

Oliver Quiring  
Hans Mathias Kepplinger  
Mathias Weber · Stefan Geiß

# Lehman Brothers und die Folgen

Berichterstattung zu wirtschaftlichen  
Interventionen des Staates



Springer VS

---

# **Lehman Brothers und die Folgen**

---

Oliver Quiring • Hans Mathias Kepplinger  
Mathias Weber • Stefan Geiß

# Lehman Brothers und die Folgen

Berichterstattung zu wirtschaftlichen  
Interventionen des Staates

Oliver Quiring  
Hans Mathias Kepplinger  
Mathias Weber  
Stefan Geiß

Institut für Publizistik  
Universität Mainz  
Mainz, Deutschland

ISBN 978-3-531-19293-2  
DOI 10.1007/978-3-531-19294-9

ISBN 978-3-531-19294-9 (eBook)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer VS

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer VS ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.  
[www.springer-vs.de](http://www.springer-vs.de)

---

## Vorwort

Mit dem vorliegenden Band verfolgen wir zwei Ziele: Erstens möchten wir Lesern mit Interesse an Wirtschaft, Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsberichterstattung empirisch fundierte Informationen über die Darstellung der Vor- und Nachteile von Staatsinterventionen im Verlaufe der Finanzkrise 2008 und 2009 in den deutschen Medien geben. Zweitens wollen wir Lesern mit einem generellen Interesse an öffentlicher Kommunikation anhand der erwähnten Berichterstattung typische Merkmale der Medienberichterstattung in Konflikten und Krisen aufzeigen und einige ihrer Ursachen analysieren.

Diese Zielsetzungen spiegeln sich in der Ausgestaltung des vorliegenden Bandes wider. Den Auftakt bilden mehrere Kapitel, die allgemeinverständlich die wirtschaftliche Entwicklung und die zentralen Ereignislinien im Verlaufe der Finanzkrise 2008 und 2009 nachzeichnen und die volkswirtschaftlichen Grundlagen zu den Interventionsmöglichkeiten des Staates im Kontext krisenhafter Verläufe aufzeigen. Anschließend werden die Medienberichterstattung differenziert beschrieben und Ansätze zur Erklärung ihrer Struktur und ihrer Veränderung im Zeitverlauf unterbreitet. Darauf aufbauend werden komplexere theoretische und analytische Fragen behandelt, die im Mittelpunkt des gegenwärtigen kommunikationswissenschaftlichen Diskurses stehen. Dabei geht es um grundlegende Probleme der öffentlichen Kommunikation und ihrer methodisch angemessenen Analyse.

Dieses Buch basiert auf einer quantitativen Inhaltsanalyse der Fernseh- und Printberichterstattung in den 12 Monaten nach dem Zusammenbruch von *Lehmann Brothers*, den man als ein Schlüsselereignis der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008–2009 betrachten kann, sowie auf ausgewählten Ergebnissen von repräsentativen Bevölkerungsumfragen. Die Untersuchung wurde durch die *Stiftung Demoskopie Allensbach* gefördert und von Mitarbeitern des *Instituts für Demoskopie Allensbach* tatkräftig unterstützt. Unser besonderer Dank gilt der Leiterin des *Instituts für Demoskopie Allensbach*, Professor Dr. Renate Köcher und ihren

Mitarbeitern Dr. Oliver Bruttel und Michael Sommer. Sie haben uns mit Umfragedaten und anregenden Hinweisen geholfen. Am *Institut für Publizistik der Johannes Gutenberg-Universität Mainz* gilt unser Dank besonders Christina Köhler, die organisatorisch und inhaltlich maßgeblich zum Gelingen der komplexen Studie beigetragen hat. Auch Andrea Ohters hat bei der Vorbereitung des Manuskripts maßgeblich geholfen. Schließlich wäre eine so weit gespannte quantitative Inhaltsanalyse ohne eine große Zahl engagierter Codierer und Datenverarbeiter nicht möglich. Wir bedanken uns deshalb in alphabetischer Reihenfolge bei Helena Berg, Catharina Blatt, Dominika Brodrick, Stefanie Christina Däubler, Pia Ditscher, Eva Dörr, Janine Fleck, Lena Fölsche, Lorena Grüner, Benjamin Hasche, Rebecca Hein, Kathrin Hellwig, Lennart Hofmann, Alexandra Igoshina, Simon Kissmann, Julia Kostka, Dana Selin Kröll, Daniela Kurtz, Susann Langer, Lars Nienaber, Natalia Radanovic, Irina Schäfer, Anja Scherer, Lena Scherer, Jonas-Erik Schmidt, Alexandra Schnauber, Jasmine Schünemann, Nicolas Sol, Dana Eva Stehle, Daniela Stelzmann, Alexander Stephan, Leonie Unterrainer, Rebecca Wetzl, Andrea Wirtz, Eva Maria Zilles und Daniela Zimmermann.

Mainz, im Juli 2012

*Oliver Quiring, Hans Mathias Kepplinger, Mathias Weber & Stefan Geiß*

---

# Inhalt

Vorwort . . . . .	5
<i>Oliver Quiring, Hans Mathias Kepplinger, Mathias Weber &amp; Stefan Geiß</i>	
1 Einleitung . . . . .	9
<i>Christina Köhler &amp; Mathias Weber</i>	
2 Die Finanz- und Wirtschaftskrise Ursachen, Folgen und Interventionen . . . . .	13
<i>Oliver Quiring</i>	
3 Soziale Marktwirtschaft zwischen freiem Spiel der Marktkräfte und Staatsintervention . . . . .	27
<i>Mathias Weber &amp; Oliver Quiring</i>	
4 Die Berichterstattung zu staatlichen Eingriffen im Kontext der Wirtschaftskrise . . . . .	37
<i>Oliver Quiring &amp; Mathias Weber</i>	
5 Staatliche Gegenmaßnahmen und ihre Bewertung in Medien und Bevölkerung . . . . .	55
<i>Oliver Quiring &amp; Mathias Weber</i>	
6 Gewinner und Verlierer der Krise . . . . .	67

