

Nichts als Schwierigkeiten mit dem fiktiven Kapital...

## **Die sogenannte US-Hypothekenkrise. Ein Nachtrag**

Eine finanzkapitalistische „Wertschöpfungskette“, in der verbriefte Hypothekenkredite eine wichtige Rolle spielen, ist im vergangenen Sommer irgendwie gerissen. Jedenfalls verbucht das internationale Kreditgewerbe beträchtliche Verluste, weil ein spezieller Markt für solche Finanzprodukte, deren Masse gerade erst in gigantischem Umfang zugenommen hatte, schlagartig „ausgetrocknet“ ist.

Unsere „Anmerkungen“ dazu in Heft 3-07 sind bei einigen sorgfältigen Lesern auf Einwände gestoßen. Diese betreffen zum Teil die in dem Artikel erwähnten oder angedeuteten Techniken dieses besonderen Geschäftszweigs, korrigieren Verkehrtes, präzisieren Ungenaues, verbessern Missverständliches. Die Mühe, die die Verfasser dieser Zuschriften sich gegeben haben, machen wir uns zunutze, geben die angemahnten Verdeutlichungen weiter. Und weil etliche Leser mit der Art, wie auf dem in die Krise geratenen Markt mit Verbriefungen Geld verdient wird, nicht klar gekommen sind - was kein Vorwurf ist: wer sich mit einer korrekten Vorstellung von den Abläufen und Machenschaften in einem modernen Kreditwesen schwerer tut als mit dem Begriff dieses Gewerbes, hat seinen Grips wahrscheinlich noch ganz gut beisammen -, versuchen wir im Anschluss daran zunächst noch einmal, eine allgemeine Vorstellung von dem Geschäftszweig zu geben, dessen zeitweiliger Zusammenbruch mittlerweile angeblich sogar die Weltkonjunktur gefährdet.

Manche Zuschriften, insbesondere eine sehr ausführliche, enthalten außerdem eine Kritik an unseren „Anmerkungen“, die sich gegen die Erklärung der betreffenden Bankgeschäfte als Sphäre der fortschreitenden Emanzipation der Akkumulation des Finanzkapitals von seiner Grundlage im Dienst am allgemeinen Wachstum wendet. Diesen Einwänden liegt eine Auffassung von den Leistungen des Kreditgewerbes zugrunde, die wir für so unzureichend halten, dass es sich glatt lohnt, darauf ebenso ausführlich einzugehen. An dem Mangel der Überlegungen, die da als Alternative zu unserem Erklärungsversuch angeboten werden, lässt sich - hoffentlich - verdeutlichen, welchen *politökonomischen Inhalt* wir den Verbriefungstechniken der modernen „Finanzindustrie“ nachsagen wollten.

## I. Korrekturen & Klarstellungen

### 1.

*„Falsch ist die Aussage, die Banken würden verbrieft Forderungen an das SPV (sc. „Special Purpose Vehicle“, der Fachname für die in dem Artikel behandelten ‚Zweckgesellschaften‘) verkaufen, welches dann Wertpapiere herausgibt: Banken verkaufen die Forderungen unverbrieft, als ‚Brief‘ bezeichnet man das Wertpapier, das nicht die Bank, sondern die Zweckgesellschaft emittiert. Falsch auch die Aussage, die Zweckgesellschaft sei ein ‚Fonds‘, auch wenn gewisse Ähnlichkeiten bestehen und manches Vehikel dieses Wort im Namen trägt (ein Fonds gibt keine Wertpapiere heraus, sondern Fondsanteile); Fonds gehören zu den Großanlegern, die solche ABS (sc. „Asset Backed Securities“, der Name für die Anleihen, die ein Verbriefungs- ‚Vehikel‘ herausgibt) kaufen.“*

*Finanzlexikon:., Verbriefung (Asset Securitisation). Unter Asset Securitisation versteht man die Umwandlung eines Bündels illiquider Aktiva (Assets) wie z. B. Darlehensforderungen, Leasingforderungen oder Handelspapiere in liquide Wertpapiere (Securities): Diese stehen mit zukünftigen Cash-flows in Verbindung. Im Rahmen einer Asset Securitisation verschafft sich der Inhaber durch einen Verkauf der Assets an einen Intermediär (eine Zweckgesellschaft = Special Purpose Vehicle) Liquidität. Der Intermediär refinanziert diesen Kauf durch die Emission von Asset-Backed Securities. Die Cash-flows aus den angekauften Aktiva (Asset) decken (backed) die Zins- und Tilgungsleistungen der Wertpapiere (Securities).“*

Dasselbe noch einmal ausführlicher mit den Worten der langen Stellungnahme, die vorher die Schranken schildert, die die Bankenaufsicht dem Kreditgeschäft der Banken setzt, und die ganze Chose vorweg unter den Gesichtspunkt subsumiert, dass die Banken ihrerseits „Regularien wie Regelungslücken gewinnbringend zu nutzen wissen“:<sup>1)</sup>

*„Die einschlägigen, mit großem Erfolg und entsprechender Wucht unternommenen Aktivitäten kreisen um den Begriff ‚Kreditverbriefung‘, mit dem die Umwandlung von Zins- und Tilgungsforderungen an Kreditnehmer in **handelbare** Wertpapiere bezeichnet wird.*

*Vom hierzulande beliebten Hypothekenspfandbrief unterscheiden sich die modernen Techniken allerdings in einem ganz entscheidenden Punkt. Während bei diesem das Kreditverhältnis zwischen Kreditnehmer und Bank unangetastet bleibt, sich die Bank mit dem Pfandbrief unter Weiterverpfändung der ihr eingeräumten Grundpfandrechte nur ‚klassisch‘ refinanziert, ihr Gläubigerverhältnis also um ein Schuldnerverhältnis ergänzt, geht bei der modernen Verbriefung (jedenfalls in der Rein- = Normalform ‚True sale‘) das schuldrechtliche Verhältnis des Kreditnehmers zum Gläubiger (Bank) komplett auf das ‚Verbriefungsvehike‘ - eigens zur Abwicklung solcher Geschäfte gegründete Gesellschaften, vorzugsweise ‚offshore‘ - über bzw. wird unter Vermittlung von Investmentbanken unmittelbar zwischen einem Kreditnehmer und dem Vehikel begründet. Dieses zahlt die ursprünglichen Kreditgeber (je nach Geschäft mit Zu- oder Abschlägen) bzw. den Kredit aus und refinanziert sich*

1) Wir lassen die Ausführungen hier so stehen, obwohl wir, wie schon angekündigt, mit der Erklärung, auf die sie hinaus wollen, und insbesondere mit der Ableitung des Verbriefungsgeschäfts aus dem Interesse, rechtliche Einschränkungen bei der Kreditvergabe zu überwinden, nicht einverstanden sind. Für einen ersten Durchblick durch die Techniken dieses Geschäftszweigs und die Kalkulationen, die darin angestellt werden, kann das Mitgeteilte immerhin hilfreich sein.

durch die Emission einer gestückelten, handelbaren Anleihe (,Kreditbrief, Schuldverschreibung'), die durch die Kredite, in die das Vehikel investiert hat, bzw. den sich hieraus begründenden Zahlungsstrom besichert ist (ABS = Asset Backed Securities).

