitablere Aktivitäten zu finden⁵⁹. Die Deregulierung, die es Banken ermöglichte diese Risiken einzugehen, wird zu einem späteren Zeitpunkt im Unterkapitel 2.2.8 analysiert.

Die eben beschriebene Veränderung der Rahmenbedingungen für Finanzgeschäfte hat jedoch den Grundstein für die Anreizsysteme der Banken gelegt, die einen großen Einfluss auf die Subprime-Krise hatten.

⁵⁶ vgl. FCIC, 2011: S. 62

⁵⁷ vgl. Bundell-Wignall et al., 2008: S. 5

⁵⁸ vgl. FCIC, 2011: S. 63

⁵⁹ vgl. Kotz, 2009: S. 307

Kompensationen der Banken

Im Kapitel der Kapitalzuflüsse und des Niedrigzinses dieser Arbeit wurde aufgezeigt, dass die Banken und andere Finanzinstitutionen, durch die niedrigen Zinsraten angetrieben, eine "Renditejagd" begannen. Die risikoverschleiernenden Innovationen in der Finanzbranche konnten dieses Bedürfnis zwar befriedigen, verursachten im Gegenzug aber höhere Risiken und Undurchsichtigkeit. Dieses Problem manifestierte sich in Form von Subprime-Krediten⁶⁰. Die eben genannten Veränderungen im Bankensektor mit neuer Unternehmenskultur und neuer Struktur führten dazu, dass die Vorstandsvorsitzenden der Aktiengesellschaften häufig von anderen Unternehmen rekrutiert wurden. Das ermutigte die kurzfristige Sicht auf kurzfristige Profite. Diese hochrangigen Manager hatten lediglich zum Ziel, innerhalb weniger Jahre eine beeindruckende Aktienkursentwicklung zu erreichen, damit sie wiederum von einer anderen Firma für einen noch besser bezahlten Posten abgeworben werden konnten⁶¹. Die Anreize für die höchsten Instanzen der Institutionen waren laut Crotty (2008) eine wichtige Ursache für die Subprime-Krise. Die Managergehälter stiegen damit unverhältnismäßig an und diese asymmetrische Lohnstruktur steigerte das risikoreiche und kurzfristige Verhalten im Finanzsektor weiter. Das traf auf fast alle wichtigen Finanzunternehmen zu. Dazu gehörten Geschäfts- und Investmentbanken, Hedge- und Private-Equity-Fonds, Versicherungsgesellschaften, Investment- und Pensionsfonds⁶². Beispielsweise stellte die Options Group, die Informationen von Gehältern von Investmentbanken zusammenstellt, fest, dass Dow Kim, Vorstand für Globale Märkte und das Investment Banking Segment bei Merrill Lynch, im Jahre 2006 ein Grundgehalt von 350 000 US-\$ und einen Bonus von 25 Millionen US-\$ erhielt⁶³. Da solche Boni nicht zurückgegeben werden mussten, wenn Verbriefungen später große Verluste verursachten, hatten die Angestellten in den oberen Etagen des Finanzmarktes einen sehr starken Anreiz, den Fluss an billigen Krediten zu maximieren, unabhängig davon, ob diese langfristig tragbar waren oder nicht. Top Manager und Händler erhielten, wie das Beispiel von Dow Kim zeigt, riesige Boni in Jahren, in denen das extreme Risikopotenzial hohe Umsätze und Profite erzielte. Profite und damit Boni wurden in den Boomzeiten durch große Hebelwirkungen maximiert, wodurch die Eigenkapitalrendite verstärkt, gleichzeitig aber auch die Risiken stark angehoben wurden. Beispielsweise betrug der Bonuspool bei Goldman Sachs im Jahr 2006 16 Milliarden US-\$. Das entspricht einem durchschnittlichen Bonus von 650 000 US-\$ pro

⁶⁰ vgl. Fußnote 28: vgl. Barrell, 2008: S. 10

⁶¹ vgl. Kotz, 2009: S. 307

⁶² vgl. Crotty, 2008: S. 4

⁶³ vgl. FCIC, 2011: S. 118 zit. n. Merrill Lynch, 2007 Proxy Statement: S. 46

Mitarbeiter, die jedoch natürlich sehr ungleichmäßig zwischen den 25 000 Mitarbeitern der Investmentbank verteilt wurden. Und obwohl im Jahr 2008, zur Hochzeit der Krise, die Verluste aller Investmentbanken an der Wall Street über 11 Milliarden US-\$ betragen, sanken die Boni im Durchschnitt nur 4,7%⁶⁴. Trotzdem betragen die Boni zu der Zeit insgesamt über 18 Milliarden US-\$. Das entsprach den Zahlen von den Boomjahren wie 2004⁶⁵. Ein negatives Beispiel für dieses Phänomen ist wieder Merrill Lynch. Mitten in der Krise, in 2008, haben ungefähr 700 Angestellte Boni über 1 Million US-\$ von einem totalen Bonuspool von 3,6 Milliarden US-\$ erhalten. Die Investmentbank schrieb in diesem Jahr 27 Milliarden US-\$ Verluste. Trotzdem betragen die höchsten 4 Boni rund 121 Millionen US-\$⁶⁶.

Die genannten Beispiele zeigen sehr deutlich die Anreize: Sie nötigten Manager in der Finanzindustrie geradezu dazu, Risiken einzugehen und kurzfristig zu denken, um über Hebelwirkungen die Profite und Eigenkapitalrendite, die an der Börse für noch mehr Profite sorgten, zu maximieren. Hellwig (2009) bezeichnet solche Risikoanreize als "unangebracht". Wenn zusätzlicher Umsatz durch risikoreiche Investitionen gemacht wurde, wurden die Manager zusätzlich entlohnt, ohne aber eine Reduzierung für das zusätzliche Risiko hinnehmen zu müssen. Ersetzte ein Manager beispielsweise ein effektives und teures Risikomanagement durch ein ineffektives und preiswertes System, wurde er für die Einsparungen belohnt. Reduzierungen für die Ineffektivität des Risikomanagements gab es hingegen nicht⁶⁷. Zusammenfassend ist das Kompensationsystem der Banken im Finanzsystem charakterisiert durch Ermutigung von moralischem Fehlverhalten. Die Kompensationen bestehen oft aus monetären Boni, die auf kurzzeitigen Profiten basierten. Diese Boni sind positiv in guten und einfach Null oder trotzdem positiv in schlechten Zeiten. Die Verantwortlichen in der Finanzindustrie hatten dadurch sehr große Anreize, größere Risiken zu billigen, als es für die langfristige Wertmaximierung der Aktionäre gut gewesen wäre⁶⁸. Dieses Anreizsystem fand insbesondere im Immobilienmarkt bzw. im dazugehörigen Verbriefungsmarkt Anwendung.

⁶⁴ vgl. Crotty, 2009: S. 565

⁶⁵ vgl. Crotty, 2009: S. 565 zit. n. DiNapoli, 2009

⁶⁶ vgl. Crotty, 2009: S. 565 zit. n. Wall Street Journal, 2009

⁶⁷ vgl. Hellwig, 2009: S. 152

⁶⁸ vgl. Archaya et al., 2009: S. 108

Volumen und Risiko

Ähnliche Anreize wirkten in der Verwertungskette von der Hypothekenherausgabe bis hin zur Verbriefung. Jeder schien von den Subprime-Krediten zu profitieren. Der Hypothekemakler, der Gutachter für die Immobilien, die Banken für die Ausgabe von Hypotheken und der Bündelung der Hypotheken zu MBSs, die Investmentbanken, die diese MBSs in CDOs und doppelte CDOs verwandelten. Die immer komplexer werdenden Finanzprodukte mussten zunehmend von Ratingagenturen bewertet werden. Jede Instanz dieser Verwertungskette erhielt für ihre Leistungen Gebühren und gab das Kreditrisiko jeweils weiter. Die dadurch geförderte Abnahme der Qualität der Kredite und die Undurchsichtigkeit der strukturierten Verbriefungen hat die Zerbrechlichkeit des Systems deutlich verstärkt⁶⁹. Die Abnahme der Qualität der Kredite ist darauf zurückzuführen, dass jede Instanz – die Geschäftsbanken, die Ratingagenturen, die Hypothekemakler, die Investmentbanken und auch Versicherungsgesellschaften wie AIG, die die CDOs mit CDSs versichert haben – Gebühren einnahmen, die auf dem Volumen der verkauften Produkte basierten. Für alle Instanzen bedeutete ein zunehmendes Volumen zunehmende Einnahmen und letztendlich zunehmende Boni⁷⁰. Diese Volumenreize und auch Leistungsreize führten zu einem Verfall der ethischen Richtlinien vieler Akteure und führten zu einer Verstärkung der letztendlichen Auswirkungen der Subprime-Krise. Große Finanzinstitutionen wussten, dass viele der von ihnen zur Verbriefung ausgewählten Kredite ihre eigenen Kreditvergabestandards nicht erfüllten. Dennoch verkauften Sie diese MBSs an Investoren⁷¹. Teilweise behielten Banken die risikobehafteten Produkte auch selbst, um Investoren davon zu überzeugen, dass die ausgegebenen MBSs und CDOs sicher waren. Weitere Gründe für das Festhalten an risikoreichen MBSs und CDOs in den Bilanzen der Banken war die Tatsache, dass der große Durchlauf und die Bearbeitungszeit für die Umwandlung der Hypotheken in MBSs und dann in CDOs eine Überbrückungszeit schuf, in der die Banken risikoreiche Verbriefungen ständig selbst halten mussten. Wie bereits zuvor erwähnt, wurden Profite und Boni in den Boomzeiten durch große Hebelwirkungen maximiert, welches natürlich die Eigenkapitalrendite verstärkte und gleichzeitig die Risiken stark ansteigen ließ⁷². So konnten Finanzierungsmaßnahmen über den Markt für Rückkaufvereinbarungen eine Hebelwirkungen von bis zu 1 zu 40 für MBSs erzielen⁷³. Diese immensen Hebelwirkungen bei MBSs konnten durch eine Schwankung von we-

⁶⁹ vgl. Archaya et al., 2009: S. 105

⁷⁰ vgl. FCIC, 2011: S. 129

⁷¹ vgl. FCIC, 2011: S. XXII

⁷² vgl. Fußnote 59: vgl. Crotty, 2009: S. 565

⁷³ vgl. IMF, 2008: S. 23

nigen Prozenten die komplette Investition entweder verdoppeln oder aber zunichtemache⁷⁴.

Die genannten Beispiele zeigen deutlich, welche Risiken jede Instanz der Verwertungskette, besonders die Banken, gewillt waren, einzugehen, um die höchsten Profite und Boni zu erzielen. Veränderungen im Bankensektor legten den Grundstein für die neuen Anreize, die die Risikobereitschaft stark erhöhte. Die monetären Anreize hatten für die Verantwortlichen ausschließlich Vorteile bei Gewinnen und keine negativen Folgen bei Verlusten. Dadurch explodierte das Volumen und das Risiko der täglichen Aktivitäten. Dieses Problem hat die Auswirkungen der Subprime-Kredite, der Blase und des Zusammenbruchs deutlich verschärft. Dadurch entstanden auch diverse Fälle des Betrugs, die die Anreizproblematik noch verstärkt.

2.2.5 Betrug

Nach dem Platzen der Blase kamen schrittweise viele Fälle von Betrug zum Vorschein. Es kam in vielen verschiedenen Institutionen zu Betrugsfällen bzw. Fällen, die sich am Rande der Legalität abspielten und mindestens unethische Geschäftspraktiken beinhalteten. Angefangen von der Hypothekenvergabe mit falschen Bewerberangaben bis hin zum Verkauf von CDOs mithilfe von Verschleierung von Informationen. Die Entwicklung des CDO-Marktes und die zunehmende Komplexität und Entfernung zwischen Hypothekennehmern und Investoren hat das Betrugsproblem noch verstärkt. Die Verbriefung erlaubte es, die Vergabestandards für Kredite stark zu senken. Das führte zu einem bedeutend größeren Volumen an Krediten und mehr Möglichkeiten für Betrug bei Hypotheken⁷⁵.

