

Auszug aus dem Buch:

*Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*

*Hans-Werner Sinn*

Ullstein Buchverlage GmbH: Berlin, 2011, 471 Seiten (2. Auflage Taschenbuch).

Erstmals veröffentlicht bei: Econ Verlag: Berlin, 2009.

Kapitel 4: „Warum Wall Street zum Spielcasino wurde“

S. 108 – 138

»Es gibt schlechte und gute Bücher zur Finanzkrise. Und es gibt das Buch von Hans-Werner Sinn, das weitaus beste Buch zum Thema – ein Buch, das man gerne selber geschrieben hätte.«

*Wolfgang Wiegard*

*Professor für Volkswirtschaftslehre, Universität Regensburg,  
Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen  
Entwicklung*

»Dieses Buch wird zu einer Bibel für das Geld- und Bankwesen in einer integrierten Weltwirtschaft werden.«

*Hirofumi Shibata*

*Professor für Finanzwissenschaft, Universität Osaka, Japan,  
ehemaliger Präsident des International Institute of Public Finance*

## INHALTSVERZEICHNIS

VORWORT	11
KAPITEL 1	
WELT IN DER KRISE	15
Fast eine Kernschmelze · Absturz der Weltwirtschaft · Die Krise im Zentrum Europas · Der Korken auf den Wogen der Weltkonjunktur · Insel der Seligen · Stoßdämpfer Deutschland	
KAPITEL 2	
LEBEN AUF PUMP	44
Amerika lebte über seine Verhältnisse · Die Finanziere des Weltkapitalmarktes · Die Abwertung des Dollar · Aktienkursverfall · Das Bonitätsproblem · Die Immobilienkrise · Hatte die Geldpolitik Schuld?	
KAPITEL 3	
DAS GROSSE BANKENSTERBEN	78
Negativrekorde · Die deutschen Landesbanken · Die nächsten Opfer · Lehman Brothers und der Zusammenbruch des Interbankenhandels · Und noch mehr Opfer · Verstaatlichung als Ausweg	
KAPITEL 4	
WARUM WALL STREET ZUM SPIELKASINO WURDE	108
Blinder Spieltrieb? · Die Haftungsbeschränkung als Erfolgsgeheimnis des Kapitalismus · Unterkapitalisierung der Investmentbanken · Mark to Market · Investmentbanken als Glücksritter: Die Rolle der	

Bloos-Regel · Warum die Nachhaltigkeit aus dem Blick geriet · Über Marionetten und Strippenzieher · Zitronenhandel

#### KAPITEL 5

AUCH MAIN STREET HAT GEZOCKT 139  
Kredite ohne Durchgriffshaftung · Wie Mr Jones zum Spieler wurde ... · ... und über seine Verhältnisse lebte · Die Banken als Spielpartner · Recht auf Lotto: Das Gesetz Clintons

#### KAPITEL 6

HEISSE KARTOFFELN 162  
Der Verbriefungstrick · Fannie und Freddie · Die Verbriefungskaskade · Der Trick mit den Honoraren und den Cash-Back-Krediten · Das Versagen der Rating-Agenturen · Volksrepublik Amerika

#### KAPITEL 7

POLITIKVERSAGEN 189  
Henry Paulson und die SEC · Madoff, Spitzeder, Ponzi und Co. · Auch Basel hat versagt · Der Rechentrick bei der Kernkapitalquote · Prozyklische Wirkungen der Mark-to-Market-Methode · Auch die dynamische Firmenbewertung wirkt prozyklisch · Zweckgesellschaften und Hedgefonds · Der Laschheitswettbewerb · Das Selektionsprinzip und der Neoliberalismus

#### KAPITEL 8

WIE WEIT ROLLT DIE LAWINE? 230  
Die bisherigen Verluste der Finanzinstitute · Großbritannien und Frankreich · Deutschland · Schweiz, Belgien, die Niederlande und Österreich · Wie stabil sind die Banken? · Ist das Bankensystem pleite? · Die stillen Lasten der deutschen Banken · Das Kreditkartenproblem · Friedhofsversicherungen

#### KAPITEL 9

RETTUNGSVERSUCHE 265  
Die Rettung der Banken · Die amerikanischen Rettungspakete · Der Geithner-Plan · Der Konstruktionsfehler des deutschen Rettungspakets · Die Bad Bank · Der britische Weg · Geldpolitik · Die

Kreditklemme · Fett ansammeln · Die keynesianischen Konjunkturpakete · Warum der Staat Opel nicht retten darf · Die Abwrackprämie abwracken

#### KAPITEL 10

BLEIBT EUROPA STABIL? 319  
Übernimmt sich der deutsche Staat? · Die neuen Schuldenkönige · Gefährdete Staaten · Müssen wir Griechenland und Italien freikaufen? · Euro-Anleihen · Amerika treibt nach Italien, Europa nach Japan

#### KAPITEL 11

WEGE ZU EINEM BESSEREN BANKENSYSTEM 365  
Brandschutz im Dschungel · Liquidität, Solvenz und Eigenkapitalgeschenke · Bad Banks und Bad Ideas · Das Bankenhospital · Riesen oder Zwerge? · Harmonisierung der Aufsichtsstrukturen · Basel III und die Rechnungslegung · Glaubhafte Regulierung · Bonus und Malus · Zurück zum Niederstwertprinzip · Zweckgesellschaften und Hedgefonds bändigen · Verbot der Leerverkäufe · Ein neues Geschäftsmodell für die Rating-Agenturen · Stoppschilder für regressfreie Ansprüche · Friedhofsversicherungen begraben

EPILOG UND DANKSAGUNG 403

CHRONIK DER FINANZKRISE 406

WEITERE STIMMEN ZUM BUCH 449

SACHREGISTER 453

PERSONEN- UND FIRMENREGISTER 463

AUTORENREGISTER 469

BILDNACHWEIS 471

## KAPITEL 4

WARUM WALL STREET ZUM  
SPIELKASINO WURDE

Blinder Spieltrieb? · Die Haftungsbeschränkung als Erfolgsgeheimnis des Kapitalismus · Unterkapitalisierung der Investmentbanken · Mark to Market · Investmentbanken als Glücksritter: Die Rolle der Bloos-Regel · Warum die Nachhaltigkeit aus dem Blick geriet · Über Marionetten und Strippenzieher · Zitronenhandel

**Blinder Spieltrieb?**

Der Buchtitel »Kasino-Kapitalismus« spiegelt die Gefühle wider, die das Geschehen auf den Finanzmärkten bei vielen Menschen ausgelöst hat. Was in der Finanzkrise an Verlusten aufgetürmt und an spekulativen Geschäftsmodellen bekannt wurde, übersteigt alle Vorstellungen und legt in der Tat den Vergleich zwischen der Finanzwelt und einer Spielbank nahe. Wenn innerhalb eines Jahres über hundert Banken untergehen oder teilverstaatlicht werden und 60 % der großen amerikanischen Investmentbanken verschwinden, weil sie offenbar nicht mehr in der Lage waren, die eingegangenen Risiken zu schultern, muss etwas grundlegend falsch gelaufen sein.

Aber was war es genau, das die Finanzwelt an den Rand des Abgrundes trieb? Waren es psychische Defekte von der Art, wie man sie bei Lottospielern und im Spielkasino beobachtet? War es ein blind machender Spieltrieb, der die Banken ins Verderben getrieben hat? Oder steckt etwas anderes dahinter?

Die Antwort ist differenziert: Es war ein Spieltrieb, aber kein blind-

der, wie er im Spielkasino in Erscheinung tritt. Wer im Kasino spielt, muss im Mittel und auf Dauer mit Verlusten rechnen. Zwar ist es möglich, dass der Gewinn den Einsatz übersteigt, doch je länger man spielt, desto sicherer ist es, dass man seinen Einsatz nicht zurückbekommt. Ein privates Kasino bietet Spiele mit einer negativen mathematischen Gewinnerwartung an, was ja der Grund dafür ist, dass die Betreiber des Kasinos ein gutes Geschäft machen. Sogar der Staat beteiligt sich häufig durch Lizenzeinnahmen und Steuern an diesem Geschäft. Beim Roulette verliert man im Mittel 1/37 oder 2,7 % des Einsatzes, da es in dem Spiel 37 Zahlen gibt, von denen eine der Spielbank gehört. Auch das deutsche Lotto ist ein Glücksspiel, dessen Attraktivität nur durch einen blinden Spieltrieb erklärt werden kann, denn dort liegen die Auszahlungen sogar um 50 % unter den Einsätzen.<sup>1</sup>

Das war an der Wall Street anders. Die Banken, die dort agierten, haben sich an einem Spiel mit einer für sie selbst positiven Gewinnerwartung beteiligt, an einem Spiel, bei dem die Auszahlungen im Mittel nicht unter, sondern über den Einsätzen liegen. Immerhin standen den heutigen Verlusten jahrelang extrem hohe Gewinne gegenüber. Das Glücksrittertum der Investmentbanken, die im Mittelpunkt des Geschehens stehen, basiert auf einem rationalen Geschäftsmodell, das zwar gewisse Ähnlichkeiten mit einem Glücksspiel aufweist, sich aber insofern davon unterscheidet, als es zu Lasten der Gesellschaft auf Dauer erkleckliche private Gewinne erbringt. Das macht die Sache nicht besser, zeigt aber, wo die Probleme liegen.

Im Mittelpunkt des Konstruktionsprinzips, das für die hohen Erträge der Investmentbanken, ja aller Banken, verantwortlich ist, steht das Rechtsinstitut der Haftungsbeschränkung, denn die Haftungsbeschränkung macht es möglich, bloßes Risiko in Gewinn zu verwandeln, indem sie die Erträge privatisiert und die Verluste sozialisiert. Um die Bedeutung dieses Phänomens zu verstehen, ist zunächst ein Blick auf die Geschichte der Haftungsbeschränkung nützlich.

