

## **Finanzkrise, Chaos, Gier und Moral**

### **- Rezepte für einen neuen Cocktail-**

#### **Strukturiertes Roulette**

Der Zusammenbruch einiger Banken und die hohen Summen, die von Regierungen aufgewendet werden, um weitere Zusammenbrüche von Banken und anderen Unternehmen zu verhindern, haben zu heftigen Diskussionen über die Ursachen dieser Krise und die Verantwortung für ihr Entstehen geführt.

Der sichtbarste Auslöser der Krise war der Zusammenbruch des Vertrauens in eine Vielzahl von Börsenprodukten (Derivate etc.) und »strukturierten Finanzprodukten«, ein Begriff, der eine Vielzahl von Konstruktionen umfasst.

Bei allem, was an der Börse geschah, bedarf es nicht viel Nachdenkens, um zu erkennen, dass man dort am Spieltisch sitzt und der einzige sichere Gewinner die Börse selbst ist.

Bei strukturierten Finanzprodukten hingegen muss man genauer hinsehen, um zu erkennen, dass auch dort Roulette gespielt worden ist. Bei den Sub-Prime-Hypotheken lief es folgendermaßen: amerikanische Banken vergaben Hypothekendarlehen zu sehr niedrigen Zinsen an Schuldner, die we-

nig oder gar kein Eigenkapital hatten, so dass ihre Bonität nicht optimal (*Sub-Prime*) war. Schon diese heuchlerische Wortwahl die einen Hackbraten als *Faux filet* schönfärbt ,ist der erste Beweis dafür, dass diese Finanzprodukte von sehr unterschiedlichen Motivationen getragen waren: Die Präsidenten *Jimmy Carter* und *Bill Clinton* haben durch gezielte Gesetzesänderungen dafür gesorgt, dass die Banken auch Personen ohne Eigenkapital (überwiegend Afro-Amerikanern) Hypothekendarlehen gewährten und haben Banken, die sich weigerten, des Rassismus beschuldigt („*affirmative action banking*“). Vor der Gier der Banken standen also zunächst einmal gute Absichten!

Da man aber die Banken zu ihren guten Taten gezwungen hatte, war es ihre erste Idee , daran wenigstens viel zu verdienen und gleichzeitig die Risiken so schnell wie möglich wieder loszuwerden.

Deshalb fassten sie diese Darlehen in großen Paketen zusammen und veräußerten sie danach mit erheblichen Zwischengewinnen in mehreren Stufen an institutionelle Anleger, darunter auch andere Banken , die ihrerseits vor allem in Deutschland Anteilscheine an diesen Paketen an kleine Anleger weiter veräußerten. Das war angesichts der undurchschaubaren Bonität der Schuldner nur möglich, wenn jemand, dessen Bonität selbst über jeden Zweifel erhaben schien - wie zum Beispiel Lehman Brothers - dafür eine Garantie übernahm.

Die Werthaltigkeit der gesamten Konstruktion wurde nach außen hin damit begründet, dass nun die Risiken auf viele Schultern verteilt seien, die sonst nur eine einzige Hypothekenbank zu tragen gehabt hätte. Dass sich gleichzeitig aber angesichts der vielen Zwischenprovisionen etc. die Substanz

(soweit vorhanden) ungeheuer verdünnte, hat man verschwiegen. Nicht nur unerfahrene Privatanleger konnten die Risiken und Chancen dieser Konstruktionen aus der Familie der »asset backed securities« nicht bewerten und haben sich auch über deutliche Risikohinweise (*»Sie können ihr ganzes Kapital verlieren!«*) im Vertrauen auf die ausgesprochenen Garantien hinweggesetzt.

Mit dem Zweifel an den Garantiegebern musste das ganze Kartenhaus zusammenfallen. Wie beim Roulette wurde es nur durch das »Prinzip Hoffnung« zusammengehalten, denn weder die Banken noch die Garantiegeber hatten genügend Mittel , um sofort fällige Forderungen aus den Zwischenfinanzierungs-Lasten jederzeit bedienen zu können. Das sofort hochflammende Misstrauen aller Banken gegeneinander führte zum Stocken der Liquiditätsströme und zwang zu sofortigen Bilanzkorrekturen, also zur Verminderung des Eigenkapitals, da der Wert der fragwürdigen Papiere im Markt nicht mehr feststellbar war.

Nun konnten die Banken an die »reale Wirtschaft« keine Kredite mehr vergeben, da deren Umfang von der Höhe ihres Eigenkapitals abhängig ist. Die Regierungsmaßnahmen zielen in erster Linie darauf, durch Liquiditätshilfen und Änderungen der Bilanzierungsvorschriften den Banken wieder ihr normales Tagesgeschäft zu ermöglichen.

Entscheidend ist dabei, risikoreiche Wertpapiere nicht nach dem Marktpreis (der derzeit wegen eines fehlenden Marktes null beträgt) zu bilanzieren , sondern nach dem Ausfallrisiko. Risikoreiche Positionen sollen in »schlechten Banken« zwischengelagert und getrennt abgewickelt werden. Die Stabilisierung der Aktienmärkte im April 2009 scheint anzuzeigen,

dass diese Maßnahmen grundsätzlich geeignet sind, die Märkte wieder funktionsfähig zu machen.

### **Ganz persönliche Motive**

Eine Vielzahl von Experten, deren besondere Kenntnisse aus der Welt der Finanzen bis hin zur Welt der Philosophie reichen, geben uns die unterschiedlichsten Deutungen dieser Krise.

Einigkeit scheint darüber zu bestehen, dass »die da oben« gierig und unmoralisch gehandelt haben und »die da unten« wie immer die Zeche bezahlen müssen.