Die betrügerischen Praktiken waren hauptsächlich auf die Steigerung von Profiten ausgelegt. Beispielsweise gab es Fälle, bei denen Kreditinteressenten absichtlich Subprime-Kredite verkauft wurden, obwohl sie sich eigentlich für einen Prime-Kredit qualifiziert hätten. Die Subprime-Kredite boten aber höhere Gebühren für die Herausgeber und höhere Zinsraten. Auch konnten beispielsweise Kredite ausgegeben werden, die anfangs eine niedrige Zinsrate hatten, womit der Anschein erweckt werden sollte, dass diese Zinsrate fix und das Risiko niedrig sei⁷⁶. Diese sogenannten Option Adjustable Rate Mortgages (Option ARMs) (z. Dt. Optional anpassbare Ratenhypotheken) wurden

⁷⁴ vgl. FCIC, 2011: S. 135

⁷⁵ vgl. Collins et al., 2010: S. 634

⁷⁶ vgl. Ngyuen et al., 2010: S. 595 und vgl. Fußnote 49

teilweise Menschen verkauft, deren Muttersprache nicht Englisch war. Diese Kunden wurden nach einer mündlichen Besprechung dazu gedrängt, englische Dokumente mit sehr schlechten Konditionen zu unterzeichnen. Einige dieser Kunden konnten nicht einmal ihre erste Rate bezahlen⁷⁷. Das mögen die schlimmsten Einzelfälle gewesen sein, jedoch unterstreicht das nochmals die Anreize, die zu den Betrugsfällen führten. Besonders hervorzuheben ist die Tatsache, dass bestimmte Arten von Betrug von den Verantwortlichen als akzeptable und normale Geschäftspraktiken und als ein nötiges Mittel für Gewinne angesehen wurden⁷⁸. Das bekannteste Beispiel für Börsenbetrug war der Fall von Bernard L. Madoff. Fast 20 Jahre hielt er ein Schnellballsystem aufrecht, das nicht nur individuelle, sondern auch viele institutionelle Anleger täuschte. Er nutzte seine gute Reputation als ehemaliger Vorsitzender der NASDAQ Börse geschickt aus. Die Größe des Betrugers war beiseihslos⁷⁹. Ein weiteres Beispiel sind auch interne Praktiken bei den Banken. Beispielsweise schönte Fannie Mae 1998 laut Armando Falcon Jr. (ehemaliger Direktor der Aufsichtsbehörde für die GSEs) ihre Bücher systematisch: Abweichung von Jahreszielen wurden beiseihsweise um die Hälfte reduziert, damit die verantwortlichen Topmanager trotzdem ihre Bonuszahlungen erhielten⁸⁰. Auch im Verbriefungsmarkt zeigte sich das Problem. Im April 2010 wurde Goldman, Sachs & Co. von der Securities and Exchange Commission (SEC) (die US-Bundesbehörde für Börsenaufsicht) wegen Betrugs angeklagt. Goldman Sachs soll ein synthetisches CDO strukturiert und vermarktet und dabei essentielle Informationen verschwiegen haben. Es handelte sich um die Tatsache, dass der Hedgefonds Paulson & Co. bei der Auswahl der unterliegenden Sicherheiten beteiligt war und gleichzeitig gegen dieses CDO gewettet hatte⁸¹. Dieses Beispiel zeigt sehr deutlich die Interessenkonflikte, mit denen die Unternehmen und Manager zu kämpfen hatten.

Die Betrugsfälle wurden durch die Entwicklungen in den Märkten für Hypotheken und der Verbriefungen begünstigt. Die Anreize waren der Ursprung von Betrugsfällen und spielten eine beitragende Rolle für die Entwicklungen bis hin zur Subprime-Krise. Viele Beteiligte hielten sich nicht an moralische Richtlinien, um kurzfristige Profite für das Unternehmen zu erzielen und dadurch ihre persönlichen Profite zu maximieren. Die Anreizproblematik ist der Auslöser für diese Betrugsfälle und im Zusammenhang mit den Betrugsfällen als wichtige Ursache für die Krise anzusehen. Ähnliche Interessen-

⁷⁷ vgl. FCIC, 2011: S. 108f zit. n. Testimony before FCIC by Kevin Stein. 23.09.2010.

⁷⁸ vgl. Ngyuen et al., 2010: S. 595

⁷⁹ vgl. Guiso, 2010: S. 7

⁸⁰ vgl. FCIC, 2011: S. 64 zit. n. Testimony before FCIC by Armando Falcon Junior. 09.04.2010.

⁸¹ vgl. SEC, 2010: online

konflikte, wie die im Betrugsfall von Goldman Sachs, existierten auch bei einem weiteren wichtigen Teilnehmer der Subprime-Kette.

2.2.6 Ratingagenturen

Wie bereits unter den Punkt 2.2.4 der Arbeit kurz beschrieben, haben auch die Credit Rating Agencies (CRAs) (z. Dt. Kreditratingagenturen) in der Verwertungskette der Hypotheken eine wichtige Rolle gespielt. Im Folgenden wird nun die Ratingpraxis sowie das Geschäftsmodell dieser Agenturen erläutert und in Zusammenhang mit den bereits analysierten Ursachen gestellt, um die Rolle der Ratingagenturen als Ursache zu untersuchen.

Definition Ratingagenturen

Für die US-Bundesbehörde für Börsenaufsicht und Kontrolle des Wertpapierhandels, SEC, ist ein Rating (z. Dt. Bewertung) eine Meinung einer Ratingagentur zu einem bestimmten Zeitpunkt zu der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens, einer Forderung oder einer Verbriefung⁸². Die 3 größten Agenturen sind Fitch, Moody's und Standard & Poor's. Die Ratingagenturen geben Ihre Meinung in Form von bewerteten Noten ab. Die Symbole gehen von AAA, eine der besten Bewertungen, bis zu D, der schlechtesten Bewertung. Die Symbole variieren von Agentur zu Agentur und können diverse Untergruppen aufweisen⁸³. Ratingagenturen bieten Informationen für Investoren und Kreditnehmer. Für Investoren verringern sie die Kosten für Informationen und für Kreditnehmer die Kosten für den Zugang zum Markt. Die Funktionen der Kreditratings beinhalten das objektive Messen von Kreditrisiken, ein Mittel zur Vergleichbarkeit von verschiedenen Finanzmarktprodukten und ein Standardmaß für das Kreditrisiko⁸⁴.

Die beschriebenen Funktionen der Ratingagenturen zeigen deutlich die Wichtigkeit der Ratingagenturen. Im Jahre 2001 änderten sich die Kapitalunterlegungsvorschriften der Banken, die es ihnen erlaubte, weniger Sicherungskapital für hoch bewertete Verbriefungen zu halten. Beispielsweise benötigten BBB-bewertete Wertpapiere fünf mal so viel Kapital wie AAA oder AA-bewertete Papiere⁸⁵. Dadurch gab es gigantische

⁸² vgl. Langohr et al., 2010: S. 23 zit. n. SEC, 2003: S. 5

⁸³ vgl. Langohr et al., 2010: S. 45ff

⁸⁴ vgl. Langohr et al., 2010: S. 90ff

⁸⁵ vgl. FCIC, 2011: S. 119

Anreize für Banken, stets nach hohen Bewertungen zu streben. Im Zusammenhang mit den Verbriefungsprodukten des Hypothekenmarktes schienen die hochbewerteten CDOs mit hohen Renditen für Investoren als perfekte Anlage. Die AAA-Bewertungen suggerierten Sicherheiten wie von US-Staatsanleihen. Die überoptimistischen Ratings für die aus MBSs bestehenden CDOs spielen eine bedeutende Rolle in der Kausalitätskette für die Entstehung der Krise. Die vielen Schritte zwischen den eigentlichen Kreditnehmern für Häuser und den finalen Investoren der CDOs erhöhte die Komplexität des Systems so stark, dass die Wichtigkeit der Ratingagenturen enorm zunahm. Die hohe Komplexität erschwerte es, die Risiken unabhängig von den Agenturen einzuschätzen⁸⁶. Die vielen Zwischenschritte machten die Struktur so undurchsichtig, dass selbst die erfahrendsten Investoren nicht mehr wussten, was sie eigentlich genau in ihren Portfolios hatten⁸⁷. Diese Komplexität machte die 3 führenden Ratingagenturen zu Schlüsselfiguren in dem wachsenden Markt für Verbriefungen⁸⁸. Jedoch waren die Praktiken der Agenturen von Interessenkonflikten stark beeinflusst, da jeder Zwischenhändler der Hypotheken, auch die Ratingagenturen, Gebühren mit jeder zusätzlichen Hypothek verdiente. Diese Interessenkonflikte werden im Folgenden beschrieben und analysiert.

Risikoanreize und Modelle

Im komplizierten Prozess der Verbriefung erzielten die Agenturen hohe Prämien und Gewinne. Für sie galt, ebenso wie bei den Banken und Hypothekenunternehmen, Volumen der Bewertungsaufträge gleich Umsatz, gleich Gewinn und schließlich gleich Boni für die Manager⁸⁹. Durch den Boom der Subprime-Kredite und deren Verbriefungen machten die Bewertung für die genannten CDOs einen immer größeren Teil des Umsatzes der Ratingagenturen aus. Die guten Bewertungen für diese Verbriefungen heizten den Verkauf und die Nachfrage an. Dadurch wurden immer neue Subprime-Kredite veranlasst, die in MBSs gebündelt wurden. Beispielsweise machten die Bewertungen von strukturierten Finanzprodukten wie MBSs und CDOs fast die Hälfte des Umsatzes von Moody's in 2005, 2006 und 2007 aus. Von 2000 bis 2007 vervierfachten sich die Umsätze, die durch die Bewertungen solcher Finanzinstrumente generiert wurden⁹⁰. Es ist klar erkennbar, dass es einen großen Anreiz für die Agenturen gab, gute Bewertungen, selbst bei suboptimalen

⁸⁶ vgl. FCIC, 2011: S. 426

⁸⁷ vgl. Archaya et al., 2009: S. 105

⁸⁸ vgl. FCIC, 2011: S. 43

⁸⁹ vgl. Fußnote 65: vgl. FCIC, 2011: S.129

⁹⁰ vgl. FCIC, 2011: S. 118 zit. n. FCIC Analyse und Berechnungen von Moody's Form 10-Ks 2003-2007

Eigenschaften, abzugeben. Es ist daher nicht verwunderlich, dass sie hohe Ratings für gefährliche Produkte während der Krise vergaben⁹¹. Gleichzeitig hatten die Ratingagenturen Beratungsfunktionen für die Banken inne. Die Ratingagenturen berieten die Banken, wie sie bessere Ratings für ihre Produkte erreichen konnten⁹². Der Konkurrenzdruck unter den Agenturen war zusätzlich sehr stark. Ein großes Problem war, dass die Agenturen nur für Bewertungen bezahlt wurden, die auch vom Auftraggeber akzeptiert wurden. Wenn dem Auftraggeber die Bewertung nicht gefiel, hatte er die Möglichkeit auf eine Konkurrenzagentur auszuweichen. So entstand ein enormer Druck für die Agenturen, gute Bewertungen abzugeben⁹³. Hinzu kommt noch, dass die Personalfuktuation zwischen Ratingagenturen, Investmentbanken und Geschäftsbanken sehr hoch war. Dadurch wurden viele ehemalige Kollegen zu Kunden der Ratingagenturen⁹⁴. Auch beschreibt Moody's sowie alle anderen großen Agenturen ihre Ratings lediglich als eine Meinung bezüglich der bewerteten Papiere. Das hat auch die Rechtsprechung bekräftigt, wodurch die Ratingagenturen nicht haftbar für die spätere Leistung der Papiere gemacht werden können⁹⁵.

Die Risiken wurden aufgrund der Interessenkonflikte von den Agenturen komplett falsch eingeschätzt. Die Modelle für die Bewertung der besagten Finanzinstrumente basierten auf falschen Annahmen. So hat Moody's beispielsweise die Verschlechterung der Kreditvergabestandards und einen möglichen starken Abfall der Immobilienpreise in den Modellen nicht genügend in Betracht gezogen. Die Modelle von Moody's haben Kreditinformationen wie Einkommen-zu-Darlehens-Verhältnisse, Bonität der Kreditnehmer, Darlehenskonditionen und andere Informationen verarbeitet. Die Modelle durchspielten mehrere tausende Szenarien mit verschiedenen Zinsraten, unterschiedlichen Arbeitslosenraten sowie auch Änderungen bei den Immobilienpreisen. Die Modelle zogen jedoch nicht in Betracht, dass die Preise im ganzen Land plötzlich drastisch sinken könnten⁹⁶. Diese Modelle waren dafür gedacht, die Sicherheit der bewerteten Tranchen von CDOs zu bewerten. Jedoch haben sich diese Modelle als komplett unzuverlässig erwiesen⁹⁷.

Zusammenfassend haben die Ratingagenturen ihre Mission verfehlt, qualitativ hochwertige und unabhängige Meinungen abzugeben, an denen sich Investoren orien-

⁹¹ vgl. Crotty, 2008: S. 4

⁹² vgl. Hellwig, 2009: S. 166

⁹³ vgl. FCIC, 2011: S. 210 zit. n. Interview mit David Teicher. 04.05.2010.

⁹⁴ vgl. FCIC, 2011: S. 150

⁹⁵ vgl. FCIC, 2011: S. 120

⁹⁶ vgl. FCIC, 2011: S. 120

⁹⁷ vgl. Crotty, 2008: S. 8

tieren können. Sie haben die vielen Warnzeichen missachtet, die bedeutende Probleme im Hypotheken- und Häusermarkt aufgezeigt haben⁹⁸. Auf diese Weise spielten die Agenturen in der Kausalitätskette der Ursachen für die Krise eine wichtige Rolle. Erst durch die guten Ratings konnten immer mehr Verbriefungen der Subprime-Kredite an Investoren verkauft werden. Die hohe Nachfrage nach CDOs, die durch die Ratingagenturen gefördert wurde, führte zu immer mehr Subprime-Krediten. Das ließ den Markt für Häuser und für die dazugehörigen Verbriefungen noch weiter wachsen und die Qualität der unterliegenden Kredite noch weiter verkommen. Diese Wechselwirkung der genannten Faktoren wurde zusätzlich verstärkt, da jegliche Agenten in der Ursachenkette Anreize hatten, die Risiken zu übersehen und die risikobehafteten Aktivitäten aufgrund der hohen Profite weiterzuführen und hochzufahren.