## Die Haftungsbeschränkung als Erfolgsgeheimnis des Kapitalismus

Während die ersten Anfänge von Gesellschaften mit beschränkter Haftung in arabischen und byzantinischen Handelssitten, ja schon in Babylonien zu finden sind,<sup>2</sup> kam diese Gesellschaftsform im Italien des Mittelalters in Form der sogenannten *Commenda* zur vollen Blüte.<sup>3</sup> Die *Commenda* definierte ein Rechtsverhältnis zwischen einem Geldgeber (*commendator*), einem geschäftsführenden Partner (*commendatarius*) und der Außenwelt, das als Ursprung der modernen Kapitalgesellschaft gelten kann. Die deutsche Rechtsform der Kommanditgesellschaft geht darauf unmittelbar zurück.<sup>4</sup> Die Grundidee der *Commenda* bestand darin, dass man die Gewinne nach Maßgabe der Kapitalanteile und der eingebrachten Arbeitsleistung teilte und dass jedenfalls der bloße Geldgeber – heute würden wir sagen: der Kommanditist – gegenüber der Außenwelt nur mit seinen Einlagen haftete, nicht aber mit seinem Privatvermögen.<sup>5</sup> Die *Commenda* war im 12. Jahrhundert von entscheidender Bedeutung für den wirtschaftlichen Aufschwung der norditalienischen Städte Genua, Florenz, Pisa und Venedig. Die Risikostreuung zwischen den Partnern im Verein mit der Haftungsbeschränkung nach außen ermöglichte die lukrativen, aber gefährlichen Seereisen der italienischen Kaufleute nach Nordafrika und Vorderasien, die Venedig seinerzeit zur reichsten Stadt der Welt machten.<sup>6</sup>

Die heute wichtigste Form einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist die Aktiengesellschaft. Ihre Anfänge liegen in den Niederlanden. Als erste Aktiengesellschaft gilt die 1602 dort gegründete Vereinigte Ostindische Gesellschaft (Vereinigde Oost-Indische Compagnie, VOC).<sup>7</sup> Die Gesellschaft organisierte große Teile des Seehandels, durch den die Niederländer in den nachfolgenden zwei Jahrhunderten zu Wohlstand kamen. Sie hatte wie die italienische *Commenda* zwei Typen von Gesellschaftern, die einfachen Teilhaber (*participanten*), die nur Geld beisteuerten, und die geschäftsführenden Teilhaber (*bevindhebbers*). Doch die Besonderheit der ostindischen Gesellschaft lag darin, dass selbst die geschäftsführenden Teilhaber im Außenverhältnis nur mit ihren Einlagen hafteten und es keine Durchgriffshaftung gegen das Privatvermögen gab.<sup>8</sup> Die Gesellschaft stärkte ihre

Kapitalbasis im Jahr 1616 durch eine breitflächige Ausgabe von Aktien, deren Inhaber ebenfalls nur mit ihren Einlagen hafteten. Dies waren die ersten Aktien der Welt. Die Haftungsbeschränkung im Verein mit der Möglichkeit, Kapital bei vielen Kleinanlegern zu sammeln, war das Erfolgsmodell, dem die Niederlande ihren Aufstieg zu einer der bedeutenden Handelsnationen der Welt verdankte. Das Modell zeigte aber auch Schwächen, die an die aktuelle Krise des Finanzsystems erinnern. Nachdem die Gesellschaft durch übermäßige Dividendenzahlungen geschwächt worden war, ging sie 1798 in Konkurs. Man übersetzte das Namenskürzel VOC damals als »vergaan onder Corruptie«: vergangen unter Korruption.

Auch die britische ostindische Gesellschaft (British East India Company) folgte dem holländischen Beispiel. Sie wurde 1600 unter der Schirmherrschaft von Königin Elizabeth I. gegründet und erwarb unter Francis Drake große Reichtümer für die Krone und für England. Indes nahm sie erst 1613 eine dem holländischen Muster vergleichbare Organisationsform an und emittierte dann auch Aktien, deren Inhaber nur mit ihrer Einlage haften mussten. Die ostindische Gesellschaft erwarb märchenhaften Reichtum für Großbritannien, entwickelte sich aber mit einer riesigen Privatarmee von zuletzt 260 000 Mann, die doppelt so groß war wie die Streitkraft der Krone, zu einem Staat im Staate. Sie wurde 1773 unter staatliche Aufsicht gestellt, 1833 ihrer kommerziellen Funktionen beraubt und 1873 geschlossen.<sup>9</sup>

Nach diesen historischen Anfängen wurden im 19. Jahrhundert in vielen Ländern die gesetzlichen Grundlagen für Aktiengesellschaften gelegt. So trat in Preußen am 9. November 1843 das erste Aktiengesetz (»Gesetz über die Aktiengesellschaften«) in Kraft. Es erlaubte die Rechtsform der juristischen Person, regelte die Aktienemission und sah die Haftungsbeschränkung auf das eingesetzte Eigenkapital vor.<sup>10</sup> Zu den ersten großen Erfolgen des neuen Aktienrechts zählte der Ausbau des Eisenbahnwesens in Deutschland, der von Aktienunternehmen durchgeführt wurde. Später haben es Firmen wie Siemens, AEG, Telefunken oder Daimler dank des Aktienrechts geschafft, sich zu Weltkonzernen zu entwickeln. Ein halbes Jahrhundert nach dem Aktienrecht, am 20. April 1892, wurde die Rechtsform der GmbH, also der Gesellschaft mit beschränkter Haftung, ermöglicht, die auch kleineren Unternehmen mit einer begrenzten Zahl von Eigentümern

das Privileg der Haftungsbeschränkung gewährte. Sie erwies sich als eine treibende Kraft für die Entwicklung eines leistungsfähigen deutschen Mittelstands.

Großbritannien schuf im Jahr 1844 mit dem Joint Stock Companies Act die erste gesetzliche Grundlage für die Gründung und Registrierung von Aktiengesellschaften. Eine generelle Haftungsbeschränkung für die Aktionäre war dabei nicht vorgesehen. Dennoch wurde die Haftungsbeschränkung ein paar Jahre später mit dem Limited Liability Act von 1855 und dem Joint Stock Companies Act von 1856 implementiert, weil das Interesse an den Aktiengesellschaften wegen der Durchgriffshaftung begrenzt geblieben war. Der Companies Act von 1862 erweiterte die Möglichkeit der Haftungsbeschränkung auch auf Gesellschaften, die nicht als Aktiengesellschaften organisiert waren.<sup>11</sup>

In den USA hat sich die Aktiengesellschaft (*corporation*) im späten 18. und frühen 19. Jahrhundert schrittweise auf der Ebene der Bundesstaaten entwickelt. Die Neuenglandstaaten hielten zwar zunächst grundsätzlich am Prinzip der unbeschränkten Gesellschafterhaftung fest.<sup>12</sup> Der Staat New York erlaubte die beschränkte Gesellschafterhaftung aber bereits 1811, New Hampshire 1816 und Connecticut 1818. Massachusetts folgte im Jahr 1830.<sup>13</sup> Ungeachtet der gesetzlichen Vorgaben war die privatrechtlich vereinbarte Haftungsbeschränkung schon im 18. Jahrhundert der selbstverständliche Bestandteil der Kapitalgesellschaft, ja wohl der eigentliche Grund dafür, dass überhaupt Kapitalgesellschaften gegründet wurden.<sup>14</sup> Auch die Rechtsprechung behandelte die Haftungsbeschränkung zunehmend als Normalfall bei Kapitalgesellschaften, falls nichts Gegenteiliges vereinbart war.<sup>15</sup> Später, gegen Ende des 19. Jahrhunderts, entwickelte sich in den USA dann zusätzlich eine Rechtsform für Unternehmen, die auch kleineren, personengeführten Gesellschaften die Möglichkeit der Haftungsbeschränkung gewährte und mit dem deutschen GmbH-Gesetz vergleichbar ist.<sup>16</sup>

Während Banken in Deutschland von Anfang an genauso von den Regelungen zur Haftungsbeschränkung Gebrauch machen konnten wie die Unternehmen der Realwirtschaft, wurde die Haftungsbeschränkung den Banken der angelsächsischen Länder erst mit zum Teil erheblicher Verzögerung gewährt. In Großbritannien wurde sie den Bank-Aktiengesellschaften erst ab 1879 erlaubt, nachdem die Li-

quidation der City of Glasgow Bank im Jahr 1878 den Aktionären hohe Nachschusspflichten auferlegt hatte.<sup>17</sup> Zuvor war das Privileg der beschränkten Haftung nur einzelnen Banken wie der Bank of England oder der Royal Bank of Scotland gewährt worden. In den USA mussten die Aktionäre noch bis weit in das 20. Jahrhundert hinein doppelt haften (in Colorado sogar dreifach). Sie hatten nicht nur mit dem Eigenkapital ihrer Bank für Verluste aufzukommen, sondern ihnen oblag, wenn das nicht reichte, auch noch eine Nachschusspflicht zu Lasten ihres Privatvermögens, was natürlich Namensaktien voraussetzte. Im Extremfall mussten sie ihrem sonstigen Privatvermögen nochmals einen Betrag in der Höhe ihres jeweiligen Anteils am Eigenkapital der Bank entnehmen, um die Gläubiger der Bank zu befriedigen. Die Doppelhaftung, die im 19. Jahrhundert in den Ländern des Commonwealth allgemein üblich gewesen war, galt in den USA gegen Ende der 1920er Jahre immerhin noch für 35 Staaten. Erst 1933 und 1935 wurde den Banken durch Bundesgesetz die Option auf eine Haftungsbeschränkung auf das eingezahlte Eigenkapital gewährt, und erst 1953 wurde in den USA der heutige Rechtszustand hergestellt, indem diese Option zur Regel gemacht wurde.<sup>18</sup>

Diese historischen Entwicklungen waren die Basis des kapitalistischen Systems, wie wir es heute kennen. Es bedurfte der Kapitalgesellschaft, um bei vielen Kleinanlegern das Geld einsammeln zu können, das man für große Unternehmen brauchte. Und die Kapitalgesellschaft benötigte die Haftungsbeschränkung und den Schutz des Privatvermögens, um die Kleinaktionäre zum Mitmachen zu überreden.

Die Kapitalgesellschaft mit beschränkter Haftung ist das zentrale Erfolgsmodell des Kapitalismus. Erst sie hat die gewaltige Akkumulation von Kapitalien ermöglicht, die die Voraussetzung der Industrialisierung und des wirtschaftlichen Wohlstands der westlichen Welt war und weiterhin ist. So sah es auch der Präsident der Columbia University, Nicholas Murray, als er in einer Rede aus dem Jahr 1911 die Ursache für die wirtschaftlichen Erfolge Amerikas erklärte:<sup>19</sup> »Ich wäge meine Worte, wenn ich sage, dass nach meinem Urteil die Kapitalgesellschaft mit beschränkter Haftung die größte einzelne Entdeckung der Neuzeit ist. Selbst Dampf und Elektrizität sind weit weniger wichtig als die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, und ohne diese Gesellschaftsform würden sie zur Bedeutungslosigkeit verkommen.«

## Unterkapitalisierung der Investmentbanken

Wer die Dynamik des kapitalistischen Systems will, dem der Lebensstandard der westlichen Welt zu verdanken ist, muss also die Kapitalgesellschaft wollen und die Haftungsbeschränkung in Kauf nehmen. So gesehen ist die Haftungsbeschränkung ein notwendiges und segenreiches Rechtsinstitut.

Das Privileg der Haftungsbeschränkung wurde jedoch von den amerikanischen Investmentbanken, und nicht nur von ihnen, so gedehnt, dass sie am Ende fast gar nicht mehr hafteten, weil sie nur noch mit minimalen Eigenkapitalbeständen arbeiteten. Die Investmentbanken waren bis in die 1970er Jahre hinein allesamt als Gesellschaften bürgerlichen Rechts, sogenannte *partnerships*, organisiert und boten ihren Marktpartnern damit den Schutz einer unbeschränkten Privathaftung ihrer Eigentümer. Doch dann wandelten sie sich sukzessive in Aktiengesellschaften um, um ihre Haftung auf das Eigenkapital beschränken zu können. Goldman Sachs, heute die größte Investmentbank der Welt, tat es gar erst im Jahr 1999. Zusätzlich weiteten die Investmentbanken ihr Geschäftsvolumen in Relation zum Eigenkapital aus, bis die Haftung auf einen symbolischen Restwert geschrumpft war. Tabelle 4.1 zeigt die auf die Bilanzsumme bezogenen Eigenkapitalquoten der fünf großen amerikanischen Investmentbanken im Jahr 2006 vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Man sieht, dass diese Quoten im Bereich von nur 3 bis etwa 4,5 % lagen. Das ist angesichts der zumeist recht riskanten Geschäfte der Investmentbanken sehr wenig, denn es bedeutet, dass man sein Geschäftsvolumen durch Aufnahme von Fremdkapital auf das 22- bis 33-fache dessen ausdehnen kann, was einem möglich wäre, würde man nur sein Eigenkapital verleihen. Diese enorme Hebelwirkung sichert zwar hohe Eigenkapitalrenditen, sie erzeugt aber auch enorm hohe Risiken, zunächst für die Bank selbst, dann für ihre Gläubiger und am Ende für die Steuerzahler, die letztlich für die Rettungspakete aufkommen müssen.

