

Kämmerer in der Hightech-Krise

Etlischen Kommunen drohen schwere Verluste aus Derivategeschäften. Die Hoffnung auf Schadensersatz von den Banken ist trügerisch

LOTHAR BÖCKELS UND GERBEN C. HILLEBRAND

Einige Kämmerer und Finanzverantwortliche kommunaler Unternehmen sind unter Druck geraten, weil sie bei Derivategeschäften bis zu zweistellige Millionensummen verloren haben. Öffentlich genannt wurden etwa die Stadt Hagen mit möglichen Verlusten von 50 Mio. € und die Stadt Neuss mit 13 Mio. €. Der Schaden dürfte aber viel größer sein: Die Fachzeitschrift „Der Gemeinderat“ hat eine Art Stichprobe zum Finanzgebaren der Städte und Gemeinden gezogen und festgestellt, dass 38 Prozent der befragten Kommunen einfache und 15 Prozent sogenannte strukturierte Derivate eingesetzt haben.

Der Tausch langfristig festgelegter gegen variable Zinsen ermöglichte einige Erfolgsgeschichten, die bei steigenden Zinsen wahrscheinlich neu geschrieben werden müssen. Die aktuell hohen Verluste resultieren in der Regel aber nicht aus einfachen Swaps (die häufig noch durch Caps und Floors gesichert sind), sondern aus der Erweiterung der Produktpalette auf strukturierte Derivate. Besonderer Beliebtheit erfreute sich der sogenannte CMS Spread Ladder Swap.

Ihm lag seitens der Kommunen die Annahme zugrunde, dass der Langfristzins in den kommenden Jahren immer um eine bestimmte Marge über dem Kurzfristzins liegt. Die Kommune schließt mit einer Bank einen langfristigen Kreditvertrag mit einem Festzins ab (Grundgeschäft) und tauscht die Festzinszahlungen gegen eine variable Zinszahlung, die sich aus einer Formel ergibt, deren Grundelement die Differenz zwischen Lang- und Kurzfristzins ist.

Verheerende Folgen

Dies sieht auf den ersten Blick harmlos aus – zumal, wenn man die Zinsstrukturentwicklung der letzten zehn Jahre betrachtet. Es kann für die Gemeinden aber verheerende Folgen haben, wenn die Differenz zwischen Lang- und Kurzfristzins schrumpft. Modellrechnungen auf der Grundlage eines abgeschlossenen Vertrages zeigen, dass bei einem

Spread von null die Zinsbelastungen im fünften Kreditjahr auf 12,5 Prozent steigen würden, bei einer inversen Zinsstruktur unter der Annahme, dass der Kurzfristzins einen Prozentpunkt über dem Langfristzins liegt, sogar auf 24,5 Prozent.

Einige der durch solch einen Swap geschädigten Kommunen und Kommunalunternehmen verlangen nun von den Banken Schadensersatz. Allerdings greift ein oft angeführtes Argument für eine Haftung der Banken nicht: Einer Bank lässt sich nicht vorwerfen, dass sie an anderer Stelle Geschäfte tätigte, die von gegenläufigen Annahmen ausgingen. Es ist möglich und wahrscheinlich, dass die Bank am Markt einen Vertragspartner für den Counterswap gesucht hat, damit für sie kein Risiko aus der Transaktion übrig bleibt.

Es fehlt unabhängige Beratung

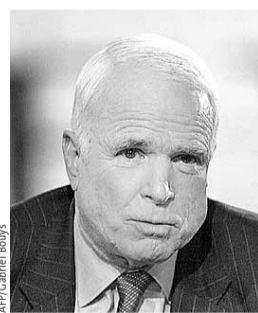
Auch den Vorwurf, die Banken hätten nicht genügend auf die Risiken hingewiesen, werden diese erfahrungsgemäß mit Blick auf das Kleingedruckte ausräumen können. Der Einsatz strukturierter Derivate im Kommunalbereich ist in der Regel nicht vereinbar mit den rechtlichen Vorgaben beim Umgang mit öffentlichen Geldern. Die Banken hätten deshalb wissen müssen, dass eine Kommune solche Geschäfte überhaupt nicht hätte tätigen dürfen.