*Hans Mathias Kepplinger & Stefan Geiß*

- 7 Was bedeutet Solidarität in der Medienberichterstattung?  
Die instrumentelle Verwendung unterschiedlicher  
Solidaritätsbegriffe in der Argumentation  
für und gegen staatliche Eingriffe . . . . . 79

*Stefan Geiß*

- 8 Zwischenmediale Einflüsse: Koorientierung  
und Verselbständigungstendenzen der Medien  
in Orientierungs- und Routinephasen . . . . . 91

*Hans Mathias Kepplinger & Stefan Geiß*

- 9 Die Argumentationsqualität der Berichterstattung . . . . . 111

*Stefan Geiß*

- 10 Struktur der Deutungsmuster  
Identifikation und Charakterisierung  
der Frames in der Wirtschaftsberichterstattung . . . . . 129

*Stefan Geiß*

- 11 Entwicklung und Wettbewerb der Deutungsmuster  
Konkurrierende Frames und Deutungshoheit  
in der Krisenberichterstattung . . . . . 153

Literatur . . . . . 185

Anhang . . . . . 199



Oliver Quiring, Hans Mathias Kepplinger,  
Mathias Weber & Stefan Geiß

Die im Jahr 2008 einsetzende weltumspannende Rezession – meist als „(Welt-) Finanzkrise“ oder „(Welt-)Wirtschaftskrise“ bezeichnet – hat Zweifel an der Angemessenheit der wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Kultur in den westlichen Industrienationen geweckt (Ilgmann und van Suntum 2008, S. 741). Die Bedrohung als systemrelevant titulierter Bankhäuser und großer Industrieunternehmen, die schwer kalkulierbare Folgen für die Gesamtwirtschaft und das gesellschaftliche Zusammenleben mit sich brachte, provozierte im Verlaufe des ersten Krisenjahres immer häufiger Forderungen nach staatlicher Intervention in das freie Spiel der nationalen und globalen Marktkräfte (Pohl 2009, S. 294 f.).

Diesen Forderungen ist die Politik zwar nicht grundsätzlich, aber doch in einigen entscheidenden Fällen nachgekommen. Die bekanntesten Beispiele sind die Verstaatlichung der *Hypo Real Estate* (Herweg und Zohlhörer 2010, S. 267 f.) und die Interventionsversuche bei den Verhandlungen um *Opel* (BMWi 2009c). Manche Interventionen, wie die Veränderung von Steuersätzen, gehören zum legitimen Repertoire der Ordnungspolitik. Die Legitimität anderer Maßnahmen ist hingegen umstritten. Hier sind insbesondere direkte Eingriffe in unternehmerisches Handeln und das Marktgeschehen zu nennen. Die Verstaatlichung von Banken, Bürgschaften für Industrieunternehmen und branchenspezifische Förderprogramme, wie die „Abwrackprämie“, sind Beispiele vieldiskutierter staatlicher Interventionen, deren Konformität mit der sozialen Marktwirtschaft nicht geklärt ist (Pohl 2009, S. 294 ff.). Sie verdeutlichen, dass die Grenze zwischen Marktwirtschaft und staatlich gelenkter Wirtschaft auch 20 Jahre nach dem Zusammenbruch der meisten staatlichen Planwirtschaften in der öffentlichen Debatte in Deutschland unscharf bleibt (BMWi 1979, S. 9).

Die Thematik ist nicht neu. Schon im „Keynesianismus“ der 1930er Jahre wurden staatliche Eingriffe gefordert (Arndt 1927, S. 161 f.). Entsprechende Beispiele finden sich in der Bundesrepublik Deutschland seit Ende der 1960er Jahre. *Holzmann* (Roth 2007, S. 147) und *Nokia* (Puttenat 2009, S. 24) sind zwei herausra-

gende Fälle in der letzten Dekade. Neu sind die Häufung und der Umfang der Maßnahmen, wie sie im Verlauf der Finanzkrise diskutiert und auch umgesetzt wurden (Enderlein 2010, S. 248).

Spätestens seit dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* Mitte September 2008 berichteten deutsche Medien regelmäßig über angedachte oder verwirklichte staatliche Interventionen sowie über die Debatten, die über solche Maßnahmen geführt wurden (Schatz 2010, S. 40). Da sowohl die Legitimität als auch die Sinnhaftigkeit staatlicher Eingriffe in das unternehmerische Handeln umstritten sind und Medien bei solchen Fragen ein großes Wirkpotenzial zugesprochen wird, stellt sich die Frage, ob und wie die deutschen Medien nach dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* in dieser Auseinandersetzung Position bezogen haben. Antworten darauf gibt die vorliegende Untersuchung. Sie beruht auf einer umfassenden Inhaltsanalyse der Berichterstattung von Presse und Fernsehen in den 13 Monaten nach dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* – also auf dem Höhepunkt der Krise. Analysiert wurde jede zweite Ausgabe der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung* (FAZ), der *Süddeutschen Zeitung* (SZ) und der *Bild* sowie von *Tagesschau*, *Tagesthemen*, *Heute*, *Heute-Journal* und *RTL-Aktuell*. Außerdem fand jedes Heft von *Der Spiegel* und *Focus* Berücksichtigung. Erfasst wurden alle Artikel und Nachrichtenbeiträge, die Eingriffe des Staates in wirtschaftliche Prozesse ansprachen (vgl. Anhang 1 für eine detaillierte methodische Beschreibung). Dies war in insgesamt 4 640 Beiträgen der Fall. Sie bilden die Grundlage der Analysen im vorliegenden Buch.