Manch einer mag vermuten, die Investmentbanken seien mit so wenig Eigenkapital ausgestattet, weil die Aktionäre nicht mehr Geld zur Verfügung hatten. Dass diese Vermutung falsch ist, zeigt Tabelle 4.1. Danach lagen die Eigenkapitalrenditen der Investmentbanken in guten Zeiten bei 25 % und mehr. Selbst die Nach-Steuer-Ren-

## Eigenkapitalquoten und Eigenkapitalrenditen der fünf großen amerikanischen Investmentbanken im Jahr 2006

	Eigenkapitalquote (%)	Eigenkapitalrendite brutto (%)	Eigenkapitalrendite netto (%)
Bear Stearns	3,5	25,9	16,9
Goldman Sachs	4,3	40,7	26,7
Lehman Brothers	3,8	30,8	20,9
Merril Lynch	4,6	25,1	18,2
Morgan Stanley	3,2	25,7	21,1

Eigenkapitalquote: Eigenkapital geteilt durch Bilanzsumme.

Eigenkapitalrendite: Gewinn geteilt durch Eigenkapital (einschließlich der einbehaltenen Gewinne).

Brutto: vor Steuern.

Netto: nach Steuern.

Quellen: Jeweilige Geschäftsberichte.

Hinweis: Die Eigenkapitalquoten wären nach den etwas strengeren europäischen Vorschriften allesamt noch deutlich kleiner als in der Tabelle ausgewiesen. Zum Beispiel erlaubt das amerikanische Bilanzrecht die Verkürzung der Bilanz im Falle der gegenseitigen Forderungsverflechtung zwischen Finanzinstitutionen. Man vergleiche dazu Kapitel 7.

TABELLE 4.1

dite betrug im Jahr 2006 im Schnitt noch 21 %. Bei einer solchen Rendite verdoppelt sich das Eigenkapital in weniger als vier Jahren, wenn man die Gewinne einbehält. Man hätte also nur ein paar Jahre auf Ausschüttungen verzichten müssen, ohne sein Geschäftsvolumen auszuweiten, schon wäre genug Eigenkapital vorhanden gewesen, um alle Krisen der Welt zu meistern.

Der Grund dafür, dass die Eigenkapitalquoten so niedrig waren, lag nicht in der Armut der Aktionäre, sondern in ihrem Bestreben, so viel Geld wie möglich als Dividenden ausgeschüttet zu bekommen, um es

in Sicherheit bringen zu können. Es galt, möglichst wenig Kapital in der Bank zu lassen, denn was immer dort verblieb, konnte in turbulenten Zeiten verloren gehen. Und als der Untergang nahe war, hieß es »Nichts wie weg!«. Bezeichnend ist, dass die Investmentbank Bear Stearns im Jahr 2007, kurz vor ihrem Bankrott, noch Ausschüttungen in Höhe von 76 % der Buchgewinne vorgenommen hat.

### Mark to Market

Erleichtert wurde die Ausschüttung durch die Bilanzierungsregeln nach dem *International Financial Reporting Standard* (IFRS). Nach dem IFRS gilt das Prinzip des *Fair Value* oder auch *Mark to Market* (fairer Wert, Bewertung nach dem Markt). Danach müssen die Aktiva der Banken wie auch anderer Unternehmen stets nach dem aktuellen Marktpreis bilanziert werden, auch wenn nichts veräußert wurde, oder nach einem theoretischen Marktpreis, wenn ein aktueller Marktpreis nicht verfügbar ist. So mussten in der Phase der allgemeinen Kurssteigerungen der Aktien (vgl. Abbildung 2.5) rechnerisch große Gewinne ausgewiesen werden, und ohne dass der Rubel wirklich gerollt war, wurden entsprechende Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet, die über Kredite finanziert wurden. Nach außen hin hat man dieses Verhalten mit dem Prinzip des *Shareholder Value*, also der Wertschaffung für die Aktionäre, popularisiert, doch dahinter stand schlicht das Bestreben, das Erreichte zu sichern und nicht den Risiken des Bankgeschäfts auszusetzen.

Eine solche Entwicklung wäre nach den Bilanzregeln des deutschen Handelsgesetzbuches (HGB) nur schwer möglich gewesen, denn das dort aus Gründen des Gläubigerschutzes verankerte Niederstwertprinzip verlangt für die Bilanzen Wertansätze, die den historischen Ankaufswerten der Aktiva oder dem Marktwert entsprechen, was immer der niedrigere dieser beiden Werte ist. Nach dem Niederstwertprinzip hätten in Zeiten steigender Kurse nichtrealisierte Gewinne gar nicht in der Bilanz erscheinen, sondern, vor dem Zugriff der Aktionäre geschützt, als stille Reserven einen Puffer für schlechte Zeiten bilden können. Leider wird der IFRS inzwischen von allen größeren Finanzinstitutionen weltweit angelegt, was erheblich zur zu-

nehmenden Unterkapitalisierung der Banken beitrug, die wiederum deren Krisenanfälligkeit bedingt hat.

Die Unterkapitalisierung wurde freilich nicht nur durch die Ausschüttung der Dividenden verursacht, sondern vielfach auch dadurch, dass die Banken das Fremdkapital schneller anwachsen ließen als das durch Gewinneinbehaltung wachsende Eigenkapital. Dabei verfolgten die Banken das Ziel, die Hebelwirkung auf die Eigenkapitalrendite zu verstärken. Auch dieser Effekt wurde durch die marktnahe Bewertung der Aktiva nach dem Fair-Value-Prinzip erleichtert, denn in Zeiten steigender Kurse nahmen die Banken mehr Kredite auf, weil sie auf dem Papier reicher geworden waren. Das resultierte in einer verringerten Eigenkapitalquote, als sich die Kurse wieder normalisierten.<sup>20</sup> Ob die Unterkapitalisierung der Banken auf diese Weise oder durch vermehrte Ausschüttungen zustande kam: Sie befand sich in jedem Fall im Einklang mit den Wünschen der Aktionäre, die von ihren Vorständen die Senkung der Eigenkapitalquote bis auf ein Niveau verlangten, das für den normalen Gang der Geschäfte gerade noch ausreichend war. Was die Politik heute als Unterkapitalisierung begreift und anprangert, war Teil des Geschäftsmodells der Investmentbanken.

Die Unterkapitalisierung hat die Investmentbanken krisenanfällig gemacht und implizierte, dass ihnen in kritischen Zeiten zu wenig Eigenkapital zur Verfügung stand, um Verluste abpuffern zu können. Wenn ein Geschäftsvolumen von 100 Geldeinheiten mit nur drei bis viereinhalb Einheiten Eigenkapital unterlegt ist, kann es in Krisenzeiten leicht passieren, dass die Verluste das Eigenkapital verzehren und den Konkurs herbeiführen. Der Untergang der amerikanischen Investmentbanken hat hierin seine konkreteste Ursache.

### Investmentbanken als Glücksritter: Die Rolle der Bloos-Regel

Schlimmer noch war, dass der geringe Eigenkapitalbestand in Verbindung mit der Haftungsbeschränkung die Aktionäre veranlasste, von ihren Vorständen riskantere Geschäftsmodelle zu fordern, um dadurch mehr Gewinn zu machen. Natürlich hat niemand Interesse an

Verlusten. Wenn es aber die Möglichkeit gibt, in guten Zeiten höhere Gewinne einzufahren um den Preis, in schlechten Verluste zu haben, die man mangels Haftungskapital nur zu einem geringen Teil tragen muss, dann gewinnt das Risiko an Attraktivität. Wird ein Teil der Verluste von den Gläubigern getragen, die ihr Geld nicht oder vom Staat zurückbekommen, der als Retter einspringt, lohnt es sich, ins Risiko zu gehen. Auch wenn riskante Investitionsstrategien im Mittel gar keine höhere volkswirtschaftliche Rendite als sichere Strategien abwerfen, rentieren sie sich für die Aktionäre, weil die Ausschläge nach oben als Gewinne privatisiert und die Ausschläge nach unten als Verluste der Gläubiger bzw. der Steuerzahler sozialisiert werden. Je weiter die Gewinnverteilung gestreut ist, je größer also die möglichen Gewinne und Verluste sind, desto größer wird der durch die Haftungsbeschränkung abgeschnittene Teil dieser Verteilung und desto höher ist der Erwartungswert der betriebswirtschaftlichen Gewinne. Früher einmal habe ich die künstliche Risikovorliebe, die hieraus entsteht, als *Bloos-Regel* bezeichnet, andere sprachen später vom Wieder-auferstehungsspiel (*gamble for resurrection*).<sup>21</sup> Die Bloos-Regel ist der mikroökonomische Kern der Finanzkrise, und in ihr liegt der Unterschied zum Glücksspiel verborgen, wo ja der Erwartungswert der einzelwirtschaftlichen Gewinne stets negativ ist. Kapitel 8 (insbesondere Tabelle 8.1) wird insofern etwas Licht auf die empirische Relevanz der Bloos-Regel werfen, als dort gezeigt wird, dass in der Krise eine ganze Reihe großer Banken wie z. B. Citigroup, Wachovia, Washington Mutual, Fannie Mae, Freddie Mac, Merrill Lynch oder UBS tatsächlich Verluste auswiesen, die ihr Eigenkapital überstiegen, wobei man davon ausgehen kann, dass die wirklichen Verluste noch viel größer waren als die ausgewiesenen.

Ein für das Verständnis dieses Buches zentrales Beispiel, das nicht untypisch für das Bankengeschäft ist, kann erklären, warum es sich für Banker lohnt, sich wie Glückssritter aufzuführen. Eine Bank, die ein Anlagevolumen von 100 Geldeinheiten hat, möge dieses Volumen zu 5 Einheiten mit Eigenkapital und zu 95 Einheiten mit Fremdkapital finanzieren. Der Kapitalmarktzins betrage 5 %, und zu diesem Zins möge die Bank in der Lage sein, selbst Bankschuldverschreibungen auszugeben, also Kredite aufzunehmen. Die Bank habe die Wahl zwischen zwei Strategien, einer sicheren und einer riskanten, die beide eine

Anlageperiode von einem Jahr umfassen. Bei der sicheren Strategie kann die Bank die ihr zur Verfügung stehenden Mittel zu 5 % anlegen. Bei der unsicheren Strategie kann sie die Mittel zu 6 % anlegen, muss aber damit rechnen, dass sie das eingesetzte Kapital mit 1 % Wahrscheinlichkeit verliert, weil der Kreditnehmer zahlungsunfähig wird.