Konkrete Folgen wird diese Diskussion aber wahrscheinlich auch nicht haben, weil die Geschäfte unter den Augen der Kommunalaufsicht und Rechnungshöfe stattfanden. Im Übrigen gilt: Wer erwartet eigentlich eine unabhängige Beratung von jemandem, der das Produkt auch verkauft?

Es ist folglich fraglich, ob die Banken haften. Strafrechtlich und zivilrechtlich könnten womöglich die städtischen Finanzverantwortlichen persönlich haften. Ein Kämmerer oder Bürgermeister muss als deutscher Beamter uneingeschränkt sein Amt kompetent ausfüllen. Natürlich kann er sich bei Wissenslücken fachkundig beraten lassen. Auf Unkenntnis jedoch kann er sich nicht berufen.

Die bisherige Erfahrung mit persönlicher Haftung im öffentlichen Bereich zeigt, dass die Finanzverantwortlichen wahrscheinlich wenig Grund haben zu zittern. Letztlich wird deshalb einmal mehr der Steuerzahler die Suppe auslöffeln müssen.

LOTHAR BÖCKELS und GERBEN C. HILLEBRAND sind leitende Mitarbeiter der Rebelgroup Advisory Deutschland.



ZITAT DES TAGES

„Das beweist, dass alles in dieser Welt möglich ist, wenn man nur lang genug lebt“

John McCain, Präsidentschaftskandidat der US-Republikaner, über den französischen Staatschef Nicolas Sarkozy, den er als proamerikanisch einstuft

IMPRESSUM

Die **Financial Times Deutschland** ist überregionales Pflichtblatt aller acht deutschen Wertpapierbörsen

Chefredakteur: Steffen Klusmann
Stellvertretende Chefredakteure: Ulf Schlüter, Stefan Weigel

Geschäftsführende Redakteurin: Isabelle Arnold
Chefin vom Dienst: Cosima Jäckel
Art Director: Nils Werner
Bildchef: Peter Raffelt
Infografikchef: Andreas Mohrmann

Nachrichtenchef: Sven Clausen

Ressort Unternehmen: Guido Warlimont (verantwortl.), Jörn Paterak (Stv.), Claus Gorgs (Industrie und Dienstleistungen), Matthias Lambrecht (Reports)

Ressort Politik: Andreas Theysen (verantwortl.), Peter Ehrlich (Chefkorrespondent), Ulrike Sosalla (Deutsche Politik), Ines Zöttl (Ausland), Wolfgang Proissl (Europapolitik)

Ressort Finanzen: Tim Bartz, Ina Lockhart (verantwortl.), Jörg Berens (Das Kapital)

Ressort Agenda: Dr. Nikolaus Förster (verantwortl.), Christian Baulig (Stv.), Horst von Buttler (Agenda), Christian Schütte (Kommentar), David Schumacher (Lifestyle)

Ressort Electronic Media: Dr. Anton Notz (verantwortl.), Dirk Benninghoff (Online-Nachrichtenchef)

Chefökonom: Thomas Fricke

Beilagen: Volker Bormann
Lektorat: Astrid Froese
Übersetzungen: Matthias Schulz

Verantwortliche Redakteure im Sinne des Presserechts sind die als solche genannten Redakteure für ihren Bereich, im Übrigen die Chefredakteur. Sitz des Ressorts Politik ist Berlin, des Ressorts Finanzen Frankfurt am Main, im Übrigen Hamburg.

Verlag: Financial Times Deutschland GmbH & Co KG
Geschäftsführer: Christoph Rühl
Anzeigenleiter: Mario Suchert (verantwortl.)
Leiter Vertrieb und Marketing: Thomas Frenzel

Vertrieb: DPV Deutscher Pressevertrieb, Leitung: Randi Greve, Düsternstr. 1-3, 20355 Hamburg.