Dabei geht es unter anderem um die folgenden Fragen:

1. Wie viel Aufmerksamkeit schenkten die Medien der Problematik staatlicher Interventionen überhaupt? In welchem Ausmaß berichteten sie?
2. Wurden staatliche Interventionen eher als hilfreich oder als schädlich angesehen? Wie wurden sie bewertet?
3. In welchem Ausmaß begründeten die Medien ihre Bewertungen?
4. Welche Argumente wurden pro bzw. contra staatliche Interventionen ins Feld geführt?
5. Wer wurde als Leidtragender der Krise dargestellt? Wer hatte sie verursacht? Wer sollte die entstandenen Probleme lösen und wer profitierte von der Krise?
6. Wer wurde als Leidtragender der staatlichen Interventionen dargestellt und wer profitierte laut Darstellung der Medien davon?

Grundlagen für das Verständnis und die Interpretation der Medienberichterstattung, die hier umfassend dokumentiert und analysiert wird, sind Kenntnisse über den Ablauf des Geschehens und die theoretischen Grundlagen der sozialen Marktwirtschaft. Deshalb werden nachfolgend beide kurz dargestellt. Anschlie-

ßend werden die Forschungsfragen selbst in den Fokus rücken. Wir werden hier unter anderem zeigen, dass die Berichterstattung der deutschen Nachrichtenmedien zwar sehr intensiv war und in auffälliger Weise die Schwankungen der wirtschaftlichen Entwicklung nachvollzog. Jedoch bot sie der Bevölkerung kaum Orientierung in der Frage, welche staatlichen Eingriffe Befürwortung oder aber Ablehnung verdienten. Alle untersuchten Zeitungen, Magazine und Nachrichtensendungen pendelten zwischen Befürwortung und Ablehnung staatlicher Eingriffe, ohne dass diese tiefgehend rational und diskursiv gegeneinander abgewogen wurden. Wirtschaftsunternehmen und Manager wurden zwar als Schuldige der Krise identifiziert, die Lösung der wirtschaftlichen Probleme wurde jedoch dem Staat anvertraut. Die Bevölkerung insgesamt erschien als Leidtragende, aufgerieben zwischen der Fahrlässigkeit der wirtschaftlichen Entscheider und den Rettungsbemühungen der Politik.

---

# Die Finanz- und Wirtschaftskrise

## Ursachen, Folgen und Interventionen

# 2

Christina Köhler & Mathias Weber

Mit *Lehman Brothers* meldete am 15. September 2008 erstmals ein Finanzinstitut Insolvenz an, das als „too big to fail“ galt. Somit trat die zuvor kaum für möglich gehaltene Situation ein, dass Gläubiger einer Bank direkt von Zahlungsausfällen betroffen waren, die angesichts ihrer schieren Größe, Vernetzung und Komplexität als relevant für die Stabilität des Finanzsystems insgesamt eingestuft wurde (Lieven 2009, S. 221). Nachdem sich *Lehman Brothers* unter Gläubigerschutz begeben hatte, war die weltweite Ausbreitung der schwersten Rezession seit Ende des Zweiten Weltkriegs angestoßen (Zimmermann 2009, S. 3).

Der Zusammenbruch des gemeinhin als systemrelevant angesehenen Instituts stellte jedoch nur eine singuläre Eskalationsstufe in einer Folge von Ereignissen in den Jahren 2007 bis 2009 dar (Zimmermann 2009, S. 6). Neben Bankenpleiten in den USA, aber auch in Europa, prägten gravierende Kurseinbrüche an den Börsen, schwindende Investitionsbereitschaft sowie Produktionsrückgänge und Konsumflauten weltweit das Bild (Beck und Wienert 2009, S. 7). Der Euroraum erlebte ab dem Winterhalbjahr 2008/09 mit fünf aufeinanderfolgenden Quartalen negativer Wachstumsraten die schwerste Wirtschaftskrise seit seines Bestehens (Bräuninger et al. 2010, S. 23). Vor allem die exportorientierte deutsche Wirtschaft sah sich infolge des historischen Einbruches des Welthandels um zwölf Prozent (*Sachverständigenrat (SVR)* 2009, S. 27, Ziff. 47) mit einem vergleichsweise hohen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um fünf Prozent konfrontiert (*SVR* 2009, S. 3, Ziff. 6).

Die Suche nach den Ursachen für diese folgenschweren Fehlentwicklungen ist zwar nicht abgeschlossen. Trotzdem soll hier der Versuch einer Analyse unternommen werden.

## Die US-Immobilienblase: Niedrige Zinsen und Finanzmarktinnovationen

In den Jahren 2000 und 2001 hatten das Platzen der „Dotcom-Blase“ und die Terroranschläge des 11. September zu Einbrüchen in der wirtschaftlichen Entwicklung geführt. Die US-Notenbank *Federal Reserve (Fed)* sah sich gezwungen, einer Rezession entgegen zu wirken (Bloss et al. 2009, S. 25). Unter Alan Greenspan verfolgte die *Fed* deshalb eine expansiv ausgerichtete Geldpolitik: Sie senkte den Leitzins („Federal Funds Target Rate“) von 6,5 Prozent auf nahezu 1 Prozent (Pohl 2009, S. 304). Zwar zeichnete sich seit 2002 wieder eine wirtschaftliche Erholung ab, jedoch beließ die *Fed*, vermutlich aus Unsicherheit über die künftige Entwicklung, die Zinsen über Jahre hinweg auf niedrigem Niveau (Guse 2009, S. 13).