2.2.7 “Too-Big-To-Fail“-Problematik

Doch nicht nur die Akteure in der Finanzindustrie billigten und förderten diese hoch risikoreichen Aktivitäten. Auch Impulse aus der Politik spielten eine Rolle. In diesem und dem nächsten Kapitel wird näher auf die Rolle der Politik in Bezug auf Regulierung und den Impulsen eingegangen. Bereits in der Vergangenheit gab es Fälle von Rettungen, wo die Regierungen Finanzinstitutionen aufgrund ihrer Größe retteten. Das sendet falsche Impulse, da es scheint, dass die Fehler von einzelnen Unternehmen nicht mehr die Verantwortlichen, sondern die Steuerzahler tragen müssen. Das verstärkt wiederum die Anreize, noch risikoreicher zu handeln. Diese Problematik ist somit ein weiterer Eckpunkt der Ursachen.

Dieses Problem kann so verstanden werden: Wenn eine Finanzinstitution so groß und durch ihre Geschäfte so sehr mit wichtigen anderen Institutionen verbunden ist, dass ihr Scheitern diese anderen Institutionen auch gefährden würde, ist sie "Too-Big-To-Fail" (z. Dt. zu groß zum Scheitern). Es besteht in diesem Fall ein Ansteckungsrisiko, da die direkte finanzielle Verbindung die Probleme einer Institution auf die anderen Institutionen übertragen kann. Finanzinstitutionen sind "Too-Big-To-Fail", wenn die Gefahr der Ansteckung so groß ist, dass die Politik sie nicht scheitern lassen will bzw. kann. Die Politik entscheidet über solche Rettungen in Anbetracht der möglichen Folgen eines Scheiterns für das System⁹⁹. Mögliche Folgen einer Insolvenz eines sehr

⁹⁸ vgl. FCIC, 2011: S. 212

⁹⁹ vgl. FCIC, 2011: S. 431

großen Unternehmens könnte der Kollaps des gesamten Finanzsystems sein. Panikreaktionen von Anlegern spielen hierbei eine wichtige Rolle.

Der Begriff des "Too-Big-To-Fail" tauchte im Jahre 1984 auf, als die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) (z. Dt. Nationale Einlagensicherungsgesellschaft) sich entschied, die Bank Continental Illinois aufgrund ihrer Größe und Systemrelevanz zu retten. Viele andere Banken gingen bankrott und nur die Continental Illinois wurde gerettet, da ihre Insolvenz eine große Panik und Ängste bezüglich der Einlagen ausgelöst hätte¹⁰⁰. Vor rund fünfzehn Jahren passierte genau das gleiche mit dem Hedgefonds Long Term Capital Management (LTCM) (z. Dt. langzeit Kapital Verwaltung). Dieser wurde aufgrund der möglichen systemischen Risiken bei einem Kollaps des Fonds gerettet. Seitdem hat sich kaum etwas an dem verändert wie man mit einem solchen Ereignis umgeht¹⁰¹. Wie bereits in dem Verlaufskapitel erwähnt, wurde aufgrund der "Too-Big-To-Fail"-Problematik Fannie Mae und Freddie Mac, AIG und Citigroup gerettet.

Die umfassenden staatlichen Garantien für Finanzinstitute, die zu groß zum Scheitern sind, führten zu einem Anreiz, so schnell wie möglich so groß zu werden, dass die Institution für das System relevant ist. Ist dieses Ziel erreicht, können bei einer Krise die Verluste auf den Steuerzahler verlagert werden¹⁰². Dies konnten die Institutionen durch Fremdfinanzierung und die Erhöhung von Hebelwirkungen, sowie risikoreiche Investments erreichen. Die "Too-Big-To-Fail"-Politik wirkte noch verstärkend auf die ohnehin schon hoch risikoreichen Praktiken der Finanzinstitutionen. Denn wenn die Institutionen ohnehin aufgrund ihrer Größe und ihrer Systemrelevanz von der Politik vor dem Scheitern gerettet werden, senkt das die Risikoaversion für mögliche Verluste. Die Folgen von Fehlentscheidungen trägt nicht der Verantwortliche, sondern der Steuerzahler. Crotty (2008) plädiert dafür, dass Manager zur Rechenschaft gezogen werden sollten, wenn ihre Unternehmen durch Steuergelder gerettet werden müssen¹⁰³.

Diese Anreize, die durch ehemalige Rettungen gesetzt wurden, verstärkten die ohnehin bestehenden Impulse zur Risiko- und Profitmaxierung. Diese Problematik hat nicht direkt zur Krise beigetragen, jedoch indirekt die Ursachen verstärkt, da große

¹⁰⁰ vgl. Heaton, 2007: S. 6

¹⁰¹ vgl. Hellwig, 2009: S. 200

¹⁰² vgl. Archaya et al., 2009: S. 94

¹⁰³ vgl. Crotty, 2008: S. 13

Finanzinstitutionen aufgrund ihrer Systemrelevanz im Falle einer Insolvenz auf den Staat hoffen konnten.

Nach der bisherigen Ursachenanalyse stellt sich noch immer die Frage, wie die Banken durch eine Immobilienkrise in so große Schwierigkeiten geraten konnten. Warum gab es seitens der Behörden keine Regulierung bezüglich der risikoreichen Aktivitäten? Die fehlende Regulierung wird im folgenden Unterkapitel genauer untersucht.

2.2.8 Unzureichende Regulierung

Neben den bereits erwähnten Faktoren hat insbesondere auch die fehlende Regulierung im Hypotheken- und Verbriefungsmarkt zu den Entwicklungen hin zur Krise beigetragen. Auf jeder Ebene – bei den Hypothekenherausgebern, Beratern, Banken, Investmentbanken und Ratingagenturen – hätte eine effiziente Regulierung Fehlverhalten vermeiden können. Die Betrugsfälle, die globalen Ungleichgewichte, die Zinsen der FED, der Amerikanische Traum und die Anreizsysteme stellen in Wechselwirkung verschiedene Punkte in der Ursachenkette für die Entstehung der Krise dar. Eine umfassende und effektive Regulierung hätte diese Fehlentwicklungen allerdings vermeiden oder zumindest schmälern können. Das Versagen der Regulierungsbehörden markiert deshalb einen weiteren Punkt in dieser Kette.

Um den Zusammenhang zwischen der Deregulierungsbewegung vor der Krise und dem Entstehen der Immobilienblase genauer zu verstehen, wird im Folgenden kurz auf die Geschichte der Deregulierung im US-amerikanischen Finanzmarkt eingegangen.

Kurze Geschichte der Deregulierung

Nach der Großen Depression 1929 in den USA wurde allgemein angenommen, deregulierte Finanzmärkte seien instabil und könnten schwere ökonomische Krisen verursachen. Daraufhin wurde in den USA der 30er Jahre eine strenge Regulierung der Finanzmärkte durch die US-Regierung veranlasst, die bis in die 60er Jahre gut funktionierte. Finanzmarkttheorien von John Maynard Keynes und Hyman Minsky spiegelten sich in den Erkenntnissen aus der Großen Depression wider und unterstützten den Wechsel von einer schwachen zur starken Regulierung. Erneute ökonomische Krisen wie die Ölkrise in den 70ern und 80ern haben jedoch erneut zu einem Paradigmenwechsel geführt. Deregulierung, gefordert von den Banken und unterstützt durch das

Aufkommen der Effizienzmarkthypothese, ersetzte die strenge Regulierung und läutete eine neue Form des Kapitalismus ein¹⁰⁴, dessen unzureichende Regulierung einen wichtigen Teil der Ursachen für die Finanzkrise 2007 ausmachte.

Bezüglich des Immobilienmarktes setzte die Politik wichtige Grundsteine für die spätere Entwicklung mit dem Hypothekenmarkt. Im Jahr 1995 leitete Präsident Clinton eine Initiative für die Steigerung der Anzahl der Hauseigentümer in den Vereinigten Staaten von Amerika ein, wodurch zwischen 1993 und 1995 fast 2,8 Millionen Haushalte Immobilieneigentümer wurden. Das entspricht einer Verdoppelung im Vergleich zu den zwei vorangegangenen Jahren¹⁰⁵. Ein weiterer Schritt war 2004 die von der Bush Administration gestartete American Dream Zero Equity Mortgage Initiative, die weiteren Familien mit niedrigen Einkommen eine Hypothek ermöglichen sollte. Des Weiteren wurden stärkere Kapitalunterlegungsvorschriften und schärfere Bilanzkontrollen für die beiden führenden staatlich geförderten Herausgeberbanken für Hypotheken, Fannie Mae und Freddie Mac, eingeführt. Das öffnete den Weg für private Banken¹⁰⁶, die nun in den höchstprofitablen Markt für Hypotheken einsteigen und immer undurchsichtigere Produkte zur Profitmaximierung schaffen konnten.

Auch führte im Jahr 2004 die SEC eine neue Vorschrift ein, die es Investmentbanken erlaubte, deren Verschuldungsgrad stark anzuheben¹⁰⁷. Diese Veränderung erlaubte es Investmentbanken, interne Modelle für die Bestimmung der Kapitalunterlegungsvorschriften zu benutzen. Theoretisch konnten die großen Investmentbanken dadurch so große Hebel anwenden, wie sie wollten¹⁰⁸. Dass die Banken sowohl Risiko als auch die Kapitalvorschriften selbst bestimmen konnten und gleichzeitig annahmen, dass große Verluste unmöglich wären, machte sie verletzbar¹⁰⁹. Das Kapital zur Unterlegung von Hypothekenverbriefungen verkleinerte sich um mehr als die Hälfte. Das vergrößerte den Hebel und konnte somit höhere Gewinne erzielen¹¹⁰. Diese Hypotheken wurden in den genannten MBSs gebündelt, die wiederum in CDOs gebündelt wurden und nochmals in weiteren CDOs gebündelt wurden. Das führte zu einer starken Undurchsichtigkeit und hohen Komplexität der Finanzprodukte, die zur Verschärfung der Krise beitrugen. Die Regulierungsbehörden haben auch in diesem Bereich nicht genügend getan, um die Probleme zu verhindern oder zu beseitigen.

¹⁰⁴ vgl. Crotty, 2009: S. 563

¹⁰⁵ vgl. FCIC, 2011: S. 41

¹⁰⁶ vgl. Bundell-Wignall et al., 2008: S. 3

¹⁰⁷ vgl. Bundell-Wignall et al., 2008: S. 3f

¹⁰⁸ vgl. Archaya et al., 2009: S. 107

¹⁰⁹ vgl. Crotty, 2009: S. 571

¹¹⁰ vgl. Bundell-Wignall et al., 2008: S. 5

Steigende Komplexität der Finanzprodukte

Der Aufbau der Finanzprodukte wurde vor der Krise in zunehmendem Maße intransparent. Welche Hypotheken genau die unterliegenden Sicherheiten darstellten, wusste zum Ende praktisch niemand mehr. Um diese Problematik zu verstehen, werden im Folgenden die wichtigsten Finanzprodukte, die im Zusammenhang mit der Subprime-Krise immer wieder genannt werden, erläutert und mit der entstandenen Komplexität und Undurchsichtigkeit in Verbindung gesetzt.

Die besagten Subprime-Kredite, die für die Krise verantwortlich gemacht werden, wurden in die bereits erwähnten MBSs verpackt. Der Begriff der MBSs kann als eine Unterform von ABSs angesehen werden. ABS steht für Asset Backed Security und bedeutet übersetzt forderungsbesicherte Wertpapiere. Laut Gabler Wirtschaftslexikon sind sie „eine spezifische Form der Verbriefung von Zahlungsansprüchen [..] in handelbaren Wertpapieren [...]. Sie entstehen durch die Bündelung bestimmter Finanzaktiva von Unternehmen [...]. Verbriefte Immobilienkredite bzw. Hypothekendarlehen auf Immobilien werden Mortgage Backed Securities (MBS) genannt [...] und sind [...] ein Unterfall der ABS.“¹¹¹ Im Falle der MBS bestehen die Finanzaktiva, die gebündelt werden, aus Forderungen von Immobilienkrediten bzw. Hypothekendarlehen. Die große Masse an Hypotheken führte dazu, dass die Banken die Hypotheken verbrieften und sich somit neue liquide Mittel beschaffen konnten¹¹². Hellwig (2009) beschreibt diesen Verbriefungsprozess wie folgt: Traditionell werden die Hypothekenforderungen in eine Zweckgesellschaft transferiert, die sich durch die Ausgabe der MBSs refinanziert. Die MBS-Forderungen kommen aus den Zahlungen von den Hypotheken, die in diesen MBSs gebündelt wurden. Das bedeutet, dass die Risiken der Finanzierung von dem Hypothekenoriginator zur Zweckgesellschaft und letztendlich zum Halter der MBS weitergegeben werden. Diese Verbriefungen werden in verschiedene Schichten herausgegeben, die sich Tranchen nennen. Die verschiedenen Tranchen der MBS bieten jeweils verschiedene Ausfallrisiken und Verzinsungen. Je höher die Zinsen, desto höher ist die Ausfallwahrscheinlichkeit. Bei einem Ausfall, werden erst die sicherste Senior Tranche bedient, danach die mittlere Mezzanine Tranche und zum Schluss die unsicherste Tranche mit der höchsten Rendite bedient¹¹³. Die MBS konnten aber auch aus weitaus mehr als nur drei Tranchen bestehen. Diese Tranchen wurden von den Ratingagenturen bewertet, was einen großen Einfluss auf die Verkäuflichkeit der Wertpapiere hatte. Tranchen, die keine Top-Bewertung hatten, wurden nur ungern gekauft.