Die Veranstalter der Verbriefung kennen in der Auswahl der Kreditnehmer aus erster Instanz keine Berührungsgänge, das heißt sie erschließen mit dieser Technik alle Kreditnehmermärkte von Hedge- und Private Equity Fonds über klassische Unternehmensanleihen bis hinunter zum Mittelstand und — nach dem Motto ‚Kleinvieh macht auch Mist' - zum Hypotheken-, Auto-, Kreditkarten- und Konsumentenkredit, wobei ein für die Verbriefung lukratives Kreditvolumen häufig durch die Bündelung einer Vielzahl von Einzelkrediten zu en bloc zu verbrieften Kreditportfolios zustande gebracht wird. Dass die ABS in der Regel an der einschlägigen Börse nicht gehandelt werden, tut der Sache keinen Abbruch; im Gegenteil: den Regeln dieser Börse will man sich ja auch gar nicht unbedingt unterwerfen. Die agierenden Banken bzw. ihre Vehikel setzen voll auf den Direktverkauf ‚over the counter' an die so genannten institutionellen Anleger', also die Profis von Versicherungen, Pensionsfonds, Publikumsfonds und nicht zuletzt Banken.

**Was ist damit erreicht?** Die Bank verabschiedet sich bei diesen Geschäften von ihrer Rolle als Kreditgeber. Sie verkauft von ihr gewährte oder zugesagte Kredite mit Stumpf und Stiel oder wird gleich zum Händler und Makler von bzw. Dienstleister für **außerhalb** ihrer Bücher vereinbarte Kreditverhältnisse: denn darauf kommt es entscheidend an: Keine Bank **macht** die ‚moderne' Verbriefung **selbst**, sondern bedient sich dazu von ihr getrennter Zweckgesellschaften. Und diese Verbriefungsvehikel dienen eben nicht nur der steuerlichen ‚Optimierung', sondern sind vor allem so konstruiert, dass allen aufsichtsrechtlichen Auflagen Genüge getan und so sichergestellt wird, dass das Handelsbuch der Bank von diesen Krediten komplett frei gemacht bzw. freigehalten wird.

**Warum der Aufwand?** Als Kredithändler kassiert die Bank keinen Zins, sondern lässt sich ihre Dienste durch Provisionen und Honorare vergüten. Ohne im klassischen Kreditgeschäft etwas anbrennen zu lassen, nutzt sie für die Steigerung ihres Profits extensiv den Vorteil dieser ‚Off-balance'-Transaktionen, für die sie kein Eigenkapital riskiert (über das die Bankaufsicht wacht), denen sie somit auch kein Eigenkapital unterlegen muss, die also **beliebig vermehrbar bzw. wiederholbar** sind - soviel eben der Markt auf beiden Seiten - Nachfrage nach Krediten und Nachfrage nach Kreditpapieren - hergibt. Kein Wunder, dass die hier besonders engagierten Banken mittlerweile mehr Gebühren und Provisionen als Zinsen einstreichen, was nur die andere Seite der so organisierten **Entschränkung des Kredits**, somit des durch diese Techniken immens aufgeblähten Kreditvolumens ist.

Zur Beförderung des Wachstums will dieser Markt gepflegt und gestaltet werden. Weniger der nach Krediten fragende Markt - wo alles wächst und wachsen muss (außer dem Lohn), ist ein wachsender Kreditbedarf (selbst beim ‚subprime personal') so sicher wie das Amen in der Kirche - als vielmehr der der Geldanleger.

Hierher gehören von den Verbriefungsvehikeln eingesetzte elaborierte Techniken der Anleihekonstruktion wie z.B. die CDOs (‚Collateralized Debt Obligations'). Diese werden abgeleitet aus einem Kreditportfolio, das mit finanzmathematischen Methoden in synthetische Tranchen mit unterschiedlichen Kreditausfallrisiken zerlegt wird, so dass im Ergebnis dem Pensionsfonds als konservativem Anleger, dem Sicherheit satzungsmäßig vorgeschrieben ist und der sich dafür mit einigen Basispunkten oberhalb der Rendite erstklassiger Staatsanleihen hochzufrieden gibt, ebenso ein Angebot gemacht werden kann wie auf der entgegengesetzten Seite dem hochspekula-

tiven Hedgefonds, der für zweistellige Renditeaussichten jedes kalkulierbare Risiko eingeht."

Dazu, wie da „zweistellige Renditeaussichten" zustande kommen, wird noch einiges nachzutragen sein. Zuvor aber noch ein Zitat, das ein anderer Leser mitteilenswert gefunden hat:

ABS Handbuch der BayernLB: „Im Rahmen eines ‚Asset-Backed Commercial Paper Programms“, kurz ‚ABCP‘, verkauft der Originator Forderungen an das Programm, das sich wiederum über die Emission kurzlaufender Commercial Paper am Kapitalmarkt refinanziert. ABCPs werden häufig als ‚Conduit‘ bezeichnet. Ein ABCP weist im Vergleich mit ABS-Strukturen signifikante Unterschiede auf:

Commercial Paper sind kurzfristige Finanzinstrumente mit einer Laufzeit zwischen 7 und 364 Tagen.

Es werden nicht einzelne Tranchen geratet, sondern die komplette Struktur, so dass ein ABCP nur über eine Ratingklasse verfügt....