Niedrige Zinsen und umfangreiche Liquidität erlaubten es den Banken, sich zu günstigen Konditionen zu refinanzieren und ihre Kreditvergabe auszuweiten (Beck und Wienert 2009, S. 7). So entstand ein günstiges Finanzierungsumfeld, das die Kreditaufnahme in den USA auf ein deutlich überdurchschnittliches Niveau ansteigen ließ (Michler und Thieme 2009, S. 187). Es entwickelte sich ein „Kreditboom“ (Michler und Thieme 2009, S. 205). Private Haushalte nutzten das Umfeld, um ihren Konsum über preiswert geliehenes Geld zu finanzieren und in Immobilien zu investieren (Guse 2009, S. 13). Durch die erhöhte Nachfrage nach Immobilien stiegen von Januar 2000 bis September 2006 die Immobilienpreise um 105 Prozent (Krassin et al. 2009, S. 86). Nachdem die – nach gängigen Kriterien – kreditwürdigen US-Bürger schon bald mit Hypothekenkrediten versorgt waren, gingen die Banken aufgrund steigender Häuserpreise und damit scheinbar zunehmenden Sicherheiten dazu über, Kredite auch an Kreditnehmer geringer Bonität zu vergeben (sogenannte „Subprime-Kredite“; Michler und Thieme 2009, S. 188). Darüber hinaus subventionierte die amerikanische Politik seit Jahren die Aufnahme von Hypothekenkrediten in einkommensschwachen Bevölkerungsschichten, was der Kreditaufnahme im „Subprime-Segment“ zusätzlichen Schub verlieh (Czaykowski et al. 2009, S. 38).

Der Kreislauf aus günstigem Finanzierungsumfeld, steigender Nachfrage nach Immobilien und Ausweitung der Kreditvergabe hätte im klassischen Bankmodell „Buy and Hold“ ein schnelles Ende gefunden, da die Finanzinstitute an die Grenzen ihres Eigenkapitals gestoßen wären (SVR 2008, S. 120, Ziff. 174). Eine Finanzmarktinnovation ermöglichte es jedoch, diese Schranke zu umgehen: die Methode der Verbriefung von Finanzprodukten. Dadurch wird es möglich, Forderungen – wie Hypothekenkredite – in Wertpapieren zu bündeln und zu handeln (Bloss et al. 2009, S. 69). Dieses „Originate and Distribute“-Modell ermöglichte es den Banken, die Kreditrisiken durch den Verkauf an internationale Investoren zu transferieren, sodass weniger Eigenkapital unterlegt werden musste. Die größere

Liquidität erlaubte wiederum, die Kreditvergabe – ohne die Eigenkapitelschranken – unvermindert auszuweiten (Krassin et al. 2009, S. 88). Durch die damit verbundene Abwälzung der Kreditrisiken auf die Investoren sank jedoch der Anreiz, die Schuldner ausreichend auf Zahlungsfähigkeit zu prüfen. Zwischen den Jahren 2002 und 2006 stieg die Verbriefung von Krediten so stark an, dass sie zur größten einzelnen Einnahmequelle der US-Investmentbanken wurde (Otte 2009, S. 11).

Zunächst investierten vor allem sogenannte „Schattenbanken“ in die langfristigen, verbrieften Hypothekenkredite und refinanzierten sie mittels kurzfristiger Anleihen; eine Transaktion, die hohe Renditen versprach (Beck und Wienert 2009, S. 7). Schattenbanken sind Zweckgesellschaften, die mit einer Kreditlinie etablierter Banken betrieben wurden. Die Geldinstitute erzielten mit diesen ausgegliederten Gesellschaften hohe Margen, da sie regulatorische Vorschriften umgehen konnten und weil das Regelwerk von „Basel II“<sup>1</sup> keine Eigenkapitalunterlegung für Kreditlinien vorsah (Michler und Thieme 2009, S. 214).

Schwach regulierte Akteure wie Zweckgesellschaften oder „Hedgefonds“<sup>2</sup> blieben jedoch nicht die einzigen Abnehmer der risikoreichen verbrieften Produkte: Auch etablierte Geschäftsbanken, Pensionsfonds oder Versicherer begannen auf der Suche nach Gewinnpotentialen in Hypothekenkredite zu investieren. Ermöglicht hatte dies die Methode der Strukturierung: Dabei wird beispielsweise ein Kreditpool aus Hypotheken-Krediten, der ursprünglich mit einem mittelmäßigen BBB-Rating ausgestattet war, anhand von Ausfallwahrscheinlichkeiten in mehrere Finanzierungsschichten eingeteilt, die dann ein neues entsprechendes Rating (zwischen AAA über BB sowie Bestände, die ohne Rating bleiben) erhalten (Beck und Wienert 2009, S. 9). Die mit AAA bewertete Schicht wird immer zuerst mit Zins- und Tilgungszahlungen bedient, erst dann die mit BB bewertete Schicht etc. Umgekehrt betreffen Zahlungsausfälle zuerst nur die unterste Schicht des Kreditpools (die entsprechend auch kein Rating erhält). Die Zahlungsausfälle können sich aber je nach Umfang kaskadenartig auf die höheren Schichten ausbreiten. Die verschiedenen Ratings beruhen entsprechend auf Schätzungen über die Wahrscheinlichkeiten, mit denen die unterschiedlichen Schichten des Kreditpools von Zahlungsausfällen betroffen sind. Diese Schätzungen gründen in Erfahrungswerten und Modellen der Ratingagenturen. So konnte aus einem minderwertigen Kreditpool ein gewisser Anteil an Wertpapieren generiert werden, dessen Rating

---

1 Der Begriff „Basel II“ umschreibt ein Bündel von Regelungen und Empfehlungen zur Eigenkapitalausstattung von Kreditinstituten (Deutsche Bundesbank 2011).

2 Ein „Hedgefonds“ ist ein spezieller Investmentfonds einer Investmentgesellschaft. Er zeichnet sich durch den Fokus auf den Handel von Derivaten und Leerverkäufen und den Einsatz finanzwirtschaftlicher Hebel aus. Aufgrund des geringen Eigenkapitaleinsatzes des Fonds sind die Investmentgesellschaften typischerweise an Offshore-Finanzplätzen angesiedelt, um finanzpolitischen Regulierungen zu entgehen.

über dem des Ursprungsportfolios liegt (SVR 2007, S. 114, Ziff. 157). Da es sich dabei nicht um tatsächliche Ausfallwahrscheinlichkeiten, sondern Modellschätzungen handelt, konnten verbrieft, minderwertige Hypothekenkredite ein AAA-Rating erhalten, also das gleiche Rating wie deutsche Staatsanleihen – die als sehr sicher gelten (Otte 2009, S. 11).

