

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 65, Mai 2010

### Rettung für die Insider

Die USA wollten nach dem ersten Weltkrieg nicht auf ihre Forderungen gegenüber ihren Alliierten verzichten. Das machte es jenen praktisch unmöglich, ihrerseits die Reparationsforderungen gegenüber dem Deutschen Reich zu reduzieren. Deutschland kam nicht mehr auf die Beine und das wirtschaftliche Herz Europas blieb krank. Geholfen hat es nicht, denn am Ende zahlte nur Finnland vollständig seine Kriegsschulden bei den Amerikanern ab. Im Gegenteil, das starrsinnige Beharren auf ihren Forderungen war der Beitrag der Amerikaner zum Aufstieg des Faschismus in Zentraleuropa. Und der zweite Weltkrieg war dann richtig teuer.

In Deutschland sind wir heute besonders stolz, dass wir aus der Geschichte gelernt haben. Und der Volksmund argumentiert zum Thema Griechenland etwa folgendermassen: Die Griechen haben bei ihren Bilanzen geschummelt. So haben sie mit dem Euro unsere niedrigen Zinsen bekommen, doch anstatt etwas daraus zu machen, sind sie fett und faul geworden. Wir sagen es nicht, aber wir denken uns: das wäre nicht passiert, wenn die so wären wie wir. Am Deutschen

Wesen könnte die Welt genesen! Wenn alle so fleissig wären wie wir, dann hätten wir den ganzen Ärger nicht. Daher schenken wir denen nichts, die sollen abarbeiten, was sie uns schulden.

Persönlich fände ich es schade, wenn die Griechen ihrer Neigung zum Philosophieren abschwören und künftig Spätzle statt

Moussaka essen müssten. Hätten wir tatsächlich aus der Geschichte gelernt, so wüssten wir auch, dass es völlig sinnlos ist, ein Land in einer Schuldenfalle hängen zu lassen, aus der es sich unmöglich selbst befreien kann. Man tut sich selbst damit keinen Gefallen, weil man sein Geld ja doch nicht wieder bekommt. Und man tut dem Nachbarn keinen Gefallen, wenn man ihn verelenden lässt.

Die Zahlen sprechen eine eindeutige Sprache: Wenn alles nach Plan geht, wird der Schuldenberg der Griechen im Jahr 2014, wenn die Hilfe der EU ausläuft,

zwischen 140 und 150 Prozent der Wirtschaftsleistung ausmachen. Dagegen scheinen die 115 Prozent, mit denen Griechenland im letzten Jahr noch in der Kreide stand und von denen aus die Krise ihren Ausgang genommen hat, fast als ge-



**Dr. Georg Graf von Wallwitz**

sund. Griechenland wird kaum die Zinsen zahlen können und noch viel weniger in Wachstum oder Schuldentilgung investieren können.

Deutschland täte sich selbst einen Gefallen, wenn es heute in Form einer großzügigen Geste täte, wozu es in fünf Jahren ohnehin gezwungen wird. Das Geld ist weg. Die Deutsche Politik sollte offen sagen, dass wir dieses Geld aus demselben Grund ausgeben wie nach der Lehman-Pleite: Weil die Alternative noch viel teurer wäre.

### **Apologie der Goldmänner**

Die Griechen haben also gegen die Regeln verstossen und sich im Europäischen System mehr für Subventionen als für Solidarität interessiert. Erzschemel! Das bringt uns zu der alten Bauernweisheit, wonach man Außenseiter daran erkennt, dass sie sich über Regelverstöße beschweren. Insider können mit dem System umgehen, sie wissen wann und wo und wie die Regeln ausgereizt oder gebrochen werden. Sie haben ein Gespür dafür und können sich auch behaupten, wenn die Regeln geändert werden. So war es beispielsweise bei der Deutschen Einheit, als die LPG-Vorsitzenden, Erzschemel!, sich plötzlich zu Landbesitzern in großem Stil gemausert hatten und im einen wie im anderen System sagen konnten, wo es lang geht. Und umgekehrt sind die Bürgerrechtler, die schon in der DDR Außenseiter waren, es im System der Bundesrepublik geblieben.