Wählt die Bank die sichere Strategie, dann macht sie bei den aufgenommenen und wieder angelegten Geldern keinen Gewinn, doch erzielt sie auf ihr Eigenkapital die Marktrendite von 5 %. Das ist sehr wenig, und dafür lohnt es sich nicht, die Bank zu betreiben. Interessante Geschäftsmodelle sehen anders aus.

Betrachten wir also die unsichere Strategie. Sie wird in Abbildung 4.1 verdeutlicht. Mit der unsicheren Strategie scheinen die Dinge auf den ersten Blick nicht besser zu werden, denn im Mittel erwirtschaftet sie im genannten Beispiel auch jetzt nur etwa 5 % Rendite auf das Anlagekapital. Wird nämlich mit 99 % Wahrscheinlichkeit

Die Rechnung der Bank

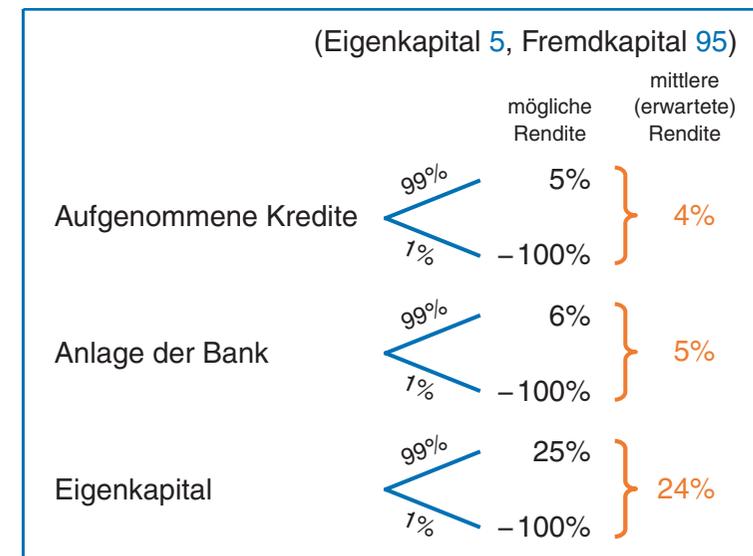


ABBILDUNG 4.1

eine Rendite von 6 % und mit 1 % Wahrscheinlichkeit eine Rendite von minus 100 % erzielt, beträgt die Rendite im Mittel auch gerade 5 %.<sup>22</sup> Warum also investieren, wenn man im Mittel nicht mehr kriegt als bei der sicheren Strategie, jedoch das Risiko tragen muss?

Die Antwort ist, dass die Rendite, die die Bank auf ihr Anlagekapital verdient, nicht mit der Eigenkapitalrendite gleichzusetzen ist. Die Eigenkapitalrendite ist viel höher, weil die Bank den Risikoaufschlag von einem Prozentpunkt im Normalfall einstecken kann, während sie die Verluste im Katastrophenfall größtenteils auf andere abwälzen kann. An dem Verlust von 100, der mit einem Prozent Wahrscheinlichkeit eintritt, ist sie ja selbst nur mit ihrem Eigenkapital in Höhe von 5 Einheiten beteiligt.

Im Erfolgsfall, also mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 %, wächst das Anlagevermögen der Bank von 100 auf 106, und die Schulden wachsen durch die Verzinsung in Höhe von 5 % von 95 auf 99,75. Die Differenz zwischen 106 und 99,75 gehört der Bank. Ihr Eigenkapital wächst somit von den anfänglichen 5 auf 6,25 Einheiten, was eine Verzinsung von 25 % bedeutet. Die Zahl erinnert an die 25 %, die auch vom Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Bank, Josef M. Ackermann, immer wieder als Zielgröße genannt wurden.<sup>23</sup> So weit der Normalfall, wenn alles gutgeht.

Mit 1 % Wahrscheinlichkeit bekommt die Bank ihr Geld freilich nicht zurück und geht in Konkurs. Die Eigenkapitalrendite beträgt in dem Fall minus 100 %.

Nimmt man Erfolg und Misserfolg zusammen, reduziert sich die erwartete, mittlere Rendite von 25 % auf 24 %, was immer noch ein phantastischer Wert ist.<sup>24</sup>

Das Besondere an diesem Geschäftsmodell ist, dass es die hohe Eigenkapitalrendite aus dem bloßen Risiko generiert, ohne dass die Anlagen der Bank tatsächlich eine ökonomische Risikoprämie abwerfen. Annahmegemäß ist ja die erwartete mittlere Rendite bei der Risikostrategie mit 5 % nicht höher als bei der sicheren Strategie. Verantwortlich für die Höhe der Eigenkapitalrendite ist die Haftungsbeschränkung, die impliziert, dass die Lasten im Fall des Misserfolgs auf andere Schultern abgewälzt werden.

Dabei handelt es sich um die Schultern der Gläubiger der Bank. Den Gläubigern wurde zwar nominal eine Rendite von 5 % verspro-

chen, doch erhalten sie diese Rendite bloß dann, wenn alles gutgeht, also mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 %. Mit 1 % Wahrscheinlichkeit gehen sie leer aus und bekommen ihr Geld nicht zurück, weil die Bank pleite ist. Ihre erwartete, mittlere Rendite ist also nur 4 %.<sup>25</sup>

Das Rechenbeispiel verdeutlicht, warum die Bloos-Regel bzw. die Haftungsbeschränkung den Kern des Geschäftsmodells ausmacht, mit dem die amerikanischen Investmentbanken ihre hohen Renditen erwirtschaftet haben. Es hat aber noch weit mehr Relevanz, denn praktisch alle Banken arbeiten nach ähnlichem Muster, und zwar sowohl in Amerika als auch in Europa. So sind die amerikanischen Hypothekendarlehenbanken, die den Hausbesitzern Kredite für waghalsige Projekte andrehen (Kapitel 5), sowie die europäischen Banken, die von diesen Banken auf solchen Krediten aufbauende Schuldverschreibungen kauften (Kapitel 6), nach einem ähnlichen Prinzip vorgegangen. Auch Deutschlands Banken waren nicht immun gegenüber den Verlockungen der riskanten amerikanischen Schuldverschreibungen, denn vor der Finanzkrise wiesen sie im Durchschnitt nur eine winzige Eigenkapitalquote von 4 % bezüglich ihres Bilanzvolumens auf (vgl. Kapitel 7). Der Unterschied zu den amerikanischen Investmentbanken ist nur, dass diese Investmentbanken insgesamt weniger Regulierungsschranken bei ihren Geschäften beachten mussten und deswegen noch mehr ins Risiko gingen, was ihnen höhere Renditen einbrachte, als sie von normalen Banken erzielt werden können. Während sich normale Banken mit einer, immer noch stattlichen, Eigenkapitalrendite von 15 % begnügten, war bei den amerikanischen Investmentbanken die Ackermann-Rendite von 25 % das Mindestziel.

Alle Banken machen ihr Geschäft mit dem Risiko. Und dabei erwirtschafteten sie nicht nur normale Risikoprämien, wie sie der Markt für riskante Anlagen im Vergleich zu weniger riskanten liefert, sondern beziehen ihre Rendite immer auch aus der Möglichkeit, das Katastrophenrisiko angesichts der minimalen Eigenkapitalquoten, mit denen sie arbeiten, auf andere Schultern zu verlagern. Die Verluste, die die Gläubiger der Banken im Katastrophenfall tragen, tauchen im normalen Geschäftsgang als Sondergewinne auf, die man zur Freude der Aktionäre stolz in der Bilanz ausweisen kann.

Die gesetzliche Beschränkung der Haftung auf das eingezahlte Eigenkapital liefert in dem dargestellten Beispiel einen künstlichen An-

reiz, ins Risiko zu gehen. Ein noch größerer Anreiz besteht, wenn die Bank davon ausgeht, dass sie im Katastrophenfall vom Staat gerettet wird. Die erwartete Eigenkapitalrendite ist dann nämlich noch höher. Man stelle sich vor, die 5 Einheiten Eigenkapital in dem obigen Beispiel seien das Minimum, das die Bankenaufsicht erlaubt, und der Staat garantiere genau diese 5 Einheiten durch entsprechende Zuschüsse im Krisenfall. Das Schlimmste, was der Bank dann passieren kann, ist, dass sie keine Rendite mehr auf ihr Eigenkapital verdient, weil sie am Ende der Periode mit den gleichen 5 Einheiten Eigenkapital dasteht wie am Anfang. In diesem Fall bringt der 1 %-Fall eine Rendite in Höhe von 0 % statt -100 %, und die erwartete (mittlere) Rendite ist nahezu 25 %.<sup>26</sup> Der Staatsschutz verstärkt also die künstlichen Anreize zum Glückrittertum noch.

Er verstärkt diese Anreize indes nur ein bisschen, denn das vom Staat geschützte Eigenkapital liegt ja relativ zum Geschäftsvolumen ohnehin fast bei null. Im obigen Beispiel steigt die Eigenkapitalrendite durch den Staatsschutz gerade mal von 24 % auf 25 %. Der einzige Unterschied von Belang liegt in einem möglichen Einfluss auf das Verhalten der Gläubiger der Bank, da der Staatsschutz deren Anreiz verringert, zwischen guten und schlechten Gläubigerbanken zu unterscheiden. Von den Gläubigern kann man insofern keine Hilfe beim Schutz vor unvorsichtigen Bankstrategien erwarten. Aus Gründen, die weiter unten noch geklärt werden (im Abschnitt Zitronenhandel), wäre das aber wegen ihrer unzureichenden Informationen ohnehin illusorisch gewesen.

### Warum die Nachhaltigkeit aus dem Blick geriet

Es bleibt eine schwer zu beantwortende Frage, inwieweit das Glückrittertum individuell geplant ist. Bei normalen Banken steckt hinter der Vernachlässigung von Katastrophenrisiken nicht einmal eine bewusste Entscheidung der Vorstände. Vielmehr ist dieses laxe Vorgehen *Business as usual*, das sich durch die Marktgegebenheiten herausgebildet hat. Die Bankvorstände planen für den Normalfall und schieben den Katastrophenfall, der ohnehin nur mit kleiner Wahr-

scheinlichkeit auftritt, gedanklich beiseite. Insofern ist es auch nicht klar, inwieweit den praktisch tätigen Bankern die Natur der in Abbildung 4.1 dargestellten Rechnung auf der Basis der Bloos-Regel jemals bewusst geworden ist. Sprach man Bankvorstände vor der Krise auf die Möglichkeit einer Systemkatastrophe an, erhielt man die achselzuckende Aussage, dabei handle es sich dann um Schicksalsschläge, gegen die man ohnehin nicht gefeit sei. Dass in diesem Fall die Gläubiger oder der Staat für die Zeche würden aufkommen müssen, nahm man billigend in Kauf. Jedenfalls war man nicht bereit, beim Normalgeschäft irgendwelche Abstriche zu machen, nur um für den unwahrscheinlichen Katastrophenfall den rechnerischen Überhang der Verluste über das Eigenkapital ein wenig zu reduzieren. Ob man nun Verluste erleiden würde, die beim Zwanzigfachen des Eigenkapitals liegen wie im betrachteten Beispiel oder nur beim Zehnfachen, war völlig egal, so wie es einem egal sein kann, ob nach einem zerstörerischen Erdbeben die Trümmer des eigenen Hauses auch noch verbrennen oder nicht. Das Thema war im normalen Geschäft schlichtweg irrelevant und kein Gegenstand ernsthafter Erörterungen, für die man im Aufsichtsrat hätte Aufmerksamkeit erzielen können. Die Banker handelten also nicht vorsätzlich, wohl aber basierte ihr Tun auf Ignoranz und Nachahmung temporär erfolgreicher Verhaltensweisen anderer, wie sie im Wirtschaftsleben, ja im Leben überhaupt üblich sind.<sup>27</sup>