Diese Argumentation ist uns seit langem geläufig. Vor allem in den Zeiten des Krieges wird immer wieder hervorgehoben, dass die kleinen Leute dafür zahlen müssen, dass die Großen und Mächtigen dieser Welt sie für ihre privaten Kämpfe benutzen. So liegt es nahe, ganz oben nach den Schuldigen zu suchen, deren Sucht nach Geld und Reichtum ihr Urteil so vernebelt habe, dass sie nicht merkten, wie sie die Krise verursachten. Und noch schlimmer: persönlicher Hass zwischen einzelnen Beteiligten soll mögliche Rettungsversuche verhindert haben. Im SPIEGEL vom 9. März 2009 wird etwa berichtet, dass der amerikanische Finanzminister Paulson, früher ein führender Manager von Goldman Sachs, es ablehnte, Lehmann Brothers zu retten, weil er deren Vorstandsvorsitzenden Fuld persönlich gehasst habe.

Nehmen wir einmal an, jeder einzelne, der an Entscheidungen beteiligt war, die letztlich zu der Krise geführt haben, hätte auch persönliche Gründe gehabt, so zu entscheiden: hätte er bei Fehlen dieser Gründe anders entscheiden können?

## Komplexität und Chaos

Die zehn wichtigsten Faktoren für die Finanzkrise - wie wohl auch für alle anderen Krisen, bei denen wirtschaftliche Zusammenhänge eine Rolle spielen, sind folgende:

- die politischen Konstellationen
- der gesetzliche Rahmen für alle Aktivitäten
- die steuerlichen Systeme und ihre Differenzen
- die Bilanzierungsregeln
- die internationalen Verbindungen
- die Öffentlichen Hände als Marktteilnehmer
- die fachlichen Fähigkeiten der Beteiligten
- die persönlichen Charakterzüge der Beteiligten
- die Anreizsysteme für das Handeln der Beteiligten
- die Machtstrukturen zwischen den Beteiligten

Hinter jedem einzelnen dieser Faktoren dürfte eine Vielzahl weiterer Elemente eine Rolle spielen. Einige Beispiele dazu:

- Die gesetzlichen Rahmenbedingungen im Trennbanken-System der USA befreien die Investmentbanken von vielen gesetzlichen Restriktionen, weil man davon ausgeht, dass sie in der Regel mit privaten und kleinen Anlegern nichts zu tun haben. In Deutschland hingegen gibt es diese Unterscheidung nicht. Die Folge: die von Lehmann Brothers und anderen geschnürten Investitionspakete wurden aufgeteilt und in Europa an kleine Anleger verkauft und die Hypo Real Estate (trotz ihres Namens eine deutsche Bank) verlagerte ebenso wie andere deutsche Banken den Teil ihres Geschäftes, in dem sie sich von der deutschen Bankenaufsicht nicht kontrollieren

lassen wollten, nach Irland oder sogar in irgendwelche Off-shore-Länder in der Südsee.

- Das Steuersystem der USA erlaubte es, hohe Abschreibungen auf Investitionen von Städten und Gemeinden zu tätigen. So haben viele deutsche Städte z.B. Straßenbahnwagen oder U-Bahnwagen an amerikanische Gesellschaften verkauft und sofort wieder zurück gemietet, weil ihnen diese Liquidität genützt und dem amerikanischen Investor einen Steuervorteil verschafft hat. Der Pferdefuß: eine Verschlechterung der Bonität führte zu Anpassungen der Verträge zulasten der Kommunen und die Steuervorteile haben amerikanische Gerichte später für rechtswidrig erklärt, so dass die Verträge jetzt rückabgewickelt werden müssen. Kurz: das gesamte Finanzierungsgebäude ist zusammengebrochen!

- Die meisten Einflüsse stecken aber hinter den »politischen Konstellationen«: Hunderte einzelner Elemente wirken auf jede politische Entscheidung ein und selbstverständlich spielen auch persönliche Beziehungen und Abneigungen dabei eine tragende Rolle. Wenn man nur sehr schematisch rechnend jedem der 10 Faktoren 10 weitere untergeordnete Faktoren zuschreibt und ausrechnet, welche Variationsmöglichkeiten sich unter diesen 100 Elementen wohl ergeben, so zeigt die übliche Formel zur Errechnung von Komplexität

$$n(n-1)/2 = 100 \times 99/2 = 4950 \text{ Varianten}$$

Jeder, der in irgendeiner Weise zu der Krise beigetragen hat, hätte die Wirkung seines eigenen Beitrages nur dann verlässlich berechnen können, wenn er zum Zeitpunkt seiner eigenen Entscheidung (mindestens) die möglichen 4949 anderen Varianten gekannt und richtig bewertet hätte. Die Öffentlichen Hände z.B., die immer daran interessiert waren, dass die von ihnen beherrschten Landesbanken

tüchtige Gewinne machten, haben mit diesem Verhalten dazu beigetragen, dass gerade diese Banken sehr riskante Geschäfte (auch mit Lehmann-Papieren) gemacht haben. Wir wissen jetzt, dass sie besser darauf verzichtet hätten. Dann aber hätte z.B. der Ministerpräsident von Nordrhein-Westfalen vor 5 Jahren öffentlich erklären müssen: »Die Landesbank Nordrhein-Westfalen wird dieses Jahr erneut wie auch in den früheren Jahren wieder Verluste machen, weil sie über kein tragfähiges Geschäftsmodell verfügt und nicht die Absicht hat, einen Gewinn mit billigem Geld durch Ankauf von fragwürdigen und riskanten Finanzprodukten zu machen!« Warum haben sie sich so nicht geäußert? In den guten Zeiten haben die Landesbanken den öffentlichen Händen so viel Geld gebracht, dass man auf sie nicht verzichten wollte, obwohl ihr Geschäftsmodell („die Dame ohne Unterleib“)- wie man nicht erst seit *Ludwig Poullains*<sup>1</sup> Phillipiken weiß - auf tönernen Füßen steht.