In Deutschland können wir uns nicht vorstellen, dass jemand die Regeln ausreizt oder verletzt. Wir verlassen uns auf ihre Gültigkeit, auch wenn das Gegenteil längst offensichtlich ist. Da die Finanzmärkte stark von der Einhaltung von Regeln abhängen, ist die Verlockung zum Missbrauch der Regeln hier besonders hoch. Wahrscheinlich ist Deutschland aus diesem Grund ein struktureller Außenseiter an den Finanzmärkten. Der deutschen Wirtschaftskraft zum Trotz wird Frankfurt,

wo die Regeln genau eingehalten werden, London, wo sie oft aus vollem Herzen ignoriert werden, niemals den Rang ablaufen. Man müsste die Bevölkerungen austauschen.

Der Insider par excellence an der Wallstreet ist Goldman Sachs. Entsprechend war die Erschütterung, als vor zwei Wochen die US-Börsenaufsicht (SEC) ein Verfahren gegen Goldman eingeleitet hat, weil die Bank mit den Regeln wie ein Insider umgegangen ist. Der Tathergang ist etwa der folgende: Goldman hat im Frühsommer 2007 auf Initiative und unter Mitwirkung von John Paulson einen *synthetischen* CDO (Collateralized Debt Obligation) namens Abacus 2007-AC1 aufgelegt, dessen Wertentwicklung an das Schicksal einiger der schlechteren Hypothekenkredite in den USA geknüpft war. Paulson ist Manager eines großen Hedgefonds, der bereits früh auf den Zusammenbruch des amerikanischen Immobilienmarktes gesetzt hatte. Er hatte die Absicht, diesen CDO zu shorten, d.h. er wollte von den erwarteten Ausfällen bei den schlechten Hypothekenkrediten profitieren. Bei synthetischen Papieren benötigt man für jede short-Position eine long-Position, in diesem Fall also jemanden, der auf weiter steigende Immobilienpreise setzen wollte. So haben die Händler von Goldman bei einigen ihrer naiveren Kunden angerufen, um ihnen den Kauf der Long-Position schmackhaft zu machen. Die Käufer des Papiers wurden von Goldman nicht darüber informiert, dass ein ausgesprochen erfolgreicher Hedgefonds bei der Auswahl der Papiere beteiligt war und die Gegenposition einnehmen wollte. Das ist etwa so, als würde man auf ein Pferd setzen und nicht wissen, dass das Wettbüro, das die Quoten bestimmt, das Pferd und den Jockey ausgesucht hat. Größter Käufer war die naivste Bank der Welt, die IKB aus Düsseldorf. Ein klassischer Außenseiter.

Um es gleich zu sagen: Wir mögen Goldman Sachs nicht. Wir haben dort noch niemanden kennen gelernt, dem wir ver-

trauen würden und daher machen wir auch keine Geschäfte mit Goldman, solange es sich vermeiden lässt. Die Kultur der Bank ist nicht dazu angetan, den Menschen dort mit einem Sympathiebonus zu begegnen. Die Unterlagen,<sup>1</sup> die im Zusammenhang mit den Ermittlungen gegen Goldman veröffentlicht worden sind, bestätigen unser altes Vorurteil. Und wenn man die Realität mit den „Business Principles“<sup>2</sup> von Goldman vergleicht (sie beginnen mit „Our clients' interest always come first“ und enden mit „Integrity and honesty are at the heart of our business“), kommt man nicht umhin, eine gewaltige kognitive Dissonanz zu attestieren. Wenn sie wenigstens zugeben würden, dass sie Erzschemel sind!

In diesem Fall aber fragen wir uns, warum Goldman und nicht die IKB vor Gericht steht: Die IKB musste wissen, dass Goldman ein klassischer Insider ist, der die Regeln zum eigenen Vorteil ausnutzt, so weit das irgend möglich ist. Goldman hat dem Publikum schon kurz vor dem großen Crash von 1929 Vehikel mit schimmernden Namen wie Shenandoah und Blue Ridge verkauft, deren Wert in kurzer Zeit zu Staub zerfallen ist - 2007 ist es nach denselben Prinzipien gelaufen. Die IKB hätte darüber hinaus wissen müssen, dass es bei synthetischen CDOs immer jemanden gibt, der die Gegenposition inne hat. Es handelt sich dabei nicht um verbrieft Hypothekenkredite, bei deren Kauf man in den Amerikanischen Immobilienmarkt investiert hätte. Bei synthetischen CDOs handelt es sich um Papiere, die in einer Weise konstruiert sind, dass es für jeden, der auf steigende Kurse wettet, jemanden geben muss, der dieselbe Position auf fallende Kurse wettet.