ABCP-Programme sind revolvingierende Programme, das heißt zurückgeführte Kredite/Forderungen können durch neue Forderungen aufgefüllt werden. Zur Gewährleistung der Liquidität der Struktur wird vom Betreiber des Programms eine Liquiditätslinie zur Verfügung gestellt, die greift, falls der Absatz an Commercial Paper nicht ausreicht, um den Ankauf der Forderungen zu finanzieren. Hierdurch wird der Ankauf der Forderungen auch dann sichergestellt, wenn das SPV aus dem Verkauf der Commercial Paper über zu wenig Liquidität verfügt. Durch das Investment in kurzlaufende Commercial Paper beteiligt sich der Investor somit an einem Forderungspool, der Assets verschiedener Forderungsverkäufer enthält. Das Risiko der Struktur liegt demnach in der Auswahl der Forderungen für das ABCP-Programm sowie in der Ausgestaltung der Struktur...."

So luzide informiert die Fachwelt über ihre gewinnbringenden Machenschaften.

## 2.

Das Geschäft mit den diversen „Commercial Papers" hat in den letzten Jahren einen gigantischen Umfang angenommen. Im vergangenen Sommer ist es zum Erliegen gekommen, mit beträchtlichen und, wie immer wieder zu lesen ist, noch gar nicht vollständig bekannten, geschweige denn aufgearbeiteten Folgen für die Bankbilanzen, aus denen mit der Verbriefung angeblich die Risiken ausgelagert werden sollten. Gegen den Vers, den wir uns darauf gemacht haben, erhebt die lange Zuschrift folgenden Einwand:

„Der Gegenstandspunkt behauptet (zusammengefasst), dass mittels Kreditverbiefung aus einem für sich genommen relativ harmlosen Basis-Kreditgeschäft Wertpapiere generiert werden, diefortan ein **Eigenleben** führen: Durch **zirkulär** aufsich bezogene, vom Basisgeschäft **total emanzipierte** Wertpapiergeschäfte werden in einer **Spekulationsspirale** geradezu schwindelerregende Kurswerthöhen erklommen, wobei in der Aufwärtsspirale allein das Vertrauen in die erfolgreiche Fortsetzung des Geschäfts und demzufolge die auf dieses Vertrauen gestützte tatsächliche Fortsetzung des Geschäfts den (hohen bzw. steigenden) Kurswert rechtfertigt, während jetzt, wenn wegen Irritationen im Basisgeschäft sich Misstrauen - der stets präsente Widerpart des Vertrauens - breit macht, der Absturz ins „Nichts" folgt" -

- und das sei verkehrt.

Von „relativ harmlos“ am Beginn und „schwindelerregend“ am Ende haben wir zwar nichts erzählt. Verkehrt wäre es aber tatsächlich, und dieses Missverständnis haben unsere „Anmerkungen“ offenbar erweckt oder zumindest zugelassen, sich die Kreditderivate, um deren kritische Lage es geht, als ein Börsenpapier mit einem von Tag zu Tag schwankenden „Kurswert“ vorzustellen, der erst durch spekulative Nachfrage in die Höhe getrieben worden und dann mangels spekulativer Nachfrage total abgestürzt wäre. Nein: Diese Papiere sind in der Regel mit einem festen Nominalzins und Verfallsdatum ausgestattet. Sie werden zwischen Investmentbankern und Geldanlegern, großenteils selbst wieder solche Banker, gehandelt. Wenn die Nachfrage danach ausbleibt, haben erst einmal nicht die Käufer und Eigner solcher Papiere ein Problem, sondern der Emittent, der sie verzinsen und zu einem festen Termin zurücknehmen muss. Der ist nämlich davon ausgegangen, die Auszahlung mit den Einnahmen aus dem Verkauf neuer gleichartiger „Securities“ leisten zu können; und das klappt nun nicht. Die Zweckgesellschaft muss in einem solchen Fall Kredit aufnehmen - oft hat ihre Bank ihr gleich eine Kreditlinie eingeräumt -, oder sie muss ihren Schöpfer als Aufkäufer der Papiere in Anspruch nehmen, die sie nicht mehr los wird. Dieser hat in der Regel selber nicht zu knapp in die Anleihen seines Vehikels investiert und erweitert sein entsprechendes Investment gerne, solange er davon ausgeht, dass die Spekulation auf lohnende Verzinsung alsbald wieder losgeht und nur eine zeitweilige Absatzklemme durchzustehen ist.

Eben dies ist seit dem Sommer dieses Jahres nicht mehr der Fall. Eine *Vertrauenskrise* hat um sich gegriffen und am Wertpapierbesitz der weltweiten Anleger- und Spekulantengemeinde Schäden angerichtet, die die Fachwelt mittlerweile auf einige zig Milliarden Dollar beziffert und für die nächste Zeit auf bis zu 250 Milliarden schätzt. Insofern scheint es sich doch weniger um eine Mutmaßung unsererseits als um eine Tatsache zu handeln, dass beim Geschäft mit Kreditderivaten so etwas wie die Bildung und das Platzen einer „Blase“ stattgefunden hat. Nicht nur die *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung* vom 26.8. sieht an den Finanzmärkten sogar eine „*Bewährungsprobe für das Weltfinanzsystem*“ heraufziehen und illustriert das mit dicken Zahlen:

*„Knapp 100 Billionen Dollar beträgt das weltweite Volumen der Kreditverbriefungen nach Angaben des Researchhauses CLSA - doppelt so viel wie der Börsenwert sämtlicher Aktien (50 Billionen \$) oder die jährliche Wirtschaftsleistung aller Länder der Erde (48 Billionen \$). Zuletzt wuchsen vor allem Kreditderivate auf riskante Schuldner ungewöhnlich schnell. Der Derivatemarkt für Kredite hat sich viel schneller entwickelt als die zugrunde liegenden Kredite.“*