Die formellen risikothoretischen Modelle, mit denen die Investment-Abteilungen der Banken arbeiten, berücksichtigten den Fall der Systemkatastrophe jedenfalls nicht einmal als entfernte Möglichkeit. Sie bezogen ihre Daten über die Fluktuationen von Erträgen nur aus Normalsituationen der letzten Jahre, und dabei berücksichtigten sie auch nur die kurzfristigen Frequenzen, die von einem Tag zum anderen zu Kursänderungen führen. Schon das Risiko konjunktureller Frequenzen, die pro Jahrzehnt einmal zu einem Aufschwung und einmal zu einem Abschwung führen, wurde nicht richtig erfasst. Denn in der Regel begnügte man sich bei der Kalibrierung der Modelle, schon weil die Aufsicht nicht mehr verlangte, mit statistischen Erhebungsperioden von nur fünf Jahren. Für die Fristen, innerhalb derer Investmentbanker ihr Geld machen, stellen bereits Konjunkturzyklen eine kleine Ewigkeit dar. Insofern konnte natürlich auch keine Rede

davon sein, dass Jahrhunderttrisiken, wie sie 1929 und 2008 zum Zusammenbruch des Bankensystems führten, erfasst wurden. Nur das tägliche Auf und Ab der Kurse und die normalen Kreditausfallraten der Kunden wurden in eine Wahrscheinlichkeitsverteilung des Gesamtgewinns umgerechnet. Auf deren Basis nahm man dann seine Risikoabschätzungen vor. Andere Risiken, und gar solche, die theoretisch alle hundert Jahre zum Kollaps des Systems führen, spielten in den Datensätzen keine Rolle und gerieten aus dem Blick. Dass sich solche defekten Modelle durchgesetzt haben, ist das Ergebnis eines wettbewerblichen Selektionsprozesses, der ausschließlich in Schönwetterperioden stattfand. Die von diesen Modellen gelieferten Angaben zum sogenannten *Value at Risk*, der Verlustschranke, die man mit 1 % Wahrscheinlichkeit überschreiten würde, waren denn auch allesamt um das Ziffache untertrieben.

Die Akteure des Prozesses, die Bankvorstände und ihre Mitarbeiter, waren Teil des *Business as usual* und konnten sich den Gepflogenheiten des Bankgeschäfts nicht widersetzen. Selbst wenn sie es gewollt hätten, besaßen sie kaum irgendwelche Möglichkeiten, gegenzusteuern und eine konservative Anlagestrategie mit weniger Eigenkapitalrendite zu wählen, denn es war klar, dass der Kapitalmarkt ihr Verhalten sofort mit Kursabschlägen bestraft hätte. Die Analysten hätten das Management angeprangert und seine alsbaldige Ablösung gefordert. Außerdem wäre eine konservativ geführte Bank sofort zum Ziel feindlicher Übernahmebestrebungen durch andere Banken geworden, die wussten, dass sie mit einem Wechsel des Geschäftsmodells die üblichen, höheren Renditen hätten erwirtschaften können.

Bankmanager großer Unternehmen leben in der ständigen Gefahr, dass ihr Unternehmen von Rivalen übernommen wird. Der Konzentrationsprozess schreitet auch im Bankengewerbe mit großem Tempo voran, und bisweilen schluckt die eine Bank die andere, damit sie nicht selbst von einem noch größeren Fisch verschlungen wird. So munkelte man in Finanzkreisen zum Beispiel, dass der Kauf der Eurohypo durch die Commerzbank im Jahr 2005 auch durch das Bemühen erklärt werden konnte, auf diese Weise einer feindlichen Übernahme durch andere Banken zuvorzukommen.<sup>28</sup> Die Angst vor Übernahmen und Fusionen ist gerade in Deutschland besonders ausgeprägt, denn seit der 2002 in Kraft getretenen Abschaffung der Besteuerung der Veräuße-

rungsgewinne durch die Regierung Schröder am 14. Juli 2000 ist sehr viel Bewegung in die Unternehmensstruktur gekommen.<sup>29</sup> Die Regierung hatte mit diesem Schritt die sogenannte Deutschland AG, die gegenseitige Verflechtung der Großunternehmen, auflösen wollen. Das ist ihr zwar gelungen, doch hat sie damit die Jagd auf kurzfristige Renditen noch weiter angetrieben.

Es gibt viele gute Gründe für Übernahmen, und die meisten von ihnen basieren auf der Möglichkeit, durch bessere Geschäftsmodelle und die Ausnutzung von Größenvorteilen die Erträge zu steigern. Einer der Gründe ist indes sicherlich auch der Versuch, die Erträge aus dem beschriebenen Glücksrittertum zu kassieren. Banken, die auf konservative Geschäftsmodelle mit hoher Sicherheit und wenig Rendite setzen, sind die natürlichen Opfer feindlicher Übernahmen. Solche Geschäftsmodelle maximieren nämlich aus den Gründen, die oben dargelegt wurden, nicht den Unternehmenswert und das, was man auf Neudeutsch Shareholder Value nennt, sondern zielen eher auf Stabilität und ein langes Leben des Unternehmens. Übernimmt ein geschicktes Management eine bislang konservativ geführte Bank und fährt dann die beschriebene Glücksritter-Strategie, kann die Bank höhere Renditen erwirtschaften und einen höheren Unternehmenswert erzielen, weil den Aktionären zu Lasten der Gläubiger und zu Lasten des Staates zusätzliche Dividenden verschafft werden. Die Aktionäre der aufgekauften und der kaufenden Bank können sich die Wertsteigerung des Unternehmens, die durch den Strategiewechsel entsteht, teilen.<sup>30</sup> Angesichts der ständigen Gefahr, von jemand anderem geschluckt zu werden, bleibt dem Management einer Bank gar nichts anderes übrig, als auf Risiko zu setzen und das oben beschriebene Glücksrittertum zu betreiben.

Manchmal wird argumentiert, das Verhalten der Banker widerspreche der Annahme des Rationalverhaltens ökonomischer Akteure. Verstehen könne man das Geschehen erst, wenn man irrationales Verhalten und tierische Instinkte (*animal spirits*) berücksichtige.<sup>31</sup> Solche Aspekte mögen in der Krise auch einen Beitrag geleistet haben. Indes braucht man sie zur Erklärung des Glücksrittertums bei beschränkter Haftung nicht. Das beschriebene Bloos-Spiel generiert die hohen Renditen für die Banken genau dann, wenn die Banker rational handeln, gleichgültig, ob es sich dabei um eine kognitive Rationalität im

Sinne des klugen Nachdenkens oder um bloße Imitation funktionierender Verhaltensweisen handelt. Wie so häufig erzeugt individuelle Rationalität kollektive Irrationalität, wenn Externalitäten eine Rolle spielen. Im vorliegenden Fall entsteht eine negative Externalität aus der Möglichkeit, die Verluste im Katastrophenfall den Gläubigern der Bank oder den Steuerzahlern zuzuschieben. Sie ist verantwortlich dafür, dass individuell rationales Verhalten private Gewinne und soziale Verluste erzeugt.

### Über Marionetten und Strippenzieher

Es kann nicht genug betont werden, dass es bei der angebotenen Erklärung des Glücksrittertums der Banken nicht primär um Fehlanreize für die Bankvorstände geht, sondern um Fehlanreize für die Aktionäre. Schließlich sind sie es ja, die von der Haftungsbeschränkung profitieren. Sie verlangen von ihren Banken risiko- und ertragreiche Geschäftsmodelle, die nur deshalb funktionieren, weil sie den Vorteil der Sozialisierung der das Eigenkapital übersteigenden Verlustrisiken mit sich bringen. Das Problem ist nicht, dass die Bankmanager nicht im Interesse der Aktionäre handeln, sondern dass die Aktionäre mit dem Geld der Gläubiger und Steuerzahler spielen.

Es sind die Aktionäre, die die Manager auf die hohen Renditeziele verpflichten und durch den Aufsichtsrat die Entlohnungssysteme für die Manager so gestalten lassen, dass ein Anreiz entsteht, die dazu nötigen Geschäftsmodelle zu realisieren. Auch die deutschen Banken können sich diesen Systemzwängen nicht entziehen.<sup>32</sup> Wenn der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank ein Renditeziel von 25 % verkündet, so deshalb, weil ihm die institutionellen Investoren im Nacken sitzen, die 86 % seiner Aktien besitzen,<sup>33</sup> und die Analysten auf ihn hetzen. Die maßgeblichen Aktionäre der Banken sind ja keine Kleinanleger, die nicht wissen, was gespielt wird, sondern Profis, Vertreter der großen Pensionskassen und Investmenthäuser, die den schnellen, hohen Gewinn wollen. Und wenn es keine Großaktionäre gibt, dann treten die Analysten an ihre Stelle. Die Vorstandsvorsitzenden der großen Banken verbringen einen erheblichen Teil ihrer Zeit damit, durch die Welt zu reisen und ihre Strategien auf den sogenannten

Road Shows vor den Analysten der verschiedenen Länder auszubreiten, um sie von der Ertragskraft des eigenen Unternehmens zu überzeugen und sie zu veranlassen, den Kapitalanlegern Kaufempfehlungen für die Aktien ihrer Banken zu geben.

Auch die vielkritisierte Kurzfristorientierung der Entlohnungssysteme lässt sich aus dem Interesse der Aktionäre erklären, für den Normalfall hohe Renditen zu erzielen und das langfristige Systemrisiko, für das man ohnehin nicht haften muss, zu vernachlässigen. Die Entlohnungssysteme der Manager sind zumeist so konstruiert, dass es ein Grundgehalt gibt, das im Falle hoher Gewinne und Kurssteigerungen der Aktien durch Boni aufgestockt wird, ohne dass es im Fall der Verluste Mali gäbe. So verdiente der in London ansässige Investmentbanker Anshu Jain, der für die Deutsche Bank märchenhafte Gewinne zu erzielen pflegte, wohl schon häufiger ein Vielfaches dessen, was der Vorstandsvorsitzende bezog. Während Josef Ackermann in guten Jahren ein Einkommen von deutlich mehr als zehn Millionen Euro bezog, wird vermutet, dass sein Investmentbanker auf das Dreifache oder mehr kam, natürlich ohne im Falle einer Fehlspekulation den Verlust seines Vermögens erwarten zu müssen.<sup>34</sup> Die Asymmetrie bei der Beteiligung der Aktionäre an den Gewinnen und Verlusten eines Unternehmens, die durch die Haftungsbeschränkung zustande kommt, wird durch die Asymmetrie der Entlohnungssysteme der Bankmanager abgebildet und sogar noch weiter verstärkt. Dass die Investmentmanager sich dann im Interesse ihrer Aktionäre als Glücksritter gebärden, ist unter diesen Umständen kein Wunder.