Abbestellung: FTD-Kundenservice, Postfach 80 80, 37568 Einbeck, Tel.: (+49) 1802/81 82 83*, Mo. bis Fr. 7 bis 20 Uhr, Fax: (+49) 1802/81 82 84*

* € 0,06 pro Anruf bzw. Fax aus dem deutschen Festnetz; www.ftd.de/abo, E-Mail: abo@ftd.de

Abopreise: Inland (inkl. MwSt.): € 37,50 pro Monat, € 429,00 pro Jahr, Studenten, Wehrpflichtige und Zivildienstleistende gegen Vorlage einer Bescheinigung: € 17,50 pro Monat,

€ 200,00 pro Jahr. Die FTD erscheint borsenttäglich montags bis freitags.

Anzeigenabteilung: Tel.: 040/319 90-278, Fax: -214 E-Mail: media@ftd.de Anzeigen-/Druckunterlagen-Schluss ein Werktag vor erscheinen, 9 Uhr

Nachdruckrechte/Syndication: Tel.: (+49)-410-319 90-202

Verlag und Redaktion Hamburg Stubbenhuk 3, 20459 Hamburg Tel.: 040/319 90-0, Fax: -310

Redaktion Frankfurt Nibelungenplatz 3, 60318 Frankfurt am Main Tel.: 069/15 30 97-0, Fax: -50

Redaktion Berlin Friedrichstraße 60, 10117 Berlin Tel.: 030/220 74-0, Fax: -150

Leserservice: 040/319 90-550, wochentl. 10-13/14-17 Uhr, leserservice@ftd.de
www.ftd.de ISSN 1615-4118

Druck: Presse-Druck- und Verlags-GmbH, 86167 Augsburg; Mannheimer Morgen Großdruckerei und Verlag GmbH, 68167 Mannheim; Druck- und Verlagzentrum GmbH & Co. KG, 58099 Hagen; BVZ Berliner Zeitungsdruck GmbH, 10365 Berlin

Schrecken ohne Ende

Die Subprime-Krise ist noch nicht ausgestanden, da sollen die US-Banken die Anleiheversicherer vor dem Kollaps retten. Eine wünschenswerte Lösung – aber sie ist unwahrscheinlich **VON YASMIN OSMAN**

Die Finanzwelt zittert seit Wochen mit den angeschlagenen Anleiheversicherern. Kippen die Topbonitätsnoten der Garantiegeber, die Anleihen in Billionenhöhe versichert haben, steht den Banken die nächste schmerzhafteste Abschreibungsrunde ins Haus.

Wie stark die Nebenwirkungen wie Zwangsverkäufe sind, wenn mit den Ratings der Bondversicherer zugleich die Ratings der garantierten Anleihen sinken, ist noch nicht absehbar. Entsprechend groß ist die Erleichterung in der gesamten Finanzbranche darüber, dass die New Yorker Versicherungsaufsicht die wichtigen Wall-Street-Banken dazu verpflichtet will, einen Rettungsfonds für die Monoliner genannten Anleiheversicherer aufzulegen. Doch zu Erleichterung besteht kein Anlass. Es ist eher Wunschdenken, dass das nötige Geld und das Vertrauen für den Fonds zusammenkommen.

Was kostet die Rettung der (Finanz-)Welt überhaupt? Sind es 15 Mrd. \$, wie von der Aufsicht veranschlagt? Oder sind es doch eher 140 oder gar 200 Mrd. \$, wie private Analysefirmen vermuten? Die weit auseinanderliegenden Schätzungen machen schon jetzt deutlich, woran eine Auffanglösung scheitern dürfte: Niemand kann seriös abschätzen, wie viel Eigenkapital es braucht, um die Bondversicherer geschäftsfähig zu halten. Angesichts der dünnen Eigenkapitaldecke – knapp ein Prozent des Versicherungsvolumens – genügen schon geringe Abweichungen, um alle Prognosen über den Haufen zu werfen.

Und das geht schnell. Noch immer tun sich alle Experten schwer, die Risiken aus komplexen Wertpapieren zu beziffern, die auf zweitklassigen Hypothekenkrediten basieren. Es dauerte gerade mal vier Wochen, bis die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) ihre Verlustprognose von Mitte Dezember für solche Papiere und für die Bondversicherer um 20 Prozent nach oben korrigierte. Und die Spirale dreht sich weiter: Am Donnerstag nahm S&P erneut zahlreiche hypothekenbesicherte Anleihen auf die Prüfliste für neuerliche Herabstufungen. Das dürfte die Bondversicherer ein weiteres Mal treffen. Niemand investiert freiwillig in ein Fass ohne Boden – erst recht nicht kriselnde US-Großbanken.