¹¹¹ Gabler Wirtschaftslexikon, 2015B: online

¹¹² vgl. Pech, 2008: S. 25

¹¹³ vgl. Hellwig, 2009: S. 138ff

Collateralized Debt Obligations (CDOs) (z. Dt. besicherte Schuldverschreibungen) sind ein weiteres Finanzprodukt, dem eine Rolle in der Krise zugeschrieben wird. Das vorher sehr kritisch betrachtete Finanzprodukt namens CDO veränderte im ersten Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts den Hypothekenmarkt deutlich, indem es die Nachfrage für schlecht bewertete Tranchen von MBS erhöhte. Da Tranchen ohne AAA-Ratings schlecht verkäuflich waren, wurden diese einfach wieder gebündelt und in neue Zweckgesellschaften transferiert, die sich wiederum durch die Herausgabe von neuen Wertpapieren refinanzierten¹¹⁴. Diese Wertpapiere konnten wieder nach dem gleichen Prinzip tranchiert werden. Auch diese CDOs stellen eine Unterform der ABS dar, da sie nichts anderes sind, als forderungsbesicherte Wertpapiere. Der einzige Unterschied besteht in den unterliegenden Sicherheiten bzw. Forderungen und in der zunehmenden Komplexität des Gebildes. Denn die CDOs sind noch einen Schritt weiter von der Hypothek entfernt, als MBSs. Die MBSs kauften Hypotheken auf, wogegen die CDOs die MBSs als unterliegende Forderung für die ausgegebenen Wertpapiere kauften¹¹⁵. Hier lässt sich bereits erkennen, dass die Produkte selbst immer komplexer wurden. Noch deutlicher wird dieses Problem bei der Betrachtung dessen, welche Formen diese CDOs annahmen. Die Praxis, „[that] bank[s] [were] originating the mortgages and repackaging them into MBSs, the investment bank[s] [then] repackaging the MBSs into CDOs, CDOs of CDOs, and even CDOs cubed [...]“¹¹⁶, zeigt deutlich, welches Ausmaß dieser Verbriefungsprozess angenommen hatte. Die zugrundeliegenden Forderungen der einfachen CDOs waren bereits nicht mehr leicht zu identifizieren. Der Prozess wurde jedoch immer weiter vollzogen, indem unverkäufliche CDO-Tranchen wieder in neuen CDOs verpackt wurden. Zum Ende der Krise waren die CDOs zur Potenz drei so komplex, dass es sehr schwer zu erkennen war, woraus diese CDOs eigentlich bestanden. Hier wird auch noch einmal sehr deutlich, worin die Wichtigkeit der Ratingagenturen bestand. Ohne gute Ratings ließen sich diese hochkomplexen Verbriefungen nicht verkaufen.

Es gab allerdings noch weitere Finanzinstrumente wie die Credit Default Swaps (CDS) (z. Dt. Kreditausfallstausch) und synthetischen CDOs, die die Komplexität noch zusätzlich erweitert haben. „Ein CDS ermöglicht die Absicherung gegen ein bestimmtes Ausfallrisiko [...]“¹¹⁷. Diese Absicherungen machten es möglich, dass große Versicherer wie

¹¹⁴ vgl. FCIC, 2011: S. 127

¹¹⁵ vgl. Pech, 2008: S. 29

¹¹⁶ Archaya et al., 2009: S. 105. Übers.: [dass] Bank[en] die Hypotheken herausgaben und diese in MBSs neu verpackten, die Investmentbank[en] [dann] die MBSs in CDOs neu verpackten, in CDOs von CDOs, und sogar CDOs hoch drei [...]

¹¹⁷ Pech, 2008: S. 24

AIG Kredite oder Forderungen versichern und dafür hohe Prämien ohne jegliche Kapitalunterlegung erhalten konnten. Denn CDSs waren vollständig unreguliert und wurden oft nur über das Telefon ohne jegliche Dokumentation abgewickelt¹¹⁸. Des Weiteren machten CDSs es möglich, wiederum synthetische CDOs zu kreieren, die keine „echten“ Forderungen als Grundlage für die Ausgabe von Wertpapieren hatten, sondern nur CDSs, die auf den Ausfall anderer Forderungen wetteten. „Synthetic CDOs were complex paper transactions involving credit default swaps. Unlike the traditional cash CDO, synthetic CDOs contained no actual tranches of mortgage-backed-securities, or even tranches of other CDOs. Instead, they [...] were bets on whether borrowers would pay their mortgages.“¹¹⁹ Als die Finanzinstitutionen keine richtigen Produkte mehr zur Verbriefung hatten, fingen sie an synthetische CDOs herzustellen, deren Herstellungsprozesse noch dazu preiswerter waren¹²⁰.

Die eben beschriebenen Finanzprodukte zeigen nochmals sehr deutlich die Komplexität im System des Verbriefungsmarktes. Diese immer neuen Finanzinnovationen machten das Finanzsystem undurchsichtig und ließen das Risiko anschwellen. Diese Fehlentwicklungen im Finanzsektor ließen sich teilweise auch auf die Schwächen in der Regulierung zurückführen, die im Folgenden analysiert werden sollen.

Schwächen der Regulierung

Die eben genannten Punkte verursachten einen starken Anstieg von außerbilanziellen MBSs als einer der Haupttreiber für Umsatz und Wachstumszahlen der Banken¹²¹. Es war nur rational von den Banken, MBSs in ein außerbilanzielles Gerüst zu stecken, um kein Kapital dafür bereitstellen zu müssen und eine noch höhere Rendite erzielen zu können. Das zeigt, wie politische Vorgaben und neue Regelungen die Veränderungen in der Unternehmenskultur und die Anreizsysteme der Banken noch zusätzlich untermauert haben, indem die ohnehin hohen internen Anreize für große Risiken durch die neuen Vorgaben indirekt unterstützt wurden. Denn zum Ende der 90er Jahre erlaubte eine neue Regulierung den Banken, risikoreiche Verbriefungen in Structured Investment Vehicles (SIV) (z. Dt. strukturierte Investitionsgesellschaft) zu halten. Diese

¹¹⁸ vgl. Murphy, 2008: S. 66f zit. n. Simon, 2008

¹¹⁹ FCIC, 2011: S. 142. Übers.: „Synthetische CDOs waren komplexe Papiertransaktionen mit Credit Default Swaps. Nicht wie traditionelle Geld-CDOs, bestanden synthetische CDOs aus keinen tatsächlichen Tranchen von Mortgage-Backed-Securities, oder sogar Tranchen von anderen CDOs. Sie waren stattdessen [...] Wetten, ob die Schuldner ihre Hypotheken bezahlen konnten.“

¹²⁰ vgl. FCIC, 2011: S. 8

¹²¹ vgl. Bundell-Wignall et al., 2008: S. 3f

Zweckgesellschaften waren in den Bilanzen der Banken nicht ersichtlich, denn sie waren keine Banken und hatten dadurch keine Eigenkapitalvorschriften. Dass die Banken nun die Verbriefungen in SIVs halten konnten, schuf einen großen Anreiz, so viele Vermögenswerte wie möglich aus der Bilanz zu schaffen¹²², da Banken für Risikopositionen wie MBSs in ihrer eigenen Bilanz stets Eigenkapital bereithalten müssen. Durch die Verschiebung dieser Risiken in SIVs konnten sich in den Bilanzen unsichtbare Hebelwirkungen und unsichtbares Risiko entwickeln. Diese Zweckgesellschaften waren Teil des völlig unregulierten Schattenbankensystems, wozu die Hedgefonds und auch Private Equity Fonds gehörten¹²³. Sie erhöhten die Gewinne und Eigenkapitalrendite der Banken und sorgten für eine positive Entwicklung des Aktienkurses an der Börse. Die Entwicklung des Verbriefungsmarktes beschleunigte diese Steigerungen noch, da die vielen Subprime-Kredite immer mehr Material für die MBSs lieferten und durch die regulatorischen Gegebenheiten Kapitalunterlegungsvorschriften umgangen werden konnten. Ein Großteil der SIVs geriet in Schwierigkeiten während der Krise, da sie sich kurzfristig durch Liquiditätstitel refinanzierten, aber gleichzeitig in langfristige und risikoreiche CDOs investierten. Als die Krise ausbrach, mussten die Banken die nun wertlosen Verbriefungen wieder in ihre Bilanzen aufnehmen, da die Banken die Vermögenswerte für Ihre Tochter-SIVs garantieren mussten. Das führte zu massiven Abschreibungen und sehr hohen Verlusten. Die Banken hatten nicht genug Kapital unterlegt und schienen vor der Krise nur deshalb genügend Reservekapital zu besitzen, weil sie durch die Konstruktion der SIVs Kapitalvorschriften umgehen konnten¹²⁴. So operierten beispielweise die fünf größten Investmentbanken – Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brother, Merrill Lynch und Morgan Stanley – mit extrem niedrigem Eigenkapital. Ihre Hebelwirkung betrug bis zu 40 zu 1. Eine Abwertung der Vermögenswerte um nur wenige Prozente hätte eins der Unternehmen zerstören können. Lehman Brothers ist ein Beispiel dafür. Zusätzlich refinanzierten die Investmentbanken sich über sehr kurzfristige Märkte, was das Problem noch verstärkte¹²⁵.

Ein Mangel an Regulierung bestand auch im Hypothekenmarkt. Obwohl es durch die globalen Ungleichgewichte und die Zinspolitik der FED einen Überfluss an Kapital gab, wurden die immer schlechter werdenden Kreditvergabestandards von der Politik gebilligt. Die schlechten Standards, wie die bereits genannten NINJA Kredite oder andere dubiose Geschäftspraktiken, wurden nicht nur nicht reguliert, sie wurden förmlich un-

¹²² vgl. Crotty, 2009: S. 570

¹²³ vgl. Crotty, 2008: S. 10

¹²⁴ vgl. Crotty, 2008: S. 5f

¹²⁵ vgl. FCIC, 2011: S. XIX

terstützt¹²⁶. Die Initiativen von Präsidenten Clinton und Bush haben diese Entwicklung durch ihre Förderprogramme für mehr Immobilienbesitzer weiter befördert. Ein Beispiel für die fehlende Regulierung aus dem Jahre 2004: Da die GSEs Marktanteile im Verbriefungsmarkt für MBSs an die Investmentbanken verloren, begannen sie ihre Kreditvergabestandards zu lockern. Die Aufsichtsbehörde für die GSEs bestraften 2004 Fannie Mae und Freddie Mac für die Verletzung von Bilanzregeln, ignorierten jedoch die zunehmenden Investitionen in risikoreiche Aktivitäten¹²⁷. Nguyen et al. (2010) beschreibt unzureichende Regulierung auch als eine der Ursachen der Betrugsfälle im Subprime-Markt¹²⁸. Ähnliche Probleme bestanden bei der Regulierung der Kreditratingagenturen. Diese konnten Regulierung mehrere Jahrzehnte komplett umgehen. Seit 1975 musste die SEC zwar den Antrag für die Registrierung als Ratingagenturen genehmigen. Wenn die Agentur jedoch genehmigt wurde, gab es keinerlei weitere regulatorische Richtlinien. Ab dem Jahr 2006 gab es zwar den sogenannten Credit Rating Agency Reform Act. Dieser zwang die Agenturen allerdings nur zur Veröffentlichung der Methoden und Modelle zur Ermittlung der Bewertung. Nun konnten die Methoden oder die Qualität der Ratings zwar eingesehen, aber immer noch nicht reguliert werden¹²⁹.

Diese ineffiziente Regulierung in vielen verschiedenen Bereichen der Finanzindustrie hat einen entscheidenden Beitrag zur Entstehung der Krise geleistet. Die Regulierung versäumte hier nötige und adäquate Vorschriften zu setzen, da die Komplexität und Hebelwirkungen nicht verhindert wurden.

