

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

RECHTSANWÄLTE

An die  
Staatsanwaltschaft Hamburg  
z. Hdn. Herrn Staatsanwalt **Gies**  
Gorch-Fock-Wall 15  
**20355 Hamburg**

Hamburg, am 19.4.2009/gs

**Betr.: Ermittlungsverfahren gegen Verantwortliche der HSH Nordbank AG**

**Ihr Aktenzeichen: 5550 Js 4/09**

Sehr geehrter Herr Staatsanwalt Gies!

Meine bisherigen Ausführungen in den Schriftsätzen vom 31.3.2009 und vom 6.4.2009 möchte ich noch um einige Aspekte ergänzen.

**1. Vorhersehbarkeit der dem Kreditersatzgeschäft innewohnenden Risiken**

In meiner Strafanzeige vom 31.3.2009 hatte ich auf die „Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft“ hingewiesen, welche der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht bereits am 27.7.1994 veröffentlicht hatte. Diese waren und sind im Internet zugänglich, konnten aber auch als faktisch verbindliche Empfehlung der von *Consbruch/Fischer* herausgegebenen Textsammlung zum Kreditwesengesetz schwarz auf weiß gedruckt entnommen werden (dort unter Nr. 23.06).

An die Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht schlossen sich die am 23.10.1995 vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen veröffentlichten „Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute“ (MaH) an, die den Banken auferlegten, im Handelsgeschäft ein System einzurichten, das die Messung und Überwachung der Risikopositionen und die Analyse des mit ihnen vorhandenen Verlustpotentials (Risiko-Controlling) sowie deren Steuerung (Risiko-Management) erlaubt. Wie schon in den Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht wird auch in den MaH verlangt, bei der Risikokontrolle stets eine worst-case-Betrachtung einzubeziehen. In 3.1 Abs. 3 der MaH heißt es:

*„Anforderungen an das System*

*Die Handelsgeschäfte und die zugehörigen Risikopositionen sind regelmäßig auf die mit ihnen verbundenen Verlustrisiken zu untersuchen. Hierbei sind nicht nur mehr oder minder wahrscheinliche Ereignisse, sondern auch auf den ‚schlimmsten Fall‘ bezogene Szenarien in Betracht zu ziehen. Insbesondere sind außergewöhnliche Marktpreisänderungen, Störungen in der Liquidität der Märkte und Ausfälle großer Marktteilnehmer zu berücksichtigen. Dem Zusammenhang verschiedener einzelner Märkte und der Möglichkeit des Übergreifens von Störungen über Marktsegmente und Märkte hinweg ist besondere Aufmerksamkeit zu widmen.“<sup>1</sup>*

Eine konzernweite Risikokontrolle hat es bei der HSH Nordbank AG – wie bereits aus den in dem Schriftsatz vom 31.3.2009 wiedergegebenen Äußerungen der Finanzbehörde und des aktuellen Vorstandssprechers ersichtlich – nie gegeben, geschweige denn, dass man in der Lage gewesen wäre, worst-case-Szenarios und ihre Auswirkungen auf den Bestand der gesamten Bank zu simulieren. Mittelbar wird dies auch aus dem Geschäftsbericht 2007 deutlich, in welchem es wörtlich heißt:

---

<sup>1</sup> Zitiert nach Füsler/Weber, Die Mindestanforderungen für das Risikomanagement (Synopsis mit MaH und MaK), Stuttgart 2005, S. 161. Die MaH sind durch Rundschreiben 18/2005 der BaFin vom 20.12.2005 aufgehoben worden und durch die „Mindestanforderungen für das Risikomanagement“ (MaRisk) ersetzt worden. Deren AT 4.3.2 ist etwas allgemeiner gefasst worden: „Die Risikosteuerungs- und -controllingprozesse müssen gewährleisten, dass die wesentlichen Risiken - auch aus ausgelagerten Aktivitäten und Prozessen - frühzeitig erkannt, vollständig erfasst und in angemessener Weise dargestellt werden können. Wechselwirkungen zwischen den unterschiedlichen Risikoarten sollten berücksichtigt werden.“ Diese dem Abstraktionsniveau modernen Banker-Deutchen angepassten Formulierungen bedeuteten inhaltlich keine Verflüchtigung der Vorgaben, die sich in präziserer Form bereits in den Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht fanden.

*„Seit 2005 führt die HSH Nordbank jährlich eine konzernweite Risikoinventur durch. Auf Basis der hieraus gewonnenen Informationen über die Risikosituation der Organisationseinheiten wird das Reporting operationeller Risiken an die Managementeinheiten um zukunftsbezogene Risikoeinschätzungen ergänzt und damit die proaktive Steuerung und Überwachung der operationellen Risiken gefördert. Aufbauend auf der Risikoinventur sollen im Einzelfall Szenario-Analysen zur Einschätzung der Gefährdung durch besonders schwerwiegende operationelle Risikoereignisse durchgeführt werden, die insbesondere in Hinblick auf die Ableitung geeigneter Maßnahmen von Bedeutung sind.“<sup>2</sup>*

Das bedeutet im Klartext: Erst in 2005 hatte man in der HSH Nordbank AG damit *begonnen*, konzernweit Risiken zu erfassen. Dies bedeutete aber noch nicht, dass die Risikokontrolle so weit gediehen war, dass man in der Lage gewesen wäre, auch worst-case-Szenarien durchzuspielen. Offenbar war es bis zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2007 – also im April 2008 – noch kein einziges Mal dazu gekommen:

*„Aufbauend auf der Risikoinventur **sollen** im Einzelfall Szenario-Analysen zur Einschätzung der Gefährdung durch besonders schwerwiegende operationelle Risikoereignisse **durchgeführt** werden, ...“*

Das ist eine Aussage für die *Zukunft*. In der *Vergangenheit* – also in den Jahren bis 2007 – ist es vom Vorstand zugelassen und vom Aufsichtsrat gebilligt worden, dass ein Kreditsatzgeschäft mit einem Volumen von ca. 30 Milliarden Euro aufgebaut, dessen Belastbarkeit und Anfälligkeit für Marktverwerfungen jedoch *nie* ernsthaft untersucht wurde, insbesondere – unter Missachtung der Richtlinien des Basler Ausschusses und der Vorgaben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen – *nie* einer Risikoeinschätzung im Rahmen eines worst-case-Szenarios unterzogen wurde.

---

<sup>2</sup> Geschäftsbericht 2007, S. 93.

Es waren aber nicht nur die schon aus **rechtlichen** Gründen zu beachtenden Vorgaben des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen, die der Vorstand und der Aufsichtsrat der HSH Nordbank AG geflissentlich übergangen haben. Es gab auch aus dem **tatsächlichen** Marktgeschehen Erfahrungen, Hinweise und Signale, die bei dem Aufbau eines voluminösen – zu großen Teilen aus Derivaten bestehenden – Kreditersatzgeschäfts die Verantwortlichen der HSH Nordbank AG zu höchster Vorsicht hätten anhalten müssen, von ihnen aber sträflich ignoriert wurden:

Bereits in meiner Strafanzeige hatte ich auf die Erfahrungen aus dem Zusammenbruch der Barings Bank 1995 hingewiesen. Ebenso bedeutsam wie dieses Ereignis ist allerdings auch der Beinahe-Zusammenbruch des amerikanischen Hedge-Fonds „Long-Term Capital Management“ (LTCM) im Jahre 1998. LTCM hatte sich auf dem Derivatemarkt verspekuliert. Über Nacht mussten Zentralbanken und private Kreditinstitute Milliarden in das Finanzsystem pumpen, um dessen Kollaps zu vermeiden<sup>3</sup>. Zu den warnenden Signalen zählt auch der im Jahre 2000 erfolgte Zusammenbruch des texanischen Energiehändlers Enron, der im Kern ein Derivatehändler war<sup>4</sup>.

Der Beinahe-Zusammenbruch von LTCM veranlasste den Basler Ausschuss für Bankenaufsicht im Januar 1999 zu einer detaillierten Analyse, verbunden mit weiteren Empfehlungen zum Risikomanagement bei Derivatengeschäften unter der Überschrift „Geschäftsbeziehungen zwischen Banken und Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation (HLI – Highly Leveraged Institutions)“<sup>5</sup>. Schon vor zehn Jahren hatte der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht u.a. folgende Schwächen im Umgang mit den Geschäftspartnern des Derivatehandels festgestellt:

*„Tatsächlich wiesen die Risikomanagement-Verfahren der Banken eine Reihe von Schwachstellen gegenüber LTCM und in gewissem Masse gegenüber HLI allgemein auf. Es bestand generell ein Ungleichgewicht zwischen den wichtigsten Bestandteilen der Verfahren des Kreditrisikomanagements, wobei man sich überwiegend auf die Besicherung der unmittelbaren marktbewerteten Risiken verließ. Demzufolge konnten die Banken wiederum andere entscheidende*

<sup>3</sup> DIE ZEIT Nr. 21/2005 vom 19.5.2005, S. 39.

<sup>4</sup> DIE ZEIT a.a.O. (Siehe unten S.9)

<sup>5</sup> Veröffentlicht ebenfalls bei *Consbruch/Fischer*, Kreditwesengesetz, Nr. 23.10.a, und im Internet unter <http://www.bis.org/publ/bcbs45de.pdf>. Kurz zuvor, im September 1998, hatte der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht außerdem ein „Rahmenkonzept für aufsichtsrelevante Informationen über das Derivat- und Handelsgeschäft“ veröffentlicht – bei *Consbruch/Fischer* a.a.O. Nr. 23.07.

*Bestandteile eines effektiven Kreditrisikomanagements außer acht lassen, u.a. die vorherige Prüfung der finanziellen und wirtschaftlichen Lage der Kreditnehmer, Risikomessmethoden, Limitsetzung und regelmäßige Überwachung der Kontrahentenrisiken, insbesondere der Konzentrationen und der Hebelwirkung.*

*In ihren Beziehungen zu HLI stützten sich die Banken eindeutig auf erheblich weniger Informationen über Finanzkraft, wirtschaftliche Lage und Liquidität dieser Geschäftspartner als bei anderen Arten von Vertragspartnern üblich. Dieses Außerachtlassen von Grundsätzen der Kreditvergabe war in erheblichem Masse die Folge des hohen Wettbewerbsdrucks und des Interesses an Geschäftsbeziehungen mit bestimmten Kontrahenten. Darüber hinaus vermochte die Kreditbeurteilung nicht mit dem sich verändernden Risikoprofil des Kreditbestands der HLI (das allgemein höhere Risiken durch Instrumente wie komplexe Derivate und nicht in US-Dollar abgeschlossene Wertpapierpensionsgeschäfte erkennen ließ), mit den Auswirkungen sich schnell verändernder Marktbedingungen sowie mit strukturellen Veränderungen in den Strategien der HLI Schritt zu halten.“<sup>6</sup>*

Mit den „unmittelbaren marktbewerteten Risiken“ sind die Einschätzungen der Ratingagenturen gemeint, auf welche man sich damals schon primär und häufig allein verlassen hat. Mit der als fehlend beanstandeten „vorherigen Prüfung der finanziellen und wirtschaftlichen Lage der Kreditnehmer“ ist der Basismarkt gemeint, auf dessen Bündelung und Anonymisierung das Geschäft mit Kreditderivaten aufbaute<sup>7</sup>.

Wären diese Warnungen und Mahnungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht ernst genommen worden, dann hätten die Verantwortlichen der HSH Nordbank AG die Entwicklung der wesentlichen Basismärkte in den Blick nehmen müssen. Ihnen wäre dann aufgefallen, dass bereits seit 2003 erste deutliche Hinweise auf eine „mögliche Blase auf den Wohnungsmärkten“ gegeben wurden<sup>8</sup>, so beispielsweise in einer Veröffentlichung der „Deutsche Bank Research“ vom 20.2.2003 unter der Überschrift „Bubble Trouble am Wohnungsmarkt“.

## A n l a g e 1.

<sup>6</sup> *Consbruch/Fischer* a.a.O Nr. 23.10.a, S. 321.

<sup>7</sup> Derivate sind abgeleitete Finanztransaktionen. Das heißt, ihr Kurs leitet sich von den Preisschwankungen der zugrunde liegenden Waren oder Wertpapiere her.

<sup>8</sup> Ein großer Teil der damals gehandelten Kreditderivate beruhte auf der „Verarbeitung“ von Hypothekenkrediten, die zur Finanzierung von Immobilienkäufen gewährt wurden.

Der Verfasser dieser Analyse veröffentlichte den Beitrag alsdann noch einmal in Immobilien & Finanzierung<sup>9</sup> unter der Überschrift „Bedroht eine Immobilienblase in den USA die Weltwirtschaft?“

## Anlage 2.

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

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

*Von Stephen Schurr, New York*

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

*Fannie Mae räumt ein, noch nicht realisierte Verluste im Derivatehandel eingefahren zu haben, nennt aber keine Zahlen. Am Montag legt der Hypothekenfinanzierer sein jährliches "Fair Value Disclosure" vor. Darin werden die Derivatepositionen nach Marktwert abgebildet. Auch wenn die Bilanzierungsmethode juristisch einwandfrei ist, dürfte das Ausmaß der nicht realisierten Verluste Kritiker bestätigen, die sich um die Rechnungslegungspraktiken sorgen. Sie fürchten zudem, dass Fannie Mae nicht über genug Kapital verfügt, denn die Derivategeschäfte dürften die Erträge für mehrere Jahre belasten. Fannie Mae sieht keine Auswirkungen: Die Aufsicht ziehe die Cashflow-Absicherungsgeschäfte, die die Verluste enthalten, nicht zur Berechnung des Kapitalbedarfs heran.*

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

## Anlage 3.

---

<sup>9</sup> Immobilien & Finanzierung 2003, 226.