Auch die Ratingagenturen haben sich in der Kreditkrise nicht mit Ruhm bekleckert. Das macht die Schätzungen anderer Experten aber noch lange nicht treffsicherer. Um Wertpapiere und Kredite seriös abzuschätzen, braucht es langjährige Datenreihen und Erfahrungen. Meist sind es zehn Jahre oder zwei Konjunkturzyklen. Aus diesem Grund ist es so schwer, neue Ratingagenturen zu gründen.

Die komplexeren Spielarten der gegenwärtig von Ausfall bedrohten Finanzprodukte und die aggressiven Varianten der zweitklassigen Hypothekenkredite sind jedoch relativ jung. Der Markt ist erst nach dem Crash an den Aktienmärkten 2002 richtig ins Rollen gekommen, als die drastischen Zinssenkungen

der Fed zum Boom am US-Immobilienmarkt führten. Einen echten Stresstest hatte es zuvor nie gegeben. Wieso die Ratingagenturen dennoch meinten, trotz sehr kurzer Datenreihen solche Produkte benoten zu können, bleibt ihr Geheimnis.

Mindestens so kompliziert wie die Frage nach dem Geld (Wie viel muss fließen?) ist die nach den Geldgebern (Wer macht es locker?). Das liegt nicht nur daran, dass schon die erste Frage kaum zu beantworten ist. Die Banken dürften höchst unterschiedlich von drohenden Abschreibungen bei Garantiebons betroffen sein, da verhält es sich nicht anders als bei den außerbilanziellen Zweckgesellschaften: Auch als die US-Regierung verhaftet wurde, mit einem Superfonds der Banken die Subprime-Ausfälle aufzufangen, zeigte sich die Wall Street nicht sehr solidarisch.

Von einer erfolgreichen Rettungsaktion für die Monoliner würden nicht nur Banken profitieren, sondern auch zahllose Versicherer und Privatanleger, die Garantiepapiere halten. Es wäre das erste Mal in der Geschichte, dass die Finanzbranche nicht ihre Probleme sozialisiert, sondern ein umfassendes Problem gewissermaßen privatisiert und alleine löst.

Bleibt die Gretchenfrage eines jeden Versicherers, die Frage nach dem Vertrauen. Viel dürfte davon nach der öffentlich geführten Debatte um die Kreditwürdigkeit der Anleiheversicherer nicht übrig

sein. Wie geschäftsschädigend das ist, haben die beiden Branchenriesen Ambac und MBIA bereits gespürt. Im soliden Geschäft mit Anleihen von Städten und Kommunen haben beide im Januar fast nichts verdient. Die amerikanischen Kämmerer kauften sich ihre Garantien lieber von den Versicherern, die sich nicht mit Subprime-Geschäften verlockt hatten, sowie vom Neueinsteiger Warren Buffett. Dass sich an dieser neuen Machtverteilung Wesentliches ändern würde, nur weil die Finanzbranche mit Ach und Krach das Nötigste an Kapital zusammenkratzt, muss man nicht glauben. Ohne Neugeschäft bleiben den angeschlagenen Bondversicherern nur die Prämieinnahmen aus dem Bestand.

Nicht ganz klar ist im Übrigen, warum eine Konzentration auf das relativ konservative Geschäft mit Städten und Kommunen überhaupt plötzlich wieder als Geschäftsmodell durchgehen sollte. Schließlich sind die Bondversicherer vor Jahren in den Markt für strukturierte Produkte eingestiegen, weil der starke Wettbewerbsdruck das Kommunalgeschäft unauskömmlich hatte werden lassen.