Aufschlussreich an dieser Mitteilung finden wir weniger die 15-stellige Dollarsumme, auf die das Geschäft mit Kreditverbriefungen angeschwollen sein soll, als den Hinweis; dass deren Umfang „*sich viel schneller entwickelt (hat) als die zugrunde liegenden Kredite*“. Was sich für den Expertenverstand als unterschiedliche Geschwindigkeit im Wachstum von Krediten und von Kreditverbriefungen darstellt, ist Folge davon und Index dafür, dass das Verbriefungsgeschäft seiner eigenen „Logik“ folgt und die „Securities“ weit über den Umfang der darunter gelegten „Assets“ hinaus vervielfältigt worden sind. Dabei haben schon die Kredite selber in der fraglichen Zeit enorm zugenommen; und das

nicht zuletzt deswegen, weil die Kreditinstitute mit der Verbriefung einen wunderbaren Weg gefunden hatten, dafür fremdes Geld locker zu machen, „Risiken“ weiterzugeben und daran noch mal extra zu verdienen<sup>2)</sup> - wie, dazu gleich mehr. Die Unmenge von Hypothekenkrediten, insbesondere an Schuldner minderer Qualität, deren Zahlungsunfähigkeit die jetzige Krise verursacht haben soll, zeugt jedenfalls schon davon, wie hemmungslos in dem Sektor spekuliert worden ist - man hat da wohl darauf gesetzt, dass die Immobilienpreise immer weiter steigen und Insolvenzen bei den „Subprime“-Schuldnern nichts ausmachen würden, weil aus der Versteigerung der Grundstücke immer noch ein schöner Gewinn herauszuholen wäre.<sup>3)</sup> Auch die riesigen Kredite an „Heuschrecken“, die damit Firmenübernahmen finanziert haben, sind verbrieft worden; und dass sie nur vergeben worden sind, weil sich gleich anschließend über Verbriefungsvehikel ein neues Geschäft damit machen ließ, zeigt sich jetzt daran, dass mit der ABS-Krise auch dieses Kreditgeschäft stockt und schon zugesagte Finanzierungen trotz fälligen Strafzahlungen storniert werden. Auf diese Kreditblase hat die Bankenwelt mit ihrem Markt für „Commercial Papers“ aber offensichtlich eine eigene und noch größere - eben noch „viel schneller“ angewachsene - „Blase“ draufgesetzt: eine Spekulation, die sich von ihrer Grundlage in Bankforderungen, soliden wie aufgeblasenen, *getrennt* hat.

In demselben Sinn aufschlussreich sind die Sorgen, zu denen die plötzliche „Austrocknung“ des Derivatemarktes Anlass gibt und denen eine Gastautorin des *Handelsblatts* folgendermaßen Ausdruck gibt:

*„Die Bewertung der mit Vermögenswerten unterlegten Anleihen, die schlechte Hypotheken enthielten, war überzogen, die Märkte korrigieren das. Beunruhigend ist, dass dies nur der Beginn eines viel längeren Prozesses der Marktanpassung ist. Die US-Notenbank Fed hat versucht, mit ihrer Zinssenkung die Unruhe zu dämpfen. Doch noch sind Hunderte von Milliarden dieser experimentellen Produkte im Markt.“*

- 2) In ihren 10 Jahre alten Handreichungen zu Chancen und Gefahren des ABS-Geschäfts geht die Deutsche Bundesbank noch davon aus, dass die Banken ausschließlich sturzsolide Forderungen an ein Verbriefungsvehikel weiterreichen würden. Dieser altertümliche Zustand ist längst überwunden.
- 3) Ein Leserbrief macht ausdrücklich darauf aufmerksam, dass die US-Hypothekenbanken bei der Kreditierung von Häuslebauern der ärmeren Kategorie von einer immer weiter gehenden Steigerung der Immobilienpreise und entsprechend steigenden Erlösen aus Zwangsversteigerungen im Insolvenzfall ausgegangen seien. Das sei bei der Bildung der nun geplatzten Spekulationsblase mit zu berücksichtigen:

*„Die gesamte Steigerung der Vermögenstitel, die hier vorkommen, ist fiktiv. Die Wertzuwächse der Immobilien haben als einzige ‚Substanz‘ ihr bisheriges und erwartetes zukünftiges Steigen. Die Preissteigerungen sind (mindestens zum Teil) durch die Schöpfung neuer Zahlungsfähigkeit hervorgebracht, deren ‚Substanz‘ nur darin besteht, dass sie in die fiktiven Immobilienwerte investiert wurde.“*

Umgekehrt ist sicher auch richtig - worauf die zitierte lange Zuschrift an einer Stelle hinweist -, dass Banken in die Spekulation auf Wertsteigerungen im Immobiliensektor nicht zuletzt deswegen in so großem Umfang eingestiegen sind, weil sie mit der Verbriefung der entsprechenden Kredite gleich das nächste Geschäft angezettelt habe. Auf die eigentümliche „Logik“ dieses Geschäfts, die sich eben weder in der Spekulation auf einen Wertzuwachs bei den verbrieften Forderungen noch im Weiterreichen des eingegangenen Risikos *erschöpft*, kommt es uns in diesem Zusammenhang an.

*Ihr Wert und ihre Schwankungen sind noch nicht über den Zyklus hinweg getestet worden. Trotz der Zinssenkung durch die Fed ist die Mehrheit der Banken restriktiver bei der Kreditvergabe.... In den nächsten Jahren werden die Märkte für alle möglichen Vermögenswerte, nicht nur Subprime Hypotheken, eine Wertminderung erleben. Viele Unternehmen, deren Möglichkeit, Kapital aufzunehmen, von ihren Bilanzen abhängt, werden wohl enttäuscht werden. Die größte Herausforderung kommt aber auf die Finanzinstitute selbst zu. Sie haben eine hohe Rentabilität genossen, aufgrund einer explosionsartigen Zunahme neuer Produkte - von denen viele sich jetzt selbst zerstören werden. Im Ergebnis wird der Finanzsektor über die kommenden Jahres schrumpfen. Ob das die übrige Wirtschaft mitreißt, steht noch nicht fest."* (G. Fosler, Chefvolkswirtin des US-Conference-Board, HB, 1.10.)

Der Kollaps des Derivatemarkts betrifft demzufolge erst einmal nur diesen, nicht unmittelbar die Gesamtwirtschaft; viele seiner „neuen Produkte“ gehen nicht wegen Insolvenzen unter primären Schuldner kaputt, sondern werden „sich jetzt selbst zerstören“; was die Finanzinstitute da an „Rentabilität genossen“ haben, überschreitet den Schuldendienst kommerzieller und privater Kreditnehmer bei weitem, ist also selbst schon unabhängig davon zustande gekommen: Das alles dokumentiert die *Eigenständigkeit* dieses Geschäftszweigs gegenüber der „übrigen Wirtschaft“. Die wird allerdings auch in Mitleidenschaft gezogen: Soweit die Funktionstüchtigkeit des Kreditsystems insgesamt leidet, stehen Rückwirkungen bevor, die mindestens ein paar Wachstumsprozente kosten dürften - ein Hinweis darauf, *wer* in diesem Wirtschaftssystem *von wem* abhängt.