Am 10.4.2004 knüpfte *Heike Buchter* an die Nachrichten über die Bilanzmanipulationen bei Fannie Mae mit folgender Analyse an<sup>10</sup>:

### **Gefährliche Geldmaschinen**

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

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

*Kein Wunder, dass in Washington die Alarmglocken schrillten, als sich herausstellte, dass bei beiden Giganten die Buchhaltung nicht ganz zuverlässig zu sein scheint. So musste Freddie Mac im vergangenen Jahr einräumen, fünf Milliarden Dollar mehr Gewinn gemacht zu haben als ursprünglich ausgewiesen. Ein Gewinn, über den sich deshalb niemand so recht freuen mochte. Die Chefetage musste daraufhin gehen. Jetzt berichtet die Aufsichtsbehörde, dass Schwester Fannie Mae möglicherweise zwischen 2000 und 2003 rund sieben Milliarden Dollar Verlust eingefahren hat - von dem offenbar bislang niemand etwas gewusst haben will. Zwar sind sich die Experten uneins, ob es sich tatsächlich um unzulässige Buchungen handelt und wie schwerwiegend die Angelegenheit ist. Doch John Snow ging schon einmal auf Distanz. George Bushs Finanzminister sagte bei einer Versammlung amerikanischer Kommunalbanker, die beiden Riesen seien keineswegs "too big to fail" - nicht zu groß, um zusammenzubrechen. Der Runde blieb daraufhin erst einmal der Bissen im Hals stecken. Denn eigentlich gehen die Marktteilnehmer weltweit davon aus, dass Uncle Sam hinter Fannie und Freddie steht. Im Klartext: Die Finanzmärkte sind überzeugt, dass - sollte eines der Institute zusammenbrechen - die US-Steuerzahler einspringen.*

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

<sup>10</sup> Meine Hervorhebungen.

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

(...)

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

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

#### Anlage 4.

Am 28.7.2004 meldet die FAZ:

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

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

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

#### Anlage 5

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

### *Rezept für ein Desaster*

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

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

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

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

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

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

Darin rechnet er mit den rauen Gepflogenheiten, dem Halsabschneidergebaren und Macho-Gehabe der berühmtesten Finanzgemeinde ab. (...)

Den Fall Enron »haben die Leute nie verstanden«. Die Aggressivität ging dabei von der Top-etage aus. Als Partnoy bei Morgan Stanley arbeitete, war John Mack - genannt »Mackie Messer« - Präsident der Bank. Höhepunkt war das alljährliche Tontaubenschießen der Banker, das F.I.A.S.C.O. genannte Fixed Income Annual Sporting Clays Outing, nach dem Partnoy auch sein Buch in schöner Doppeldeutigkeit nannte. »Auf den Schlachtfeldern unserer Derivatewelt lagen unsere Opfer«, schreibt Partnoy. »Dutzende bekannter US-Unternehmen wie Procter & Gamble, Banken und Fondsgesellschaften verloren jeweils hunderte Millionen Dollar durch Derivategeschäfte, insgesamt waren es Milliardenverluste.«

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

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

Vor allem in den immer neuen Varianten der Kreditderivate sehen Kritiker wie Partnoy eine finanzielle Zeitbombe. Kreditderivate standen auch am Anfang der Beinahe-Kettenreaktion am vergangenen Dienstag. Im Prinzip sollen die hochkomplexen Finanzprodukte, deren Basis

Unternehmensanleihen sind, der Absicherung gegen Kreditausfälle dienen. Doch genutzt werden sie, um auf die Kreditbewertung der Unternehmen zu spekulieren. Dadurch erhalten Aktionäre der Kreditratingagenturen plötzlich eine viel größere Tragweite. Als die Kreditanalysten der Ratingagentur Standard & Poor's vergangene Woche die Bewertung der Anleihen des angeschlagenen Autobauers General Motors vom so genannten Investmentgrade auf junk (zu Deutsch: »Müll«)-Status heruntersetzten, reagierten nicht nur die GM-Anleihekurse, sondern die Reaktion vervielfachte sich in den Kreditderivatemärkten - und löste massenhaft Verluste aus.

**Der unkontrollierbare Boom der Kreditderivate ist für Partnoy ein klares Alarmsignal. »Dabei wird das Ausfallrisiko wie eine heiße Kartoffel immer weitergereicht, und am Schluss landet es bei dem Marktteilnehmer, der es am schlechtesten einschätzen kann.«**

Während die Wall-Street-Banken die Kreditderivate nutzen, um das Risiko aus ihren Bilanzen zu bekommen, nähmen etwa europäische Versicherungskonzerne die Instrumente eifrig in ihr Portfolio, warnt Partnoy. Die komplexen und selbst für Profis kaum durchschaubaren Konstrukte gelten bei Renditejägern eben als heißester Tip.

»Das größte Problem ist, dass niemand diesen Markt wirklich überblickt. Wir haben einen unregulierten 220-Billionen-Markt mit äußerst wenig Transparenz.« Selbst Alan Greenspan, der US-Notenbankchef, hat nach Partnoys Ansicht die Hebelwirkung der Derivatemasse unterschätzt.

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

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

## Anlage 6

Zusammengefasst:

Es gab **rechtliche** Vorgaben, die es geboten sein ließen, im Kreditersatzgeschäft, insbesondere beim Handel mit Derivaten, ein Höchstmaß an Risikokontrolle und Vorsicht walten zu lassen. Die Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht ebenso wie die vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen veröffentlichten Richtlinien hinsichtlich der „Mindestanforderungen für das Handelsgeschäft der Kreditinstitute“ durften von den Verantwortlichen der HSH Nordbank AG nicht übergangen werden. Hinzu kommt, dass im Hinblick auf die bei dieser Landesbank bestehende Gewährträgerhaftung – letztlich eine Bürgschaft des Bürgers für die Schulden dieser Bank – jede über das normale Kreditgeschäft hinausgehende Erhöhung von Risiken strikt zu unterlassen war. Die Aussage – „*Diese Geschäfte sind auf der ganzen Welt so gemacht worden*“<sup>11</sup> – geht deshalb an den rechtlichen Besonderheiten einer Landesbank vorbei, ist darüber hinaus auch nicht zutreffend<sup>12</sup>.

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

---

<sup>11</sup> So der Hamburger Bürgermeister *Ole von Beust* in WamS vom 19.4.2009, S. HH 3.

<sup>12</sup> Wie es sich an vielen Beispielen belegen lässt: die Hamburger Sparkasse hat sich an derartigen Geschäften nie beteiligt; die Landesbank Nord (in Hannover) nur in sehr viel bescheidenerem Maße; beide Institute schreiben nach wie vor schwarze Zahlen.

## 2. Zur Bilanzwahrheit bei der HSH Nordbank AG

Bereits in meinem Schriftsatz vom 6.4.2009 hatte ich auf die Merkwürdigkeit hingewiesen, dass 164 (!) verbundene Unternehmen „wegen ihrer untergeordneten Bedeutung für die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der HSH Nordbank AG“ in den Konsolidierungskreis nicht aufgenommen wurden<sup>13</sup>. Hierzu zählte u.a. die in Jersey installierte Carrera Capital Finance Ltd., welche als Zweckgesellschaft über ein Portfolio von 3,2 Mrd. (Milliarden) US-Dollar verfügte. Letzteres wurde im Geschäftsbericht 2006 zwar an anderer Stelle<sup>14</sup> erwähnt, ohne dass die Einordnung dieses Portfolios als von „untergeordneter Bedeutung“ den Aufsichtsratsmitgliedern aufgefallen wäre und den Abschlussprüfern Anlass zur Beanstandung gegeben hätte.

Im Geschäftsbericht 2007 hingegen taucht die Carrera Capital Finance Ltd. plötzlich als konsolidiert auf<sup>15</sup>. Als Erläuterung dieser Sinnesänderung findet sich im Geschäftsbericht folgendes:

*„Der Konsolidierungskreis schließt neben dem Mutterunternehmen HSH Nordbank AG, Hamburg/Kiel, 62 (Vorjahr: 40) Gesellschaften ein. Darin sind 24 (Vorjahr: 11) Zweckgesellschaften enthalten, welche nach den Bestimmungen des SIC-12 konsolidierungspflichtig sind.“<sup>16</sup>*

„SIC“ ist eine Abkürzung für das „Standing Interpretations Committee“ welches in einem im Juni 1998 gefassten Beschluss zur Auslegung des International Accounting Standard 27 (mit Wirkung für die am 1.7.1999 beginnenden Berichtsperioden) über die Konsolidierung von Zweckgesellschaften folgendes festgelegt hatte (deutsche Übersetzung):

*„8. Eine SPE ist zu konsolidieren, wenn die wirtschaftliche Betrachtung des Verhältnisses zwischen einem Unternehmen und der SPE zeigt, dass die SPE durch das Unternehmen beherrscht wird. (...)*

<sup>13</sup> Geschäftsbericht 2006, S. 115.

<sup>14</sup> Geschäftsbericht 2006, S. 12.

<sup>15</sup> Geschäftsbericht 2007, S. 117.

<sup>16</sup> Geschäftsbericht 2007, S. 115.

10. Zusätzlich zu den in IAS 27.13 beschriebenen Situationen können zum Beispiel folgende Umstände auf ein Verhältnis hinweisen, bei dem ein Unternehmen eine Zweckgesellschaft beherrscht und folglich die Zweckgesellschaft zu konsolidieren hat (zusätzliche Anwendungsleitlinien werden im Anhang dieser Interpretation aufgeführt):

(a) bei wirtschaftlicher Betrachtung wird die Geschäftstätigkeit der Zweckgesellschaft zu Gunsten des Unternehmens entsprechend seiner besonderen Geschäftsbedürfnisse geführt, so dass das Unternehmen Nutzen aus der Geschäftstätigkeit der Zweckgesellschaft zieht;

(b) bei wirtschaftlicher Betrachtung verfügt das Unternehmen über die Entscheidungsmacht, die Mehrheit des Nutzens aus der Geschäftstätigkeit der Zweckgesellschaft zu ziehen, oder das Unternehmen hat durch die Einrichtung eines „Autopilot“-Mechanismus diese Entscheidungsmacht delegiert;

(c) bei wirtschaftlicher Betrachtung verfügt das Unternehmen über das Recht, die Mehrheit des Nutzens aus der Zweckgesellschaft zu ziehen, und ist deshalb unter Umständen Risiken ausgesetzt, die mit der Geschäftstätigkeit der Zweckgesellschaft verbunden sind;

oder

(d) bei wirtschaftlicher Betrachtung behält das Unternehmen die Mehrheit der mit der Zweckgesellschaft verbundenen Residual- oder Eigentumsrisiken oder Vermögenswerte, um Nutzen aus ihrer Geschäftstätigkeit zu ziehen.<sup>17</sup>

Es ist klar: Gemessen an diesen Kriterien wäre das „Structured Investment Vehicle“ Carrera Capital Finance Ltd. bereits in 2006 zu konsolidieren gewesen. Warum kam man erst in 2007 auf die Idee, sich gesetzestreu zu verhalten?

<sup>17</sup> [http://www.ifrs-portal.com/Texte\\_deutsch/Interpretations/Interpretations\\_2006/SIC\\_12.htm](http://www.ifrs-portal.com/Texte_deutsch/Interpretations/Interpretations_2006/SIC_12.htm)

### 3. Insider-Hinweise

Im Zusammenhang mit der öffentlichen Berichterstattung über die Strafanzeige ist mir am 2.4.2009 eine Email folgenden Inhalts zugegangen:

*Sehr geehrter Herr Strate,*

*bei Ihren Recherchen in Sachen HSH Nordbank empfehle ich Ihnen, sich primär auf die Herren Franz Waas, heute VdV der Dekabank, sowie Martin Halblaub, heute Vorstandsmitglied der NordLB, zu konzentrieren. Herr Waas hat in seinen 7 Jahren in New York (Branches der Bay. Vereinsbank sowie LBBW) bereits umfangreich mit Kreditderivaten gehandelt und wurde unter anderem deswegen zur LB Kiel gerufen. Interessant war, dass er Lehman Brothers in 1998 (nach dem Zusammenbruch der LTCM) bei deren ersten Liquiditätskrise und 2001 (9/11) mit entsprechenden kurzfristigen Kreditlinien stark unter die Arme gegriffen hatte. Eine seiner Kontakte war Heidemarie Echtermann, die in 2000 Global Head Credit Relations bei Lehman wurde und in wesentlichem Maße den Verkauf von Kreditderivaten, Zinsderivaten und ABS & CDO's an die HSH Nordbank angeschoben hat. Lehman Brothers war folglich einer der größten Kontrahenten der HSH in den Jahren 2002 bis 2006. Handlanger von Waas war Martin Halblaub, direkt zuständig für das Zusammenkaufen des riesigen Credit Investment Portfolios, das heute immer noch etwa €6,5 Mrd. CDO/CLO's beinhaltet, sowie etwas über €1 Mrd. subprime Papieren. Hauptverkäufer waren hier Lehman Brothers und UBS. Dieses Portfolio wurde von Herrn Halblaub insbesondere in den Jahren 2004 bis 2006 gekauft, als die sog. "Spreads" (Kreditmargen) für diese Papiere so niedrig waren wie nie zuvor, so dass man wirklich an die wirtschaftliche Vernunft eines solchen Portfolios zweifeln konnte. Es gab daher auch kritische Stimmen in der Bank zum Ankauf dieser Volumina, u.a. von Herrn Groll (Deka) und anderen leitenden HSH'lern. Die Käufe waren nur deshalb darstellbar, weil die Papiere aufgrund des externen Ratings mit extrem niedriger Eigenkapitalunterlegung in die Bücher genommen werden konnten.*

*In dieser Zeit war gerüchteweise immer wieder zu hören, dass es Kickbacks an Herrn Halblaub (und seinem Adlatus Rainer Helms) gegeben hätte, was auch Herrn Waas zu Ohren gekommen war. Diese Gerüchte konnten leider nie bewiesen werden - involviert waren aber angeblich UBS Mitarbeiter, möglicherweise auch Lehman. Vielleicht finden Sie sogar eine Eintragung im Handelsregister über eine Investmentgesellschaft der Herren Halblaub und Helms.*