Die Bayerische Landesbank zum Beispiel hat von der »Hosen-Rosner-Affäre« über den »Mega-Petrol Skandal« bis zu dubiosen Krediten an Leo Kirch nahezu alles ausprobiert, um auf fragwürdige Weise Geld zu machen und ist so von einer Affäre in die andere gestolpert. Sie hätte kaum überlebt, wenn es ihr in der Zwischenzeit nicht immer wieder gelungen wäre, mit ihren Spekulationen auch wirklich Geld zu machen<sup>2</sup>.

Nicht nur solche Szenarien haben es verhindert, dass die Gesamtsumme der Risiken von irgendwem klar genug erkannt worden ist. Das Rechenbeispiel zeigt, dass es überhaupt keine praktische Mög-

---

<sup>1</sup> FAZ vom 16. Juli 2004 (<http://www.meinepolitik.de/poullai3.htm>)

<sup>2</sup> Aus den Geschäftsberichten ergibt sich, dass die Bayerische Landesbank zwischen 2002 und 2007 ein positives Betriebsergebnis von insgesamt 5.610Mrd € erzielt hat, an Verlusten wurden Ende 2008 vorläufig nur 1.740 Mrd festgestellt, so dass unter dem Strich noch 3. 870 Mrd Gewinn verblieben sind. Wenn der Steuerzahler jetzt 10 Mrd nachschießen muss: Wo ist dieses Geld hingekommen? Hat es die Regierung bekommen und ausgegeben?

lichkeit gegeben hat, zu irgendeinem Zeitpunkt eine Risikoanalyse zu erstellen, die hinreichend realistisch gewesen ist. Natürlich haben alle, die nahe genug am System waren, viel früher als alle anderen erkannt, dass es kollabieren konnte. Wer nahe an den Entscheidungen steht, wird auch am besten wissen, wie er sich in und außerhalb von Krisen selbst bedienen kann: »Was ist schon ein Raubüberfall gegenüber der Gründung einer Bank?« hat Bertolt Brecht provozierend gefragt, er hat uns aber nicht gesagt, wie wir ein Wirtschaftssystem ohne eine Bank betreiben könnten. Irgendjemand muss nun einmal das Geld hin und her tragen, wenn wir es nicht ständig selbst tun wollen. Und als Bankern wie *Fugger* oder *Rothschild* das Hin- und-Hertragen und Geldwechseln auf Dauer zu langweilig wurde, kamen sie zu unserer Freude auf die Idee, das Geld zur Arbeit zu schicken. Welche Risiken damit verbunden sind, wissen wir seit jeher.

Vielleicht hätte die Krise mit einer koordinierten Aktion wichtiger Entscheidungsträger (z.B. der beteiligten Regierungen) abgemildert werden können. Wenn es aber aufgrund der politischen Konstellationen im konkreten Fall nicht möglich war, wer könnte eine solche Entscheidung als »Fehlentscheidung« qualifizieren, für die einer oder mehrere verantwortlich sind?

Wir müssen stattdessen wohl der Tatsache ins Auge sehen, dass die hochkomplexen Zusammenhänge wie sie bei solchen Finanzprodukten entstehen, von niemandem mehr wirklich beherrscht werden können, weil niemand zu einem gedachten Zeitpunkt alle Varianten berechnen könnte, die zu einer wirklichen Risikobeurteilung herangezogen werden müssten. Ein einziger Finanzierungsvertrag über Asset Backed Securities (in dem eine Vielzahl von US-Eigenheimen zusammengefasst sind) umfasst i.d.R. 100 Seiten eng geschriebe-

---

Oder hat man vorher nur »Gewinne« verbucht, die es nie gegeben hat? Dafür spricht jedenfalls, dass ab dem Jahr



nen englischen Text und wandert so durch die Weltwirtschaft , obwohl möglicherweise nicht einmal seine Verfasser ihn wirklich verstehen. Der Grund: jedes neue Finanzprodukt ist letztlich ein Cocktail aus verschiedenen Chancen und Risiken, deren tatsächliche Verwirklichung sich in der Praxis erst zeigt, wenn jemand seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Bei Standardprodukten hat man diese Erfahrungen, bei neuen »kreativen« Produkten nicht.

Kurz: in komplexen Systemen in denen Entscheidungen unter hohem Zeitdruck fallen und von ungezählten Einflüssen bestimmt werden, müssen wir mit der Erkenntnis leben lernen, dass sich immer wieder schwere Systemfehler ereignen werden. In England und den USA gilt es als gute Idee, »elegant durch den Sumpf zu gehen« (*elegantly muddling through*) und bleibt damit ziemlich nahe an dem Umgang mit dem Chaos, den die Naturwissenschaftler empfehlen.

In Deutschland neigen wir eher zur Systematik und versuchen daher, uns alle möglichen rechtlichen Regelungen auszudenken. Sollen wir es noch einmal mit der Planwirtschaft versuchen? Die absolut ausufernden Regelungen der Corporate Governance führen uns schon sehr nahe an solche Zustände! Und trotzdem wird kein Wirtschaftsprüfer, kein Staatsanwalt und kein Sonderermittler je verhindern können, dass Einzelne vorsätzlich oder fahrlässig das System umgehen und niemand kann uns vor unserer eigenen Ignoranz bewahren, mit Produkten zu handeln, die wir nicht begreifen und sie gleichwohl Leuten zu empfehlen, die auf unseren Rat vertrauen.