Zu klären bleibt also auf jeden Fall, was für eine Errungenschaft die modernen Kreditbriefe darstellen, wenn das Finanzkapital auch damit eine richtige Krise hinkriegt.<sup>4)</sup>

### 3.

Unsere Erklärung im vorigen Heft hat den Grund für das ausufernde Wachstum des „Derivatemarktes“ in dessen Gründungsakt ausfindig gemacht: der „Securitisation“ offener Forderungen einer Bank durch ein von dieser oder von ande-

- 4) Eine andere kritische Zuschrift, die gleichfalls großen Wert auf die Klarstellung legt, dass es in dem Fall nicht um in die Höhe getriebene und schlagartig abgesackte Wertpapierkurse geht, deutet an, wie es im Bereich der aufeinander aufbauenden Kreditverbriefungen zugeht:

*„Die hier angesprochene ‚Finanzblase‘ ist anderer Art als die Blase am Aktien- und Derivatemarkt, die 2000/1 geplatzt ist: Das Hochpushen von Kurswerten über Angebot und Nachfrage, die Vermehrung eines ursprünglichen Kapitalwerts, ist hier nicht der Witz... Die Blase hier besteht in der Vervielfältigung der Kreditbeziehungen, damit der G-G'-Geschäfte, die aufeinander gesetzt werden: Bank verkauft Forderungen, SPV verkauft Wertpapiere, ABS-Fonds kauft ABS, Bank kauft Anteile an ABS-Fonds, Bank emittiert Commercial Papers auf ihr Asset usw. Im Prinzip müssen zwar die jeweiligen Verbindlichkeiten aus den Einnahmen bedient werden, die das Asset abwirft, spätestens ab der Stufe 3 (Fonds kaufen ABS) verwickelt sich aber die Kette mit zusätzlichen Kredit- und Derivategeschäften. Der umgekehrte Prozess der Entwertung zeigt dann in krasser Weise auf, dass die Beteiligten auf jeder Stufe der Kette eigenständige Verpflichtungen eingegangen sind: Woraus ein Finanzgeier die Schulden bezahlt, die seine Gläubiger geltend machen, ist denen egal; dann muss halbe andere Geldquelle geopfert werden, wenn die Einnahmen aus dem Asset das Gebrauchte nicht hergeben.“*

ren Kreditmanagern eingerichtetes Verbriefungsvehikel. Schon da wird nämlich das Leihverhältnis zwischen Finanzkapital und kreditnehmender Wirtschaft nicht einfach an Dritte weitergereicht, sondern in einer Weise be- und verarbeitet, die wir nach ihrer formellen Seite hin als „Emanzipation“ gekennzeichnet haben: Banken verwandeln Schulden durch einen Verkaufsakt in ein geschäftlich frei handhabbares zinstragendes Geldvermögen. Sie lassen ein „Conduit“ als Käufer dieser Schulden, als Inhaber und Bewirtschafter des daraus abgeleiteten Vermögens auftreten: Gestützt auf dieses Vermögen und dessen erwartete Erträge emittiert es neue, eigenständige, als Wertpapier handelbare Zinsversprechen. Was diese Geschöpfe verdienen, eignen sich deren Schöpfer unter geeigneten Titeln an; sie investieren auch selber in die Produkte ihres „Conduit“ und kreditieren Spekulanten, die damit selber Geld verdienen wollen. Damit tritt das Finanzkapital aus seinem Kreditverhältnis zu kommerziellen Schuldnern aller Art *heraus* und in ein neues, eigenständiges Geschäftsverhältnis *zu sich selbst*. Mit den Zinsversprechen, für die eine formell oder wirklich selbständige Zweckgesellschaft geradesteht, schafft es aus eigener Machtvollkommenheit - die Macht über Zahlungspflichtige Schuldner ist darin eingeschlossen und zum Ausgangspunkt eines autonomen Manövers herabgesetzt - Objekte für Geldanlagen, also für die Verwandlung von Geld in Kapital; als Kreditschöpfer mobilisiert es *mit* dem Handel und *für* den Handel mit solchen Objekten jede Menge Finanzmittel. So *generieren* moderne Finanzinstitute *für sich und ihresgleichen* eine eigene Klasse „*marktwirtschaftlicher*“ *Reichtumsquellen*.

Das für die Bankenwelt besonders Interessante an dieser Sorte Einnahmequellen besteht darin, dass sie da einen Weg gefunden hat, ihre Forderungen doppelt und dreifach oder gleich x-fach zu verwerten und ohne jeden eigenen Aufwand Erträge zu kassieren. Den Vorschuss, den eine Bank in die Kreditvergabe investiert hat, bekommt sie zurück, verzichtet dafür zwar auf Zinsen - genauer: auf die Differenz zwischen den Zahlungen, auf die sie ein Recht hat, und denen, die sie, tatsächlich oder nur rechnerisch, für das Geld zu leisten hat, das sie verliehen, sowie für das Kapital, mit dem sie ihre Kredite zu „unterlegen“ hat. Eben diesen Überschuss erwirtschaftet stattdessen ihre Zweckgesellschaft. Die tut das, ohne dass dafür mehr Vorschuss geleistet werden muss als das Nötige für ihre Einrichtung, möglichst an einem „Offshore“-Finanzplatz, sowie für ein paar Manager. Und das Erwirtschaftete nimmt sich unter Titeln wie „Beraterhonorar“ die Pate stehende Bank, eventuell gemeinsam mit einer Ratingagentur und einem Kreditausfallversicherer, dies nicht selten Abteilungen derselben Bank.<sup>5)</sup> So fallen nicht bloß regelmäßige Erträge an: Bezogen auf

5) Die lange Zuschrift kennzeichnet dieses Geschäft pointiert folgendermaßen:

*„Die für die Stärkung der Nachfrage nach ABS und das weitere Marktgeschehen entscheidende Spekulation haben jedoch die Banken wieder selbst organisiert: Mit Anlagevehikeln wie dem berühmten Rhineland Funding der IKB. Der einzige Zweck solcher Gesellschaften besteht darin, in länger und langlaufende Kreditpapiere - also das Produkt der Verbriefungsvehikel - zu investieren und sich am sogenannten Geldmarkt, also extrem kurzfristig (eine Woche bis maximal mehrere Monate), durch Herausgabe eigener kurzlaufender Kreditpapiere (besichert durch das*



den gegen Null gehenden Aufwand ist die Rendite enorm - ein schöner Beitrag zur Verzinsung des Bankkapitals, der leicht erklärt, weshalb die Investmentabteilungen, in deren Aufgabenbereich solche Geschäfte fallen, als die renditestärksten Perlen eines Kreditunternehmens gelten. Dabei beschränkt sich die Leistung der Investmentbanker keineswegs darauf, eine Zinsdifferenz zu verbuchen und an die richtigen Adressen zu überweisen. Den „Securities“, die das Verbriefungsvehikel emittiert, verpassen sie eine „Struktur“, denen eine faszinierte Fachwelt „Kompliziertheit“ bis zu völliger „Intransparenz“ bescheinigt. Dahinter steckt - unter anderem und in der einfachsten Fassung - der Kunstgriff, die emittierten Papiere nach Risiko und Zins aufzusplitten. Ein kleiner Teil der ausgegebenen Anleihen, 3 oder 5 % vielleicht, werden mit dem Risiko eines Zahlungsausfalls bei den zu Grunde liegenden Bankkrediten belastet und dafür mit einem außerordentlich hohen Zinsversprechen ausgestattet. Letzteres geht auf Kosten der Verzinsung der Hauptmasse der „Securities“, die dadurch gegen Verlustrisiken weitgehend oder völlig abgesichert sind. Gerne wird auch nur das Ausfallrisiko als solches „verbrieft“, also in Gestalt einer entsprechend „strukturierten“ Obligation ein Zinsversprechen geschaffen, zum Wertpapier „hochgerechnet“ und in Verkehr gebracht, das gar nichts zur Refinanzierung der „Assets“ beitragen muss und erst recht einen enormen Zins abwirft.<sup>6)</sup> Diese Papiere werden „produziert“, um sie mit anderen zinstragenden Vermögenswerten zu einem „Paket“ zu kombinieren, das alsdann, bei passend gewähltem Mischungsverhältnis, eine höhere Rendite abwirft als die zugrunde liegenden Forderungen. Solche „Bündel“ werden ihrerseits wieder als „Unterlage“ verwandt: als „Asset“ für eine nächste Generation von entsprechend angehobenen Zinsversprechen, emittiert von einer nächsten Zweckgesellschaft, einem Hedgefonds oder wem auch immer. Diese Wertpapiere werden gegebenenfalls wieder

*Anlagevermögen des Fonds; ABCPs = Asset Backed Commercial Papers) zu refinanzieren. Mit dieser Finanzierungsstruktur gehen diese Gesellschaften ein Risiko ein, das sich kein Unternehmen der Welt, schon gleich nicht mit 100 USD Eigenkapital, leisten kann - es sei denn eine Bank. So tödlich die Finanzierung, so todsicher ist allerdings der Gewinn dieses Arbitrage-Geschäfts aus der zwar schwankenden, in normalen Zeiten aber normalen Differenz zwischen dem höheren Langfrist- und dem niedrigeren Kurzfristzins....*

*Resultat: Jenseits ihrer Bilanzen und damit jenseits der üblichen aufsichtsrechtlichen Beschränkungen haben die Banken den „Geldmarkt“ mit dem von ihnen per Kreditverbriefung organisierten „Kapitalmarkt“ neu zusammengeschlossen, kassieren nebenbei auch für diesen Dienst am Kunden von ihren Anlagevehikeln gerechterweise jährliche Beraterhonorare in mehrstelliger Millionenhöhe...“*

Die Darstellung, wonach es um den Gewinn aus der Zinsdifferenz zwischen kurz und lang laufenden Anleihen geht und dass auf die Art, „die üblichen aufsichtsrechtlichen Beschränkungen“ umgangen werden, ergänzen wir im Folgenden noch; die Behauptung, ersteres wäre der *einzig* Zweck des Unternehmens, sowie der weniger ausdrücklich gemachte Gedanke, letzteres wäre der wesentliche Sondernutzen, auf den die reglementierte Bankenwelt scharf wäre, kritisieren wir später.

- 6) Das sind dann die berühmt-berüchtigten „Finanzwetten“: Ein Geschäftspartner des SPV kauft das Recht auf einen Ertrag, mit dem sich sein Kaufpreis ansehnlich verzinst; falls das Portfolio des SPV an Wert verliert, verfällt der Kaufpreis, d.h. das Vehikel muss weniger oder nichts davon zurückerstatten, während es seine normalen „Securities“ zum Fälligkeitsdatum zurücknehmen und die Investoren auszahlen muss.

„tranchiert“, i.e. zu einem kleinen Teil, der das weitergereichte Ausfallrisiko übernimmt, mit einem extra hohen Zinsversprechen versehen ... usw.<sup>7)</sup> So wird bei jeder erneuten Verbriefung die Zinsdifferenz in die Höhe „gehebelt“, auf

- 7) Über dieses Verfahren berichtet die FAZ-Beilage „Finanzmärkte“ vom 19. unter der Überschrift „Eine riskante Erfindung“:

*„Allein in Europa wurden im ersten Halbjahr 2007 Verbriefungen mit einem Gesamtvolumen von 281 Milliarden Euro aufgelegt, 70 Prozent mehr als im ersten Halbjahr 2006. ... Die Performance der Verbriefungen dieser Hypothekenkredite an solvente Kreditnehmer war über viele Jahre sehr stabil. Entsprechend wurden die Risikoprämien dieser Verbriefungen immer geringer, was sie für manche Anleger unattraktiv machte.*

*Deutlich höhere Renditen versprochen die ‚neuen‘ Verbriefungsprodukte. Besonders erfolgreich unter den neuen Produkten waren die so genannten CDOs (Collateralized Debt Obligations), die 2006 weltweit ein Volumen von 500 Milliarden Dollar erreichten. Das entspricht einer Verfünfachung seit 2003. Die CDOs sind hochflexibel und werden von Investmentbankern einem Pool von anderen Wertpapieren beziehungsweise Krediten beigemischt. Dieses bunt gemischte Portfolio stellt anschließend die Vermögensmasse für eine neue Verbriefung dar und das Risiko wird weitergereicht. CDOs stellen also Verbriefungen von Verbriefungen dar. ...*