Diese Wette hatte keinerlei Basis in der wirtschaftlichen Realität. Solche syntheti-

schen Konstrukte sind reine Wetten, sie sind keine Investition in eine Firma oder in einen Hypothekenkredit. Jedenfalls legt eine solche interessante Verwendung von deutschen Steuergeldern die Frage nach der Effizienz der Aufsicht nahe.

Wenn die IKB sich heute darauf hinaus redet, dass die CDOs gute Ratings von Moody's und Standard & Poors hatten, so ist dies die Ausrede des Bankbeamten, der glücklich ist, wenn er ein Papier handeln kann, über das sich andere Gedanken gemacht haben. Man hält sich an die Regeln und verschwendet keinen Gedanken an die Möglichkeit, dass die Gegenpartei nicht innerhalb, sondern mit den Regeln spielen könnte. Wer ist hier also zu verurteilen: Der Hedge-Fonds, der sein eigenes Geld riskiert hat, die Goldmänner, die als Wettbüro aufgetreten sind, oder die IKB, die deutsche Steuergelder in realitätsfernen Konstruktionen verloren hat, anstatt sie in den Mittelstand zu leiten?

Im übrigen wäre es naiv, zu glauben, dass die anderen Investment-Banken moralisch höher stehen als Goldman Sachs. Damit täte man den Goldmännern unrecht. Nicht nur haben viele andere Banken erheblich mehr synthetische CDOs an den Markt gebracht als Goldman, sie haben auch ähnlich blumige „Geschäftsprinzipien“. Wenn sich in anderen Banken die Gelegenheiten auftun, die Goldman hat, handeln die allermeisten nicht anders. Allzu viele Banken nutzen die Regeln dort aus, wo sie können. Diese Praxis ist auch nicht auf die Investmentbanken beschränkt: So wird sich dieser Tage mancher Bankkunde, der plötzlich eine Griechenland-Anleihe in seinem Depot findet, fragen können, ob diese vielleicht aus dem Eigenbestand seiner Hausbank stammt. Ein Schemel, wer Böses dabei denkt.

<sup>1</sup> Besonders aufschlussreich sind die eiteln und arroganten Selbsteinschätzungen, die auf den Seiten 227 bis 246 der Beweisaufnahme des US-Senats veröffentlicht worden sind:  
[http://hsgac.senate.gov/public/files/Financial\\_Crisis/042710Exhibits.pdf](http://hsgac.senate.gov/public/files/Financial_Crisis/042710Exhibits.pdf)

<sup>2</sup> Diese Prinzipien kann man nachlesen unter  
<http://www2.goldmansachs.com/our-firm/our-people/business-principles.html>

## **Ausblick**

Insgesamt wird die Lage an den Finanzmärkten nicht eben stabiler. Das Griechenland-Problem ist vertagt, aber nicht gelöst und wird (durch die höheren Zinsen) das Wachstum der Eurozone auf Jahre hinaus hemmen. Der Euro ist in seiner Glaubwürdigkeit angekratzt. China hat, wie im letzten Börsenblatt dargelegt, eine kreditfinanzierte Immobilienblase entwickelt, die irgendwann uns allen sehr weh tun wird. In den USA steht die Wirtschaft noch immer nicht auf stabilen Beinen: Etwa 80% des Gewinnwachstums seit dem Ende der Bankenkrise ist dem Finanzsektor zuzuschreiben. Die reale Wirtschaft hat nach wie vor erhebliche Probleme. Unternehmensanleihen sind teuer geworden und die niedrigen Zinsen verführen den privaten wie den staatlichen Sektor dazu, auf ihren Schuldenbergen sitzen zu bleiben, anstatt sie abzubauen.

Die Hausse, die nun schon seit gut 13 Monaten andauert, wird irgendwann auslaufen, in ihrer letzten Phase aber eher die Standardwerte nach oben spülen als die schlechten Titel. Das gilt für Aktien und Anleihen gleichermaßen. Wir halten uns also weiter zurück und bleiben Beobachter bei dem, was an den Rändern Europas (Griechenland, Portugal) und an den Rändern der Gesellschaft (Goldman Sachs) passiert.

Dr. Georg v. Wallwitz  
+49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.