---

2004 in der Bilanz zwar das „Betriebsergebnis“, nicht aber der »Jahresüberschuss« ausgewiesen wird!

## Wo das Vertrauen fehlt wächst der Verdacht

Was für die Banken und die Kreditgeber bis hin zum Anleger letztlich gezählt hat, war das Vertrauen darin, dass große, international tätige Banken letztlich nicht insolvent werden können (*»Too big to fail«*). Man hat darauf vertraut, dass die breitere Verteilung der Risiken ein Scheitern verhindern würde. Dass dieses Vertrauen nicht gerechtfertigt war, konnte man wohl ahnen - wirklich beurteilen konnte man es nicht. Wer jetzt von der Finanzaufsicht fordert, sie hätte solch riskante Produkte verhindern müssen, dem ist entgegenzuhalten, dass diese Finanzprodukte tatsächlich so konstruiert sind, um Risiken breit zu streuen und gleichzeitig zur Vermögensbildung der breiten Masse beitragen.

Diese Argumente hätten (und haben wohl auch im konkreten Fall) aufkommende Kritik zum Schweigen gebracht. Die wirklichen Argumente gegen solche Finanzprodukte sind nie öffentlich diskutiert worden: es ist die ungeheure Kette an Versicherungskosten und Zwischenprovisionen, die den Wert jedes einzelnen Finanzierungs pakets so ausgehöhlt haben, dass sie in einer Krise nicht standhalten konnten.

Der gleiche Faktor, der zum Entstehen dieser gefährlichen Produkte geführt hat, hat sie auch zu Fall gebracht: es war das fehlende Vertrauen der anderen Marktteilnehmer, dass zum Beispiel Lehmann Brothers möglicherweise drohende Verluste würde auffangen können und dieses Vertrauen brach zu einem Zeitpunkt zusammen, als Lehmann Brothers noch in jeder Hinsicht zahlungsfähig war. Die Zahlungsunfähigkeit trat erst ein, als der Geldfluss versiegte, der diese Bank noch zu einem Zeitpunkt aufrechterhalten hat, als sich die Risiken längst verwirklicht hatten. Sie sind in den Bilanzen aber nicht aufgetaucht, wie man am Zahlenwerk der Bayerischen Landesbank

und vermutlich jeder anderen Bank, die derzeit in Schwierigkeiten ist, unschwer erkennen kann! Denn auch die Bilanzbewertung hängt absolut von dem Vertrauen in die Werthaltigkeit der Wirtschaftsgüter ab, die in der Bilanz beschrieben und erfasst werden. Der wirkliche Verlust der Banken ist heute gar nicht feststellbar, weil es für viele Wirtschaftsgüter, über die sie verfügen, bis auf weiteres keinen Preis gibt. Dieser Preis wird sich aber irgendwann bilden. Und er wird nicht bei Null liegen! Wenn jetzt davon die Rede ist, dass die Banken »Billionen verzockt haben«, dann ist das völlig falsch: es weiss nur niemand, welchen Wert sie wirklich in der Hand haben.

Ein Beispiel: das Eigenheim eines Heizungsmonteurs aus Florida ist mit 200.000 US-Dollar beliehen und der Kredit wird derzeit nicht bedient. Nun wird das Haus versteigert. Erzielt werden nur 50.000 \$. Jetzt wissen wir, was der Wert der Hypothek ist und müssen tatsächlich 150.000 \$ abschreiben. Das nächste Haus aber wird vielleicht schon für 60.000 \$ und das übernächste für 70.000 \$ versteigert, denn gerade fliegen Millionen von Geiern in Florida ein, um sich billige Häuser zuzulegen (vor allem aus Deutschland!).

Bevor wir die gesamten Erlöse aus den Verwertungen nicht kennen (das kann 10 Jahre dauern) kann man nicht von einem endgültigen Verlust sprechen. Die US-Regierung befindet sich gerade in Verhandlungen mit den Banken und bietet ihnen an, die faulen Kredite zu einem fairen Preis zu übernehmen. Und die gleichen Banken, die mit dem Hinweis darauf, dass die Kredite nichts wert seien, die Unterstützung des Staates angefordert haben, behaupten jetzt, die von der Regierung angebotenen Preise seien viel zu niedrig!

Ich habe das gleiche vor 20 Jahren einmal erlebt, als eine Privatbank in München Insolvenz anmelden musste, weil ihr kurzfristig Liquidität fehlte! Nachdem alle offenen Forderungen beigetrieben waren, bet-

rug die Konkursquote für die Gläubiger über 100 %, weil große Teile der Kosten im Insolvenzverfahren weggefallen sind.! In Wirklichkeit dient die staatliche Unterstützung also nur der Aufrechterhaltung des laufenden Betriebes (unter anderem auch der Zahlung der Boni!) und hat mit der Frage, welchen Wert die Forderungen der Bank gegenüber ihren Schuldern haben, nicht sehr viel zu tun.

### **Der Balken im Auge**

Viele derjenigen, die das Verhalten der Banken kritisieren, haben selbst davon erheblich profitiert . Ich spreche im folgenden nur von den Jahren 2003-2008, also fünf Jahren, in denen es auf jeden Fall einen Boom gegeben hat, eine vergleichbare Rechnung kann man aber für eine Reihe früherer Perioden in ähnlicher Weise aufmachen. Zu den Kriegsgewinnlern gehört in erster Linie der Staat, der alle Einkünfte, die im Bereich der Finanzwirtschaft erzielt werden, hoch besteuert hat. Dazu gehören auf Seiten der Banken deren Gewinne, man muss aber auch die Einkommen aller Mitarbeiter von Banken und die Gewinne aller Zulieferer (z.B. Computerlieferanten, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater etc.) dazu rechnen, um zu sehen, welchen Beitrag die gesamte Branche zu den Finanzeinkünften der Bundesrepublik Deutschland beigetragen hat. Und alle diese Marktteilnehmer (nicht zuletzt die Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer, die die Finanzprodukte konstruiert haben) haben in den Boomzeiten sehr gut verdient.