*Die Käufer von CDOs erhalten eine deutlich bessere Marge als die Anleger, die Tranchen aus einfachen Kreditverbriefungen kaufen. Für eine AAA geratete Tranche eines CDOs bekam ein Investor nicht selten eine fünf- bis zehnmal so hohe Marge wie auf eine AAA geratete Anleihe außerstklassige Immobilienkredite - trotz des identischen Ratings. Wie kann das sein? In der Fachwelt werden die höheren Prämien auf die CDO-Anleihen gern mit einem, Komplexitäts- und Liquiditätszuschlag gerechtfertigt. Denn letztlich ist auch das Kreditrisiko höher, wie derzeit viele Anleger zu spüren bekommen.“*

Zur Lösung des Rätsels, das die Autorin C. Schneider hier mit dem Hinweis auf eine rechtfertigende Vokabel und das trotz hohem Rating bestehende hohe Risiko beantwortet, trägt der FAZ-Autor B. Fehr einige Wochen später ein paar erhellende Bemerkungen bei, bevor er sich in seinem Artikel „Die Risikosteuerung entpuppt sich als Pferdefuß“ in eine kindgemäße Erläuterung mathematischer Modelle zur „Korrelation der Kreditausfälle und Risikoprämien“ vertieft:

*„Eine CDO ist zum Beispiel so konstruiert: Ihr unterliegt ein Portefeuille von 100 Unternehmenskrediten mit ehermäßigen Bonitäten von ‚BBB‘ im Gesamtwert von 100 Millionen Euro. Dieses Portefeuille wird in mehrere Tranchen aufgeteilt, wobei die unterste Tranche als Erstes alle im Portefeuille anfallenden Verluste durch Kreditausfälle absorbieren muss. Diese Tranche heißt im Jargon ‚First Loss Piece‘ oder ‚Equity Piece‘ - weil sie wie Eigenkapital (Equity) das größte Verlustrisiko trägt. Ist diese Tranche im Volumen von beispielsweise 3 Millionen Euro ‚erschöpft‘, muss die nächsthöhere ‚Mezzanine‘-Tranche die weiteren Verluste tragen. Die höchsten Tranchen sind dadurch gegen Verluste recht gut abgeschirmt. Die allerhöchste Tranche hat dann beispielsweise ein Volumen von 70 Millionen Euro und eine Bonität von der Bestnote ‚AAA‘.“* Man kann leicht ausrechnen, dass sich die kleine unterste Tranche locker mit 100 Prozent verzinsen lässt, wenn von der Verzinsung der großen oberen Tranche nur ein Prozentpunkt als Preis für Sicherheit einbehalten wird: „... das Verlustrisiko des ‚Equity Piece‘ (ist) sehr groß, das der oberen Tranche sehr gering. Um für dieses Risiko zu entschädigen, muss der Großteil des Prämienvolumens an das Equity Piece ausgeschüttet werden - was auf eine hohe Risikoprämie hinausläuft.“ Den Autor interessieren im Folgenden allerdings andere Verwicklungen: „Viele CDOs sind allerding nicht direkt in Kredite oder Anleihen investiert, sondern vielmehr ihrerseits in strukturierte Wertpapiere (‚CDO auf CDO‘). In solch einem Papier sind dann zum Beispiel 50 Tranchen verschiedener Wertpapiere enthalten, denen ihrerseits zum Bei-

deren Erwirtschaftung es ankommt. Auf die Art - vermutlich gibt es noch ausgefuchstere Methoden - wird gerade das Risiko, das Kreditinstitute mit der Vergabe von Krediten allemal eingehen, nicht bloß weitergereicht, sondern zum Mittel, Wertpapiere mit hoher Rendite zu erschaffen. Deswegen gibt es bei den Verbriefungskünstlern auch nicht bloß „keine Berührungängste“, was die Kreditvergabe an schlechte Schuldner betrifft: Das Interesse von Hypotheken- und anderen Banken, Kredite zu refinanzieren und speziell „schlechte Risiken“ „aus den Büchern“ zu kriegen, verkehrt sich bei den Kollegen von der Investment-Abteilung in das Bedürfnis, Material aller Art zu beschaffen, um es weiterzuverarbeiten. Zinsversprechen werden begründet und zinstragende Wertpapiere - übrigens auch solche mit längerer Laufzeit - emittiert allein auf Basis dessen, dass es Forderungen, welcher Qualität auch immer, zu verbrieften gibt.<sup>8)</sup>

*spiel Hypotheken unterschiedlicher Bonität und aus unterschiedlichen Regionen unterliegen, ferner auch Auto-Kredite, Kreditkartenkredite und Studentendarlehen. Manche CDO-Protefeuille sind dynamisiert, das heißt auslaufende unterliegende Kredite werden durch neue ersetzt. Manchmal sind strukturierte Papiere zudem über mehrere Stufen miteinander verschachtelt. Das macht es für Investoren in der Praxis äußerst schwierig, die ursprünglichen Engagements zu erfassen und zu analysieren. Als weiterer Nachteil der breiten Streuung stellt sich nun heraus, dass viele CDOs zumindest in kleinem Umfang amerikanische Subprime-Hypothekenkredite enthalten... " (FAZ, 9.10.)*

8) Ein Leser, der sich in dem Metier auskennt, ermahnt uns ausgerechnet in Bezug auf dieses Geschäft, die „Kalkulationen der Beteiligten“ besser von „der Wirkung für das Kreditgewerbe insgesamt“ zu unterscheiden:

*„...beim Verkauf von Kreditforderungen: Die Bank möchte vorzeitig an Liquidität kommen, ihre Risiken verringern, Eigenkapitalzinsen sparen etc.; dafür zahlt sie einen Preis: sie verzichtet auf Zinseinnahmen, nimmt einen Abschlag beim Forderungsverkauf hin oder geht noch Garantieverpflichtungen gegenüber dem Conduit ein. Im Artikel wird aber entweder behauptet, schon beim Forderungsverkauf werde ein Gewinn gemacht (Preisaufschlag), was nicht stimmt, oder aber argumentiert, der eigentliche Sinn des Geschäfts sei die Herstellung eines neuen Stoffs (ABS) für weitere G...G'-Geschäfte. Letzteres kommt natürlich dabei heraus, ist aber nicht Movens der Bank.“*