Größe des Systems

Die mangelhafte Regulierung trug dazu bei, dass sich das Finanzsystem immer mehr in Richtung Komplexität und Intransparenz entwickelte. Die entstandenen immensen Hebel führten zu einem so starken Aufblähen des gesamten Systems, dass es letztendlich sehr instabil wurde. Einzelne Institutionen hatten eine solche Größe erreicht, dass sie zu groß zum Scheitern waren. Die unhaltbare Größe der Finanzwirtschaft im Bezug auf die Realwirtschaft wurde von der Politik befördert. Die Aufsichtsbehörden erlaubten Banken mithilfe von hunderten von Tochtergesellschaften so groß und komplex zu werden, dass weder Außenstehende, noch Mitglieder der Börse die Risiken

¹²⁶ vgl. Archaya et al., 2009: S. 99

¹²⁷ vgl. FCIC, 2011: S. 122

¹²⁸ vgl. Ngyuen et al., 2010: S. 591

¹²⁹ vgl. FCIC, 2011: S. 119

richtig einschätzen konnten¹³⁰. Die Hebelwirkungen und Gewinne führten zu Wachstumsraten und zu einer Größe der Unternehmen, dass man diese nicht mehr leichtfertig scheitern lassen konnte, da von ihrem Scheitern ein Risiko für das ganze System ausging.

In den Jahren von 1978 bis 2007 wuchsen die Schuldtitel des US-Finanzsektors von 3 Billionen auf 36 Billionen US-\$ an. Das entsprach mehr als einer Verdoppelung im Bezug auf das Bruttoinlandsprodukt. Wie bereits zuvor beschrieben, kann die Ursache dafür auch in den Veränderungen in der Unternehmensstruktur, den dazugehörigen Zielen der Banken und den steigenden Risiken für schnelleres Wachstum gefunden werden. Diese Entwicklung führte dazu, dass bis 2005 die 10 größten Geschäftsbanken rund 55% des Vermögens der ganzen Branche ausmachten. Die Gewinne des Finanzsektors betragen bis 2006 27% der gesamten Unternehmensgewinne in den Vereinigten Staaten. Zum Vergleich: Im Jahre 1980 machten die Finanzsektorgewinne nur 15% der Gesamtgewinne aus¹³¹. Die Vermögenswerte der fünf großen Investmentbanken vervierfachten sich: Das Vermögen von Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers und Bear Stearns stieg von 1998 bis 2007 von einer 1 Billion auf 4 Billionen US-\$ an. Die 5 größten Geschäftsbanken – Bank of America, Citigroup, JP Morgan, Wachovia und Wells Fargo – verdreifachten ihr Vermögen¹³². Das hohe und schnelle Wachstum der Banken basierte zu großen Teilen auch auf dem Hypothekenmarkt und den dazugehörigen Verbriefungsmarkt. Der CDO Markt wuchs beispielsweise von 2003 bis 2006 von rund 30 Milliarden auf rund 220 Milliarden US-\$ an, wobei 85% der unterliegenden MBSs mit AAA bewertet wurden¹³³. Für diese starken Wachstumsraten in den CDOs waren sehr viele Subprime-Kredite notwendig. Diese Wachstumsraten setzten zudem eine hohe Fremdkapitalquote voraus.

Die damit zusammenhängenden Hebelwirkungen, die die Banken anwendeten, können sowohl als Folge der niedrigen Zinsen und hohen Kapitalzuflüsse, als auch als Folge der Fehler der Regulierungsbehörden und den Risikoanreizen angesehen werden. Die immensen Hebelwirkungen wurden durch die Möglichkeit der Verschiebung von Vermögen in SIVs erst möglich. Gleichzeitig war nur deshalb eine so große Menge an billigem Kapital im Markt, weil die Zinsen so niedrig und die globalen Ungleichgewichte so stark waren. Die hohen Verschuldungsgrade wurden von den Regulierungsbehörden akzeptiert und haben in Wechselwirkung mit den neuen Strukturen und Zielen der

¹³⁰ vgl. Crotty, 2008: S. 6

¹³¹ vgl. FCIC, 2011: S. XVII

¹³² vgl. FCIC, 2011: S. 53

¹³³ vgl. Hu, 2007: S. 6

Banken der Finanzwirtschaft im Bezug auf die Realwirtschaft zu untragbaren Größen verholten. Der Finanzsektor wuchs zwei Dekaden lang deutlich schneller, als die Realwirtschaft. Im 1980 wuchs der Sektor um 5% des BIP und steigerte sich auf 8% des BIP zum Anfang des Jahrtausends. Schnelle Wachstumsraten, hohe Hebel und extreme Verschuldungswerte - all das galt ebenso für die GSEs wie für die Banken. Ende 2007 hatten Fannie Mae und Freddie Mac eine Hebelwirkung von 75:1 und Citigroup von 31:1. Morgan Stanley und Lehman Brothers' erreichten eine Wirkung von 40:1¹³⁴. Diese Hebelwirkungen führten zu hohen Profiten in den Boomzeiten vor der Krise, potenzierten jedoch auch gleichzeitig die Risiken im ganzen System. In der Krise wurden diese hohen Fremdkapitalquoten zum Problem, da die potenzierten Risiken auch potenzierte Verluste bedeuteten. Diese beiden Folgen der unzureichenden Regulierung zeigen nochmal deutlich, in welchem Zusammenhang die analysierten Faktoren stehen.

Die Regulierung war zu schwach und konnte deshalb das Ausmaß der Krise nicht eindämmen. Die mangelhaften Vorschriften und Kontrollen müssen deshalb als Ursache und Ursachenverstärker angesehen werden.

2.2.9 Zusammenhang der Ursachen

Die Ursachen dieser Finanzkrise sind vielfältig und komplex und werden in dem folgenden Teil nochmals miteinander in Zusammenhang gebracht, um die Maßnahmen nach der Krise zu verstehen.

Erst durch das große Handelsdefizit der USA, die dadurch entstandenen Kapitalzuflüsse aus den boomenden Entwicklungsländern, kam es zu dem Überfluss an billigem Kapital. Diese Entwicklung sowie der niedrige Zins, den die FED festlegte, zwangen Anleger und Banken dazu, nach neuen ertragreicheren Anlagemöglichkeiten zu suchen. Der Hypothekenmarkt schien diese Eigenschaften zu bieten. Das führte zu einer Kreditblase, die in einer Immobilienblase endete. Es kann argumentiert werden, dass der Zinssatz zu lange niedrig gehalten worden ist und somit einer der Ursachenfaktoren für die Krise war. Jedoch waren die unethischen Kreditvergaben ein weiterer wichtiger Faktor beim Aufblähen der Immobilienblase, die sowohl mit dem großen Konkurrenzdruck unter den Hypothekenanbietern, als auch mit den hohen Profiten für die Hypothekenvermittler zu erklären sind. Das Volumen der Subprime-Kredite konnte jedoch erst deshalb so groß werden, weil immer mehr risikoreiche Innovationen im

¹³⁴ vgl. FCIC, 2011: S. 64f

Finanzsektor entwickelt wurden. Durch „neues Verpacken“ der Hypothekenforderungen konnten immer mehr unsicherere Kredite vergeben werden, die sich dann in Form von MBSs, CDOs und quadrierten CDOs wieder fanden. Durch die Entwicklung immer neuerer Produkte konnten immer mehr Marktteilnehmer an der Herausgabe von Hypotheken und Verbriefungen Geld verdienen. Der Bedarf an mehr Subprime-Krediten wurde immer höher. Diese Praktiken schienen zunächst kein Problem dazustellen, da die Hypotheken immer weiter verpackt, im System weitergereicht und damit scheinbar sicher wurden. Zum Verkauf dieser Produkte waren jedoch Ratingagenturen nötig, die die undurchsichtigen Finanzprodukte durchgängig mit hohen Ratings versahen. Der Konkurrenzdruck und das Geschäftsmodell der Agenturen können dafür verantwortlich gemacht werden, dass zu viele gute Ratings vergeben wurden. Falsche Annahmen, wie, dass der Immobilienmarkt nicht plötzlich im ganzen Land zusammenbrechen könnte und unpassende Datensätze als Grundlage für ihre Risikomodelle, brachten immer mehr Top-Ratings für fragwürdige Verbriefungen hervor. Die Nachfrage der Investoren nach den besagten Finanzprodukten wurde gleichzeitig immer höher, sodass der Markt diese Nachfrage befriedigen musste. Die hohe Nachfrage nach diesen Produkten kann wiederum als Folge der niedrigen Zinsen der FED angesehen werden. Ein weiterer Faktor, der im ganzen System erkennbar ist, sind die Lohn-Anreizsysteme der Banken, Ratingagenturen und des ganzen Hypothekenmarktes. Die Lohnsysteme führten zu einer Vergrößerung der Hebelwirkungen und einer Erhöhung des Risikopotentials. Ziel der einzelnen Akteure war es aufgrund der Anreizsysteme, kurzfristige hohe Gewinne und deshalb hohe Bonuszahlungen zu erreichen. Die Risiken waren für die Boni dagegen irrelevant. Deshalb vergaben Hypothekenherausgeber auch Kredite ohne Verifizierung der Kreditnehmerdaten. Banker verbrieften faule Kredite, die ihren eigenen Standards nicht genügen würden und verkauften diese. Die Ratingagenturen gaben all diesen Produkten hohe Ratings. Für sie persönlich war das im Rahmen der Anreizsysteme nutzenmaximierend. Dieses Phänomen ging einher mit neuen politischen Regelungen, die die Fehlanreize in den Lohnsystemen noch bekräftigten. Für alle bedeutete zusätzliches Volumen zusätzliche persönliche Gewinne. Dadurch kam es auch zu diversen Betrugsfällen innerhalb der Banken und auch im Hypothekenmarkt. Durch die großen Hebel und die fehlende Regulierung in diesen Bereichen sind die Banken in den Boomzeiten so groß geworden, dass sie systemisch risikoreich geworden sind. Banken, ab einer bestimmten Größe und genügend Verbindungen in das ganze System, waren „Too-Big-To-Fail“ und hatten bei einem Scheitern eine hohe Wahrscheinlichkeit, vom Staat mit Steuergeldern gerettet zu werden. Große Risiken und darauf aufbauendes schnelles, nicht nachhaltiges Wachstum konnten im Falle eines Scheiterns nicht bestraft werden.

Die eben beschriebenen vielen Ursachen und deren verschiedene Ursachen-Wirkungs-Konstellationen zeigen nochmals deutlich die Komplexität des Ursachengebildes. Das Entstehen der Krise kann nicht einem einzigen Umstand zugeschrieben

werden. Nicht allein die fehlende Regulierung, ineffektives Risikomanagement, die enormen Kapitalzuflüsse aus dem Ausland, der amerikanische Traum vom Eigenheim, die „Too-Big-To-Fail“-Problematik oder der niedrige Zins der FED allein haben die Finanzkrise 2007 und die folgende Wirtschaftskrise verursacht. Vielmehr war es ein Zusammenspiel all dieser Faktoren, die die Grundlage für die größte Finanz- und Wirtschaftskrise seit der Großen Depression 1929 bildete.

3 Politische Maßnahmen gegen die Krise

Die vielen Maßnahmen, die gegen die Krise eingeleitet wurden, beinhalteten eine Senkung der Leitzinsen, Notkredite, Stresstests, Änderungen der Regulierungen und Anleiheaufkäufe. Diese Maßnahmen der US-Regierung im Zusammenhang mit der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise zählen zu einigen der aggressivsten geldpolitischen Maßnahmen der Geschichte¹³⁵. Sowohl die kurzfristigen Maßnahmen, um die Rezession zu stoppen und das Wirtschaftswachstum erneut zu stimulieren, als auch die langfristigen Maßnahmen, namentlich der Dodd-Frank Act, sind bis heute umstritten. Im folgenden Teil der Arbeit werden die politischen Maßnahmen nach der Krise beschrieben und untersucht.

Das erste Ziel der Maßnahmen war die Stabilisierung des geschwächten Finanzsystems. Deshalb wurden Anfang 2007, als die Probleme im Hypothekenmarkt deutlich wurden und die Verluste in vielen Wirtschaftsbereichen zu einer Finanzkrise führten, verstärkt geldpolitische Maßnahmen ergriffen. Das zweite Ziel der Maßnahmen war die Minimierung der Auswirkungen auf die Realwirtschaft, die nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers die Wirtschaft bedrohten¹³⁶. Das dritte Ziel war die langfristige Stabilisierung des Finanzsystems durch Verstärkung der Regulierungen in Form des Dodd-Frank Acts.