Um aber hier nur von den Steuereinnahmen zu sprechen: Sie werden kaum unter 40 Milliarden € pro Jahr gelegen haben und so müsste der Staat selbst dann, wenn er jetzt 200 Milliarden € riskieren würde, wahrscheinlich gerade einmal seine Einnahmen wieder he-

rausdrücken. Dabei ist keinesfalls klar, wie weit er aus seinen Bürgschaften und Garantien überhaupt in Anspruch genommen wird.

Profitiert haben aber auch all jene, die in der glänzenden Zeit, die diese Finanzprodukte am Anfang hatten, erhebliche Gewinne mit ihnen gemacht haben. Sie müssen ihre Verluste erst einmal mit diesen Gewinnen saldieren, um zu sehen, wie hoch der Verlust am Ende wirklich ist. Dazu gehören vor allem die Leute, die ihr Geld lieber den isländischen Banken gegeben haben, weil es dort anscheinend risikolos 3 % mehr Zinsen gegeben hat, aber auch viele andere, die von Aktiensteigerungen profitiert haben, die vor dem Zusammenbruch der Märkte lagen. Im Zentrum aller Diskussionen über dieses Verhalten der Anleger steht das Wort »Gier«. Wenn wir Menschen keine Gier hätten, könnten wir wahrscheinlich gar nicht überleben, wir müssen mehr wollen, als wir wirklich erlangen können, um alle Triebfedern zu spannen, die uns bewegen. Waren Steven Spielberg und Annie Leibovitz gierig, als sie das Geld ihrer wohltätigen Fonds bei dem Betrüger Madoff anlegten um für gute Zwecke 20 % Profit zu erhalten? Sie selbst hatten ja nichts davon!

Darüber hinaus ist unklar, ob außer den Aktionären der Banken und anderer Finanzinstitutionen sowie institutioneller Anleger (die in gewisser Weise Teil des Gesamtsystems sind, weil sie das Verhalten der Anbieter unmittelbar beeinflussen), auch private Anleger wesentlich betroffen sind. Besonders in Deutschland scheint es allerdings eine Vielzahl kleiner Leute zu geben, die der Vertriebs in diese Produkte gelockt hat (so vor allem die Citibank, die Großaktionär bei Lehmann Brothers war). Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Beratung können gegen solche Vertriebsfirmen die selbst nicht insolvent sind, erfolgreich durchgesetzt werden. Natürlich wird auch hier ein Restschaden verbleiben - aber wie hoch wird er ausfallen?

Profitiert haben aber nicht nur »die da oben«, sondern zunächst einmal »die da unten«, nämlich Tausende von Amerikanern, die sich ein Haus ohne Eigenkapital oder anderen Luxus nur auf Kredit oder mithilfe von Kreditkarten gekauft haben, was sie sich aus eigenen Mitteln niemals hätten leisten können. Die Besonderheit im Hypothekenrecht der USA besteht darin, dass es Verträge gibt, die keine persönliche Haftung des Eigentümers für seinen Hypothekenkredit vorsehen. Wenn der Kredit daher nicht mehr bedient werden kann, haftet nur das Haus, der Eigentümer zieht wieder in eine Mietwohnung und hat im übrigen außer den Zinsen nichts verloren, weil er gar kein Eigenkapital investiert hat. Da die Zinsen aber in der Regel niedriger waren als eine Miete, waren es für den »Eigentümer« (dessen Haus zu jedem Zeitpunkt der Bank gehörte) im Grunde schöne Jahre, die er auf diese Weise mit seiner Familie auch auf Kosten anderer kleiner Leute verbracht hat. Die Hauspreise in denen USA sind derzeit um insgesamt circa 18 % gefallen. Sie liegen damit immer noch weit über dem Niveau, das sie vor der ungesunden Überhitzung erreicht hatten.

Und schließlich bleiben noch die Auswirkungen der Finanzkrise auf die »reale Wirtschaft«. Schon diese Begriffswahl zeigt, dass die Finanzbranche nicht für vergleichbar real gehalten wird wie andere Branchen, die etwas produzieren, das man anfassen kann. Die Qualität ihrer Produkte hängt mehr vom Vertrauen ab, was man am einfachsten daran sieht, dass der Preis des Goldes sofort steigt, wenn dieses Vertrauen ins Wanken gerät.

Die reale Wirtschaft ist von der Finanzkrise nur dann betroffen, wenn sie Kredite braucht. Kredite sind vonnöten, wenn man (wie z.B. Opel, eine Firma die in Deutschland nie Steuern bezahlt hat) zu wenig Ei-

genkapital hat und in völlig überbesetzten Märkten tätig ist. Die gesamte Autoindustrie in Europa kann jedes Jahr dreimal soviel Autos produzieren, wie nachgefragt werden. Man fragt sich wirklich, warum ein solcher Markt erst im Rahmen der Finanzkrise getestet worden ist.

Die Finanzkrise hat allerdings unmittelbaren Einfluss auf die Ströme von Liquidität, die jetzt zeitweise versiegen. In einer solchen Situation gilt das alte japanische Sprichwort:

*»Wenn das Wasser fällt  
zeigen sich die Klippen«*

Dadurch stellt sie die reale Wirtschaft tatsächlich auf die Probe, denn sie hängt auch dann von einem eingespielten Geldkreislauf ab, wenn sie selbst ein erfolgreiches Geschäftsmodell hat.