*Der restliche Vorstand war in diesen Vorgängen kaum involviert. Am ehesten noch Herr Stuhlman, der von Herrn Waas sehr imponiert war und ihn weitestgehend gewähren lies. Im Aufsichtsrat wurden die Investments nur listenmäßig mit ihren Ratings zur Kenntnis gegeben, so dass dort tatsächlich wenig Anlass zu Argwohn bestand.*

*Aus nachvollziehbaren Gründen bleibe ich in dieser Angelegenheit lieber anonym.*

*Mit freundlichen Grüßen*

In einer anderen Email, die vom Schriftbild und Stil her den Eindruck vermittelt, von einem anderen Verfasser zu stammen, wurde mir am 1.4.2009 folgendes berichtet:

*Sehr geehrter Herr Dr. Strate,*

*(entschuldigen Sie bitte die ersten beiden leeren e-mails)*

*ich habe im Abendblatt über Ihre Anzeige gegen die Verantwortlichen der HSH Nordbank AG gelesen.*

*Nun, in der Tat kann überhaupt keine Rede davon sein, daß die Finanzkrise das jetzige Desaster quasi als eine force majeure über die Bank gebracht hat:*

- 1. Unter der Leitung des Vorstandes Hr. Waas (heute VV der Deka Bank) ist ein gewaltiges Kreditportfolio aufgebaut worden*
  - zunächst in Kiel und Hamburg*
  - besonders unter der Leitung von*
    - Herrn Groll, heute Vorstand bei der DekaBank (geholt von Herrn Waas)*

- Herrn Halblaub, heute Vorstand bei der NordLB (protegiert von Herrn Waas)
- übrigens ist auf das von Waas/Groll bei der Deka schnell aufgebaute Portfolio von 12 Mrd bereits ein Verlust von 2 Mrd  $\square$  entstanden
- das Interims-Vorstandsmitglied "EDEKA" hat hier nur beobachtend mitgewirkt, gleiches gilt für Hr. Friedrich

2. Unter der Leitung von Herrn Rieck ist beginnend mit seinem Eintritt in die HH Landesbank (1999) ein gewaltiges Portfolio an Immobilienkrediten aufgebaut worden
  - beginnend in New York
  - dann auch immer dem Trend folgend in San Francisco, Paris, Madrid, Prag, Moskau
  - somit an allen Orten in denen auch schon in früheren Krisen viel Geld gelassen worden ist
  - der heutige Vorstand Hr. Visker ist dort als Bereichsleiter an verantwortlicher Position massgeblich beteiligt gewesen
  - es ist nicht verwunderlich, dass externe Kandidaten (es Deutsche Bank) nach kürzester Zeit die Position Bereichsleiter wieder verlassen haben
  - es wurde absolut alles finanziert, z.T. zusätzlich mit Eigenkapital (z.B. Europa-Passage deren Rendite in Bankkreisen als absolut lachhaft galt)

3. Die Schiffsfinanzierung ist ebenfalls in einem unglaublichen Masse ausgeweitet worden (Leitung primär bei Hr. Berger)
  - hier gilt jedoch, dass eine sehr langfristige Betrachtungsweise angebracht sein kann
  - allerdings sind viele Fondsschiffe finanziert worden
  - entscheidend ist, hier jetzt nicht zu billig zu verkaufen, dann werden weitere Werte vernichtet
  - allerdings,

4. In diesem Zusammenhang ist die vor kurzem aufgebrachte Fragestellung nach den Krediten für Organmitglieder von Bedeutung:
  - nicht: wer hat Kredite aufgenommen? ist wichtig, sondern
  - was ist damit finanziert worden?
  - in diesem Zusammenhang sei an die sogenannten "Rundum-Sorglos-Promi-Fonds" der Bankgesellschaft Berlin (sel.) erinnert
  - d.h. wer hat hier, finanziert durch die Bank Schiffsfonds (die FK-finanziert durch die HSH wurden) gezeichnet?

5. Alles dies ist den damaligen Vorständen (WEIT VOR DER FINANZKRISE) mit seinen Auswirkungen bekannt gewesen:

- im Jahre 2006 hat das interne Team "Blue Star" unter der Leitung des Leiters Vorstandssekretariats Jan Kiel an dem Thema "Börsenfähigkeit" gearbeitet

- das Team hat aufgezeigt, dass die Kreditportfolien Luxemburg (damals "nur" 18 Mrd □) ihrem Charakter nach eine Fristentransformation darstellen  
- damit eine erhebliche Zinswette darstellen und von ständiger Liquidität der Refinanzierung abhängen

- und deshalb für eine "IPO-Story" nicht geeignet sind

- d.h. der Vorstand ist bewusst/vorsätzlich vorgegangen, das Portfolio wurde sogar ausgebaut

- meiner Kenntnis nach sind alle Team-Mitglieder entlassen bzw. haben die Bank verlassen

6. Zu den Ursachen:

Diese Email wurde zehn Minuten später noch durch eine weitere Email ergänzt:

6. Zu den Ursachen:

- Im Kern kein tragfähiges Geschäftsmodell (kein retail, zu viele Banken)

- Keine funktionierende Corporate Governance aufgrund Überforderung der Aufsichtsräte

- Greed, Bedürfnis, es allen in der Landesbanken-Szene zu zeigen

- Einzelpersonen: Peter Rieck galt schon in der LB Kiel als der Mann der grossen Zahlen

- Stuhlmann, dessen Fähigkeit sich in Bankthemen einzuarbeiten limitiert ist (und vor allem den schnellen Abgang gewählt hat)

- Berger, der nicht im Ansatz in der Lage war, Rieck zu kontrollieren oder eigene Impulse zu geben

- Strauss, der als Risk Officer eine Fehlbesetzung war

- Ellerbeck, der sich nur um seine eigenen Belange gekümmert hat

*Sehr geehrter Herr Strate, entschuldigen Sie bitte, dass diese e-mail Sie nur in mehreren Teilen erreicht, da meine EDV-Kenntnisse wohl doch ein wenig begrenzt sind. Ich besitze leider keine Original-Dokumente, weiss aber, dass diese vorhanden sein müssten (gibt es so etwas wie "subpoenas" in der deutschen Juristerei?). Ich bin kein aktueller Mitarbeiter der Bank, kann Ihnen aber vielleicht dennoch das ein oder andere berichten.*

*In diesem Sinne schreibt Ihnen ein Hamburger Steuerzahler!*

*Beste Grüße und viel Erfolg.*

Dem Inhalt dieser Emails fehlt für sich genommen natürlich jede Beweiskraft. Möglicherweise könnten sich aber aus ihnen Ermittlungsansätze, jedenfalls Anlässe zu Nachfragen, ergeben. Die authentische Wiedergabe versichere ich anwaltlich.

4. Ergänzend erlaube ich mir, noch auf die am 14.4.2009 im Betriebs-Berater erschienene weitere Abhandlung von *Marcus Lutter* hinweisen, der „Zur Rechtmäßigkeit von internationalen Risikogeschäften durch Banken der öffentlichen Hand“<sup>18</sup> dieselben Positionen vertritt, wie sie dieser Strafanzeige zugrunde liegen: sie waren nicht rechtmäßig, sondern rechtswidrig.

Mit freundlichen Grüßen!



(Gerhard Strate)  
Rechtsanwalt

---

<sup>18</sup> So der Titel der Abhandlung, BB 2009, 786 ff.



20. Februar 2003

Nr. 257

# Aktuelle Themen

## Bubble Trouble am Wohnungsmarkt?

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

www.

research.de

**Editor**

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

**Publikationsassistentz**

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

**Deutsche Bank Research**

Frankfurt am Main  
Deutschland  
**Internet:** www.dbresearch.de  
**E-Mail:** marketing.dbr@db.com  
**Fax:** +49 69 910-31877

**DB Research Management**  
Norbert Walter

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





## Bubble Trouble am Wohnungsmarkt?

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

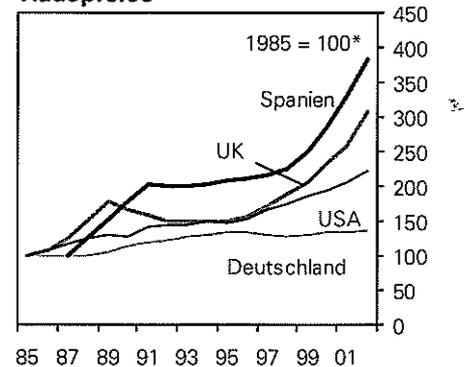
### Definition

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

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

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

Hauspreise



\*Spanien: 1987 = 100

### Blasen sind schwer zu erkennen

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

## Die Asset-Blasen in Japan als Vergleichsszenario

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

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

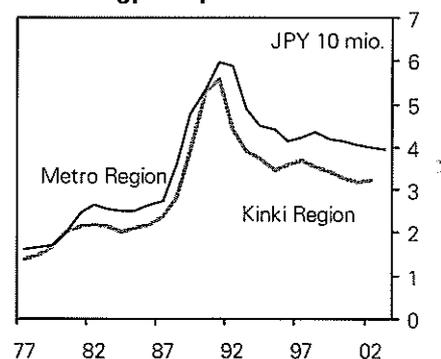
## Makroökonomische Folgen einer geplatzten Immobilienblase

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

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

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

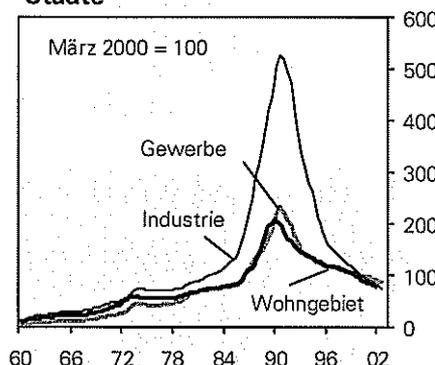
Wohnungspreis per m<sup>2</sup>



Kinki = Mitteljapan, nördliches Westjapan, Kyoto, Osaka  
Metro: Tokyo Metropolitan Region

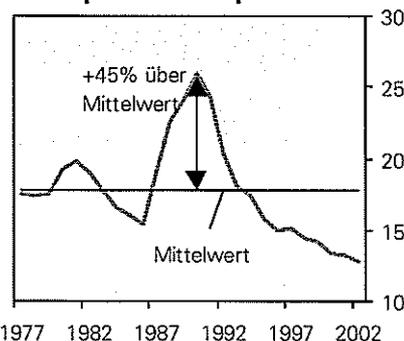
Quelle: Japan Real Estate Institute

Japan: Bodenpreise - 6 große Städte



Quelle: Japan Real Estate Institute

Hauspreis/Pro-Kopf-BIP\*



\*Tokyo Metro Region

Quelle: Japan Real Estate Institute



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

### Konsumausgaben reagieren heftig auf Änderungen der Immobilienpreise

### Determinanten der Preise für Wohnimmobilien

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

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

### Unerwartete Bevölkerungszunahme hat starken, direkten Preiseffekt

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

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

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

## USA

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

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

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

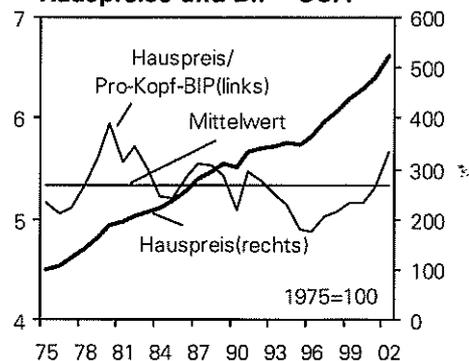
### Kein gravierendes Abweichen vom Trend

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

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

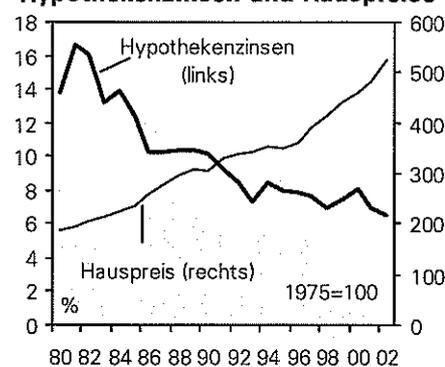
<sup>6</sup> Vgl. Deep, A., Domanski, D. (2002), Immobilienmarkt und Wirtschaftswachstum: Lehren aus dem Refinanzierungsboom in den USA, in: BIZ-Quartalsbericht September 2002, S. 42-51.