Als vor einigen Jahren die Staatsfinanzierungsbank Depfa einen Bondversicherer nur für Kommunalanleihen aufsetzen wollte, verweigerten die Agenturen ihr das notwendige Spitzenrating. Das hätte die Depfa damals nur erhalten, wenn sie auch strukturierte Produkte garantiert hätte. Dazu war die Bank damals nicht bereit. Die Depfa hatte Glück.

E-MAIL osman.yasmin@ftd.de

Hört nicht auf Germany

Deutschlands wirtschaftspolitische Gedankenträger geben sich empört über den US-Versuch, eine Rezession abzuwenden. Dabei ist weitgehend widerlegt, dass so etwas stets zu spät kommt, wirkungslos oder zu teuer ist



THOMAS FRICKE

Amerika kämpft gegen Rezessionsangst. Und alle scheinen einig, dass auch die Regierung Steuerschecks verschicken oder Ausgaben erhöhen muss – von Topökonom über liberale wie konservative Politiker bis hin zum Notenbankboss. Selbst der IWF-Chef hat gerade zu Konjunkturpolitik aufgerufen.

Nur ein kurioses Völkchen scheint sich tapfer gegen solche Ideen zu stemmen: die wirtschaftspolitischen Gedankenträger im fernen Germany, wo sich Politiker, Großkommentatoren und Notenbankchefs derzeit mit erstaunlichem Selbstbewusstsein darüber empören, welch furchtbare Dinge die USA da treiben.

Das kann man machen. Allerdings sollte man dann wenigstens Argumente haben – und nicht nur Sprüche aus Zweitsemestern: über Konjunkturpolitik, die angeblich immer scheitert, zu spät kommt und nur Schulden bringt.

USA reagieren im Eiltempo auf Krisengefahr

Natürlich kann es sein, dass die Wahrheit beim kuriosen Völkchen liegt. Der Erkenntnisfortschritt ist ja keine Demokratieveranstaltung, und Amerikaner können auch irren. Dagegen könnte allerdings sprechen, dass es in Deutschland kaum noch größere Ökonomen gibt, die sich mit Konjunktur überhaupt beschäftigen, also eigentlich seit Jahrzehnten auch nicht mehr ernsthaft mit Konjunkturpolitik.

Das dürfte erklären, warum die Gegenargumente in Germany erschreckend platt wirken. Zum Beispiel das, wonach Nachfragehilfen ja auch ausländischen Importeuren zugutekommen – eine These mit Roland-Koch-Tiefgang. Sie stimmt, wenn ein Land das allein macht. Nur: Wenn es alle tun, sind alle Inländer irgendwie auch Ausländer. Zumal gerade die deutsche Wirtschaft bei einer Exportquote nahe 50 Prozent überproportional von, sagen wir, US-Konjunkturpaketen profitiert – und gar keine Nachfrage weder Ausländern noch Inländern hilft.

Nicht viel umwerfender ist die Behauptung, Konjunkturpakete kämen immer zu spät. Als in den USA im Januar 2001 akute Rezessionsorgen aufkamen, verabschiedeten Präsident und

Opposition im Mai ein Paket. Erste Steuerschecks zur Konsumstützung gingen im Juli raus – punktgenau in der kritischen US-Abschwungphase; die Rezession ging von März bis November.

Ähnlich könnte es diesmal sein. Seit Anfang Januar Rezessionsangst ausbrach, vergingen nicht mal 14 Tage, bis sich Präsident und Demokraten auf Höhe und Prinzip eines Konjunkturpakets aus Steuernachlässen und Investitionsbeihilfen einigten. Atemberaubend. Die Schecks könnten im April rausgehen. Das kann kaum zu spät sein, noch ist die Rezession ja gar nicht da.