Kurz: von den fragwürdigen Krediten haben erst einmal diejenigen profitiert, die sie erhalten haben, die Krise zieht aber mit ihnen eine Reihe Leute nach unten, die dagegen sehr wenig hätten tun können und zwar schon deshalb, weil in der Krise die üblichen Bewertungsmaßstäbe samt und sonders versagen. Und das wird immer so bleiben.

### **Und die Moral.....?**

Wenn man nur in den typischen Klischees von Gut und Böse, oben und unten, moralisch und unmoralisch etc. denkt und spricht, übersieht man einen zentralen Aspekt, der alle derartigen Begriffspaare auszeichnet: wer irgendetwas als gut bezeichnet, kann das nur, wenn er auch eine Vorstellung des Bösen hat, wer etwas als unmo-

ralisch bezeichnet, weiß (jedenfalls für sich), was er für moralisch hält.

Obgleich diese Begriffe jeweils ganz individuell verstanden werden, sorgt unser soziales Zusammenleben dafür, dass die meisten von uns ziemlich klar darin übereinstimmen, was ihren Kernbereich ausmacht. Diese Übereinkunft wird immer in sozialen Gruppierungen erzielt, die täglich Situationen zu bewerten und Entscheidungen zu treffen haben. Eine Gruppe von Börsenmaklern hat eine andere Vorstellung von Moral als eine Gruppe von Franziskanermönchen, Politiker verstehen unter »moralisch« etwas anderes als Theaterleute und reiche Leute etwas anderes als arme Leute. Es kommt auf den Rahmen an, in dem eine bestimmte Entscheidung fällt und von innen und außen gesehen werden muss. Die Gruppendynamik spielt dabei keine geringe Rolle. Und wie ich oben gezeigt habe, kann man eine Entscheidung nur bewerten, wenn man jedenfalls die wichtigsten Faktoren kennt, die sie bestimmt haben. Es kann sich dabei durchaus zeigen, dass einzelne Finanzmanager unmoralisch oder sogar gesetzwidrig gehandelt haben. Die Frage ist aber: können wir ein solches Verhalten in Zukunft ändern? Nur dann, wenn das möglich wäre, lohnte es sich, die Ursache der Finanzkrise bis in alle feinen Verästelungen zu erforschen. Es ist aber, wie ich oben gezeigt habe, schon deshalb nicht möglich, weil die Verhältnisse insgesamt so komplex sind, dass auch große Rechner uns nicht dabei helfen könnten, brauchbarer Wahrscheinlichkeiten zu ermitteln. Wir werden uns daran gewöhnen müssen »auf Sicht zu fahren«, wir müssen von den Illusionen einer absoluten Planbarkeit Abstand nehmen.

### **Lehrgeld bezahlen**

Wir stehen hier letztlich vor der Frage, was die Erforschung von Ursachen für Zukunftsprognosen generell bedeutet. Wir lernen aus der



Geschichte nicht , obwohl die biologischen und psychischen Elemente, auf denen unsere Entscheidungen beruhen, in ihrem Kern unveränderlich bleiben. Die Probleme sehen wir aber nicht in den Gewändern vergangener Zeiten, sie erscheinen uns unter aktuellen Masken, so dass wir erst im Nachhinein erkennen können, wie ähnlich zum Beispiel die Tulpenspekulation im 17. Jahrhundert in Holland den strukturierten Finanzprodukten der Lehmann Brothers gewesen ist. Und obwohl wir wissen, dass die immer gleichen Konstellationen in immer neuen Gewändern auftreten , haben wir immer wieder die seltsame Vorstellung, dies sei nun die letzte Krise gewesen, die uns betroffen hat. Auch ich selbst kann mich davon nicht freimachen, obgleich ich als Kapitalanleger mindestens vier vergleichbare Krisen erlebt habe, aus denen ich nicht besonders schlau geworden bin.

Ich glaube nicht, dass wir ein komplexes System wie das der Banken, der Finanzprodukte und ihrer Anleger jemals übersehen und planen können, denn in komplexen Systemen dieser Art gibt es die einfachen Zusammenhänge von Ursache und Wirkung nicht. Hier können die kleinsten Ursachen gewaltige Wirkungen haben und große Verschiebungen überhaupt keine. Lehmann Brothers z.B. ist am 11. September 2001 aus seinen Räumen im World Trade Centre ausgebombt worden und hatte trotzdem nur eine sehr kleine Delle in den Gewinnen zu verzeichnen, denn wenige Tage später waren sie mithilfe ihrer - in der Krise freundlichen - Konkurrenten in vielen kleinen Büros untergekommen, bis sie ein neues und schöneres Hauptquartier beziehen konnten. Danach haben sie sich für unsterblich gehalten.

Die Tatsache, dass wir auch in der Zukunft niemals eine Gesamtübersicht erhalten werden, bedeutet nicht den Verzicht auf Einsichten, die wir durch diese und andere Krisen gewonnen haben.

Für diese Einsichten müssen in erster Linie die Banken, ihre Vertriebsgesellschaften und ihrer Aktionäre bezahlen, die die vergifteten Papiere noch im Bestand haben.