### Hauspreise und BIP - USA



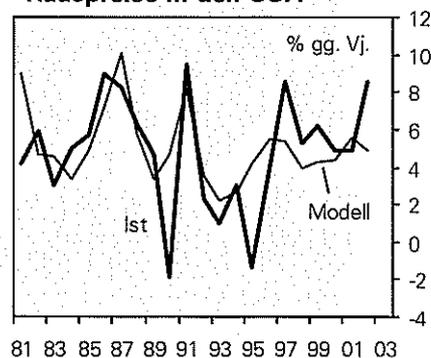
Quellen: National Association of Realtors, DBR

### Hypothekenzinsen und Hauspreise



Quellen: National Association of Realtors, DBR

### Hauspreise in den USA



Quellen: National Association of Realtors, DBR

### Starke regionale Unterschiede

Abweichung von der durchschnittlichen Wachstumsrate in %-Punkten

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

Quelle: Rreef

**UK**

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

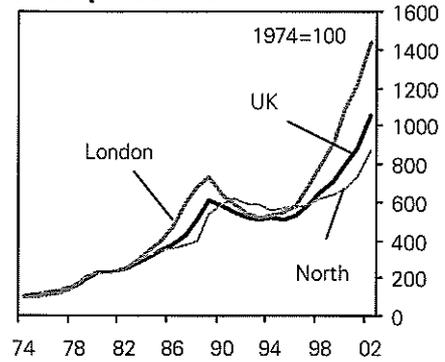
Selbst in dem schwierigen konjunkturellen Umfeld der letzten zwei Jahre expandierte die britische Wirtschaft um real 2,2% (2001) respektive 1,6% (2002). Die Wachstumsaussichten für das laufende und das nächste Jahr sind deutlich besser als für Euroland. Auch die demografische Zeitbombe tickt in Großbritannien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

**Hauspreise steigen schneller als BIP**

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

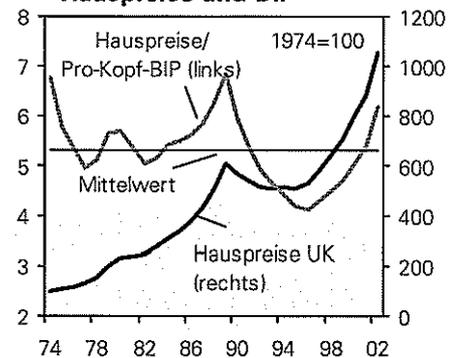
Unser Modell, das v.a. Realeinkommen und langfristige Zinsen als erklärende Variablen enthält, kann die Entwicklung der Hauspreise bis 2001 sehr gut abbilden und signalisiert für 2002 einen kräftigen Preisanstieg. Es zeigt aber auch, dass das explosive Wachstum im letzten Jahr durch die im Modell enthaltenen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

**Hauspreise in UK**



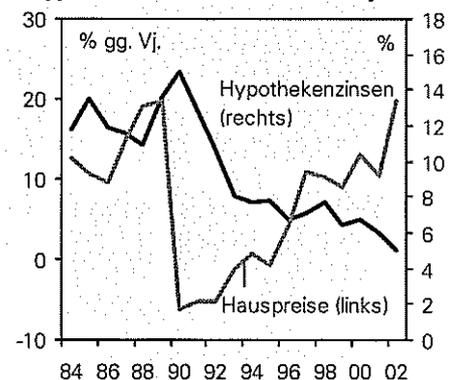
Quelle: Nationwide Building Society

**Hauspreise und BIP**



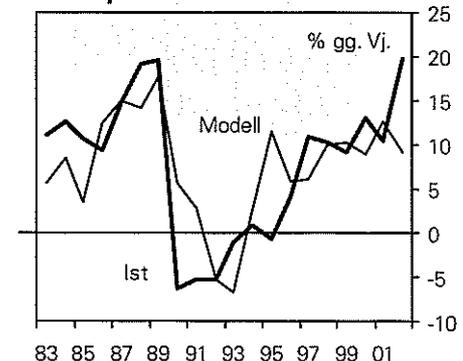
Quellen: Nationwide Building Society, DBR

**Hypothekenzinsen und Hauspreise**



Quellen: Nationwide Building Society, CSO

**Hauspreise in UK**



Quellen: National Association of Realtors, DBR

## Spanien

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

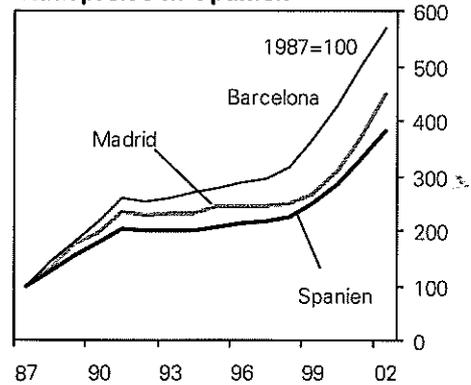
Auch in Spanien bestimmt insbesondere die Entwicklung der Realeinkommen die Preisbewegungen auf dem Häusermarkt. Die Wirtschaft ist von 1997 bis 2000 mit über 4% p.a. gewachsen. Zwar bleibt Spanien von der Konjunkturschwäche in Euroland nicht unbeeinträchtigt, mit rd. 2% expandiert die Wirtschaft jedoch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

### Niedrige Zinsen sorgen für Schwung

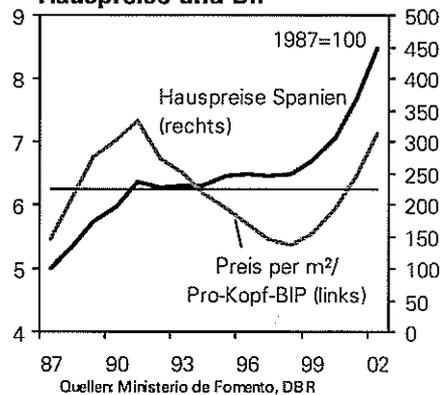
Erstens haben die Konvergenzbemühungen Spaniens im Vorfeld der Euro-Einführung die langfristigen Zinsen auf ein Drittel des Wertes von Anfang der 90er Jahre gedrückt. Das hat die Finanzierungslast der Wohnungskäufer reduziert. Zweitens sorgte die Aktienbaisse dafür, dass Wohnimmobilien vermehrt als sicherer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

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

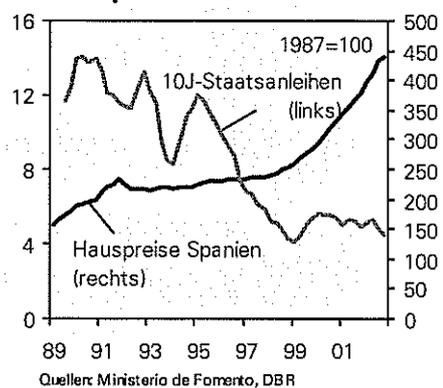
### Hauspreise in Spanien



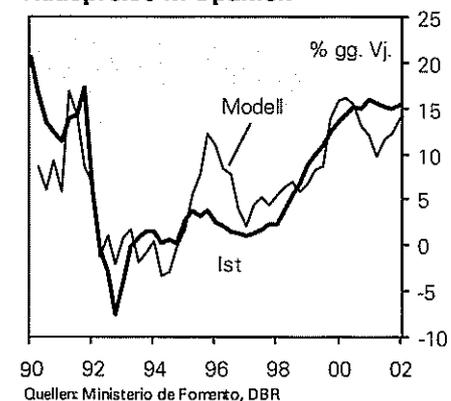
### Hauspreise und BIP



### Hauspreise und Zinsen



### Hauspreise in Spanien



## Deutschland

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

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

### Im Osten platzte eine Subventionsblase

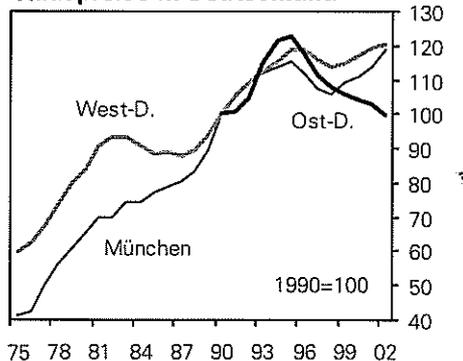
Seit 1975 ist die Relation Hauspreise zu Pro-Kopf-BIP um rd. ein Drittel gesunken. Das gilt auch für die westdeutschen Ballungsräume. Zwar legten dort die Hauspreise überdurchschnittlich zu, gleichzeitig expandierte die Wirtschaft dort auch schneller als in der Peripherie. Die Maßzahl Hauspreis zu Pro-Kopf-BIP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

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

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

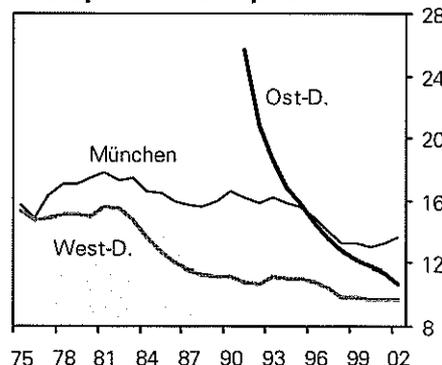
<sup>7</sup> Bergheim, S., Neuhaus, M. (2002), Engpassfaktor Arbeit - eine empirische Wachstumsanalyse, Aktuelle Themen Nr. 243, Mehr Wachstum für Deutschland, Deutsche Bank Research, 8. November 2002, Frankfurt a. M.

Hauspreise in Deutschland



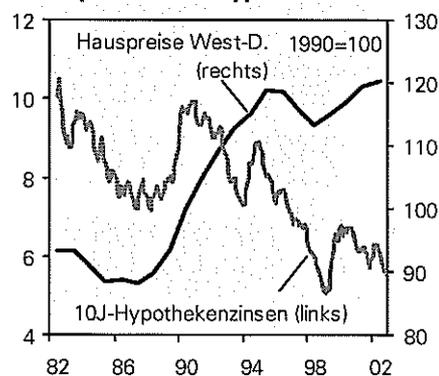
Quellent: BulwienAG, DBR

Hauspreise/Pro-Kopf-BIP



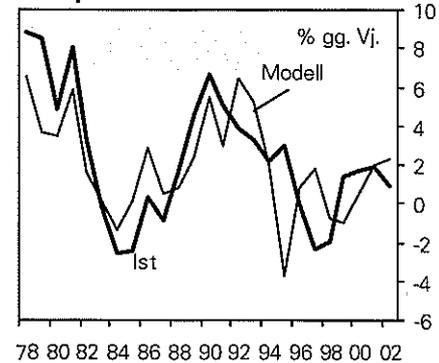
Quellent: BulwienAG, Stat. BA, DBR

Hauspreise und Hypothekenzinsen



Quellent: BulwienAG, Dt. Bundesbank, DBR

Hauspreise in Westdeutschland



Quellent: BulwienAG, Stat. BA, DBR

## Fazit

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

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

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

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

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

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

### Dennoch ist Vorsicht geboten

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

Nr. 250 16. Dezember 2002

Die etwa 7000 börsennotierten Unternehmen mit Sitz in der EU müssen nach einer vom EU- Ministerrat<sup>3</sup> und vom Europäischen Parlament verabschiedeten Verordnung ab 2005 ihre konsolidierten Abschlüsse nach International Accounting Standards (IAS ) erstellen. Die einheitlichen neuen Rechnungslegungsstandards lösen fünfzehn nationale, stark unterschiedliche Bilanzierungssysteme ab. Dies ist ein Meilenstein auf dem mühsamen Weg zur Schaffung eines integrierten Finanzbinnenmarktes in Europa. Unternehmen, die nicht kapitalmarktorientiert sind, sollen ein Wahlrecht bekommen, ihren Konzernabschluss nach IAS-Richtlinien zu erstellen; dies soll ihnen die Vorbereitung auf einen Börsengang oder ein Rating erleichtern. Nun wird es entscheidend darauf ankommen, dass alle in der EU bereits existierende International Accounting Standards „en bloc“ anerkannt werden, um den Zeitplan für das Inkrafttreten der neuen Verordnung nicht zu gefährden und um zu verhindern, dass sich „europäische“ IAS herausbilden.

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

Nr. 249 10. Dezember 2002

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

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

Nr. 245 26. November 2002

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

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

Nr. 239 30. Oktober 2002

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

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

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

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg.

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

2

## Immobilienmärkte

## Bedroht eine Immobilienblase in den USA die Weltwirtschaft?

Tobias Just

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

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

### Definition einer „Blase“

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

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

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

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

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

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

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

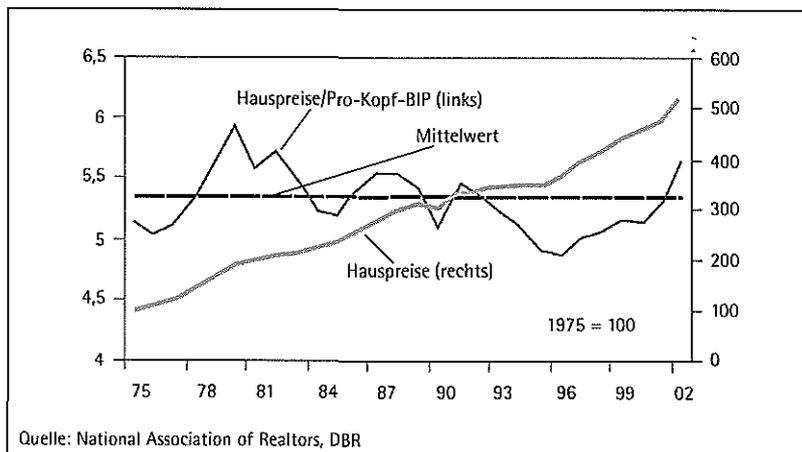
### Die Asset-Blasen in Japan

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

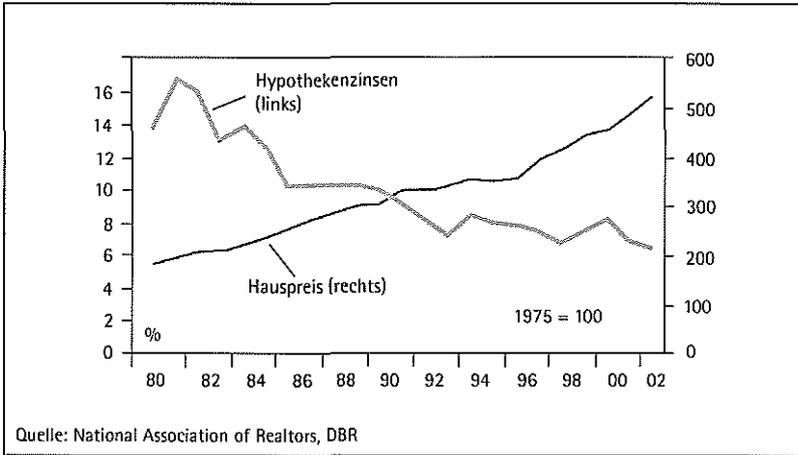
Die Nachwirkungen der Blase sind noch immer spürbar. Bis zum heutigen Tag befinden sich die Wohnungspreise im Sinkflug. 2002 zahlte man in Tokio nur noch 50 Prozent der Quadratmeterpreise von Anfang 1991. Auch die Bodenpreise sinken immer noch um fast zehn Prozent per annum. Mittlerweile hat der Grundstückspreis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

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

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



**Hypothekenzinsen und Hauspreise**



gaben in den letzten Jahren das Wirtschaftswachstum entscheidend gestützt hat.