Vorschläge der Politik, die darauf abzielen, bessere Entlohnungssysteme für Manager zu schaffen, um sie zu einer nachhaltigen Unternehmenspolitik zu veranlassen, sind zwar nicht falsch, aber sie greifen viel zu kurz: weil der Kern des Anreizproblems nicht in den Entlohnungssystemen der Manager, sondern in den Entlohnungssystemen der Aktionäre liegt. Die Aktionäre sind es ja, die von der Haftungsbegrenzung nach der Bloos-Regel profitieren und so viel Gewinn aus der Wahl riskanter Geschäftsmodelle ziehen können. Die Manager, die von der Öffentlichkeit für all die schrecklichen Auswüchse der Krise verantwortlich gemacht werden, weil ihre Bilder in den Zeitungen abgedruckt werden, sind nur die Marionetten der Aktionäre, die als Strippenzieher hinter den Kulissen bestimmen, wo es langgeht. Sicher,

gelegentlich verselbständigen sich auch die Manager. Die Schnüre im Marionettentheater scheinen manchmal eher aus Gummi zu sein. Das ist ein Thema, mit dem sich die ökonomische Theorie intensiv beschäftigt. Indes sind diese Aspekte für das Verständnis des Krisengeschehens wohl eher von untergeordneter Bedeutung. Der Kern des Problems liegt beim Shareholder-Value-Konzept, dem in den letzten Jahren so viel Aufmerksamkeit gegeben wurde. Die Maximierung des Aktienwertes einer Bank ist wegen der massiven Externalitäten des Bankgeschäfts eben nicht gleichbedeutend mit der Maximierung des Beitrags dieser Bank zur sozialen Wohlfahrt.

Der Kern des Übels liegt in der Möglichkeit der Bankeigentümer, sich durch die Minimierung ihrer Eigenkapitalbestände des Haftungsrisikos weitgehend zu entledigen. Eine Reform der Bankenaufsicht muss deshalb bei den Eigenkapitalregeln ansetzen, wie es weiter unten in diesem Buch noch ausgeführt wird, zumal die Politik kaum über sinnvolle Möglichkeiten verfügt, den Aktionären und ihren Vertretern im Aufsichtsrat Entlohnungsvorschriften zu machen. Wenn die Aktionäre mit mehr Eigenkapital haften müssen als heute, dann werden sie vorsichtiger Geschäftsmodelle vorziehen, weil sie einen größeren Teil der Verluste tragen müssen, und sie werden entsprechend die Entlohnungssysteme für ihre Investmentbanker und die Bankvorstände so verändern, dass auch bei ihnen das Interesse an einer nachhaltigen Geschäftspolitik gestärkt wird.

Diese Überlegungen zeigen, dass hier ein anonymer Systemfehler vorliegt, der von ähnlicher Natur ist wie die Systemfehler, die zur Überfischung der Weltmeere, zur Verstärkung des Treibhauseffektes oder zur Verstopfung der Straßen führen. In allen Fällen macht die Suche nach Schuldigen, die man vor Gericht oder moralisch zur Rechenschaft ziehen könnte, wenig Sinn, weil das Fehlverhalten zum Normalfall geworden ist und sich bei Tausenden von Entscheidungsträgern zeigt, ohne dass man einzelne Individuen zu Hauptverantwortlichen machen könnte und sollte. Nur durch eine Veränderung der institutionellen Rahmenbedingungen des Wirtschaftens, wie sie sich in Gesetzen und Verordnungen spezifizieren lassen, kann man dem Problem beikommen. Das heißt nicht, dass man diejenigen, die die Gesetze übertreten haben, nicht zur Rechenschaft ziehen sollte. Wenn der Konkurs naht, wird getrickst, und es häufen sich strafrecht-

lich relevante Vergehen. Individuelle Schuld muss verfolgt und geahndet werden, wo sie auftritt. Nur wird man die Defekte des Bankensystems auf diesem Nebenkriegsschauplatz nicht in den Griff bekommen.

## Zitronenhandel

Man mag nun argumentieren, dass diese Sicht der Dinge zu pessimistisch ist. Es gibt ja noch die Gläubiger der Banken, die aus eigenem Interesse eine gewisse Kontrollfunktion ausüben, die die Risikoneigung der Banken eliminiert oder zumindest begrenzt. Was, wenn die Gläubiger das Spiel nicht mitspielen? Wenn sie nicht akzeptieren, dass sie in dem oben dargelegten Beispiel statt der versprochenen Rendite von 5 % in Wahrheit nur eine mittlere Rendite von 4 % erwarten können. Wenn sie ihr Geld nur zu solchen Banken tragen, die sichere Anlagestrategien wählen, oder von der Bank eine Kompensation für das Risiko in Form höherer Zinsen verlangen. Müssten sich dann nicht die Aktionäre diesem Gegendruck beugen?

Mit einer ähnlichen Überlegung könnte man auch dem Argument entgegentreten, dass die Banken versuchen, ihr Eigenkapital zu minimieren und somit die möglichen Verluste ihren Gläubigern zuzuschieben: Die Gläubiger könnten ja wiederum die Bank wechseln, wenn ihnen ihr Engagement zu unsicher vorkommt. In der Tat ist dies der Inhalt des sogenannten Modigliani-Miller-Theorems,<sup>35</sup> dem in der Finanztheorie viel Bedeutung beigemessen wird. Danach sind Banken indifferent gegenüber der Finanzierung ihres Geschäfts mit Eigen- und Fremdkapital, weil die Gläubiger bei einer Verminderung der Eigenkapitalquote mit einer Erhöhung der verlangten Zinsen für das zusätzliche Risiko, das sie tragen, kompensiert werden wollen. Danach würde die mittlere Eigenkapitalrendite gar nicht steigen können, wenn fremdfinanzierte Banken ins Risiko gehen, weil der Anstieg der Zinssätze, die sie für das Fremdkapital zahlen müssen, jedweden Vorteil zunichtemachen würde. Konkret würden die Gläubiger der Bank im obigen Beispiel eine nominelle Rendite von 6 % verlangen, wenn die Bank sich für die riskante Strategie entscheidet, um im Mittel immer noch 5 % zu erhalten, wenn man von einer möglichen Ri-

sikofurcht einmal abstrahiert. Aber dann kämen die Bankaktionäre auch nur auf eine Maximalrendite von 6 % und eine mittlere Rendite von 5 %. Dem Geschäftsmodell wäre so der Boden entzogen.

Indes besteht wenig Hoffnung, dass die Gläubiger sich tatsächlich so verhalten. Ein Grund liegt in der Erwartung, dass der Staat im Krisenfall zur Verfügung steht, um die bedrohte Bank zu retten und die Gläubiger zu schützen. Angesichts des staatlichen Schutzes kann es den Gläubigern gleichgültig sein, wie riskant die Bankgeschäfte sind. Für die Bank bedeutet dies, dass die erwartete Eigenkapitalrendite mit wachsendem Eigenkapital fällt, weil zusätzliches Eigenkapital nur zu einer Verringerung der staatlichen Hilfen im Katastrophenfall führt.

Ein anderer Grund liegt in der unzureichenden Information der Gläubiger. Das Bankgeschäft ist viel zu komplex, als dass Externe das Konkursrisiko einzelner Banken einschätzen könnten. Die Gläubiger wissen zwar, dass Banken in Konkurs gehen können, und reagieren deshalb auf Änderungen in der erwarteten Wahrscheinlichkeit für staatliche Rettungsaktionen (wie die Reaktion auf die Lehman-Brothers-Pleite gezeigt hat), jedoch sind sie nicht in der Lage, die Banken bezüglich der Höhe ihrer Konkursrisiken zu unterscheiden. Da jede Bank von sich behauptet, dass das Geld bei ihr sicher sei, kann sich der Anleger auf die Aussagen der Banken nicht verlassen. Auch ein Blick auf die ausgewiesenen Eigenkapitalquoten und damit auf das Bilanzvolumen sagt wenig über die Gefährdung der Gläubiger aus, wenn man nicht weiß, wie die Bank ihre Anlagen tätigt, wie sie sich durch Kreditversicherungen oder Derivate gegen Ausfälle schützt und was solche Quoten überhaupt besagen. Die einzelne Bank hat deshalb innerhalb gewisser Grenzen die Möglichkeit, die Gläubiger der Bank durch eine Verringerung ihres Eigenkapitals ungestraft größeren Risiken auszusetzen und auf diese Weise ihre erwartete Eigenkapitalrendite zu steigern.

Nun könnte eingewendet werden, den Käufern von Finanzprodukten sei ja die Möglichkeit gegeben, auf Erfahrung und Reputation zu setzen und nur die Finanzprodukte jener Banken zu kaufen, mit denen sie oder andere Kunden in der Vergangenheit zufrieden waren. Indes sticht dieser Einwand schon deshalb nicht, weil der Konkurs ein extrem seltenes Ereignis ist und man deshalb kaum in der Lage ist, die nötigen Erfahrungen zu sammeln. In dem genannten Beispiel mag die

Anlagestrategie der Bank 99 Jahre lang gutgehen, bis im hundertsten Jahr der Konkurs kommt und der Anleger sein Geld nicht zurück erhält. Anleger können keine Erkenntnisse über eine Bank gewinnen, wenn die sich erst über einen Zeitraum gewinnen lassen, der länger ist als ihre Lebensspanne, zumal vielfältige Wechsel im Vorstand und in der Aktionärsstruktur solcherart langfristige Erfahrungen auch noch in rascher Folge entwerfen.

Deshalb können Praktiker auch nur über das Modigliani-Miller-Theorem lächeln. Für sie ist es selbstverständlich, dass sie eine höhere Eigenkapitalrendite erwirtschaften können, wenn sie mit weniger Eigenkapital arbeiten, obwohl sie in der Regel gar nicht wissen, dass der Grund dafür in der Möglichkeit liegt, im Katastrophenfall die Gläubiger und den Staat zu belasten.

Um in der Lage zu sein, die Veränderung des Katastrophenrisikos abzuschätzen, die mit einer Änderung der Eigenkapitalquote einhergeht, muss man das Innenleben der Bank kennen und bezüglich der Details der Rechnungslegungsvorschriften über ein Wissen verfügen, das nur wenige Spezialisten besitzen. Bei den privaten Rating-Agenturen, die die Bonität von Banken und Anlagestrategien bewerten, waren solche Spezialisten beschäftigt, und die hätten eigentlich in der Lage sein sollen, Licht ins Dunkel der Anlagerisiken zu bringen. Indes haben sie aus Gründen, die weiter unten in Kapitel 6 noch erörtert werden, auf der ganzen Linie versagt.

Eine gewisse Orientierungshilfe hätten den Gläubigern der Banken die Bilanzkennziffern geben können, die nach den sogenannten Basel-Regeln zu veröffentlichen waren. Dabei handelt es sich um ein international vereinbartes System der Risikogewichtungen der Anlagen, das von staatlichen Aufsichtsbehörden überwacht wird. Sehr riskante Anlagen erhalten ein Gewicht von 1, praktisch für sicher gehaltene Anlagen wie Staatsschuldverschreibungen erhalten ein Gewicht von 0, die anderen Anlagen sind je nach Risiko dazwischen platziert. Teilt man das Eigenkapital durch die Summe der solcherart risikogewichteten Anlagen und der anderen Risikopositionen, erhält man die sogenannte Kernkapitalquote, die den Gläubigern der Bank einen gewissen Aufschluss über ihre Risiken gibt. Die USA haben das Basel-Abkommen aber für ihre inländischen Banken noch nicht angewendet. Die Kunden amerikanischer Banken wurden noch nicht einmal über die Kern-

kapitalquoten informiert. Davon abgesehen wissen auch in Deutschland die wenigsten Käufer von Bankschuldverschreibungen, was man im Einzelnen unter der Kernkapitalquote zu verstehen hat, weil die komplexe Struktur der Risikogewichte nur schwer zu verstehen ist.