Als nächstes sind deren Kunden dran, wobei man jetzt schwer beurteilen kann, wie viel Schaden dort wirklich hängenbleibt, auch wenn das Jammern und Flehen in der Presse nicht aufhören will. Erstaunt registrieren die Journalisten, wie »besonnenen« die Deutschen in der Krise reagieren. Meine Erklärung hierfür ist einfach: derzeit sind nur eine begrenzte Anzahl von Anlegern von ihr konkret betroffen und so weit sie falsch beraten worden sind, werden sie in aller Regel einen Schadensersatzanspruch gegenüber den vertreibenden Banken haben, die die Krise überleben konnten. Jedenfalls haben die Deutschen sowohl zu Weihnachten wie zu Ostern wieder einmal gekauft wie die Weltmeister und zu beiden Terminen waren die Flugzeuge in den Süden genauso voll wie in den früheren Jahren. Nach Weltwirtschaftskrise sieht das jedenfalls hier nicht aus!

Der allgemeine Aktienmarkt hat allerdings gelitten, sich aber schon Anfang April wieder bei über 4300 Zählern im DAX stabilisiert. Nach dem 11. September lag er bei 2800!

Nur wer Aktien auf Kredit gekauft hat, und deshalb früher aussteigen musste, hat einen endgültigen Verlust erlitten.

Und schließlich werden einige »reale Industrien« und die in ihnen tätigen Menschen schwere Einbußen erleiden, weil sie dem Druck der Märkte nicht standhalten können und für die Zukunft zeichnet sich am Horizont ein starker Rückgang des Wachstums ab. Man darf diese Korrekturen aber nicht an den Boomjahren messen, die wir hinter uns haben, sondern einzig und allein an der Frage, welche Güter

und Leistungen die Märkte wirklich brauchen werden - denn da liegen immer die Grenzen des Wachstums!

Es liegt auf der Hand, dass als erste die Industrien betroffen wurden, die man wegen ihrer Überproduktion am wenigsten braucht. Die Überlegungen, Opel zu stützen haben also gar nichts mit den Produkten zu tun, sondern nur mit dem Zorn der Arbeiter. Bei klarer Überlegung hätte Opel einen Großteil seiner europäischen Werke längst schließen müssen und dann hätten die meisten Opelaner ihren Arbeitsplatz gar nicht erst antreten dürfen. Liegt darin ein Versäumnis der Vorstände? Das könnte man wohl nur sagen, wenn es zur Aufgabe der Vorstände auch gehörte, sich selbst sofort abzuschaffen. Eine solche Aufgabe haben sie nicht, es ist vielmehr der Markt, der diese Entscheidungen trifft und zum Beispiel derzeit Ford größere Chancen gibt als Opel. Außerhalb des Marktes gibt es keine Chancen mehr: die letzte Überproduktion von Autos hatten wir im Jahr 1989 - da hat uns die deutsche Einheit gerettet!

### **Systematische Geldvernichtung**

Die »letzte « Finanzkrise wird nicht die letzte gewesen sein und es werden ihr noch viele politische und andere Krisen folgen.

Vielleicht gehören auch fundamentale Krisen zur Grundausstattung des menschlichen Zusammenlebens. Früher, als man die Kriege noch begrenzen konnte, hat man alle 2-3 Jahre nach der Ernte im Herbst, wenn die Scheunen gefüllt waren, irgendwo für 2-3 Monate Krieg geführt, bis es dann zu kalt wurde. »Wenn es dem Esel zu wohl wird, geht er aufs Eis«, pflegte meine Großmutter zu sagen und diese Kabinetts-Kriege gehörten wohl dazu.

Heute sind wir jedoch Kriegerformen angekommen, bei denen für jeden offenkundig ist, dass wir sie nicht überleben würden verglichen mit der Vernichtung von so vielen Millionen Leben in den letzten 100

Jahren mitten in Europa, würde man das Beben der Finanzmärkte vielleicht nicht einmal als Krise wahrnehmen. Jedes Wachstum setzt voraus, dass Systeme kollabieren, weil ein Systemwechsel nicht immer schrittweise geschieht sondern - wie ein Vulkanausbruch - auch unerwartet erfolgen kann. Immer wird jemand den Rauch wittern, das Rollen im Boden hören, immer wird jemand zur Flucht raten - und genauso viele werden vor der ausbrechenden Panik warnen.

Darüber hinaus hat der Umgang mit Geld oder Wertgegenständen (vor allem auf den Kunstmärkten) schon immer etwas irrationales, wenn nicht sogar magisches gehabt, denn die Wertschätzung von Immobilien, Gold oder Aktien ist auch von Moden abhängig und eines der wichtigsten Rituale reicher Leute ist es, ihren Reichtum vor aller Augen zu vernichten. Das geschieht nicht nur , indem man sich seine Zigarren mit Geldscheinen anzündet, man kauft sich auch Büroeinrichtungen für Millionen , hält es für erforderlich, im 50. Stockwerk eines Hochhauses bombensichere Fenster anzubringen usw.

Es gibt Kulturen, in denen die öffentliche Vernichtung des eigenen Eigentums vor aller Augen die wichtigste Möglichkeit ist, einen hohen sozialen Rang zu erreichen. Viele Indianerstämme an der amerikanisch/kanadischen Nordwestküste, wie etwa die Kwakiutl , haben sich mit dem Ritual des Potlach in regelmäßigen Abständen ruiniert und wollen trotzdem nicht davon lassen: man versammelt sich für einige Tage, jeder bringt wertvolle Dinge wie Decken, Kunstgegenstände usw. mit und wirft sie unter Beschwörungen und Gesängen ins Feuer. Die Stimmung kann sich so steigern, dass der Gastgeber eigenhändig sein Haus abreißt und die Balken verfeuert, um danach wochenlang unter freiem Himmel zu schlafen. Wer dazu fähig ist, wird für viele Jahre Häuptling!