Wenn so etwas bei uns abwegig scheint, dann weil es kaum Ökonomen gibt, die es empfehlen und vorbereiten helfen. Erst recht nicht in so unakademischem Tempo: Während hier selbst in rasanten Abschwüngen noch ordnungspolitische Grundsätze doziert werden, haben US-Ökonomen in den letzten Wochen exzellente Studien erstellt, wann welche Konjunkturpakete bisher wie gewirkt haben.*

Und: Die Ergebnisse lassen auch die These absurd wirken, wonach irgendwie bewiesen sei, dass Konjunkturpakete nichts bringen. Die US-Amerikaner haben 2001 binnen zwei Quartalen zwei Drittel der Steuerschecks verkonsumiert, anders als Kritiker vermuteten. Der Konsumschub habe damals in einer kritischen Phase verhindert, dass sich Lager- und Produktionsabbau in den Unternehmen gegenseitig verstärkten, so David Miller von Union Investment.*

Nach Millers Schätzung hätten die US-Unternehmen fünf Prozent weniger investiert, als sie es taten, wenn im Herbst 2001 nicht im Kampf gegen Terror- und Rezessionsfolgen die Abschreibungsbedingungen stark verbessert worden wären. Von wegen wirkungslos.

Das Ding ist eher, dass Konjunkturpakete in manchen Krisen ausblieben – was nach Einschätzung vieler US-Ökonomen dazu führte, dass sich Japans Abschwung in den 90ern so verselbständigte, dass nachher selbst Milliarden nicht mehr halfen. Wie 2001 bis 2005 in Germany.

Diese Gefahr ist nach gängiger US-Lesart auch der Grund, Hilfen vorzubereiten – obwohl noch nicht feststeht, ob die Rezession kommt und schlimm wird. Was auch erklärt, warum deutsche Stammtischwarnungen eher verquer wirken, wonach konjunkturpolitische Staatsdefizite nie zurückgezahlt werden. Das haben die Japaner anfangs auch gedacht – und deshalb auf Konjunkturhilfe verzichtet. Effekt: das Platzen der Blase löste eine Dekadenkrise aus, die auch die Staatshaushalte derart ruinierte, dass Japan heute mit einem Schuldenstand von sage und schreibe 180 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung dasteht – dreimal schlechter als die konjunkturpolitisch hyperaktiven Amis. Wichtig ist, was am Ende herauskommt.

Deutsche könnten Rezession erfinden

Umgekehrt gibt es in der OECD derzeit 15 Länder, die überschüssige Etats einfahren – und zusehenderweise ordentlich Konjunkturpolitik gemacht haben. Von wegen Defizitdrang.

In den USA wird in diesen Tagen heiß debattiert, wie man Konjunkturpakete optimiert – indem man Steuernachlässe oder Leistungen nur befristet gewährt (um Ängste vor dauerhaft höheren Defiziten gar nicht erst aufkommen zu lassen)? Oder indem man das Geld gezielter den gibt, die es auch ausgeben? Und wie Automatismen wirken könnten, um in kritischen Zeiten schnell (vorher beschlossene) Konjunkturhilfen zu aktivieren.

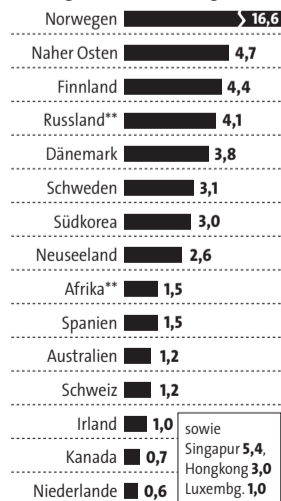
Ob es klappt, eine Rezession zumindest abzufedern, ist damit noch nicht beantwortet. Fortsetzung folgt. Die US-Debatten wirken aber beruhigender als das gruselige deutsche Gequassel darüber, dass man in Zeiten akuter Konjunkturabsturzgefahr am besten spart, also noch weniger Geld ausgibt – und irgendetwas reformiert. Wenn die Rezession noch nicht erfunden wäre, käme sie vielleicht aus Germany.

E-MAIL fricke.thomas@ftd.de

THOMAS FRICKE ist FTD-Chefökonom. * Mehr zu den zitierten Studien: FTD.DE/WIRTSCHAFTSWUNDER

Wen der IWF-Chef meinte

Wo es 2008* ausgeglichene/überschüssige Staatshaushalte gibt



* in % des BIP Prognosen ** Zentralregierungen nach IWF-Prognose Oktober 2007

Konjunkturhilfe hat der IWF-Chef jetzt von Ländern mit soliden Etats gefordert. Hier steht, wen er gemeint haben könnte.