Auf diesem Weg war es möglich, aus einem minderwertigen Portfolio verbrieft Hypothekenkredite scheinbar sichere Wertpapiere zu destillieren. Die dadurch bedingte Komplexität der tranchierten Finanzprodukte erschwerte eine korrekte Risikoeinschätzung (Krassin et al. 2009, S. 85). Dies führte dazu, dass auch institutionelle Anleger, die einer strengen Aufsicht unterliegen (z.B. Versicherungen), solche Produkte erwerben durften (Beck und Wienert 2009, S. 9). Mit Blick auf niedrige Zinsen und damit geringe Renditen auf gewöhnliche Finanzmarktprodukte schien das Engagement am Verbriefungsmarkt angesichts guter Ratings vielen Akteuren erfolgsversprechend (Michler und Thieme 2009, S. 192). Zudem stellte die Investition in Immobilien infolge des Platzens der „Dotcom-Blase“ eine scheinbar sichere Alternative dar, da die Vermögenspreise kontinuierlich stiegen (Bloss et al. 2009, S. 15). In der Retrospektive wurde daher der Vorwurf erhoben, die Rating-Agenturen hätten die verbrieften Hypothekenkredite – aus Mangel an Erfahrung – zu positiv bewertet und damit eine verzerrte Risikowahrnehmung begünstigt (SVR 2008, S. 120, Ziff. 174).

Die preiswerte Liquidität, die verzerrte Risikowahrnehmung durch Finanzmarktinnovationen und der kreditfinanzierte Boom führten zur Bildung der sogenannten „Vermögenspreisblase“ im US-Immobilienktor. Immobilien und an Immobilienkredite gebundenen Finanzprodukte wurden weit oberhalb ihres tatsächlichen Wertes<sup>3</sup> veranschlagt. Gleichzeitig war das Finanzsystem aufgrund zu geringer Eigenkapitalpuffer der US-Banken instabil geworden und konnte Schocks kaum verkraften (Pohl 2009, S. 302). Um einer steigenden Inflation vorzubeugen, schwenkte die *Fed* im Jahr 2004 auf einen restriktiven Kurs um und hob die Leitzinsen bis Juni 2006 schrittweise auf 5,25 Prozent an (Guse 2009, S. 17).

Hohe Häuserpreise und damit scheinbar hohe Sicherheiten hatten einen Großteil der „Subprime-Schuldner“ dazu veranlasst, Kredite mit variabler Zinsstruktur aufzunehmen, die sich an den Geldmarktzinsen orientierten (Krassin et al. 2009, S. 88). Da diese infolge der Leitzinserhöhung anstiegen, war die finanzielle Leistungsfähigkeit der einkommensschwachen Schuldner im „Subprime-Segment“ schnell erschöpft (SVR 2007, S. 100, Ziff. 136). Eine erste Ballung von Kreditausfällen trat auf, Häuser wurden versteigert und die Immobilienpreise begannen zu sinken, verringerten also die Sicherheiten der meisten Hypothekenkredite, sodass

---

3 Damit ist der Wert gemeint, den die jeweiligen Kredite bei einer üblichen, einzelfallbezogenen Prüfung der Ausfallwahrscheinlichkeit am Markt erzielen würden.

weitere Ausfälle auftraten (Scharff 2009, S. 5). Die Risiken der verbrieften Papiere wurden somit sichtbar, die Ratings und die bis dahin üblichen Marktpreise wurden auf den Prüfstand gestellt. Bis Mitte 2007 fand ein drastischer Anstieg der Zahlungsausfälle auf dem US-Markt für Hypothekenkredite statt, die Ratings verbriefter Produkte verschlechterten sich massiv (Michler und Thieme 2009, S. 194).

---

## Von der US-Subprime-Krise zur internationalen Finanzkrise

Die Verbriefung von Hypothekenkrediten sollte eine möglichst breite Streuung der Risiken ermöglichen und somit ein Mehr an Stabilität für das gesamte System mit sich bringen. Allerdings häuften sich die Risiken gefährlich bei den Finanzinstituten (Pohl 2009, S. 298). Ausfälle im „Subprime-Segment“ und Abstufungen der Ratings führten dazu, dass Finanzinstitute, die verbrieft Hypothekenkredite in ihren Bilanzen hatten, Wertverluste hinnehmen mussten. Das ohnehin dünne Eigenkapitalpolster dieser Institute verringerte sich durch die Verluste zunehmend (Hader et al. 2009, S. 146). Neben den direkten Einbußen aus dem Engagement am Markt für verbrieft Produkte drohten auch indirekte Verluste. Mit den ersten Zahlungsausfällen auf dem US-Hypothekenmarkt stieg das Risikobewusstsein der Investoren sprunghaft an. Sie waren nicht länger bereit, in verbrieft Produkte zu investieren (Boland 2009, S. 178). Infolgedessen beklagten die Schattenbanken Refinanzierungsschwierigkeiten und mussten die Kreditlinien ihrer Muttergesellschaften, der etablierten Institute, in Anspruch nehmen. Weil diese nicht mit ausreichend Eigenkapital unterlegt waren, hatten die Banken auch an dieser Front Verluste zu verkraften und gerieten in Liquiditätseingänge (Krassin et al. 2009, S. 90).