3.1 Kurzfristige Maßnahmen

Nach dem Platzen der Immobilienblase setzte die FED bis zum Ende 2007 ihren Leitzins praktisch auf Null und beteiligte sich in den Jahren 2009 und 2010 massiv an Zukäufen von Staatsanleihen und MBSs von den GSEs Fannie Mae und Freddie Mac, um die langfristigen Zinsraten zu senken. Diese Maßnahmen werden auch als „Quantitative Easing“ (z. Dt. Mengenmäßige Erleichterung) bezeichnet¹³⁷. Die FED brachte für die besagten Maßnahmen ungefähr 1,7 Billionen US-\$ an Steuergeldern zwischen September 2008 bis Oktober 2010 auf. Danach wurden zum November 2010 weitere 600 Milliarden US-\$ für weitere Zukäufe angekündigt¹³⁸. Eins der größten Pakete innerhalb der erwähnten 1,7 Billionen US-\$ wurde im Oktober 2008 verabschiedet. Das Troubled Asset Relief Program (TARP) (z. Dt. Programm für Entlastung von problema-

¹³⁵ vgl. Blinder et al., 2010: S. 1

¹³⁶ vgl. Blinder et al., 2010: S. 2

¹³⁷ vgl. Blinder et al., 2010: S. 2

¹³⁸ vgl. FCIC, 2011: S. 400

tischen Vermögen) in Höhe von 700 Milliarden US-\$ sollte zur Rekapitalisierung von Banken und Gewährung von Notkrediten verwendet werden¹³⁹. Im Rahmen dieser Notkredite wurden beispielsweise Unternehmen wie die AIG, General Motors oder auch Chrysler finanziell unterstützt. Außerdem wurde die Investmentbank Bear Stearns von der FED gerettet. Und auch die Einlagen der Bank of America und der Citigroup wurden durch die FED garantiert. Im Frühling 2009 wurden auf Verlangen des US-Finanzministeriums und der FED bei den 19 größten Banken Stresstests durchgeführt, um zu überprüfen, ob diese über genügend Eigenkapital verfügten, um die Rezession zu bewältigen. Die durchgeführten Tests und die folgenden Eigenkapitalerhöhungen stellten teilweise das Vertrauen in die Banken wieder her¹⁴⁰. Diese und viele weitere kleinere Maßnahmen, die im Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht genannt wurden, stellten Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors dar. Um die Auswirkungen auf die Realwirtschaft abzdämpfen wurden bereits kurz nach dem Beginn der Finanzkrise Maßnahmen der US-Regierung umgesetzt, um die aufkeimende Rezession zu minimieren. Der Economic Stimulus Act (z. Dt. Ökonomisches Impulsgesetz) wurde im Februar 2008 verabschiedet und bot rund 170 Milliarden US-\$ in Steuernachlässen und Steueranreizen für Haushalte und Unternehmen¹⁴¹. Anfang 2009 wurde der American Recovery and Reinvestment Act (z. Dt. Gesetz für amerikanische Genesung und Reinvestition) verabschiedet, um die schwächelnde Wirtschaft zu stimulieren, welches wiederum rund 800 Milliarden US-\$ garantierte¹⁴². Das Programm wurde für Zwecke wie Krankenversicherungen, Bildung, Arbeitslosenhilfe und diversen Steuerreduktionen verwendet¹⁴³.

Diese vielen politischen Maßnahmen konnten die Symptome der Finanz- und Wirtschaftskrise lindern. Die Rezession konnte beendet und die Erholung eingeleitet werden¹⁴⁴. Jedoch waren diese Maßnahmen lediglich dafür ausgelegt, die Symptome zu beseitigen und nicht dafür, die grundlegenden Ursachen der Krise anzugehen. Dafür wurden langfristige Maßnahmen ergriffen. Namentlich sind die langfristigen Maßnahmen in den USA im Dodd-Frank Act zusammengefasst.

¹³⁹ vgl. Fußnote 21: vgl. FCIC, 2011: S. 435

¹⁴⁰ vgl. Blinder et al., 2010: S. 2

¹⁴¹ vgl. FCIC, 2011: S. 400

¹⁴² vgl. FCIC, 2011: S. 400

¹⁴³ vgl. Blinder et al., 2010: S. 15

¹⁴⁴ vgl. Blinder et al., 2010: S. 2

3.2 Der Dodd-Frank Act

Der Dodd-Frank Act ist die Kurzform für den „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ (DFA) (z. Dt. Dodd-Frank Gesetz für Finanzmarktreform und Verbraucherschutz). Das Gesetz wurde im Juli 2010 von Präsident Barack Obama unterschrieben und ist dadurch in Kraft getreten¹⁴⁵. Es stellt „ein Bundesgesetz in den USA [dar], welches der Finanzmarktstabilisierung nach der Finanzkrise 2007-2009 dienen soll. Es ist nach dem damaligen Vorsitzenden des Senatsausschusses für Banken – Christopher J. Dodd – und dem ehemaligen Vorsitzenden des Ausschusses für Finanzdienstleistungen des US-Repräsentantenhauses – Barney Frank – benannt.“¹⁴⁶ Die Einleitung des Gesetzes beschreibt die Aufgaben des DFA als: „to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end „too big to fail“, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.“¹⁴⁷

Inhalte des Gesetzes

Das Gesetz schafft zunächst zwei neue Behörden: Der erste Paragraph des Gesetzes setzt fest, dass eine neue Behörde namens Financial Stability Oversight Council (FSOC) (z. Dt. Finanzstabilitätsaufsichtsbehörde) und eine weitere Behörde für Untersuchungen bezüglich der Stabilität namens Financial Stability Research Office (FSRO) (z. Dt. Finanzstabilitätsuntersuchungsbüro) gegründet werden müssen¹⁴⁸. Das FSOC hat laut Gesetzestext die Aufgaben, Risiken zu identifizieren, die durch ein Scheitern, finanzielle Probleme oder laufende Aktivitäten von großen, verzahnten Finanzinstitutionen ausgelöst werden könnten. Des Weiteren soll das FSOC für Marktdisziplin sorgen, indem es Erwartungen von jeglichen Marktteilnehmern für staatliche Rettungsaktionen eliminiert. Die letzte Aufgabe besteht darin, entstehenden Bedrohungen entgegenzuwirken¹⁴⁹. Das FSRO hat dagegen lediglich die Aufgabe, die Mitglieder in dem FSOC

¹⁴⁵ vgl. Cabral, 2012: S. 112

¹⁴⁶ Gabler Wirtschaftslexikon, 2015C: online

¹⁴⁷ 111th Congress of USA (DFA), 2010: H.R. 4173-1. Übers.: „um die finanzielle Stabilität der Vereinigten Staaten zu befördern, indem man die Haftbarkeit und Transparenz im Finanzsystem verbessert, um „zu groß zum Scheitern“ zu beenden, um die amerikanischen Steuerzahler zu schützen, indem man Rettungen beendet, um Verbraucher von missbrauchenden Finanzaktivitäten zu beschützen und für andere Zwecke“ :

¹⁴⁸ vgl. Cabral, 2012: S. 113

¹⁴⁹ vgl. DFA, 2010: H.R. 4173-20

zu unterstützen, indem es Daten sammelt und standardisiert, langfristige Forschung betreibt und auch Risikomaße und Überwachungswerkzeuge entwickelt¹⁵⁰.

Zusätzlich zur Schaffung dieser Behörden werden die Aufsichtsmöglichkeiten der FED und anderer schon bestehender Behörden erweitert. Regulatorische Maßnahmen können nun auf Nichtbanken und andere Finanzinstitutionen erweitert werden, die von den Behörden als „systemrelevant“ eingestuft werden¹⁵¹. Das bedeutet, dass der FSOC zuvor festgestellt haben muss, dass das Scheitern dieses Unternehmens negative Auswirkungen auf das Finanzsystem oder die Stabilität in den USA haben könnte. Es benötigt bei der Abstimmung, ob die besagte Finanzinstitution nun unter die Aufsicht der Behörden gestellt werden soll, eine zwei Drittel Mehrheit im FSOC. Bei einer positiven Entscheidung wird das Unternehmen unter die Aufsicht der FED gestellt. Das gleiche Verfahren gilt für die Möglichkeit und die Befugnisse der Behörden, große und komplexe Unternehmen dazu zu zwingen, Tochtergesellschaften bei potenziellen Gefahren zu veräußern. Wenn eine Finanzinstitution aufgrund ihrer Größe für das System zu risikoreich werden könnte, können diese Unternehmen von dem FSOC gezwungen werden, Teile ihrer Unternehmensstruktur aufzubrechen und Tochtergesellschaften zu verkaufen. Ein weiterer Punkt sind die Kapitalunterlegungsvorschriften. Der FSOC ist dazu befugt, eine Hebelhöchstgrenze von 1 zu 15 aufzuerlegen, wenn Gefahren bei bestimmten Institutionen in diesem Bereich zu erwarten sind¹⁵².

Des Weiteren müssen laut Dodd-Frank Act nicht-öffentliche Anlagefonds wie Hedgefonds und Private Equity Fonds durch die SEC überwacht werden. Auch können Versicherungen seit Einführung des Gesetzes unter die Aufsicht der Federal Reserve gestellt werden¹⁵³. Bezüglich der vielen Formen von Derivaten besagt der Paragraph sieben des Gesetzes, dass außerbörsliche Derivate wie die CDS in einem regulierten Handel stattfinden und von einer zentralen Stelle abgesegnet werden müssen. Die Entscheidung, welche Derivate gehandelt werden können, wird von der SEC und der Commodity Futures Trading Commission (z. Dt. Handelswaren und Future-Handelsbehörde) entschieden¹⁵⁴. Auch sollen in diesem Bereich die Markttransparenz durch Datensammlung und deren Veröffentlichung durch die Behörden verbessert werden. Ein weiterer Punkt, der bezüglich der CDS und Derivate genannt wird, ist ein

¹⁵⁰ vgl. DFA, 2010: H.R. 4173-40

¹⁵¹ vgl. Cabral, 2012: S. 113

¹⁵² vgl. United States Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs (SCBHU), 2010: S. 4

¹⁵³ vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, 2015C: online

¹⁵⁴ vgl. Cabral, 2012: S. 113 zit. n. Skeel, 2010

Verhaltenskodex mit höheren ethischen Standards, der für alle CDS-Händler gelten soll und implementiert wird¹⁵⁵.

Auch die Regulierung der Ratingagenturen wurde im DFA deutlich verstärkt. Der Dodd-Frank Act vergrößerte den Handlungsspielraum der SEC bezüglich CRAs und fügte eine Reihe von neuen Anforderungen an die Ratingagenturen hinzu. Innerhalb der SEC wird ein neues Büro mit eigenen Compliance-Mitarbeitern (z. Dt. Regelkonformität) zur Überwachung der CRA geschaffen. Es hat die Befugnis, Strafen gegen die CRA zu verhängen. Des Weiteren ist die SEC dazu verpflichtet, einmal im Jahr eine Untersuchung der CRAs durchzuführen und die Erkenntnisse in einem Bericht öffentlich zu machen. Sollte eine Ratingagentur zu viele qualitativ schlechte Ratings abgeben, kann die Securities and Exchange Commission seit dem Inkrafttreten des DFA auch den Status als CRA aberkennen. Auch sollen die Interessenkonflikte durch die neuen Vorgaben unterbunden werden. Es muss beispielsweise ein rückblickender Bericht für Mitarbeiter erstellt werden, die zu Finanzinstitutionen wechseln, die Kunden der CRAs darstellen. Ein weiterer wichtiger Punkt, den der DFA ändert, ist die Möglichkeit für Haftung. Ratingagenturen können theoretisch nun von privaten Anlegern für schlechte Ratings haftbar gemacht werden¹⁵⁶.

Ein weiteres Problem, das im Dodd-Frank Act behandelt wird, ist die „Too-Big-To-Fail“-Problematik. Es ist ausdrücklich benannt, dass Steuerzahler nicht für die Kosten eines Scheiterns von Finanzinstitutionen zur Rechenschaft gezogen werden. Wie bereits erwähnt, wurden striktere Regelungen bezüglich der Liquidität, der Fremdkapitalquoten und des Risikomanagements eingeführt. Des Weiteren besagt die „Volcker Regel“, dass Banken keinen Eigenhandel mehr betreiben dürfen und Investitionen in Hedge- und Private Equity Fonds untersagt sind. Außerdem ändert das Gesetz bedeutsam die Möglichkeiten der FED als Geldgeber der letzten Instanz. Notkredite müssen zukünftig von dem Finanzminister abgesegnet werden und dürfen für keine einzelnen Unternehmen, sondern müssen für eine breite Masse ausgelegt sein. Große Unternehmen müssen periodisch Pläne zur schnellen Abwicklung einer Insolvenz abgeben. Sollten Unternehmen keine akzeptablen Pläne liefern können, können sie mit neuen Auflagen bestraft werden. Diese Pläne werden mit einem geordneten Liquidierungsprozess eingeführt, um die Auswirkungen eines plötzlichen unerwarteten Scheiterns zu minimieren¹⁵⁷.

¹⁵⁵ vgl. SCBHU, 2010: S. 8

¹⁵⁶ vgl. SCBHU, 2010: S. 10

¹⁵⁷ vgl. SCBHU, 2010: S. 4ff

Der Dodd-Frank Act bezieht auch das Problem der Anreizsysteme des Systems mit ein. Aktionäre der Unternehmen haben seit dem Gesetz ein Mitspracherecht bezüglich der Lohnstrukturen von hochrangigen Managern und sogenannten "goldenen Fallschirmen" (Kompensationen im Falle von einem vorzeitigen Ausscheiden aus dem Vertrag). Ferner wird die Transparenz bezüglich der Kompensation von Vorstandsvorsitzenden und im Vergleich zum Durchschnitt der restlichen Mitarbeiter verbessert¹⁵⁸. Diese Anforderungen sollen den Fokus der Führungsriege von kurzfristigen auf langfristige Profite verschieben¹⁵⁹.