**Determinanten der Preise für Wohnimmobilien**

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

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

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

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

**Makroökonomische Folgen einer geplatzten Immobilienblase**

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

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

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

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

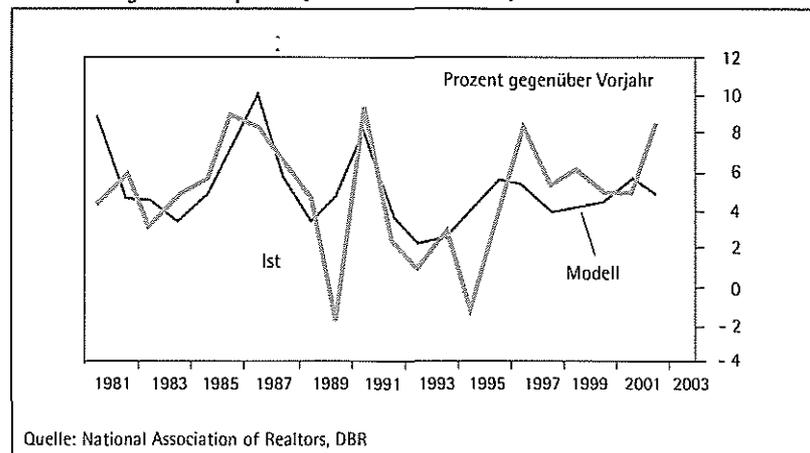
1. Reale Einkommen: Die Nachfrage nach Wohnraum reagiert wie die meisten Güter positiv auf Änderungen der verfügbaren Einkommen.

2. Bevölkerungswachstum: Insbesondere der durch Wanderung realisierte Bevölkerungszuwachs einer Region lässt sich nur sehr schwer prognostizieren. Unerwartete Bevölkerungszunahmen erhöhen die Nachfrage und sorgen so für Preisauftrieb.

3. Langfristige Zinsen: Da die meisten Wohnungskäufe fremdfinanziert werden, ist der mit dem Kauf verbundene Schuldendienst die entscheidende Orientierungsgröße. Bei sinkenden Hypothekenzinsen führen höhere Hauspreise nicht zwangsläufig zu einer höheren finanziellen Belastung der Haushalte.

4. Aktienmarkt: Da an der Börse Erwartungen gehandelt werden, ist die Ent-

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



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

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

#### Starke regionale Unterschiede

Abweichungen vom mittleren Wachstum in Prozent-Punkten

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

Quelle: National Association of Realtors, DBR

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

#### Die Entwicklung in den USA

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

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

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

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

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

#### „Hot Spots“ an den Küsten

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

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

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

#### Risiken nur in Teilmärkten

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

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

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

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

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



Financial Times Deutschland vom 10.03.2004, Seite 17

Finanzen

Stephen Schurr

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

Von Stephen Schurr, New York

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

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

Auch wenn die Bilanzierungsmethode juristisch einwandfrei ist, dürfte das Ausmaß der nicht realisierten Verluste Kritiker bestätigen, die sich um die Rechnungslegungspraktiken sorgen. Sie fürchten zudem, dass Fannie Mae nicht über genug Kapital verfügt, denn die Derivategeschäfte dürften die Erträge für mehrere Jahre belasten.

Fannie Mae sieht keine Auswirkungen: Die Aufsicht ziehe die Cashflow-Absicherungsgeschäfte, die die Verluste enthalten, nicht zur Berechnung des Kapitalbedarfs heran.

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

- Hamburg

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

[www.genios.de](http://www.genios.de)

GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH

Sonntag, 19.04.2009

4

(c) DIE ZEIT 15.04.2004 Nr.17 - 15. April 2004  
[http://www.zeit.de/2004/17/Fannie\\_Mae](http://www.zeit.de/2004/17/Fannie_Mae)

HYPOTHEKENBANKEN

## Gefährliche Geldmaschinen

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

VON HEIKE BUCHTER

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ZEIT ONLINE 2004

# Franfurter Allgemeine

ZEITUNG FÜR DEUTSCHLAND

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

Seitenüberschrift: Finanzmarkt Ressort: Wirtschaft

## Zunehmende Sorgen über eine globale Immobilienpreisblase

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

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

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

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

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

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

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

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

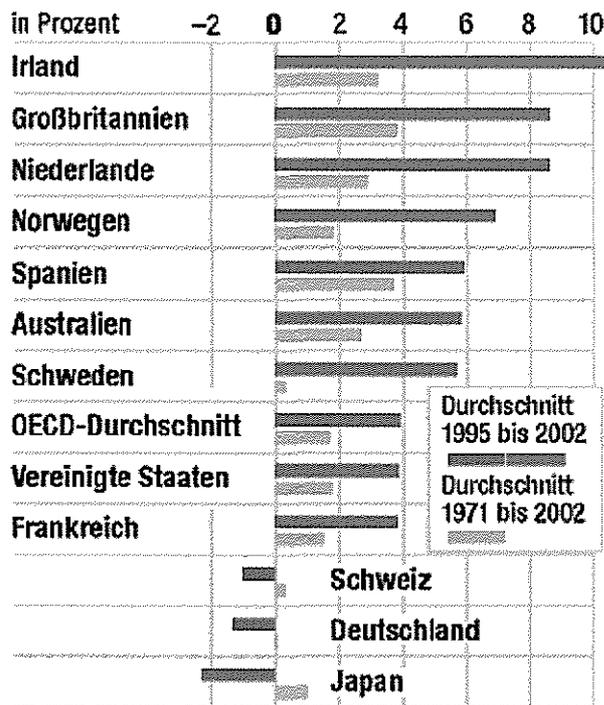
Alle Rechte vorbehalten. (c) F.A.Z. GmbH, Frankfurt am Main

Branche: 6500 Immobilienwirtschaft  
 Land: C0..W C0W C00WOR Internationales  
 Sachgebiet: BAUW Bau- und Wohnungswirtschaft  
 GELD Geld und Finanzmärkte  
 Datum: 20040728

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

## Immobilienpreise steigen

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



1) Jährlich, durchschnittlich. Quelle: OECD FAZ.-Grafik Niebel

www.genios.de

GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH

Sonntag, 19.04.2009

6



# DIE ZEIT

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

Wirtschaft

Buchter, Heike

Globale Märkte

## Rezept für ein Desaster

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

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

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

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

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

Solche Termingeschäfte zählen zu den börsennotierten Derivaten. Dabei handelt es sich um standardisierte Verträge, bei denen Laufzeit, Stückelung und sonstige Konditionen für alle Marktteilnehmer verbindlich sind.

Daneben aber gibt es inzwischen eine Vielzahl von Transaktionen, die frei zwischen Marktteilnehmern ausgehandelt werden. Sie heißen nach dem Englischen over the counter OTC-Derivate. Dabei werden die Bedingungen und die Konstruktion der meist telefonisch abgesprochenen Geschäfte individuell festgelegt.

Genau diese frei vereinbarten Derivate sind es, die Skeptikern wie Partnoy Kopfzerbrechen bereiten. Niemand weiß, welche Positionen von Hedge Fonds, Banken und Versicherungen genau gehalten werden und wie riskant diese sind.

Der OTC-Derivatemarkt ist das am schnellsten wachsende Segment des Finanzmarkts. Denn die Wall Street hat die ursprünglich nur der Risikoversicherung dienenden Kontrakte zu lukrativen Zockerinstrumenten gemacht.

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

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

Den Fall Enron »haben die Leute nie verstanden«

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

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

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

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

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

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

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

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

Es baut sich eine Blase auf, die unbeherrschbar sein könnte

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

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

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

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

**Land:** Welt (Internationales) C00WOR

**Länderfacette:** Geld und Börse

**Datum:** 20050519

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

www.genios.de

GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH

Sonntag, 19.04.2009

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Marcus Lutter

# Zur Rechtmäßigkeit von internationalen Risikogeschäften durch Banken der öffentlichen Hand\*

Diese Abhandlung geht der Frage nach, ob die Vorstände der Sächsischen Landesbank (SachsenLB), der Bayerischen Landesbank (BayernLB) und der Westdeutschen Landesbank (WestLB) rechtliche Schranken überschritten haben, als sie Risikogeschäfte in ausländischen Wertpapieren tätigten. Anders und juristisch gewendet: Durften die Vorstände das, was sie konnten, oder durften sie das nicht? Wäre dem so, so wären all die fraglichen Geschäfte zwar im Zweifel wirksam, aber per se rechtswidrig und damit pflichtwidrig seitens der Vorstände.

## I. Sachverhalt

Viele europäische Banken haben im Zusammenhang mit der Hypotheken- und Bankenkrise in den USA ungewöhnlich hohe Verluste erlitten. Diese waren die Folge eines neuartigen Geschäftes. Vor allem Hypothekenbanken in den USA, aber auch andere Kreditgeber hypothekengesicherter Baukredite bündelten diese in Zweckgesellschaften. Diese ihrerseits gaben darauf Schuldverschreibungen aus und veräußerten sie an Banken und Investoren zur Refinanzierung der von ihnen gekauften Kredite. Diese Wertpapiere hatten als Grundlage also die hypothekengesicherten Forderungen gegen viele oder sehr viele „Häuslebauer“. Ihr Vorzug lag in einer höheren Verzinsung, die von der Zweckgesellschaft geboten werden konnte, da Hypothekenzinsen höher liegen als Zinsen von Staats- oder Unternehmensanleihen. Ihr Risiko bestand im Ausfall einzelner oder vieler ihrer „gebündelten“ Schuldner, wie es dann auch eingetreten ist.

Das Geschäft lief weltweit glänzend und die amerikanischen Banken bekamen durch den Verkauf ihrer Kredite immer wieder frisches Geld, das sie immer stärker und immer leichtsinniger in den Häusle-Markt drückten. Bis die Blase platzte und tausende Hypothekenschuldner zahlungsunfähig wurden. Seither sind die einst so begehrten Papiere unverkäuflich, mithin heute weitgehend wertlos und niemand weiß, ob und in welcher Höhe sie einstens wieder werthaltig werden; denn natürlich sind nicht alle Häuslebauer pleite und nicht alle Häuser unverkäuflich.

Zu den Abnehmern dieser Papiere gehörten auch deutsche Banken, brachten sie doch scheinbar mehr als die Erträge aus dem normalen Geschäft einer auf den Mittelstand ausgerichteten Bank, wie der IKB, oder eben einer Landesbank.

## II. Fragestellung

Diese Abhandlung will nicht dem Problem nachgehen, ob die Vorstände dieser Banken sorgfältig genug bei ihren Anlagen vorgegangen sind, wie es Gesetz und Satzung von ihnen verlangen<sup>1</sup>. Vielmehr lautet die Frage: Durften die Banken-Vorstände das überhaupt, durften sie diese Geschäfte von Rechts wegen tätigen? Denn schließlich gehören diese Banken der öffentlichen Hand und mittelbar also dem Bür-

ger und Steuerzahler. Darf, um es auf den Punkt zu bringen, der Finanzminister von NRW 100 000 Euro aus dem Steuersäckel nehmen und damit in Bad Neuenahr oder Baden-Baden auf Rechnung des Steuerzahlers spielen? Nichts anderes war doch der Kauf dieser Papiere. Dass man dabei ein schlechtes Gewissen hatte, zeigt die Tatsache, dass die Landesbank Sachsen sage und schreibe in Irland eine so genannte Zweckgesellschaft gründete, nur um in diesen Papieren zu handeln – natürlich mit der Garantie der Sächsischen Landesbank im Rücken: kein Stäubchen in deren Bilanz, aber unbegrenztes Risiko für Sachsens Steuerbürger.

Gewiss, die Aktionäre einer privaten Bank AG können – und tun es – dem Management ihrer Bank erlauben, auch Spekulationsgeschäfte zu tätigen – das beginnt bei Aktien, geht weiter zu Rohstoffen und endet noch lange nicht bei Asset-Baked Securities. Das wissen die Aktionäre und hoffen auf Glück und Augenmaß bei ihren Vorständen: kein IKB-Aktionär kann sich über das „Ob“ solcher Geschäfte beschweren, allenfalls über das „Wie“.

Aber gilt das auch für öffentlich-rechtliche Banken, die mittelbar dem Bürger gehören und mit Steuergeldern finanziert werden, wie der Sächsischen Landesbank und der Bayerischen Landesbank? Und gilt es für privatrechtlich organisierte Banken, die zu 100% der öffentlichen Hand und den öffentlich-rechtlichen Sparkassen gehören, wie die Westdeutsche Landesbank AG?

Dieser Frage nach dem rechtlichen Dürfen wird in zwei Schritten nachgegangen:

- (1) Was sagen die Satzungen der Sächsischen Landesbank, der Bayerischen Landesbank und der Westdeutschen Landesbank dazu?
- (2) Gibt es immanente rechtliche Handlungs-Schranken für öffentliche Akteure?

## III. Die Satzungen der hier untersuchten Banken

### 1. Landesbank Sachsen Girozentrale (SachsenLB)

#### a) Aufgaben nach § 2 der SachsenLB-Satzung

Die Satzung der SachsenLB stammt vom 28.4.2006. Ihr § 2 lautet: § 2 Aufgaben

(1) Der Bank obliegen die Aufgaben einer Staats-, Kommunal- sowie einer Zentralbank der sächsischen Sparkassen. Sie ist Geschäftsbank und betreibt als öffentlich-rechtliches Wettbewerbsunternehmen Bankgeschäfte aller Art und sonstige Geschäfte, die ihren Zwecken dienen.