Da die Kreditmärkte in vielen Ländern weitestgehend gesättigt waren, engagierten sich viele Banken auf dem Markt für verbrieft Produkte – meist indirekt über Zweckgesellschaften (SVR 2007, S. 129, Ziff. 178). Die scheinbar attraktiven US-Hypothekenmärkte zogen so weltweit Investoren an. Deshalb hatten nicht nur US-amerikanische, sondern auch internationale Investoren Zahlungsausfälle zu verkraften. Die Liquiditätseingänge breiteten sich vom US-Finanzmarkt auf die internationalen Märkte aus (Michler und Thieme 2009, S. 186). Die deutsche *Hypo Real Estate (HRE)* war als eines der ersten Institute von existenzbedrohenden Verlusten betroffen: Der Immobilienfinanzierer hatte sich ähnlich wie Zweckgesellschaften über kurzfristige Einlagen refinanziert, um in langfristige, verbrieft Kreditforderungen zu investieren. Als sich die Ausfälle auf dem US-Hypothekenmarkt häuften, geriet das Münchner Institut in Zahlungsschwierigkeiten (Beck und Wienert 2009, S. 10). Ähnlich erging es im Juli 2007 der *Deutschen Industriebank (IKB)* und der *Sachsen LB*, die sich über eigene Zweckgesellschaf-



ten – *Rhineland Funding* und *Ormond Quay* – am Hypothekenmarkt engagiert hatten (Hader et al. 2009, S. 148 f.).

Die schnelle weltweite Ausbreitung von Risiken und Ansteckungseffekten war möglich, da die Verflechtung auf den internationalen Finanzmärkten in den vergangenen Jahren intensiver geworden war (Horn et al. 2008, S. 795). Weltweit gerieten immer mehr Banken – so etwa die schweizerische *UBS* oder die britische *Northern Rock* (Hader et al. 2009, S. 154) – in Liquiditätsengpässe. Das hierdurch sprunghaft angestiegene Risikobewusstsein der Verantwortlichen in den großen Finanzinstituten sorgte im August 2007 für Spannungen auf den Interbankenmärkten, wo sich Institute für gewöhnlich zu günstigen Konditionen gegenseitig Mittel zur Verfügung stellen (*Deutsche Bundesbank* 2010, S. 18). Da die potentiellen Kreditgeber befürchteten, dass der Kreditnehmer in risikoreiche Produkte investiert hatte, stiegen die Risikoprämien für wechselseitige Kredite zwischen den Banken (Pohl 2009, S. 302). Die Zentralbanken sahen sich infolgedessen gezwungen, den Zahlungsverkehr sicherzustellen und die Geldmenge auszuweiten, um die Liquidität der Privatbanken zu stützen (Bräuninger et al. 2010, S. 43).

---

## Der Übergriff auf die Realwirtschaft

Die Probleme im Bankensystem spitzten sich im Laufe des Jahres 2008 zu: Fallende Kurse sowie Wertberichtigungen minderten die Liquidität zahlreicher Institute (*Deutsche Bundesbank* 2010, S. 19). Gestiegene Risikoprämien und Zinsen auf dem Interbankenmarkt deuteten Mitte 2008 auf große Unsicherheit unter den maßgeblichen Akteuren der Finanzmärkte hin (Dill und Lieven 2009, S. 209). Als die US-Investmentbank *Lehman Brothers* am 15. September 2008 Gläubigerschutz beantragte, drohte der Interbankenmarkt zeitweise völlig auszutrocknen. Banken waren nicht länger bereit, sich gegenseitig kurzfristige, ungesicherte Kredite bereit zu stellen (Michler und Thieme 2009, S. 195). Die Insolvenz eines derart großen und mit anderen Finanzunternehmen verflochtenen Instituts hatte auch symbolische Bedeutung (Zimmermann 2009, S. 6): Nachdem der amerikanische Staat anderen Instituten wie *Bear Stearns*, *Merrill Lynch*, *Freddie Mac* und *Fannie Mae* sowie *AIG* geholfen hatte, ließen die Verantwortlichen mit *Lehman Brothers* „die größte Unternehmensinsolvenz in der Geschichte“ zu (Lieven 2009, S. 221). Das Bewusstsein, dass eine Bank, die als „too big to fail“ galt, vom Staat nicht gerettet wurde, versetzte dem Vertrauen in die Stabilität des Finanzsystems einen schweren Schlag (Dill und Lieven 2009, S. 205). Damit war eine neue Eskalationsstufe erreicht: Wachsendes Misstrauen sowie Solvenzprobleme und Unsicherheit bezüglich der Risikohaftigkeit eigener und fremder Bilanzpositionen veranlassten Banken weltweit, ihre Kreditvergabe an private Akteure einzuschränken (Zim-

mermann 2009, S. 7). Dadurch gerieten auch Unternehmen der Realwirtschaft in Finanzierungsengpässe und sahen sich gezwungen, ihre Investitionen zurückzuführen. Eine Kreditklemme drohte und damit der Übergriff der Finanzkrise auf die Realwirtschaft (Boland 2009, S. 173). Produktion und Konsum brachen weltweit ein, die Abschwünge verstärkten sich aufgrund der internationalen Handelsnetzungen gegenseitig (Beck und Wienert 2009, S. 11).

Im Gegensatz zu den USA, Spanien oder Großbritannien hatte die deutsche Volkswirtschaft keine Verluste aus einer heimischen Immobilienblase zu beklagen (Dill und Lieven 2009, S. 203). Allerdings wirkte sich der internationale Wirtschaftseinbruch aufgrund einer starken Weltmarktabhängigkeit auf die deutsche Ökonomie besonders aus: Der ausländische Nachfragerückgang schlug sich bei ohnehin geringem Inlandskonsum massiv in Produktionseinbußen nieder (Hickel 2009, S. 13). Im Jahr 2009 schrumpfte das BIP um fünf Prozent, da vor allem industrielle Komponenten wie Investitionen und Exporte einbrachen (*Deutsche Bundesbank* 2010, S. 21). Zusätzlich bestand die Gefahr von Rückkopplungseffekten von der Realwirtschaft auf das Finanzsystem: Banken drohten weitere Verluste, da einige Unternehmen aufgrund von Liquiditätsengpässen ihre Kredite nicht mehr bedienen konnten (Dill und Lieven 2009, S. 207).