Auch der Auslöser der Finanzkrise, die Entwicklungen im Immobilienmarkt, sind in dem Gesetz abgedeckt. Es wurden allgemein gültige Standards für jegliche Immobiliendarlehen geschaffen, die sicherstellen, dass Kreditnehmer ihre Kredite zurückzahlen können. Um die dubiosen und unethischen Kreditvergaben zu unterbinden, können Strafen für Hypothekenherausgeber verhängt werden, wenn diese sich nicht an die neuen Standards halten. Des Weiteren wird die Transparenz in Form einfacheren Produkten und mehr Aufklärung im Hypothekenmarkt erhöht, um die Verbraucher zu schützen¹⁶⁰.

Der ausführliche Act besitzt weitere Teile, die zur Verbesserung der Regulierung dienen sollen, wie eine Bestimmung, die verhindern soll, dass ethisch fragwürdige Abbaumethoden in Entwicklungsländern angewandt werden. Jedoch sind diese nicht für die Ursachen-Maßnahmenanalyse der Subprime-Krise relevant.

¹⁵⁸ vgl. SEC, 2015: online

¹⁵⁹ vgl. SCBHU, 2010: S. 11

¹⁶⁰ vgl. SCBHU, 2010: S. 9

4 Kritische Betrachtung des Dodd-Frank Acts

4.1 Grundsätzliche Kritik am DFA

Ein Problem des Gesetzes, das von vielen Kritikern genannt wird, ist die Annahme, dass die Mitglieder der Regulierungsbehörden keine persönlichen Interessen verfolgen werden. Der Dodd-Frank Act vertraut für die Prävention von zukünftigen Krisen der Kompetenz und der wohlwollenden moralischen Intentionen der Verantwortlichen in den Regulierungsbehörden. Die Annahme, dass die Regulierer trotz des immensen Drucks von Lobbyisten auf den Kongress und trotz der Schwierigkeiten im Auswahlverfahren für politische Jobs, wohlwollend im Sinne der Steuerzahler handeln, ist fragwürdig¹⁶¹. Laut Kane (2011) ist eine echte und haltbare Finanzreform unmöglich, solange keine Änderungen der moralischen Pflichten sowohl für hochrangige Manager, als auch für Regulierungsbehörden und deren gemeinsame Interaktion stattfinden¹⁶². Lobbyisten aus dem Finanzsektor werden auch nach dem Inkrafttreten des Dodd-Frank Acts starken Einfluss auf die Entscheidungen der Aufsichtsbehörden haben. Die anfänglichen Verbesserungen durch die Gesetzesänderung werden kaum aufrechtzuerhalten sein, da zu erwarten ist, dass der Lobbydruck auf den Kongress und Interessenkonflikte innerhalb der Politik die Wirkung des Acts aufweichen werden¹⁶³. Auch Archaya et al. (2010) zufolge wird die Wirksamkeit des Dodd-Frank Acts ganz grundlegend davon abhängen, wie gut die Regulierungsbehörden ihre Arbeit machen und wie gut die Behörden es schaffen, „Regulatory Capture“ (z. Dt. Korruption in den Regulierungsbehörden) zu vermeiden¹⁶⁴. Deshalb sind die moralischen Probleme in Form von Verbindungen von der Finanzindustrie zu der Politik trotz der Möglichkeit der erzwungenen geordneten Liquidation von Unternehmen nicht behoben. Sie gehen nicht davon aus, dass es reicht, sich auf die Fähigkeiten des FSOCs zu verlassen, die systemischen Risiken rechtzeitig zu identifizieren und dadurch Finanzinstitutionen zu regulieren¹⁶⁵.

Zusätzlich gibt es folgende Einzelpunkte innerhalb des Acts, die bemängelt werden. Beispielsweise werden laut Kane (2011) die Pläne für ein kontrolliertes Scheitern von großen Banken, die vor der tatsächlichen Krise an die FSOC gegeben werden sollen,

¹⁶¹ vgl. Kane, 2011: S. 655

¹⁶² vgl. Kane, 2011: S. 654

¹⁶³ vgl. Kane, 2011: S. 656

¹⁶⁴ vgl. Krainer, 2011: S. 122 zit. n. Archaya et al., 2010

¹⁶⁵ vgl. Krainer, 2011: S. 124f zit. n. Archaya et al., 2010

im Zuge eines tatsächlichen Scheiterns nur schwer umsetzbar sein¹⁶⁶. Weiterhin wird von Archaya et al. (2010) kritisiert, dass der Dodd-Frank Act nur individuelle Unternehmen adressiert und die Probleme ignoriert, die entstehen, wenn bestimmte Vermögenswerte von vielen verschiedenen Unternehmen gleichzeitig verkauft werden. Eine solche typische Panikreaktion kann den plötzlichen Preisverfall von Vermögenswerten auslösen¹⁶⁷.

4.2 Implementierung und Effekte

Zusätzlich kommt zu den möglichen aufgezeigten Problemen des DFA die Tatsache, dass das Gesetz aufgrund der Größe und Komplexität auch zirka 2 Jahre nach der Unterzeichnung im Jahre 2012 zu großen Teilen noch nicht abgeschlossen und implementiert war¹⁶⁸. Im März 2012 wurden erst rund ein Viertel aller beschlossenen Regulierungen umgesetzt¹⁶⁹. Weitere 3 Jahre später sind bis März 2015 immer noch erst rund 60% aller Regelungen endgültig umgesetzt worden. Knapp 25% der Regulierungen haben deshalb ihre Fertigstellungstermine verpasst¹⁷⁰. Insgesamt wurden rund 5 Jahre für eine 60%-ige Umsetzung benötigt.

Auf der Basis einer Kategorisierung von Davis Polk (2015) sind im März 2015 rund 40% der Regulierungen im Bereich für Derivate noch nicht abgeschlossen. Mehr als 50% der Hypothekenreformen sind noch nicht vollständig implementiert. Auch rund die Hälfte der Regelungen bezüglich der Anreizsysteme und der geordneten Liquidierungsmaßnahmen und zirka ein Drittel der systemischen Risiken sind noch nicht umgesetzt worden. Regulierungen bezüglich des Bankensektors, der ABS und auch der Ratingagenturen wurden dagegen bis März 2015 fast komplett durchgesetzt¹⁷¹.

Trotz der Umsetzung der Regulierungsmaßnahmen in Bezug auf die Ratingagenturen, konnten in einer Studie von Dimitrov et al. (2014) keine Verbesserungen bezüglich der Ratingqualität, was Genauigkeit und Informationsgehalt anbelangt, festgestellt werden. Die empirische Analyse untersucht die Ratings der drei größten Ratingagenturen zwischen 2006 und 2012 und baut damit auf einen Datensatz von rund 26 000 Ratings

¹⁶⁶ vgl. Kane, 2011: S. 658

¹⁶⁷ vgl. Krainer, 2011: S. 124f zit. n. Archaya et al., 2010

¹⁶⁸ vgl. Cabral, 2012: S. 112

¹⁶⁹ vgl. Davis Polk, 2012A: S. 4

¹⁷⁰ vgl. Davis Polk, 2015: S. 4

¹⁷¹ vgl. Davis Polk, 2015: S. 7

auf¹⁷². Die Autoren der Studie fanden heraus, dass die CRAs zwar nach dem Inkrafttreten des Dodd-Frank Acts grundsätzlich niedrigere Ratings vergaben und mehr Warnungen produzierten, um ihre Reputation bei möglichen Problemen zu bewahren. Im Falle von Problemen sei aber laut Dimitrov et al. zu befürchten, dass Ratingagenturen übertriebene Herabstufungen der Bewertungen der betroffenen Produkte vornähmen, um ihre eigene Reputation nicht zu gefährden. Deshalb böten Herabstufungen seit dem DFA weniger Informationsgehalt¹⁷³. Das könnte darauf zurückzuführen sein, dass erst rund 10% der Regulierungen im Bereich der CRAs bis Mai 2012 abgeschlossen waren (die Datenbasis von Dimitrov et al. bis Mai 2012)¹⁷⁴. Allerdings beruhen die von Dimitrov et al. beschriebenen Gründe nicht auf fehlender Regulierung, sondern auf dem Imageverlust während der Subprime-Krise. Insofern kann die schleppende Umsetzung der Regulierungsmaßnahmen nicht als entscheidende Ursache für die neu entstandenen Probleme im Bereich der CRAs angesehen werden.

Im Bereich der Banken dagegen hat der Dodd-Frank Act laut einer Studie von Balasubramnian et al. (2014) die Marktdisziplin verbessert¹⁷⁵. Diese Studie basiert auf einer empirischen Datenanalyse, die Transaktionen von einem Zeitraum vom Juni 2009 bis Dezember 2011 untersucht. Die Datensätze beinhalteten Transaktionen von verschiedenen Arten von Händlern wie Versicherern, Hedgefonds und privaten Investoren¹⁷⁶. Grundlage der Untersuchung ist die Überlegung, dass Banken, die auf einen "Too-Big-Too-Fail"-Status hoffen können und einen Vorteil im Bereich der Risikoprämien haben. Die Autoren prüften bei großen und vernetzten Banken, ob dieser Vorteil nach Einführung des Dodd-Frank Acts kleiner geworden ist. Und tatsächlich lässt sich ein positiver Effekt der Regulierung auf die Marktdisziplin feststellen¹⁷⁷. Und das, obwohl die untersuchten Daten aus einer Zeit stammen, in der erst rund 10% der vorgegeben Änderungen bezüglich der Bankenregulierung umgesetzt worden waren¹⁷⁸.

4.3 Fazit

Nach dieser Beschreibung und kritischen Würdigung der Maßnahmen werden diese nun im Folgenden mit den analysierten Ursachen in Verbindung gesetzt. Diese zu-

¹⁷² vgl. Dimitrov et. al., 2014: S. 509

¹⁷³ vgl. Dimitrov et. al., 2014: S. 517f

¹⁷⁴ vgl. Davis Polk, 2012B: S. 8

¹⁷⁵ vgl. Balasubramnian et al., 2014: S. 165

¹⁷⁶ vgl. Balasubramnian et al., 2014: S. 158

¹⁷⁷ vgl. Balasubramnian et al., 2014: S. 155

¹⁷⁸ vgl. Davis Polk, 2012B: S. 8

sammenfassende Gegenüberstellung soll dazu dienen, die Forschungsfragen: „Was sind die Ursachen der Finanzkrise 2007 in den USA? Ändern die Maßnahmen, die eingeleitet wurden, etwas an den Grundproblemen für die Entstehung der Krise?“ zu beantworten.

Die Ursachen der Krise sind vielfältig und komplex. Sie stellen einen Kreis dar, der die Blase und das Risiko vor der Krise stetig wachsen ließ. Die niedrigen Zentralbankzinsen und die globalen Ungleichgewichte führten dazu, dass sichere Anlagen wie Staatsanleihen so niedrige Renditen hervorbrachten, dass sich Anleger nach rendite-trächtigeren Produkten umsahen. Der Hypothekenmarkt mit seinen qualitativ fragwürdigen Krediten bot hohe Renditen verbunden mit scheinbarer Sicherheit, die durch die zunehmende Verbriefung erreicht wurde. Durch die extreme Nachfrage nach diesen Verbriefungen mit unterliegenden Subprime-Krediten wurden die Standards für die Kreditvergabe selbst immer schlechter. Zusätzlich förderten politische Initiativen Hauseigentümer in den wirtschaftlich schlechter gestellten Bevölkerungsschichten. Das Zusammenspiel dieser Faktoren ließ die Preise im Immobilienmarkt immer weiter ansteigen, was scheinbar das Risiko von Kreditausfällen verringerte. Immer mehr Subprime-Kredite wurden vergeben, die immer neue Finanzprodukte zum Vorschein brachten. Die zunehmende Komplexität und Undurchsichtigkeit verlangte nach Ratings durch Agenturen. Da diese für ihre Dienstleistungen aber von den Banken bezahlt wurden und unter großem Konkurrenzdruck standen, vergaben sie für fragwürdige Produkte immer mehr Top-Ratings, die wiederum das Wachstum des Subprime-Marktes beförderten. Interessenkonflikte spielten im ganzen Markt eine Rolle: Für jeden Marktteilnehmer bedeutete die zusätzliche Herausgabe von Hypotheken, MBSs, CDOs und Ratings zusätzliche Gewinne, die sich letztendlich in Form von persönlichen Bonuszahlungen widerspiegeln. Gesetzliche und strukturelle Änderungen im Bankensektor beförderten diese Ausrichtung hin zu kurzfristigen Gewinnen. Die Regulierung dieser Risiken war mangelhaft. Diese unzureichende Rahmensetzung des Staates, die die Größe und Komplexität der risikobehafteten Aktivitäten erlaubte bzw. übersah, war ein weiterer Faktor, der zur Entstehung der Krise beitrug. Zusätzlich bestand für große und stark vernetzte Finanzunternehmen stets die Möglichkeit, bei einer Insolvenz von den Behörden gerettet zu werden, da diese Institutionen meist ein hohes systemisches Risiko beinhalteten, das das gesamte System gefährdete.