(2) Als Staats- und Kommunalbank unterstützt die Bank insbesondere den Freistaat Sachsen, seine kommunalen Körperschaften, die sonstigen Körperschaften, Anstalten

\* Eberhard Schwark, dem klugen Kollegen und anregenden Partner zum 70. Geburtstag am 4.4.2009 herzlich gewidmet.  
1 Vgl. dazu Lutter, ZIP 2009, 197 ff.

und Stiftungen des öffentlichen Rechts im Freistaat Sachsen und ihnen nahestehende Unternehmungen in der Erfüllung öffentlicher Aufgaben und in der Durchführung ihrer Bankgeschäfte.

(3) Als Sparkassenzentralbank verwaltet die Bank insbesondere die Liquiditätsmittel der sächsischen Sparkassen durch eine geeignete Anlagepolitik und stellt ihnen angemessene Liquiditätskredite bereit. Ferner obliegen ihr in Zusammenarbeit mit den sächsischen Sparkassen alle sich aus dem Verbund ergebenden Geschäfte.

(4) Als Geschäftsbank fördert die Bank insbesondere die Versorgung der Wirtschaft im Freistaat Sachsen mit Bankleistungen unter Berücksichtigung der von den sächsischen Sparkassen zu erfüllenden gesetzlichen Aufgaben.

(5) Die Bank ist insbesondere berechtigt,

a) Pfandbriefe, Kommunalschuldverschreibungen und sonstige Schuldverschreibungen auszugeben,

b) Geschäfte in Finanzinnovationen und -derivaten zu tätigen,

c) Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte zu erwerben, zu veräußern und zu belasten sowie Wirtschaftsgüter zu erwerben, zu vermieten, zu verpachten und zu veräußern, soweit dies zur Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich ist,

d) mit Zustimmung der Rechtsaufsichtsbehörde andere Unternehmen und Beteiligungen an Unternehmen zu erwerben und zu veräußern.

(6) Die Geschäfte der Bank sind unter Beachtung ihres öffentlichen Auftrags nach kaufmännischen Grundsätzen zu führen.

## b) Würdigung

Diese klar gegliederte Aufgabenbeschreibung macht in ihren Abs. 1–3 die öffentlichen Aufgaben deutlich, entsprechend den öffentlichen Aufgaben ihrer Eigner Freistaat Sachsen und den öffentlich-rechtlichen Sparkassen des Landes.

Erst im Abs. 4 taucht das Wort „Geschäftsbank“ auf, doch erneut im Kontext mit (angeblich) öffentlichen Aufgaben des Landes („Versorgung der Wirtschaft mit Bankleistungen“) oder der Sparkassen („unter Berücksichtigung der von den sächsischen Sparkassen zu erfüllenden gesetzlichen Aufgaben“).

Bis zu diesem Punkt würde man kaum an gezielte Investitionen in ausländische Wertpapiere denken. Aber es folgt noch der Abs. 5 (lit. b), wonach die Bank insbesondere berechtigt ist,

„Geschäfte in Finanzinnovationen und -derivaten zu tätigen.“

Hier ist genau das angesprochen, was dann tatsächlich geschah und zum wirtschaftlichen Unglück führte: Bei den fraglichen Wertpapieren handelte es sich tatsächlich um Finanzinnovationen. Nach ihrer Satzung durfte das Management der Bank also in solche Wertpapiere investieren. Die Frage des dabei eingegangenen hohen „Klumpenrisikos“ ist nicht mehr ein Aspekt des rechtlichen „Dürfens“, sondern der Sorgfalt der Geschäftsführung und mithin nicht unser Thema.

Allerdings: Da ist noch der zunächst reichlich mysteriöse Abs. 6. Da sollen (alle) Geschäfte „unter Beachtung ihres öffentlichen Auftrags“ geführt werden. Bei näherer Betrachtung aber schwindet der Nebel. Die Vorschrift beschäftigt sich ganz offensichtlich nicht mit der Frage, was getan werden soll, sondern wie es zu tun ist, wie die Geschäfte zu führen sind: die gesamte Geschäftsführung des Vorstands der SachsenLB steht nach Abs. 6 unter dem Gebot kaufmännischer Grundsätze und zugleich des öffentlichen Auftrags.

Die „kaufmännischen Grundsätze“ besagen dabei: Die Geschäftsführung der Bank soll unter Beachtung der Grundsätze guter Kaufmannschaft und der Regeln für einen sorgfältigen Bankier *ertragsorientiert*, kurz: wie eine Privatbank, geführt werden. Der „öffentliche Auftrag“ aber besagt in diesem Zusammenhang, dass der Ertragsgedanke zu-

rückgenommen werden kann, wenn es denn das öffentliche Interesse, der öffentliche Auftrag erfordert.

Da sich Abs. 6 mit dem *Wie* der Geschäftsführung beschäftigt, kann er also nicht als Widerspruch zu Abs. 5 (lit. b) der Satzung interpretiert werden.

## c) Zwischenfazit

Kurz: Das Management der SachsenLB durfte nach der Satzung seiner Bank diese Papiere erwerben, ob unmittelbar oder mittelbar über die irische Zweckgesellschaft, spielt dabei keine Rolle.

## 2. Die Bayerische Landesbank (BayernLB)

### a) Aufgaben nach § 3 Bayern-LB-Satzung

Die Satzung der BayernLB stammt vom 8.7.2005. Ihre Aufgaben werden in § 3 wie folgt beschrieben:

#### § 3 Aufgaben

(1) Die Bank hat insbesondere die Aufgaben einer Staatsbank sowie einer Kommunal- und Sparkassenzentralbank. Sie betreibt Bankgeschäfte aller Art im In- und Ausland, namentlich das Personal- und Realkreditgeschäft, und sonstige Geschäfte, die den Zwecken der Bank sowie des Freistaates Bayern und des Sparkassenverbands Bayern dienen. Die Hereinnahme von Spareinlagen ist ausgeschlossen, mit Ausnahme der Spareinlagen von Mitarbeitern und Pensionisten der Bank sowie von Ehegatten, Lebenspartnern und Kindern dieser Personen.

(2) Die Bank hat gleichrangig

(a) den Freistaat Bayern als Hausbank in der Erfüllung öffentlicher Aufgaben, insbesondere der Strukturförderaufgaben, zu unterstützen;

(b) den Sparkassenverband Bayern und seine Mitglieder zu unterstützen, insbesondere die Obliegenheiten einer Girozentrale der bayerischen Sparkassen wahrzunehmen, den Konsortialkredit mit ihnen zu pflegen, ihre Liquiditätsreserven zu verwalten und den Liquiditätsausgleich zu fördern, den Geldverkehr sowie finanz- und banktechnische Angelegenheiten des Sparkassenverbands Bayern, der Städte, Gemeinden, Landkreise sowie der sonstigen juristischen Personen des öffentlichen Rechts, insbesondere das Kommunalkreditgeschäft, zu besorgen und den bargeldlosen Zahlungsverkehr sowie Wertpapier- und Auslandsgeschäfte der Sparkassen zu unterstützen.

(3) Die Bank ist ferner berechtigt

(a) Pfandbriefe und sonstige Schuldverschreibungen auszugeben sowie Schuldbuchforderungen zu begründen, sowie

(b) Grundstücke und Gebäude zu erwerben und zu veräußern.

(4) Die Geschäfte der Bank sind nach kaufmännischen Grundsätzen zu führen, wobei den der Bank öffentlichen Aufgaben Rechnung zu tragen ist.

### b) Würdigung

Die wenig klar gegliederte Aufgabenbeschreibung nennt in ihrem Abs. 2 nur öffentliche Aufgaben, in ihrem Abs. 3 einzelne Geschäftsfelder, zu denen ausländische Wertpapiere nicht gehören.

Auch Abs. 1 spricht zunächst von „Staatsbank“ sowie einer „Kommunal- und Sparkassenzentralbank“. Aber schon im nächsten Satz heißt es dann, dass die BayernLB „Bankgeschäfte aller Art im In- und Ausland betreibt“ sowie „sonstige Geschäfte, die den Zwecken der Bank sowie des Freistaates Bayern und des Sparkassenverbandes Bayern dienen“. Verbindet man diesen letzteren Aspekt mit den „kaufmännischen Grundsätzen“ des Abs. 4, so scheint die Satzung keine Sperre gegen Wertpapier- und Risikogeschäfte zu enthalten.

Dieses Ergebnis könnte durch den zweiten Teilsatz des Abs. 4 eingeschränkt sein. Denn danach hat die Bank ihren „öffentlichen Aufgaben Rechnung zu tragen“. Davon kann bei internationalen Risikogeschäften gewiss keine Rede sein. Aber dieser Satzteil steht dann wieder

im Widerspruch zu den „kaufmännischen Grundsätzen“, die offenbar vor allem die Gewinnerzielung meinen.

Wie schon bei der Satzung der SachsenLB gilt es auch hier zwischen dem Was getan werden darf und soll einerseits und dem Wie der Geschäftsführung zu unterscheiden. Abs. 4 beschäftigt sich nur mit dem Wie der Geschäftsführung. Insoweit kann auf die obige Auslegung von Abs. 6 der Satzung der SachsenLB verwiesen werden.

Das jedoch, was getan werden soll, ist Inhalt der Abs. 1–3. Und da ist bei aller öffentlich-rechtlicher Umrahmung des Beginns des Satzes 2 von Abs. 1 entscheidend:

„Sie (scil. die Bank) betreibt Bankgeschäfte aller Art im In- und Ausland, ...“

### c) Zwischenfazit

Kurz: Der Satzung der BayernLB lässt sich eine klare Sperre gegenüber Risikogeschäften in ausländischen Wertpapieren nicht entnehmen.

## 3. Die Westdeutsche Landesbank AG (WestLB)

### a) Unternehmensgegenstand nach der WestLB-Satzung

Die WestLB ging im Jahre 2002 aus der Aufspaltung der ehemaligen Westdeutschen Landesbank Girozentrale in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft hervor. Ihre Anteilseigner sind das Land NRW und der Sparkassenverband NRW. Ihr satzungsmäßiger Gegenstand des Unternehmens lautet:

(1) Die WestLB AG betreibt bankmäßig Geschäfte aller Art und ergänzende Geschäfte einschließlich der Übernahme von Beteiligungen.

(2) Der WestLB AG obliegen die Aufgaben einer Sparkassenzentralbank und einer Kommunalbank. Als Teil der Sparkassenorganisation umfasst der Geschäftszweck auch die Entwicklung und Bereitstellung bankmäßiger Produkte für Sparkassen und öffentliche Kunden.

(3) Die WestLB AG hat Niederlassungen. Sie kann weitere Niederlassungen errichten und vorhandene Niederlassungen auflösen.

### b) Würdigung

Diese klar gegliederte Aufgabenbeschreibung erwähnt das Land NRW und die öffentlichen Aufgaben des Landes nicht, sondern spricht in ihrem Abs. 2 nur die öffentlich-rechtlichen Sparkassen an.

Abs. 1 hingegen beschreibt die Tätigkeit einer ganz normalen Bank mit „bankmäßigen Geschäften aller Art“. Diese Aufgabenbeschreibung geht auf Wertpapiere o.Ä. nicht weiter ein, sondern belässt es bei den „bankmäßigen Geschäften aller Art“.

### c) Zwischenfazit

Kurz: Eine Sperre gegenüber dem Erwerb ausländischer Wertpapiere und gegenüber Risikogeschäften ist der Satzung der WestLB nicht zu entnehmen.

## 4. Landesbank Hessen-Thüringen

### a) Aufgabenbeschreibung nach der Hessen-ThüringenLB-Satzung

Die bisherigen Ergebnisse einer weit gespannten Aufgabenbeschreibung werden besonders deutlich auf dem Hintergrund der Satzung der Landesbank Hessen-Thüringen:

§ 5 Geschäfte

...

(6) Die Bank kann Bankgeschäfte aller Art und weitere im kreditwirtschaftlichen Bereich übliche Dienstleistungen und Geschäfte betreiben, soweit die Bankgeschäfte

und weitere Dienstleistungen und Geschäfte unmittelbar oder mittelbar der Zweckerfüllung der Bank dienen. ...

(9) Die Geschäfte der Bank sind unter Beachtung kaufmännischer Grundsätze zu führen. Dabei sind allgemein wirtschaftliche Gesichtspunkte zu berücksichtigen und die Belange der Sparkassen und der Kommunen zu fördern. Unter Berücksichtigung des öffentlichen Auftrages der Bank ist die Erzielung von Gewinn nicht Hauptzweck des Geschäftsbetriebes.

### b) Würdigung

Hier werden die Aufgaben einer Sparkassenzentral-, einer Kommunal- und einer Staatsbank nachdrücklich betont. Betont wird aber in Abs. 6 auch, dass zwar weitere Bankgeschäfte aller Art betrieben werden können, aber nur „soweit die Bankgeschäfte und weiteren Dienstleistungen und Geschäfte unmittelbar oder mittelbar der Zweckerfüllung der Bank dienen“. Diese dienende Funktion im Verhältnis zu den öffentlichen Aufgaben als Sparkassenzentral-, Kommunal- und Staatsbank wird dann noch einmal in Abs. 9 deutlich gemacht. Nach dem Hinweis, dass die Geschäfte nach kaufmännischen Grundsätzen zu führen sind, wird erneut betont, dass die „Belange der Sparkassen und der Kommunen zu fördern“ sind. Ganz entscheidend aber ist dann der letzte Satz: „Unter Berücksichtigung des öffentlichen Auftrages der Bank ist die Erzielung von Gewinn nicht Hauptzweck des Geschäftsbetriebes.“

### c) Zwischenfazit

Diese Satzung der Landesbank Hessen-Thüringen ist in ihrem § 5 deutlich als Sperre gegen beliebige Wertpapier-, Risiko- und Spekulationsgeschäfte zu verstehen. Hätte sich auch die Landesbank Hessen-Thüringen auf diese Geschäfte eingelassen, so bestünde kein Zweifel, dass sich ihr Vorstand und ggf. ihr Aufsichtsrat/Verwaltungsrat satzungswidrig und mithin pflichtwidrig verhalten hätte.