Wer solche Rituale für idiotisch hält, sollte bedenken, dass bei uns über Tausende von Jahren hinweg derjenige zum Häuptling gemacht wurde, der erfolgreich zu kämpfen verstand, was er nur in Kriegen mit blutigen Verlusten viel höherer Art beweisen konnte: auf diese Weise wurde Hindenburg zum Reichspräsidenten und in den USA wählte man von George Washington über Ulysses Grant bis zu Dwight Eisenhower jeweils siegreichen Generäle zu US-Präsidenten.

### **Gesetzliche Rahmenbedingungen**

Die einzige Art und Weise, die Risiken zu begrenzen, ist es, die Regeln des Marktes mit sinnvollen gesetzlichen Rahmenbedingungen zu ergänzen.

Die wichtigste ist, dass eine Bank nur einen bestimmten Prozentsatz ihres Eigenkapitals an andere verleihen darf:

Lehmann Brothers hatte am Ende seiner Scheinblüte auf jeden Dollar Eigenkapital 32 \$ ausgeliehen. Für einen Privatmann würde das bedeuten, dass er auf sein Eigenheim im Wert von 500.000 € Schulden in Höhe von 64 Millionen € aufgenommen hätte.

Wie konnten die anderen Banken, die Lehmann Brothers diese Kredite gaben, davon ausgehen, ihr Geld jemals wieder zu sehen? Die Antwort ist einfacher als man denkt: die anderen Banken wussten genau, wie viel Gewinn man in diesem Geschäft machen kann und das haben sie ihren Kollegen von *Lehmann Brothers* zugetraut.

Rahmenbedingungen dieser Art hat es schon zu Zeiten gegeben, als man von einem Staat im modernen Sinn noch gar nicht sprechen konnte: das schlimmste Verbrechen des Mittelalters war die Verfälschung von Brot und Bier und jeder hat es akzeptiert, dass strenge Reinheitsgebote mit hohen Strafdrohungen erlassen wurden sodass jeder gleich an den Pranger kam, der sich nicht daran gehalten hat.

Dazu gehört es vor allem, Geschäfte zu verbieten, deren volkswirtschaftlicher Nutzen fragwürdig ist. Man wird auch künftig das »Getreide auf dem Halm« kaufen und verkaufen müssen, weil diese Geschäfte eine Absicherung für die produzierenden Bauern darstellen. Wenn aber das Volumen dieser Geschäfte hundertmal größer ist als alle Getreidemärkte der Welt zusammengenommen, sichert man nicht mehr das Risiko der Bauern ab, sondern zockt mit virtuellen Werten. Das gleiche gilt für »Leerverkäufe« von Aktien in drastisch fallenden Märkten jedenfalls dann, wenn Branchen betroffen sind, die dazu keine Gegengewichte bilden können.

Solche Regulierungen hätte man nicht den »Kräften des Marktes« überlassen dürfen weil die Versuchung, sich auf Kosten seiner Kunden zu bereichern, für jeden viel zu groß ist. Wir können den Politikern nicht vorwerfen, die komplizierten Finanzprodukte nicht verstanden zu haben, denn auch die Marktteilnehmer haben sie nicht verstanden. Wohl aber können wir Ihnen vorhalten, dass Produkte, die der Markt nicht versteht, auf dem Markt nicht angeboten werden dürfen. Solche Regeln nehmen den Märkten nicht die Beweglichkeit, die sie zweifellos brauchen, um funktionsfähig zu bleiben. Sowohl in Deutschland wie in der EU erzeugen wir jeden Tag Gesetze über Gesetze, deren Wert sehr fragwürdig ist. (*»Wie krumm dürfen Bananen in der EU sein ?«*) Aber in entscheidenden Gebieten, wo es wirklich gefährlich werden kann, haben wir zu Unrecht auf Regulierungen verzichtet.

Die Anleger müssen immer das Bewusstsein wach halten, dass hohe Renditen immer mit hohen Risiken verbunden sind und dass man ein Mindestmaß von Kontrollen braucht, um seine Vertragspartner richtig einschätzen zu können. Institutionen, die Wertpapiere vertreiben, sollten sich daran halten, nichts zu verkaufen, was sie selbst nicht

verstehen und schließlich: wer das Geld anderer Leute entgegennimmt, muss seine Produkte auf dem Verständnishorizont seines Vertragspartners erklären.

Mit alldem ist zwar das Risiko nicht ausgeschaltet, dass alle Jahre wieder irgendjemandem ein Schneeballsystem einfallen wird, aber die 50 Mrd \$ von *Bernard Madoff* waren es nicht, die die Krise ausgelöst haben - die Krise hat vielmehr seine Taten endlich ans Licht gebracht!

Auch die Spekulation von *Schaeffler* mit *Continental* hat nichts mit der Finanzkrise zu tun - hier hat eine Hyäne sich am Nilpferd verschluckt und an diesem Fall könnte sich das strategische Ziel des neuen Insolvenzrechts, eine Firma von ungeeigneten Eigentümern zu befreien, einmal richtig bewähren.

Wir wissen ganz genau, welchen Beitrag wir selbst dazu leisten müssen, dass solche Leute sich richtig verhalten: wie *Kung-Fu-Tse* schon vor 2600 Jahren, danach die *Autoren der Bibel* und in jüngerer Zeit *Immanuel Kant* oder *John Rawls* klar genug gesagt haben, müssen wir erst einmal bei uns selbst Ordnung schaffen und uns an die gleichen Regeln halten, die wir auch für andere aufstellen.

Nur so kann man seinen eigenen Laden in Ordnung halten und seine eigene Gier samt der damit verbundenen Illusionen bezähmen.

Hätten wir uns so verhalten, wären die Märkte, die gerade zusammengebrochen sind, gar nicht erst erstanden.

Berlin, 15. April 2009

Benno Heussen