Das Zusammenspiel all dieser Faktoren und deren komplexe Wirkungen-Ursachen-Konstellationen haben die Finanzkrise 2007 verursacht und zuvor nie dagewesene Maßnahmen der Behörden erfordert. Um eine erneute Krise dieses Ausmaßes zu verhindern, wurde ein komplexes Gesetz zur Reformierung der Wall Street namens Dodd-Frank Act verabschiedet.

Dieser Gesetzesentwurf greift grundsätzlich alle Ursachen der Krise, abgesehen von den globalen Ungleichgewichten und dem Niedrigzins der FED, auf. Die fehlende Regulierung wird durch die Schaffung neuer Behörden, deren Aufgabe die Überwachung der Stabilität des Systems und der Banken ist, angegangen. Der Aufgabenbereich und Handlungsspielraum anderer Behörden wird zudem erweitert. Banken und Finanzinstitutionen sollen daran gehindert werden, bewusst eine Größe und Vernetzung zu erlangen, die systemische Risiken bewirken. Zusätzlich gibt es diverse neue Gesetze, die es verbieten, einzelne Finanzinstitutionen durch Steuergelder zu retten. Des Weiteren müssen Banken, die als systemisch risikoreich eingestuft werden, den Behörden regelmäßig sogenannte "Pläne zur geordneten Abwicklung einer Insolvenz" vorlegen. Die Interessenkonflikte der Ratingagenturen sollen durch eine neue Behörde und neue Auflagen für die Ratingagenturen verhindert werden. Es wird zusätzliche Markttransparenz durch obligatorische Offenlegungen geschaffen, die die Verbraucher vor unethischen Geschäftspraktiken schützen soll. Die Aktionäre sollen ein Mitspracherecht bei der Entlohnung von Managern bekommen. Zusätzlich müssen Lohnstrukturen offengelegt werden. Es sollen außerdem Strafen für Hypothekenherausgeber verhängt werden können, wenn diese sich nicht an die neuen ethischen Vorschriften und Regelungen halten.

Die fehlende Regulierung wird praktisch in jeder Hinsicht anvisiert. Bezüglich des Verbriefungs- und Hypothekenmarktes, der „Too-Big-To-Fail“-Problematik, der Ratingagenturen, der Anreizsysteme der Banken und der Regulierung. Obwohl die vielen komplexen und durchdachten Gesetze des Dodd-Frank Acts deutlich zeigen, dass alle grundlegenden Ursachen der Krise in Betracht gezogen wurden und somit ein gute Antwort auf die Krise darstellen, sind bis zum heutigen Tage immer noch rund 40% aller beschlossenen Regelungen nicht umgesetzt worden. Regulierungen bezüglich wichtiger Ursachen – wie Derivat-, Anreizsystem- und Hypothekenregulierung – wurden nur teilweise implementiert. Auch ist die Durchführbarkeit einer geordneten Liquidation von großen Finanzinstitutionen schwer umsetzbar.

Die genannten möglichen Probleme des Gesetzes und die schleppende Umsetzung deuten auf eine Ineffektivität des DFA hin. Innerhalb von fünf Jahren wurden nur 60% des Gesetzes tatsächlich umgesetzt. Sollte die vollständige Umsetzung weitere fünf Jahre in Anspruch nehmen, könnte sich theoretisch wieder so viel Risikopotenzial aufgebaut haben, dass im Zuge einer erneuten Krise viele Teile des Gesetzes ignoriert werden müssen, um einen erneuten Kollaps des Finanzsystems zu verhindern. Des Weiteren haben die jetzigen weltweiten Leitzinsen ein noch niedrigeres Niveau, als vor der Krise. Somit ist eine wichtige Ursache für die Entwicklungen zu der Krise momentan noch verstärkt vorhanden. Zudem legt der DFA, wie bereits erwähnt, die komplette Verantwortung der Krisenprävention auf die guten Intentionen der Regulierungsverantwortlichen, die durch Druck von Lobbyarbeit und Verbindungen ins Finanzsystem

stark beeinflusst werden könnten. Die tatsächliche Effektivität des Gesetzes muss daher, trotz der guten Ansätze des DFA, angezweifelt werden. Je weiter die Krise in die Vergangenheit rückt und je mehr neue Politiker ins Amt kommen, desto weniger wahrscheinlich wird eine ausreichende Umsetzung des Maßnahmenpaketes, das im DFA vorgesehen ist.

Quellenverzeichnis

111th Congress of USA (2010): Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

Archaya, Viral/ Philippon, Thomas/ Richardson, Matthew/ Roubini, Nouriel (2009): The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 18: 89-137.

Archaya, Viral/ Cooley, Thomas F./ Richardson, Matthew P./ Walter, Ingo (2010): *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*. John Wiley & Sons. New Jersey.

Balasubramnian, Bhanu/ Cyree, Ken B. (2014): Has market discipline on banks improved after the Dodd-Frank Act? *Journal of Banking & Finance* 41:155-166.

Barrell, Ray/ Davis E. Philip (2008): The Evolution of the Financial Crisis of 2007-8. *National Institute Economic Review* 206: 5-14.

Blinder, Alan S./ Zandi, Mark (2010): How the Great Recession Was Brought to an End. <http://www.princeton.edu/~blinder/End-of-Great-Recession.pdf>

Blundell-Wignall, Adrian/ Aktinson, Paul/ Lee, Se Hoon (2008): The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues. *OECD Journal: Financial Market Trends*: 1-21.

Cabral, Ricardo (2012): A perspective on the symptoms and causes of the financial crisis. *Journal of Banking & Finance* 37: 103-107.

Collins, M. Cary/ Nigro, Peter J. (2010): Mortgage origination fraud. The missing links. *Criminology & Public Policy* 3: 633-640.

Crotty, James/ Epstein, Gerald (2008): Proposals for Effectively Regulating the U.S. Financial System to Avoid Yet Another Meltdown. University of Massachusetts Department of Economics and Political Economy Research Institute. *Working Paper Series*. Paper 17.

Crotty, James (2009): Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'. *Cambridge Journal of Economics* 33: 563-580.

Davis Polk (2012A): Dodd-Frank Progress Report. March 2012. http://www.davispolk.com/files/Publication/5f006bb2-86f9-4318-874c-7b26cc0e0625/Presentation/PublicationAttachment/c57275f5-a41e-4759-9a24-7d11f9160705/May2012_Dodd.Frank.Progress.Report.pdf

- Davis Polk (2012B): Dodd-Frank Progress Report. May 2012.
http://www.davispolk.com/files/Publication/5f006bb2-86f9-4318-874c-7b26cc0e0625/Presentation/PublicationAttachment/c57275f5-a41e-4759-9a24-7d11f9160705/May2012_Dodd.Frank.Progress.Report.pdf
- Davis Polk (2015): Dodd-Frank Progress Report. First Quarter 2015.
http://www.davispolk.com/sites/default/files/Q1_2015_Dodd-Frank_Progress_Report.pdf
- Dimitrov, Valentin/ Palia, Darius/ Tang, Leo (2014): Impact of the Dodd-Frank act on credit ratings. *Journal of Financial Economics* 115: 505-520.
- DiNapoli, Thomas P. (2009): Wall Street Bonuses Fall 44% in 2008.
<https://www.osc.state.ny.us/press/releases/jan09/012809.htm>
- Federal Reserve Bank of New York (2015): Federal Funds Rate. URL:
<http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/fedfundsdata.cfm> [12.06.2015]
- Financial Crisis Inquiry Commission (2011): The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Washington DC.
- Gabler Wirtschaftslexikon (2015A): Finanzkrisen. URL:
<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/finanzkrisen.html> [08.05.2015]
- Gabler Wirtschaftslexikon (2015B): Asset Backed Securities. URL:
<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/asset-backed-securities-abs.html> [25.05.2015]
- Gabler Wirtschaftslexikon (2015C): Dodd-Frank Act. URL:
<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/dodd-frank-act.html> [04.06.2015]
- Guiso, Luigi (2010): A Trust-Driven Financial Crisis. Implications for the Future of Financial Markets. European University Institute Department of Economics. *EUI Working paper ECO*. 2010/7.
- Heaton, Hal (2007): Commercial Banking Regulation.
http://s3.amazonaws.com/zanran_storage/marriottschool.byu.edu/ContentPages/50611259.pdf
- Hellwig, Martin F. (2009): Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis. *De Economist* 157: 129-207.

Hock, Martin (2014): Der Dax 2007-2009. Die Weltwirtschaftskrise. URL: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/dax-geschichte-2007-2009-die-weltfinanzkrise-12972316.html> [11.06.2015]

Hu, Jian (2007): Assessing the Credit Risk of CDOs Backed by Structured Finance Securities: Rating Analysts' Challenges and Solutions. *Moody's Investors Service*.

International Monetary Fund (2008). Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness. *IMF Multimedia Services Division*.

Kane, Edward J. (2011): Missing elements in US financial reform: A Kübler-Ross interpretation of the inadequacy of the Dodd-Frank Act. *Journal of Banking & Finance* 36: 654-661.

Kindleberger, Charles/ Aliber, Robert Z. (2005): *Manias, Panics, Crashes. A History of Financial Crises*. Palgrave Macmillan, Hampshire.

Kotz, David M. (2009): The Financial Economic Crisis of 2008: A Systemic Crisis of Neoliberal Capitalism. *Review of Radical Political Economics* 41: 305-317.

Krainer, Robert E. (2011): Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance, a review. *Journal of Financial Stability* 8: 121-133.

Lane, Timothy (2014): Are We There Yet?. The United States and Canada After the Global Financial Crisis. Ontario 2014. URL: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2014/09/remarks-240914.pdf> [04.05.2015]

Langohr, Herwig/ Langrohr, Patricia (2010): *The Rating Agencies and Their Credit Ratings. What They Are, How They Work, and Why They are Relevant*. Wiley, Chichester.

Merrill Lynch & Co., Inc. (2007): 2007 Proxy Statement. New Jersey.

Moody's Corporation (2003): Form 10-K.
<http://ir.moody.com/Cache/1527249.pdf?IID=108462&FID=1527249&O=3&OSID=9>

Moody's Corporation (2004): Form 10-K.
<http://ir.moody.com/Cache/1734936.pdf?IID=108462&FID=1734936&O=3&OSID=9>

Moody's Corporation (2005): Form 10-K.
<http://ir.moody.com/Cache/2132515.pdf?IID=108462&FID=2132515&O=3&OSID=9>

Moody's Corporation (2006): Form 10-K.
<http://ir.moody.com/Cache/3485523.pdf?IID=108462&FID=3485523&O=3&OSID=9>

- Moody's Corporation (2007): Form 10-K.
<http://ir.moody.com/Cache/5683466.pdf?IID=108462&FID=5683466&O=3&OSID=9>
- Murphy, Austin (2008): An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions. http://www2.oakland.edu/oujournal/files/17_financial_crises.pdf
- Obstfeld, Maurice/ Rogoff, Kenneth (2009): Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. <http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf>
- Pech, Matthias (2008): *Die Finanzmarktkrise 2007/2008 und ihre Auswirkungen durch die strukturierten Produkte*. Salzwasser Verlag, ohne Ort.
- Sannajust, Aurelie (2014): Impact of the World Financial Crisis to SMEs: The determinants of bank loan rejection in Europe and USA. *Working Paper Series*. 2014-327
- Shin, Hyun Song (2011): Global Banking Glut and Loan Risk Premium.
<http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2011/arc/pdf/hss.pdf>
- Skeel, David (2010): *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences*. Wiley, New Jersey.
- Nguyen, Tomson H./ Pontell, Henry N. (2010): Mortgage origination fraud and the global economic crisis. A criminological analysis. *Criminology & Public Policy* 3: 591-612.
- SEC (2003): Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets.
<https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>
- SEC (2010): SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages. URL: <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-59.htm> [24.05.2015]
- SEC (2015): Corporate Governance Issues, Including Executive Compensation Disclosure and Related SRO Rules. URL: <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/corporategovernance.shtml> [08.06.2015]
- Sengupta, Rajdeep/ Emmons, William R. (2007): What is Subprime Lending?. St. Louis 2007. <https://research.stlouisfed.org/publications/mt/20070601/cover.pdf>
- Simon, Ellen (2008): Meltdown 101. What are Credit Default Swaps?. Kansas City Star. URL: unbekannt [unbekannt]

United States Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis, 2015. National Economic Accounts. Gross Domestic Product (GDP). URL:
<http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls> [11.06.2015]

United States Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs, 2010. Comprehensive Summary of Dodd-Frank Act.
http://www.banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf

Wall Street Journal, 2007. Macquarie's Liquidity Risk. Lower Values at Two Funds have the Bank Scrambling; Imperial Offer Looks Safe. URL:
<http://www.wsj.com/articles/SB118601367202185488> [unbekannt]

Eigenständigkeitserklärung

Hiermit erkläre ich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und nur unter Verwendung der angegebenen Literatur und Hilfsmittel angefertigt habe. Stellen, die wörtlich oder sinngemäß aus Quellen entnommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht. Diese Arbeit wurde in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt.

Ort, Datum

Vorname Nachname