Angesichts der prekären Situation auf dem Interbankenmarkt sowie dem Übergriff auf die Realwirtschaft nahmen Zentralbanken weltweit die Rolle des „Lender of Last Resort“ ein und senkten in einer konzertierten Aktion die Leitzinsen ungewöhnlich stark (Polonis und Göcmen 2009, S. 252). So ging zwischen Ende 2007 und Dezember 2008 unter Ben Bernanke der „Federal Funds Target Rate“ von 5,25 Prozent auf nahezu null Prozent zurück (Scharff 2009, S. 5).

Die Unsicherheit unter den Finanzmarktakteuren verharrte trotz der Zentralbankmaßnahmen auf hohem Niveau, sodass die zur Verfügung gestellte Liquidität nicht in die Realwirtschaft weiter gereicht, sondern als Risikopolster in der eigenen Bilanz gehalten wurde (Boland 2009, S. 187). Zwar war es den Notenbanken gelungen, den Interbankenmarkt zu stabilisieren, allerdings wurde das notwendige Vertrauensniveau für einen stabilen Kreditfluss nicht wieder erreicht (SVR 2008, S. 141, Ziff. 208). Zudem hatten die Zentralbanken durch das Erreichen der Null-Zins-Grenze alle zinspolitischen Spielräume ausgeschöpft (Guse 2009, S. 20).

---

## Das Krisenmanagement der Bundesregierung

Aufgrund der Ansteckungseffekte auf die Realwirtschaft drohte eine mehrjährige Schrumpfung der Weltwirtschaft mit gravierenden gesellschaftlichen Folgen wie Arbeitslosigkeit, Produktions- und Einkommenseinbußen. Um eine systemische Krise zu verhindern und die Abwärtsdynamik der Weltwirtschaft einzudämmen,

sahen sich Staaten weltweit zum Handeln gezwungen (Pohl 2009, S. 291). Auch die Bundesregierung ergriff Maßnahmen, um Finanz- und Realwirtschaft zu stützen.

## Der Finanzsektor am staatlichen Rettungstropf

Zu Beginn der Turbulenzen auf den Finanzmärkten bediente sich die Bundesregierung vor allem Ad-Hoc-Maßnahmen und Einzelfallhilfen (SVR 2008, S. 152, Ziff. 232). Als die *IKB* im Juli 2007 Liquiditätsprobleme beklagte, sicherte ihr der deutsche Staat über die *Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)* eine Kreditlinie von 8,1 Mrd. Euro zu. Es folgten ein Hilfspaket in Höhe von 3,5 Mrd. Euro von Bankenverbänden, *Bundesbank* und *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)* sowie weitere Garantien in Höhe von 350 Mio. Euro (Lösel 2009, S. 267). Die *Sachsen LB*, die ebenfalls eine in Turbulenzen geratene Zweckgesellschaft betrieben hatte, konnte nur vor der Insolvenz bewahrt werden, weil sich die *Landesbank Baden-Württemberg (LBBW)* zur Übernahme bereit erklärt hatte und das Land Sachsen zusätzlich half (Hader et al. 2009, S. 149). Schließlich erhielt die *HRE* am 6. Oktober 2008 von *Finanzministerium*, *Bundesbank* und *BaFin* Kredite in Höhe von 50 Mrd. Euro sowie Bürgschaften über 35 Mrd. Euro (*Bundesministerium für Finanzen (BMF)* 2009b).

Die Situation infolge der *Lehman*-Insolvenz war geprägt von sogenannten „toxischen“, d. h. weitgehend wertlosen Wertpapieren in den Bilanzen, einem ausgetrockneten Interbankenmarkt und drohenden „Bank Runs“, d. h. dem massenweise Abziehen von Spareinlagen durch verunsicherte Privatkunden, die den Spielraum der Banken noch weiter eingeschränkt hätten. Mögliche Ansteckungseffekte infolge des Zusammenbruchs eines Instituts drohten den Einsturz des gesamten Finanzsystems nach sich zu ziehen (Pohl 2009, S. 291). Um die deutsche Finanzbranche vor Spekulanten zu schützen, verbot die *BaFin* am 19. September 2008 „Aktienleerverkäufe“<sup>4</sup> von elf Unternehmen der Finanzwirtschaft, darunter die der *Deutschen Bank*, *Commerzbank* und *HRE*. Zusätzlich versuchte die Bundesregierung „Bank Runs“ entgegenzuwirken, indem sie am 8. Oktober 2008 eine Garantieerklärung für deutsche Spareinlagen abgab (*Deutsche Bundesbank* 2010, S. 21).

Da immer mehr Institute ins Straucheln gerieten, ging die Bundesregierung zu umfassenderen Maßnahmen über (SVR 2008, S. 152, Ziff. 233): Kurz nachdem

---

4 „Leerverkäufe“ stellen im Grunde eine Wette auf zukünftig sinkende Kurse dar. Leerverkäufer verkaufen dabei Aktien, die sie sich vorher geliehen haben, in der Hoffnung, die entsprechenden Aktien später zu einem niedrigeren Kurs zurückkaufen zu können. Die Marge zwischen Verkauf und Rückkauf stellt den Gewinn des Leerverkäufers dar.

der US-Kongress den „Emergency Economic Stabilization Act of 2008“ beschlossen hatte (Scharff 2009, S. 6), wurde in Deutschland am 17. Oktober 2008 das „Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG)“ verabschiedet (Enderlein 2010, S. 247). In Schiefelage geratene Banken erhalten dadurch staatliche Hilfen, um die Kreditvergabe an die Wirtschaft zu gewährleisten und die privaten Spareinlagen zu sichern (Hoffmann 2010). Hauptbestandteil des Maßnahmenpaketes ist der *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)*, der mit 400 Mrd. Euro für Bürgschaften und 80 Mrd. Euro für Rekapitalisierungen sowie für die Auslagerung risikoreicher Wertpapiere ausgestattet wurde (Lösel 2009, S. 268). Nachdem die Institute die Hilfe in Anspruch, mussten sie Auflagen hinsichtlich Gewinnausschüttungen und Boni erfüllen und einen Zinssatz zahlen, der dem marktüblichen Niveau vor Ausbruch der Krise entsprach (Enderlein 2010, S. 246). Nachdem die *BayernLB* als erste Bank auf den sogenannten „Rettungsschirm“ zurückgegriffen hatte, stellten bis September 2009 insgesamt 25 Institute einen Antrag (*BMF* 2009b).