Die von den Investmentbanken ausgegebenen Finanzprodukte sind damit offenkundig ein Musterbeispiel für das, was Ökonomen nach der Nobelpreis-Arbeit von George Akerlof Lemon-Güter nennen, also Zitronen-Produkte.<sup>36</sup> Als Zitrone bezeichnet man im amerikanischen Englisch ein schlechtes altes Auto. Akerlof hatte den Umstand, dass zum Verkauf stehende Gebrauchtwagen höheren Alters im Durchschnitt schlechter sind als die Autos der gleichen Altersklasse insgesamt, mit dem Informationsvorsprung der Autoverkäufer begründet. Wer weiß, dass sein Auto einen versteckten Defekt hat wie z. B. einen hohen Ölverbrauch oder nach kurzer Zeit verrußende Zündkerzen, neigt eher zum Verkauf als jemand, dessen Auto intakt ist. Weil man den Defekt als Käufer nicht leicht ausfindig machen kann, erzielen intakte alte Autos keinen höheren Preis als alte Autos mit versteckten Defekten, mit der Folge, dass überwiegend die betagten Autos mit den versteckten Defekten auf dem Gebrauchtwagenmarkt landen.

Bei den Finanzprodukten ist es insofern ähnlich wie bei den alten Autos: Konservativ geführte Banken, die sichere Finanzprodukte verkaufen, werden aus dem Markt verdrängt, und im Endeffekt verbleibt nur noch ein Restmarkt mit riskanten Produkten. Da die Verkäufer sicherer Finanzprodukte den Sicherheitsvorteil, den sie gegenüber der Konkurrenz bieten, ihren Kunden nicht klarmachen können, laufen ihnen die Kunden weg, wenn sie gemäß der höheren Sicherheit ihrer Produkte nur niedrige Zinsen bieten. Und wenn sie durch die Konkurrenz gezwungen werden, den Kunden die gleichen Zinsen zu bieten, wie es die Verkäufer unsicherer Finanzprodukte tun, dann erzielen sie eine geringere Eigenkapitalrendite, und die Aktionäre laufen ihnen weg. So oder so verschwinden sie vom Markt und werden durch Banken ersetzt, die riskantere Geschäftsmodelle wählen. Das ist das ökonomische Hauptproblem des Zitronenhandels. Die Investmentbanken und andere Banken, die ähnlich hohe Renditen erwirtschaften wollten, haben sich wegen des Zusammenwirkens von Haftungsbeschränkungen und Informationsdefiziten zum Glücksrittertum verleiten lassen und so die Weltfinanzkrise hervorgerufen.

## ANMERKUNGEN

### WARUM WALL STREET ZUM SPIELKASINO WURDE

- 1 Vgl. M. Adams und T. Tolkemitt, »Das staatliche Lotteriewesen. Eine wirtschaftswissenschaftliche und rechtspolitische Analyse des Deutschen Toto-Lotto-Blocks«, *Zeitschrift für Rechtspolitik*, 2001, Nr. 11, S. 511–518. Vgl. auch *Focus* 29, 2005, S. 134.
- 2 Vgl. H. Hattenhauer, *Europäische Rechtsgeschichte*, C. F. Müller, Heidelberg 1999, S. 268 f., und C. S. Lobingier, »The Natural History of the Private Artificial Person: A Comparative Study in Corporate Origins«, *Tulane Law Review* 13, 1938–1939, S. 41 ff., hier S. 56.
- 3 Eine detaillierte Darstellung der historischen Ursprünge der Commenda und der Haftungsbeschränkung im Seehandel findet man bei M. Weber, *Die Geschichte der Handelsgesellschaften im Mittelalter*; Ferdinand Enke, Stuttgart 1889.
- 4 Bei der Kommanditgesellschaft heißt der passive, haftungsbeschränkte Teilhaber Kommanditist und der aktive Teilhaber, der unter voller Haftung die Geschäfte führt, Komplementär.
- 5 G. Lastig, *Die Accomdatio: die Grundform der heutigen Kommanditgesellschaften in ihrer Gestaltung vom XIII. bis XIX. Jahrhundert und benachbarte Rechtsinstitute*, Verlag der Buchhandlung des Waisenhauses, Halle 1907, S. 129, und A. Renaud, *Das Recht der Kommanditgesellschaften*, Tauchnitz, Leipzig 1881, S. 9. Vgl. auch J. Meyer, *Haftungsbeschränkung im Recht der Handelsgesellschaften*, Springer, Berlin 2000, S. 50–51.
- 6 Vgl. auch H.-W. Sinn, »Gedanken zur volkswirtschaftlichen Bedeutung des Versicherungswesens«, *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft* 77, 1988, S. 1–27.
- 7 Als erste Kapitalgesellschaft der Neuzeit gilt die 1555 in Großbritannien gegründete Muscovy Company, die für die englische Krone den Handel mit Moskau organisierte. Sie hatte in begrenztem Umfang handelbare Anteile und eine Haftungsbegrenzung, aber sie gab keine Aktien aus und organisierte nur einige Schiffsreisen. Vgl. W. B. Truitt, *The Corporation*, Greenwood Press, Westport, Connecticut, 2006, S. 3.
- 8 Vgl. J. De Vries und A. Van-der-Woude, *The First Modern Economy. Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815*, Cambridge University Press, Cambridge, MA, 1997, S. 385; W. B. Truitt, a. a. O., S. 3 f.

- 9 W. B. Truitt, a. a. O., S. 5.
- 10 Vgl. Th. Baums, Hrsg., *Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlich Preussischen Staaten: vom 9. November 1843; Text und Materialien*, Scientia Verlag, Aalen 1981, S. 216.
- 11 Vgl. B. D. Hunt, *The Development of the Business Corporation in England, 1800–1867*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1936.
- 12 So kannte das erste allgemeine Gründungsgesetz von Massachusetts aus dem Jahr 1808 nur die unbeschränkte Haftung; das Haftungsprivileg wurde dort nur ausnahmsweise durch Einzelkonzession verliehen. Zur Entwicklung der Corporations und der Haftungsbeschränkung in den USA vgl. A. Bruns, *Haftungsbeschränkung und Mindesthaftung*, Mohr Siebeck, Tübingen 2003, S. 86 ff.
- 13 Vgl. K. F. Forbes, »Limited Liability and the Development of the Business Corporation«, *Journal of Law, Economics, and Organization* 2, 1986, S. 163–177, hier S. 172.
- 14 »Limited liability was recognized as an attribute of an incorporated company, almost invariably without specific mention; indeed it was a principal object desired through incorporation.« J. S. Davis, *Essays in the Earlier History of American Corporations*, no. 4, »Eighteenth Century Business Corporations in the United States«, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1917, S. 317.
- 15 Vgl. J. D. Cox, Th. L. Hazen und F. H. O'Neal, *Corporations*, Aspen Law & Business, New York, NY, 1997, S. 30.
- 16 In den Staaten Pennsylvania, Virginia, New Jersey, Michigan und Ohio wurde gegen Ende des 19. Jahrhunderts mit der »Limited Partnership Association«, einem Vorläufer der »Limited Liability Company« (LLC), eine Gesellschaftsform geschaffen, die sich stark an der deutschen GmbH orientierte. Doch es dauerte noch bis in die neunziger Jahre des 20. Jahrhunderts, bis in allen Staaten der USA LLC-Gesetze nach der Art des deutschen GmbH-Rechts galten. Vgl. A. Bruns, a. a. O.
- 17 Ab 1826 war den Banken in Großbritannien erlaubt worden, sich als Aktiengesellschaften mit unbeschränkter Haftung der namentlich registrierten Aktionäre zu gründen. Eine wirksame Einschränkung des Risikos der Aktionäre ergab sich erst durch die 1879 gewährte Möglichkeit, Inhaberaktien auszugeben. Vgl. dazu C. R. Hickson und J. D. Turner, »Shareholder Liability Regimes in Nineteenth-century English Banking: The Impact upon the Market for Shares«, *European Review of Economic History* 7, 2003, S. 99–125.
- 18 Siehe N. C. Quigley, »Shareholder Liability Regimes in Banking«, in: P. Newman, M. Milgate und J. Eatwell, *The New Palgrave Dictionary of Money*

- and Finance*, MacMillan Press, London 1992, S. 441–442. Vgl. auch A. Leijonhufvud, *A Modest Proposal*, unveröffentlicher Text, UCLA und Universität Trient 2010. Leijonhufvud plädiert dafür, die Doppelhaftung für die Bonusaktien der Manager wieder einzuführen.
- 19 Im Original: »I weigh my words when I say that in my judgment the limited liability corporation is the greatest single discovery of modern times ... Even steam and electricity are far less important than the limited liability corporation, and they would be reduced to comparative impotence without it.« Zitiert nach S. M. Bainbridge, »Abolishing Veil Piercing«, *Journal of Corporation Law* 26, 2001, S. 479–535, hier S. 479.
- 20 Dieser Effekt hat zu einer stark prozyklischen Wirkung des Systems der Rechnungslegung geführt. Man vergleiche dazu Kapitel 7, Abschnitt »Auch Basel hat versagt«, sowie die dort angegebene Literatur.
- 21 Nach dem englischen Sprichwort »You cannot get blood out of a stone«, was frei übersetzt etwa heißt: »Wo nichts ist, kann man auch nichts holen.« Vgl. H.-W. Sinn, *Ökonomische Entscheidungen bei Ungewißheit*, J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen 1980 (Dissertation, Universität Mannheim 1977), insbesondere S. 172–192, und derselbe, »Kinked Utility and the Demand for Human Wealth and Liability Insurance«, *European Economic Review* 17, 1982, S. 149–162. In der erstgenannten Quelle wird die Abkürzung »Maehkminn-Regel« verwendet, was für »Mehr als er hat, kann man ihm nicht nehmen« steht. Der Begriff *Bloos Rule* wurde in der englischen Übersetzung eingeführt und soll auch hier verwendet werden. Vgl. H.-W. Sinn, *Economic Decision under Uncertainty*, North-Holland, Amsterdam 1983. Die Theorie wurde seinerzeit in einem abstrakten risikotheorietischen Modellrahmen entwickelt (Erwartungsnutzen- und  $\mu$ - $\sigma$ -Ansatz) und auf den Versicherungsmarkt, die Devisenspekulation und andere Beispiele angewendet, bei denen die Haftungsbeschränkung eine untere Begrenzung des Vermögens impliziert. Später wurde von anderen Autoren der Begriff »gamble for resurrection«, was wörtlich »Spiel um die Auferstehung« heißt, verwendet, um dasselbe Phänomen zu beschreiben. Siehe M. Dewatripont und J. Tirole, »Efficient Governance Structure: Implications for Banking Regulation«, in: C. Mayer und X. Vives, Hrsg., *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993, S. 12–35, sowie dieselben, *Prudential Regulation of Banks*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1994, S. 97 und 113. Frühe Beiträge zu dem Thema stammen auch von J. Stiglitz und A. Weiss, »Credit Rationing in Markets with Incomplete Information«, *American Economic Review* 71, 1981, S. 393–410, sowie G. J. Benston, M. Car-