## 5. Ergebnis

Die hier vor allem untersuchten drei Landesbanken – SachsenLB, BayernLB und WestLB – sind alle drei Chamäleons oder besser: janusköpfig. Der öffentliche Auftrag wird überall betont, nicht minder aber das allgemeine (privatrechtliche) Bankgeschäft. Im Hinblick darauf lassen sich den Satzungen Sperren gegen bestimmte privatrechtliche Wertpapiergeschäfte nicht entnehmen.

Bei Gestaltung der Satzungen dieser Landesbanken wurde hier ganz offenbar bewusst gehandelt. Die betreffenden Landesbanken sollten nach den von ihren öffentlich-rechtlichen Eignern beschlossenen Satzungen nicht nur das ertragsschwache öffentlich-rechtliche Geschäft betreiben, sondern eben auch das potenziell lukrativere allgemeine Bankgeschäft. Das wird besonders deutlich, wenn man die Satzungen der drei genannten Landesbanken mit derjenigen der Landesbank Hessen-Thüringen vergleicht.

## IV. Durften die Landesbanken die fraglichen Geschäfte tätigen? Oder: Ständen allgemeine Grundsätze des öffentlichen Rechts dem Abschluss der fraglichen Geschäfte entgegen?

### 1. Mittelbare Staatsverwaltung

Alles, was der Staat tut, ist Staatsverwaltung. Geschieht das durch eine von ihm gegründete öffentlich-rechtliche Anstalt, so ist es mittelbare

Staatsverwaltung. Aber auch wenn der Staat für seine Ziele die privatrechtliche Form einer Aktiengesellschaft wählt – wie heute Sachsen LB und WestLB – bleibt es (mittelbare) Staatsverwaltung: der Staat kann nicht zum Bürger werden, er bleibt immer Staat, der stets dem öffentlichen Wohl verpflichtet bleibt<sup>2</sup>.

## 2. Beschränkung der Zielrichtung staatlichen Handelns auf das Merkmal des „öffentlichen Zwecks“

Alles unmittelbare oder mittelbare Handeln des Staates muss mithin einem öffentlichen Zweck dienen<sup>3</sup>. Der Staat kann nicht rein private Zwecke verfolgen, kann nicht zum Privatmann werden<sup>4</sup>. Die Zielrichtung dieser Beschränkung liegt darin, die öffentliche Hand vor der Eingehung übermäßiger wirtschaftlicher Risiken und möglicher wirtschaftlicher Überforderung zu schützen<sup>5</sup>.

Was im Einzelnen mit dem Merkmal „öffentlicher Zweck“ gemeint ist, lässt sich abstrakt nur schwer fassen<sup>6</sup>. Überwiegend heißt es, öffentlicher Zweck sei jede gemeinwohlorientierte, im öffentlichen Interesse der Einwohner liegende Zielsetzung, also die Wahrnehmung einer sozial-, gemeinwoh-, und damit einwohnernutzigen Aufgabe<sup>7</sup>.

Solche öffentlichen Zwecke sind heute Legion und reichen von Bildung über Arbeitsmarkt und Umwelt bis zu den vielfältigsten sozialen Aufgaben – inkl. Wohnungsvermittlung<sup>8</sup>, von der Arbeitsvermittlung ganz zu schweigen. Ja selbst die schlichte Erleichterung des Lebens seiner Bürger ist als öffentlicher Zweck anerkannt<sup>9</sup>. Und bei der Festlegung solcher öffentlicher Zwecke kommt dem Staat ein breites Einschätzungsmessen<sup>10</sup> zu, in das die Gerichte nicht oder nur in äußersten Grenzen kontrollierend eingreifen können<sup>11</sup>. Aber einen Eckpunkt gibt es doch: das reine Gewinnstreben, die reine Gewinnerzielungsabsicht, ist kein öffentlicher Zweck<sup>12</sup>. Der Staat hat sich durch Steuern und Abgaben zu finanzieren, nicht durch reine Tätigkeiten am Markt, die in sich keinem speziellen öffentlichen Zweck folgen<sup>13</sup>. Natürlich darf und soll der Staat bei der Verfolgung öffentlicher Zwecke Erträge erzielen<sup>14</sup>. Die Bundesbank und die Europäische Zentralbank sind gute Beispiele dafür. Ihre evidenten öffentlichen Zwecke sind die Versorgung der Unternehmen und der Bürger mit Geld, die Sicherung der Geldwertstabilität und der Aufbau und Erhalt von Währungsreserven. Wenn diese Tätigkeiten zu Gewinnen führen – umso besser. Aber das ist allenfalls ein Nebenzweck, nicht der Grund für die Existenz dieser Einrichtungen.

Im Übrigen: Würde auch eine ausschließliche oder primär auf Gewinnerzielung ausgerichtete Tätigkeit als zulässig angesehen, ließe sich damit jedes Geschäftsverhalten rechtfertigen, so dass die für juristische Personen des öffentlichen Rechts anerkannte Zweckbindung durch die öffentliche Aufgabe leerliefe und sinnlos würde<sup>15</sup>. Die Grenzen zwischen öffentlicher und privater unternehmerischer Tätigkeit würden sich auflösen<sup>16</sup>.

## 3. Verfolgung öffentlicher Zwecke durch die fraglichen Landesbanken

Solche öffentlichen Zwecke hatten und haben auch die hier untersuchten drei Landesbanken zu verfolgen<sup>17</sup>. Die SachsenLB hat den Freistaat Sachsen sowie die Kommunen, Anstalten und Stiftungen des öffentlichen Rechts im Freistaat zu unterstützen. Die WestLB und die BayernLB sind Sparkassen – Zentralbank und Kommunalbank. Und

alle drei Landesbanken haben die Sparkassen des Landes zu fördern und zu unterstützen. Kurz: ein öffentlicher Zweck ist bei allen drei Instituten fraglos gegeben.

Aber hier zeigt sich schon, dass die Frage nach dem öffentlichen Zweck solcher Einrichtungen nicht pauschal beantwortet werden kann, sondern den einzelnen Tätigkeitsfeldern des jeweiligen Instituts folgen muss<sup>18</sup>. Wenn sie Sparkassen-Zentralbanken sind, dann ist alles, was sie den öffentlichen Sparkassen und deren Kunden als Bankleistung bieten, vom öffentlichen Zweck gedeckt – das wäre sofort anders, wenn sie diese Bankleistungen gegenüber privaten Banken erbringen würden. Und wenn Kunden der Sparkassen Exportfinanzierung und Sicherung von Währungsrisiken nachfragen und die drei Landesbanken genau das vorhalten und den Sparkassen und ihren Kunden zur Verfügung stellen, dann besteht kein ernsthafter Zweifel am öffentlichen Zweck<sup>19</sup>. Und nichts anderes gilt für die Nachfrage der Sparkassen-Kunden nach Wertpapieren und Börsengeschäften.

Erst recht ist das so, wenn die drei Landesbanken als Staatsbanken tätig werden, die betreffenden Länder mit Krediten versorgen oder deren Liquidität verwalten.

## 4. Tätigwerden der fraglichen Landesbanken als „Geschäftsbanken“

Problematisch wird das alles, wenn die fraglichen Landesbanken außerhalb öffentlicher Zwecke als „Geschäftsbanken“ tätig werden, „bankmäßige Geschäfte aller Art“ tätigen und etwa Eigengeschäfte in börsennotierten Wertpapieren vornehmen. Das ist ein durchaus isolierbarer Geschäftszweig rein spekulativer Art. Ein öffentlicher Zweck solcher Geschäfte ist schlicht nicht zu erkennen<sup>20</sup>. Und Steuergelder sollen grundsätzlich gerade nicht für solche Risiken verwendet werden<sup>21</sup>.

2 VerfGH, NRW v. 15.9.1986, DVBl. 1986, 1196, 1197; Koenig, WM 1995, 317; Isensee, DB 1979, 145, 146.

3 BVerfGE 61, 82, 107; Badura, FS Schlochauer, 1981, 3, 19 f.; Püttner, Die öffentlichen Unternehmen, 2. Aufl. 1995, S. 128; Ehlers, JZ 1990, 1089, 1091; Scharpf, Die Konkretisierung des öffentlichen Zwecks, GewArch 2005, 485, 487 (m. w. N.).

4 Selbst Schneider/Busch, die Landesbanken als „universelle Geschäftsbanken“ bezeichnen, geben zu, dass „der Rahmen des öffentlichen Zwecks eingehalten“ werden muss, WM 1995, 326, 329.

5 Katz, Kommunale Wirtschaft, 2004, Rn. 24; Storr, Der Staat als Unternehmer, S. 117.

6 Moraing, WiVerw 1998, 233, 252.

7 Moraing, WiVerw 1998, 233, 252.

8 BVerfG, BayVBl. 1978 S. 375 f. – Kommunale Wohnraumvermittlung.

9 OVG NRW, DÖV 2005, 220 = NZV 2005, 218 – Autoschlüder.

10 Vgl. Hill, BB 1997, 425, 429; er spricht von der „Einschätzungsprärogative der demokratisch legitimierte Gemeindevertretung, (...) die der richterlichen Überprüfung weitgehend entzogen“ sei. Zustimmung Ossenbühl, Bestand und Erweiterung des Wirkungskreises der Deutschen Bundespost, 1980, S. 105 f.; Scholz, DÖV 1976, 441, 442.

11 Vgl. BGH, WRP 1959, 83, 84 – Versandbuchhandlung; BVerfGE 39, 329, 334; OLG Karlsruhe, WRP 1976, 181.

12 H.M., vgl. Hill, BB 1997, 425, 429; Ipsen, NJW 1963, 2102, 2107; Isensee, DB 1979, 145, 149; Moraing, WiVerw 1998, 233, 252; Schneider/Busch, WM 1995, 326, 328 unter Bezugnahme auf Maunz, DVBl. 1974, 1, 6; Schmidt-Abmann/Rühl, Besonderes Verwaltungsrecht, 13. Aufl. 2005, S. 92; Thode, Kreditwesen, 1994, S. 172, 174.

13 Vgl. Ehlers, JZ 1990, 1089, 1091; Isensee, DB 1979, 145, 149.

14 Schmidt-Abmann/Rühl, Besonderes Verwaltungsrecht, a. a. O., S. 92; Ossenbühl, Bestand und Erweiterung des Wirkungskreises der Deutschen Bundespost, 1980, S. 107; Ehlers, JZ 1990, 1089, 1091; Moraing, WiVerw 1998, 233, 252.

15 Thode, Der öffentliche Auftrag der Landesbanken, In: Kreditwesen 1994, 172, 174.

16 Scharpf, Die Konkretisierung des öffentlichen Zwecks, VerwArch 2005, 485, 491.

17 Ossenbühl, Bestand und Erweiterung des Wirkungskreises der Deutschen Bundespost, 1980, S. 106: „Das Legitimationserfordernis des öffentlichen Zwecks hat eine doppelte Funktion: es schützt zum einen die Privatwirtschaft vor willkürlichen Staatsinterventionen in den Markt und zum anderen den Staat und die öffentliche Hand selbst vor ökonomischen Experimenten.“ – Wären die Organmitglieder der drei Landesbanken doch dieser Einsicht gefolgt!

18 Badura, FS Schlochauer, S. 3, 19 f.; Isensee, DB 1979, 145, 149 f.

19 Anders Koenig, WM 1995, 319, 321 f. für Swaps.

20 Zur Koenig, WM 1995, 321: „... die institutionelle Legitimation von Landesbanken ... genügt nicht, um deren Tätigkeiten auf den Finanzmärkten zu legitimieren. Hierfür ist eine eigenständige tätigkeitsbezogene Prüfung der zumindest mittelbaren öffentlichen Zweckerfüllung erforderlich.“ Worin also soll diese „mittelbare öffentliche Zweckerfüllung“ beim Kauf von 20, 25 oder 30 Milliarden Euro amerikanischer Wertpapiere liegen?

21 Storr, Der Staat als Unternehmer, S. 117; Katz, Kommunale Wirtschaft, 2004, Rn. 24.

Vor allem gilt das für die amerikanischen Wertpapiere. De facto haben die Erwerber dieser Wertpapiere amerikanische Banken finanziert, indem sie ihnen mittelbar die an Tausende von Häuslebauern und Häuslekäufern ausgegebenen Darlehen abgekauft haben. Denn die fraglichen Wertpapiere haben genau das und nur das zum Inhalt: Weder die amerikanische Bank noch ihre zwischengeschaltete Zweckgesellschaft haften, ja häufig haften nicht einmal der Darlehensnehmer selbst, sondern nur das belastete Haus. SachsenLB, BayernLB und WestLB sind also mittelbar Gläubiger von Krediten auf amerikanische Häuser geworden – nicht mehr und nicht weniger.

Was hat das mit dem öffentlichen Zweck und den öffentlichen Interessen der Länder Bayern, NRW und Sachsen zu tun? Ganz offensichtlich nichts. Es ging nur um Gewinn-Interessen unter Ausblendung der damit verbundenen Risiken. Das wird besonders deutlich, wenn man sich vor Augen hält, in welchem Umfang diese Papiere von den Landesbanken bzw. ihren Tochtergesellschaften oder Zweckgesellschaften gekauft worden sind:

- BayernLB: 30 Mrd. Euro (in Worten: Dreißigtausend Millionen Euro)
- SachsenLB: mind. 20 Mrd.
- WestLB: mind. 25 Mrd. Euro.

Worin könnte der Zweck des Erwerbes dieser vieler Milliarden Wertpapiere amerikanischen Rechts bestehen, wenn nicht in der Erwartung höherer Zinsen, mithin höherer Erträge? Das aber ist kein öffentlicher Zweck. Dennoch hat der Verwaltungsrat der BayernLB dem Vorhaben des Vorstands ausdrücklich zugestimmt.