In der Großen Koalition war währenddessen der Streit um mögliche Verstaatlichungspläne der *HRE* entbrannt (Enderlein 2010, S. 246). Da eine Insolvenz den Verlust der staatlichen Garantien bedeutet hätte, fürchtete der Bund um seine Mittel (Lösel 2009, S. 269). Außerdem wollte sich der Staat Einfluss auf die Restrukturierung des Instituts sichern (*Deutsche Bundesbank* 2009, S. 110). Da dies auf Basis des „FMStG“ nur bis zu einer Beteiligungsobergrenze von 33 Prozent möglich war (Lösel 2009, S. 269), wurde im April 2009 das „Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz (FMStErgG)“ verabschiedet. Es sieht unter anderem als Ultima Ratio die Verstaatlichung einer Bank vor (Scharff 2009, S. 7), sollte keine wirtschaftlich „zumutbare“ Lösung zur ihrer Stabilisierung mehr zur Verfügung stehen (Herweg und Zohlhöfer 2010, S. 266).

Im Juli 2009 schuf die Bundesregierung die Möglichkeit, toxische Wertpapiere und ganze Geschäftsbereiche über staatliche abgesicherte „Bad Banks“<sup>5</sup> auszulagern. Allerdings entschieden sich nur wenige Institute – darunter die *WestLB* im November 2009 – für diese Möglichkeit, da bei Inanspruchnahme ein Imageverlust sowie hohe Folgekosten<sup>6</sup> drohten (Enderlein 2010, S. 248). Vor allem von Ökonomen wurde häufig der Vorwurf laut, dass die Bundesregierung mit ihren Maßnahmen die Chance einer Bereinigung und Restrukturierung des Bankensektors vertan habe, da die Institute selbst darüber entscheiden konnten, diese in Anspruch zu nehmen (Zimmermann 2009, S. 7). Deshalb hätten Banken häufig erst darauf zurückgegriffen, als kaum noch andere Möglichkeiten bestanden (Enderlein

---

5 „Bad Banks“ sind Kreditinstitute, die speziell zu dem Zweck gegründet werden, notleidende Kredite (bzw. Wertpapiere) zu bündeln und abzuwickeln.

6 Das „Bad Bank“-Modell der Bundesregierung beinhaltete eine nicht verjährende Nachhaftung der Institute für Verluste aus dem Verkauf der toxischen Wertpapiere.

2010, S. 246). Zwar war es gelungen, „Bank Runs“ und den Zusammenbruch weiterer Institute zu verhindern, jedoch bestand die Gefahr, dass die sich langsam erholende Wirtschaft durch unbereinigte Bilanzrisiken (aufgrund faktisch wertloser Papiere, die in der Bilanz der Banken gehalten wurden) gefährdet würde (Pohl 2009, S. 292). Die Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor waren darüber hinaus Anlass für eine kontroverse öffentliche Debatte, die neben der mangelnden gesellschaftlichen Akzeptanz der Stützung eines einzelnen Wirtschaftssektors auch die Problematik steigender Staatsverschuldung zum Thema hatte (Pohl 2009, S. 295f.). Auch die Abhängigkeit der gesamten Wirtschaft vom Finanzsektor, dessen „Erpressungspotential“ gegenüber dem Staat und die daraus ableitbare überhöhte Risikobereitschaft der Finanzinstitute wurden zum Thema (SVR 2009, S. 133, Ziff. 192).

Bis Dezember 2009 waren 238,2 Mrd. Euro an Mitteln des *Bankenrettungsfonds* für Garantien und für Rekapitalisierungen ausgeschöpft (*Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung* 2009). Der prominenteste Nutznießer ist die *Hypo Real Estate*: Zwar war letzten Endes eine Verstaatlichung des Münchner Instituts entsprechend des „*FMStErgG*“ doch nicht notwendig, da sich der Bund über eine Kapitalerhöhung die Mehrheitsanteile sicherte (Herweg und Zohlhörer 2010, S. 267f.). Jedoch erhielt die *HRE* (2009, S. 25) bis Ende 2009 insgesamt 95 Mrd. Euro an Garantien und rund 6 Mrd. Euro an Eigenkapitalhilfen. Zum anderen stellte der Staat der *Commerzbank* 18 Mrd. Euro an Eigenkapitalhilfen über den *SoFFin* zur Verfügung (Boland 2009, S. 189), wofür er jedoch knapp über 25 Prozent an Unternehmensanteilen erhielt (Herweg und Zohlhörer 2010, S. 268).

Zur Jahresmitte 2009 zeichnete sich auf den Finanzmärkten eine positive Tendenz ab: Zahlreiche Institute meldeten Gewinne und die Aktienkurse erreichten Vorkrisenniveau (*Deutsche Bundesbank* 2010, S. 29). Im Juli wurden die Aufsichtskompetenzen der *BaFin* gestärkt: Künftig sollte es möglich sein, frühzeitig eine höhere Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung zu fordern (*BMF* 2009b). Das staatliche Handeln beschränkte sich jedoch nicht nur auf die Finanzbranche. Zahlreiche Maßnahmen wurden ergriffen, um die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft zu mildern.

## Staatliche Maßnahmen zur Begrenzung der realwirtschaftlichen Eintrübung

Die deutsche Ökonomie war zum Zeitpunkt der *Lehman*-Insolvenz in einer guten Ausgangslage: Die Unternehmen erzielten Rekordgewinne, die Kapazitäten wurden ausgeweitet und der Arbeitsmarkt wuchs (*Deutsche Bundesbank* 2010, S. 19). Dennoch drohte aufgrund der desolaten Lage der Finanzbranche eine Kre-