- hill und B. Olovsson, »The Failure and Survival of Thrifts: Evidence from Southeast«, in: R. G. Hubbard, Hrsg, *Financial Markets and Financial Crises*, NBER Books, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., 1991, S. 305–384. Eine Anwendung auf den Bankenmarkt, die die theoretische Basis dieses Kapitels liefert, findet man in H.-W. Sinn, *The New Systems Competition*, Yrjö-Jahnsson Lectures, Blackwell, Malden, MA, und Oxford, UK, 2003, Kapitel 7, S. 150–177: »Limited Liability, Risk-Taking and the Competition of Bank Regulators«. Zur Dogmengeschichte der künstlichen Erzeugung von Risikovorliebe durch Haftungsschranken vergleiche man auch Martin Hellwig, Einführung zu: H.-W. Sinn, *Risk Taking, Limited Liability, and the Banking Crisis*, Selected Reprints, ifo Institut, München 2009. Zur allgemeinen Bedeutung des Haftungsprinzips für unternehmerische Entscheidungen vgl. W. Eucken, *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, 1. Auflage, Francke und Mohr, Bern und Tübingen 1952, hier nach der 7. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen 2004, S. 279–285.
- 22 Das ist die Faustformel der Banker. In Wahrheit ist die erwartete (mittlere) Rendite 4,94 %, denn mit 99 % Wahrscheinlichkeit geht der Wert des Anlagevermögens am Ende der Periode auf 106 und mit 1 % Wahrscheinlichkeit auf null, was einen Erwartungswert des Anlagevermögens am Ende der Periode von 104,94 % impliziert.
- 23 »25 Prozent vor Steuern ergeben in Deutschland 16 Prozent nach Steuern. Das ist heute das absolute Minimum, die besten Banken liegen weit darüber.« Josef Ackermann, zitiert nach *WirtschaftsWoche* vom 26. Februar 2005. <http://www.wiwo.de/unternehmer-maerkte/ackermann-verteidigt-stellenabbau-bei-der-deutschen-bank-91671/>.
- 24 Wieder nach der Faustformel gerechnet. In Wahrheit beträgt die Rendite nur 23,75 %, denn da das Eigenkapital mit 99 % Wahrscheinlichkeit auf 6,25 steigt und mit 1 % Wahrscheinlichkeit null ist, liegt der Erwartungswert des Eigenkapitals am Ende der Periode bei  $(99\% \cdot 6,25) + (1\% \cdot 0) = 6,1876$ , was bei einem Anfangswert des Eigenkapitals von 5 eine Rendite von 23,75 % bringt, weil  $6,1876/5 = 1,2375$ .
- 25 Auch dies nach der Faustformel. Da der Wert des Fremdkapitals mit 99 % Wahrscheinlichkeit von 95 auf 99,75 steigt und mit 1 % Wahrscheinlichkeit auf null sinkt, liegt der Erwartungswert des Fremdkapitals am Periodenende bei 98,75, was im Vergleich zum Anfangswert von 95 eine Rendite von 3,95 % erzeugt.
- 26 Mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 % erreicht das Eigenkapital den Wert 6,25 am Ende des Jahres, und mit einer Wahrscheinlichkeit von 1 % ist es

- dann 5. Der mittlere oder erwartete Wert des Eigenkapitals am Ende der Periode liegt demnach bei 6,2375, was 24,75 % mehr als das anfängliche Eigenkapital in Höhe von 5 ist.
- 27 Die ökonomische Rationalitätsannahme bietet im Allgemeinen zwei mögliche Interpretationen. Sie kann bedeuten, dass die Menschen mit hohen kognitiven Fähigkeiten ausgestattet sind. Meistens ist indes nur gemeint, dass sie erfolgreiche Verhaltensweisen anderer imitieren und dass sich insofern das individuelle Rationalverhalten kultur-evolutorisch ergibt. Milton Friedman nannte dies einst den »Als-ob-Ansatz«. Siehe M. Friedman, »The Methodology of Positive Economics«, in: M. Friedman, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago 1953, S. 3–43. Vgl. auch G. Kirchgässner, *Homo Oeconomicus*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2000.
- 28 Vgl. auch »Strotzendes Selbstvertrauen«, *Manager Magazin*, 4. Dezember 2005, [www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,388473,00.html](http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,388473,00.html). Die Commerzbank besaß an der Eurohypo ursprünglich nur Anteile im Umfang von 32 %, während der Dresdner Bank 28,5 % und der Deutschen Bank 37,7 % gehörten und 2 % in Streubesitz waren; vgl. Pressemitteilungen der Commerzbank vom 15. und 17. November 2005. Damit soll nicht gesagt werden, dass es sich bei diesem Kauf um ein Glücksrittertum gehandelt hat, denn eine solche Aussage ist immer erst möglich, wenn das Kind in den Brunnen gefallen ist. Klar ist indes, dass der Kauf nach dem zwischenzeitlichen Zukauf der Dresdner Bank und dem Hereinbrechen der Finanzkrise für die Commerzbank mehr Probleme schafft, als er löst. Die Commerzbank sah sich gezwungen, den Geschäftsumfang der Eurohypo einzuschränken, da sie als Kapitalmarktbank mit ähnlichen Schwierigkeiten zu kämpfen hat wie die Hypo Real Estate (»Ungeliebte Tochter«, *Financial Times Deutschland*, 12. November 2008, S. 18). Außerdem wurde die Commerzbank die erste deutsche Privatbank, die um Hilfen aus dem staatlichen Rettungspaket nachsuchte. (Vgl. Kapitel 3 und 8.)
- 29 Veräußerungsgewinne setzen sich zusammen aus bereits versteuerten offenen Rücklagen und aus stillen Reserven. Zur Vermeidung einer Doppelbesteuerung dürfen bereits versteuerte offene Rücklagen nicht noch einmal der Besteuerung unterworfen werden. Bei den stillen Reserven, die aus einer Unterbewertung realer Wirtschaftsgüter entstehen, soll erst bei einer Veräußerung des betreffenden Wirtschaftsgutes ein anfallender Gewinn besteuert werden; vgl. *Jahresgutachten des Sachverständigenrats 2000/01*, S. 106.
- 30 Empirisch profitieren die Aktionäre der aufgekauften Bank jedoch stets mehr als die Aktionäre der aufkaufenden Bank, weil eine sogenannte Kon-

- trollprämie bezahlt werden muss. Vgl. z. B. B. G. Baradwaj, D. R. Fraser und E. P. H. Furtado, »Hostile Bank Takeover Offers. Analysis and Implications«, *Journal of Banking and Finance* 14, 1990, S. 1229–1242.
- 31 Vgl. Akerlof und R. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton 2009.
- 32 Eine Einschränkung ist insofern angebracht, als in Deutschland der Einlagensicherungsfonds der privaten Geschäftsbanken die Sichteinlagen und Sparbücher (nicht aber die Anlagen, also die Bankschuldverschreibungen und ähnliche Refinanzierungsinstrumente der Banken) schützt und die Mehrheitseigner der Bank in Regress nimmt, falls der Fonds in Anspruch genommen wird. Wichtige private Geschäftsbanken wie die Deutsche Bank oder die Hypo Real Estate, die durch besonders riskantes Geschäftsgebaren auffallen, haben aber keine Mehrheitseigner. Bei ihnen kommt der disziplinierende Einfluss einer möglichen Durchgriffshaftung zu Lasten der Mehrheitseigentümer also nicht zum Tragen.
- 33 Lt. Jahresbericht 2007 der Deutschen Bank (S. 26 f.) waren zum Jahresende 2007 zwar 98 % der Anteilseigner Privatpersonen und nur knapp 2 % institutionelle Anleger (einschließlich Banken). Die Privatpersonen besaßen jedoch nur 14 % der Aktien, während 86 % institutionellen Anlegern gehörten. Größere Anteilseigner waren die UBS AG, Schweiz, mit 4,07 %, Barclays PLC, Großbritannien, mit 3,10 %, die AXA S. A., Frankreich, mit 3,08 % sowie seit Mai 2007 die staatliche DIFC Investments aus Dubai mit 2,2 %.
- 34 Vgl. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 3. April 2004, Nr. 80, S. 21, »Angeblich hat er im vergangenen Jahr mehr als 100 Millionen Euro verdient«, sowie *Süddeutsche Zeitung*, 25. März 2006, »Es wird vermutet, dass er vielleicht dreimal so viel bekommt wie die 11,9 Millionen Euro, die Ackermann vergangenes Jahr nach Hause brachte«.
- 35 Vgl. F. Modigliani und M. H. Miller, »The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment«, *American Economic Review* 48, 1958, S. 261–297.
- 36 Vgl. G. A. Akerlof, »The Markets for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism«, *Quarterly Journal of Economics* 84, 1970, S. 488–500, und H.-W. Sinn, *The New Systems Competition*, a. a. O., S. 136–139 und 150–177. Vgl. auch ders., »Limited Liability, Risk-Taking and the Competition of Bank Regulators«, a. a. O.; ders., »Wenn Banken mit Zitronen handeln«, *Börsen-Zeitung*, Nr. 81, 26. April 2008, S. 7 (www.cesifo.de, ifo Standpunkt 94).

## KAPITEL 5

### AUCH MAIN STREET HAT GEZOCKT

Kredite ohne Durchgriffshaftung · Wie Mr Jones zum Spieler wurde ...  
 ... und über seine Verhältnisse lebte · Die Banken als Spielpartner ·  
 Recht auf Lotto: Das Gesetz Clintons

#### Kredite ohne Durchgriffshaftung

Nicht nur Wall Street war dem Glücksrittertum verfallen, sondern auch Main Street. Mr Jones mit seinem Häuschen kam nämlich ebenfalls in den Genuss einer Haftungsbeschränkung, die ihn zum Zocken veranlasste.

Wenn in Deutschland jemand einen Kredit für einen Hauskauf aufgenommen hat und zahlungsunfähig wird, muss er damit rechnen, dass die Bank sein Haus versteigert, um sich aus dem Verkaufserlös zu bedienen. Und wenn der Erlös nicht reicht, greift die Bank auf etwaiges sonstiges Vermögen und auch auf das künftige Arbeitseinkommen des Hauseigentümers zurück.<sup>1</sup> Deswegen ist man in Deutschland beim Häuserkauf vorsichtig und kann erst dann wieder ruhig schlafen, wenn die Schulden abbezahlt sind. Nicht so in Amerika. Da ist man vielmehr der Dumme, wenn man keine Schulden macht.

In den USA gibt es keine Durchgriffshaftung gegen das restliche Vermögen oder das Arbeitseinkommen der Hauseigentümer, jedenfalls nicht im Normalfall. In aller Regel werden Hauskredite als sogenannte *non-recourse loans* vergeben, was wörtlich übersetzt »regressfreie Kredite« heißt. In acht Staaten gibt es sogar spezielle *anti-*