Um den hoch spekulativen Charakter dieser Erwerbe abzurunden, gilt es schließlich zu bedenken, dass diese Erwerbe *alle auf Kredit erfolgten*. Weder die SachsenLB noch erst recht ihre irische Zweckgesellschaft verfügten über eigene Mittel in Höhe von 20 Milliarden Euro, noch die BayernLB und ihre Zweckgesellschaft über 30 Milliarden Euro, etc. Als die Wertpapiere wegen des Ausfalls ihrer Schuldner, der amerikanischen Häuslebauer und Häuslekäufer sowie ihrer Häuser unverkäuflich wurden, waren die Banken nicht sofort überschuldet, sondern illiquide: sie konnten die meist kurzfristigen Darlehen mangels Erträgen aus den Wertpapieren und mangels ihrer Verwertbarkeit nicht zurückzahlen.

## 5. Auslegung und Anwendung des unbestimmten Rechtsbegriffs „öffentlicher Zweck“ obliegt den ordentlichen Gerichten

Der Bundesgerichtshof hat in einer höchst problematischen Entscheidung vom 21.11.1958<sup>22</sup> die Ansicht vertreten, dass die Entscheidung über die Frage, ob und welche Grenzen für die erwerbswirtschaftliche Betätigung der öffentlichen Hand zu setzen seien, keine Aufgabe der ordentlichen Gerichte sei. Das Bundesverwaltungsgericht<sup>23</sup> und das OLG Karlsruhe<sup>24</sup> sind dem BGH darin gefolgt.

Das kann nicht richtig sein. Der „öffentliche Zweck“ ist ein unbestimmter Rechtsbegriff<sup>25</sup>. Dessen Auslegung und Anwendung im konkreten Einzelfall ist eine Rechtsfrage, die zu entscheiden Aufgabe der Gerichte ist, die sie nicht ablehnen können<sup>26</sup>. Der Beurteilungsspielraum der öffentlichen Hand darf nicht so interpretiert werden, dass er im Ergebnis eine schrankenlose Einschätzungsprärogative bedeutet<sup>27</sup>. Damit würde das als Begrenzung gedachte Kriterium des öffentlichen Zwecks weitestgehend leerlaufen<sup>28</sup>. Das würde der Grundrechtsrelevanz unternehmerischer Tätigkeit der öffentlichen Hand nicht gerecht.

Wenn also die Frage rechtshängig wird, ob die Vorstandsmitglieder, Verwaltungsräte und Aufsichtsräte der drei Landesbanken pflichtwidrig, weil rechtswidrig, weil außerhalb jeden öffentlichen Zweckes gehandelt haben, dann müssen die angerufenen Gerichte die Frage, ob ein öffentlicher Zweck bei diesen Geschäften vorlag, selbstverständlich prüfen und entscheiden.

## 6. Zwischenergebnis

Alle Organe und alle Organmitglieder der drei hier untersuchten Landesbanken haben mithin beim Erwerb der fraglichen Papiere jenseits jeglichen öffentlichen Zweckes gehandelt und mithin rechtswidrig und objektiv rechtswidrig.

## V. Persönliche Haftung der Vorstände

### 1. Haftung der Vorstandsmitglieder der WestLB

Für die Vorstandsmitglieder der WestLB AG führt die festgestellte Pflichtverletzung direkt zur persönlichen Haftung aus § 93 AktG; denn der Schaden ist bekannt und das Verschulden dieser Vorstandsmitglieder wird vom Gesetz vermutet<sup>29</sup>.

Natürlich haben die Vorstandsmitglieder beim Kauf der amerikanischen Wertpapiere unternehmerische Entscheidungen getroffen. Dennoch kommt ihnen das Privileg der sog. Business Judgment Rule aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG *nicht zugute*. Denn sie haben ohne ausreichende Information über den Inhalt und die rechtliche Struktur dieser amerikanischen Wertpapiere entschieden und dabei *völlig unvertretbar hohe Risiken* auf ihre Bank genommen<sup>30</sup>.

### 2. Keine Haftungsnorm im öffentlichen Korporationsrecht

Anders als das zivile Korporationsrecht mit seinen §§ 93, 116 AktG, 43 GmbHG enthält das öffentliche Korporationsrecht schon mangels jeder systematischen Kodifikation keine Normen zur Haftung ihrer Organmitglieder. Manchmal findet sich dazu ein Satz in den Statuten, in der Regel aber schweigen sie zu diesem Thema.

In Betracht kommen zwei Ansätze:

#### a) Vertragshaftung der Vorstandsmitglieder

Zum einen stehen jedenfalls die Vorstände dieser öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute in einem *Anstellungsverhältnis* zu ihrer Bank. Daraus schulden sie naturgemäß Sorgfalt bei der Amtsausübung. Diese vertragliche Sorgfaltspflicht wäre hier objektiv verletzt und ebenso

<sup>22</sup> WRP 1959, 83.

<sup>23</sup> BVerwGE 39, 329, 334. Immerhin schränkt das Gericht seine Aussage ein mit der Formulierung: „Die Beurteilung des öffentlichen Zwecks ... ist daher der Beurteilung durch den Richter weitgehend entzogen“. (durch Verf.) Anders das BVerwG in einer Entscheidung von 1978 (BayVBl. 1978, 375): Das Wettbewerbsverhältnis zwischen öffentlicher Hand und privatem Wettbewerber sei unter dem rechtlichen Gesichtspunkt des öffentlichen Interesses grundsätzlich der Beurteilung und Entscheidung der Gerichte unterworfen; der Schutz des privaten Wettbewerbers wäre gefährdet, wenn eine gerichtliche Nachprüfung der öffentlichen Zweckbindung generell ausgeschlossen wäre.

<sup>24</sup> WRP 1976, 181.

<sup>25</sup> Zutr. *Hilfen*, Das Ermessen der Gemeinden über die Zweckbindung ihrer wirtschaftlichen Unternehmen, DÖV 1983, 1002; *Koester*, Kreditwesen 1978, 540, 542; *Scharpf*, GewArch 2005, 485, 506.

<sup>26</sup> H. M., vgl. BVerfGE 84, 34, 49 f.; BVerwGE 94, 307, 309; 100, 221, 225; *Detterbeck*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 2008, Rn. 354 ff.; *Maurer*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 17. Aufl. 2009, § 7 Rn. 35.

<sup>27</sup> *Pielow*, Grundstrukturen öffentlicher Versorgung, 5.708; *Ruffert*, VerwArch 2001, 27, 40; *Scharpf*, GewArch 2005, 485, 507.

<sup>28</sup> *Scharpf*, GewArch 2005, 508.

<sup>29</sup> Vgl. *Krieger/Sailer*, in: K. Schmidt/Lutter, KommAktG, § 93 Rn. 31; *Hopt*, in: GroßkommAktG, 4. Aufl., § 93 Rn. 285; *Mertens*, in: Kölner Komm AktG, 2. Aufl., § 93 Rn. 102; *Hilfer*, AktG, 8. Aufl., § 93 Rn. 16 (f. M.).

<sup>30</sup> Das ist in der Abhandlung des Verf. über „Bankenkrise und Organhaftung“ in ZIP 2009, 197, eingehend dargelegt.

wäre subjektiv mindestens Fahrlässigkeit gegeben sowie Schaden und Kausalität: die Haftung der Vorstandsmitglieder wäre Vertragshaftung und stünde zur Disposition der Parteien<sup>31</sup>.

#### b) Analoge Anwendung der Organhaftungsregeln des Privatrechts

Näher liegt es, das Fehlen jeder gesetzlichen Regelung als unbewusste Lücke im öffentlichen Recht zu verstehen und wegen der Identität von Struktur (rechtlich selbständige Korporationen) und Organisation (Vorstand und Aufsichtsrat bzw. Verwaltungsrat) die Organhaftungsregeln des Privatrechts entsprechend anzuwenden<sup>32</sup>. Auch hier lägen Pflichtwidrigkeit, Schaden und Kausalität vor, das Verschulden würde hier vermutet<sup>33</sup>.

### 3. Haftung aller Vorstandsmitglieder auf den vollen Schaden

Jeder der beiden Ansätze führt hier ebenfalls zur Haftung aller Vorstandsmitglieder auf den vollen Schaden. Aufgabe des Aufsichtsrats/Verwaltungsrats ist es, im Interesse der öffentlich-rechtlichen Banken diese Ansprüche auch geltend zu machen; es gibt keinen erkennbaren Grund, davon abzusehen: der Sachverhalt ist längst öffentlich bekannt, sonstige Nachteile der Bank-Unternehmen aus der Verfolgung dieser Ansprüche sind nicht erkennbar, die *Rechtspflicht zur Geltendmachung* der Ansprüche ist also klar gegeben.

Der *Bundesgerichtshof* hat in seiner ARAG-Entscheidung von 1997<sup>34</sup> klar und deutlich gesagt:

„Stehen der AG nach dem Ergebnis dieser Prüfung durchsetzbare Schadensersatzansprüche zu, hat der Aufsichtsrat diese Ansprüche grundsätzlich zu verfolgen.“

Und von dieser Pflicht zur Geltendmachung des Schadens nur *zwei Ausnahmen* zugelassen:

(1) wenn „gewichtige Gründe des Gesellschaftswohls“ dagegen sprechen oder

(2) wenn das betreffende Vorstandsmitglied im wesentlichen vermögenslos ist.

Gewichtige – und wie der BGH sagt: überwiegende<sup>35</sup> – Gründe des Gesellschaftswohls sind hier schlicht nicht erkennbar, während zum persönlichen Vermögen der Vorstandsmitglieder jedenfalls deren Gehalts- und Pensionsansprüche gehören, gegen die die Bank aufrechnen kann.

### 4. D&O-Versicherung

Ob für die Vorstände eine sog. D&O-Versicherung<sup>36</sup> abgeschlossen wurde, ist nicht bekannt. Besteht die Versicherung, so ist die Pflicht des Aufsichtsrats/Verwaltungsrats zur Geltendmachung des Schadens erst recht gegeben.

## VI. Fazit

1. Alle Organe und alle Organmitglieder der drei hier untersuchten Landesbanken haben beim Erwerb der fraglichen Papiere jenseits jeglichen öffentlichen Zweckes gehandelt. Als Einrichtungen der betreffenden Länder und der öffentlich-rechtlichen Sparkassen war dieser öffentliche Zweck Inhalt und Schranke<sup>37</sup>. Diese Schranke wurde missachtet. Alle diese Organmitglieder haben mithin rechtswidrig und damit objektiv pflichtwidrig gehandelt und auf diese

Weise viele, viele Milliarden Steuergelder der Bürger ihres Landes verspielt<sup>38</sup>.

2. Sie sind dabei von den jeweiligen Landesgesetzgebern und Landesregierungen unterstützt worden, die „Bankgeschäfte aller Art und sonstige Geschäfte“ (BayernLB, SachsenLB) bzw. „bankmäßige Geschäfte aller Art und ergänzende Geschäfte“ (WestLB) in ihre Satzungen schrieben und den öffentlichen Zweck als Schranke nicht erwähnt haben – anders etwa als die Satzung der LB Hessen-Thüringen, die in § 5 Abs. 9 ausdrücklich vom „öffentlichen Auftrag“ der Bank spricht.
3. Davon abgesehen aber sollten sich alle damals tätigen Organmitglieder dieser drei Landesbanken – Vorstände, Verwaltungsräte und Aufsichtsräte – und ihre Abschlussprüfer in Grund und Boden schämen, dass sie die wahren Geschäfte ihrer Bank und deren ungewöhnlich hohe Risiken durch die Einschaltung von ausländischen Tochtergesellschaften und Zweckgesellschaften in ihren Bilanzen verschleiert haben – obwohl alle Welt seit Enron weiß, wie gefährlich dieses Verfahren ist.
4. Der Aufsichtsrat bzw. der Verwaltungsrat ist gehalten, im Interesse der öffentlich-rechtlichen Banken die gegen die pflichtwidrig handelnden Vorstandsmitglieder bestehenden Haftungsansprüche geltend zu machen.

## // Autor

**Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Marcus Lutter**, Jahrgang 1930. Studium in München, Paris und Freiburg i. Br., wo er auch promovierte. Nach dem Zweiten Staatsexamen in Rheinland-Pfalz war er zunächst Notar in der Pfalz, habilitierte sich 1963 in Mainz bei *Johannes Bärmann* und ist seit 1965 o. Professor für Bürgerliches Recht, deutsches u. europäisches Handels- u. Wirtschaftsrecht zunächst an der damals neu gegründeten Ruhr-Universität Bochum, seit 1980 in Bonn, zunächst als Direktor des Instituts für Handels- u. Wirtschaftsrecht. Von 1982–1988 war er Präsident des Deutschen Juristentages, 2000/2001 Mitglied der Kommission Corporate Governance und bis Juli 2008 Mitglied der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance-Kodex.



**Hinweis der Redaktion:** Zur Inanspruchnahme von Maßnahmen nach dem FMStFG durch Landesbanken und ihre Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht vgl. *Ewer/Behnsen*, BB 2008, 2582. Alle im „Betriebs-Berater“ im Zusammenhang mit der Finanzkrise erschienenen Beiträge sind unter dem gleichnamigen Dossier unter [www.betriebs-berater.de](http://www.betriebs-berater.de) abrufbar.

31 Dazu näher *Lutter*, Pflichten und Haftung von Sparkassenorganen, 1991, S. 13 ff., mit näheren Gründen zur Ablehnung dieses Haftungsmodells.

32 Dazu eingehend *Lutter*, Pflichten und Haftung von Sparkassenorganen, 1991, S. 6 ff., 10 ff. mit umfangreichen Nachv.

33 Oben Fn. 31.

34 BGHZ 135, 244.

35 BGH a. a. O., (I 5 d).

36 Dazu *Ulmer*, FS Canaris Bd. II, 2007, S. 451 ff.

37 Vgl. noch einmal *Ossenbühl*, oben Fn. 21.

38 Zur Frage der Gültigkeit der Rechtsgeschäfte in diesem Zusammenhang wird ausdrücklich nicht Stellung genommen; vgl. dazu *Koenig*, WM 1995, 323 ff. und *Schneider/Burgard*, FS Claussen, 1997, S. 499 ff.