Es mag ja sein, dass manche Hypothekenbank mit dem Verkauf ihrer Forderungen tatsächlich keinen weitergehenden Zweck verfolgt als einen der genannten. Für den Übergang, den das Kreditgewerbe damit vollbringt, ist das aber völlig gleichgültig. Das hat sich da einen Weg eröffnet, „außerbilanziell“, also ohne jeden nennenswerten Kapitalvorschuss Zinsüberschüsse zu erwirtschaften, was der „Eigenkapitalrendite“ enorm zugute kommt. Mit der Zwecksetzung wird dieses Geschäft dann auch betrieben. Nur konsequent ist deswegen auch die Verkehrung, dass nicht bloß Kredite verbrieft werden, um die Bank wieder liquide zu machen, sondern Kredite überhaupt nur vergeben werden, um an den Derivaten zu verdienen. Auch in dem Punkt wirft der zitierte Leserbrief uns „Übertreibungen“ vor:

*„Sicher gibt es im Finanzgewerbe den Standpunkt (Umdrehung des ersten Verhältnisses: Mittelbeschaffung für Kreditgeschäfte), dass Kreditgeschäfte mit Kunden Nachschub für reine Wertpapiergeschäfte zu liefern haben; aber das ist nicht der Handlungsgrund für Hypothekenbanken, auch schlechten Kunden Immobilienkredite aufzudrängen (die wollen halt Zinsgewinne machen und spekulieren auf steigende Häuserpreise, um sich bei Zahlungsausfall der Kunden an der Sicherheit schadlos zu halten - haben sich dabei eben verspekuliert). Wenn wirklich der Fall eintritt, dass eine Bank Kredite nur vergibt, um selber Kredite daraufziehen zu können (Schwindelgeschäft), weil sie Geld braucht, um anderswo fällige Schulden zu bezahlen, dann ist das eine*

Mit diesen „Produkten“ gehen deren Konstrukteure vor allem auf „institutionelle“ Geldanleger, also auf die fürs Investieren sowie auf die fürs Finanzieren von Investitionen zuständigen Abteilungen des Finanzkapitals los. Denen offerieren sie eine ganze Palette von kunstreich bearbeiteten Schulden als Wertpapiere, die geeignet sind, das Geld von Geldanlegern in Geldkapital zu verwandeln, und die Spekulanten die Chance bieten, mit riesigen Krediten aus der Differenz zwischen den Kosten des Kredits und den Erträgen der damit gekauften Anlagepapiere einen Gewinn herauszuholen. Reihum ermuntern die Akteure und Agenturen des Kreditgewerbes einander, auf die Macht zur Geldvermehrung zu vertrauen, die sie als Schöpfer von Kapitalanlagen geltend machen und die sich als Geldquelle bewährt, wenn ihre Kapitalanlagen in der Branche Zuspruch finden und weiterverwendet werden. Als *Geldanleger* sollen Institute, die eigenes oder fremdes Geld zu verwalten haben oder mit viel Kredit auf Zinsmargen spekulieren, „Securities“ kaufen, also darauf setzen, dass deren Emittenten fähig sind und bleiben, die versprochenen Zinszahlungen zu leisten und für die Rücknahme fälliger Papiere einzustehen. Als Schöpfer und Paten von ABS-Emittenten spekulieren Kreditinstitute umgekehrt darauf, dass sich immer genügend Interessenten mobilisieren lassen und die Erträge aus der Bewirtschaftung von Schulden und Zinszahlungen durch ihr „Conduit“ regel-

*Notfallsituation, abernicht das Normale.“*

Für altväterlich gediegene Hypothekenbanken mag das stimmen; das moderne Kreditwesen ist da jedenfalls weiter und macht sich selber der „Übertreibung“ schuldig, die wir lassen sollen:

*„Der Boom bei CDOs und der amerikanische Markt für Baufinanzierungen sind eng miteinander verknüpft. Der wachsende Hypothekenmarkt führte Investmentbanker dazu, CDOs zu erfinden. Um ausreichend Verbriefungsmaterial für die beliebtesten CDOs zur Verfügung zu haben, mussten dann noch mehr Kredite als sonst vergeben werden.“* (aus der schon zitierten FAZ-Beilage vom 19.9.)

Einer dieser Investmentbanker, der sich ganz auf diesen Erwerbszweig, die Herstellung und Vermarktung von „Investments“, spezialisiert hat: R. Fuld, Chef der Investmentbank Lehman Brothers, erklärt dem *Handelsblatt* in einem Interview, wie er die Sache sieht und handhabt - stets ganz im Dienst am Kunden, der freilich manchmal zu dämlich ist für seine intelligente Geldanlage:

*„Nein, es gibt keine Vertrauenskrise der Banken. Entweder haben viele Investoren einfach die Produkte nicht verstanden, die sie in ihrem Portfolio hatten. Oder sie haben nicht damit gerechnet, dass die Preise so stark schwanken würden. Hätten Sie und Ihre Kollegen einen besseren Job machen können? Die Banken haben sich sehr viel Zeit genommen, um die Produkte zu erklären. Aber haben nicht die Investmentbanken komplexe Produkte wie Collateralized Debt Obligations (CDOs) erst geschaffen? Wir haben doch nicht besonders komplexe Produkte ausgebrütet und sie dann unseren Kunden aufgedrängt. Das kommt zwar auch vor, ist aber die Ausnahme. Die meisten Produkte, die wir schaffen, sind auf Wunsch unserer Kunden entstanden, um Risiken abzusichern oder bestimmte Wertpapiere zu verbrieften. Dennoch haben viele Investoren Produkte gekauft, deren Risiken sie gar nicht erkannt haben? Viele Produkte sind in einer Zeit sehr niedriger Zinsen geschaffen worden. Investoren kamen damals zu uns und sagten, wir wollen höhere Renditen. Mit höheren Renditen kommen auch mehr Risiken. Die Investoren haben also selbst Schuld? Die Anleger haben höhere Risiken akzeptiert, um höhere Renditen zu erreichen. ... Portfoliomanager kommen immer noch zu uns und möchten höhere Renditen.“* (HB, 29.10).

mäßig bei ihnen einlaufen. Und weil sich an allen Stationen dieses Kreislaufs Vermögen vermehren lässt, sind Banken gerne gleichzeitig überall aktiv.<sup>9)</sup>

#### 4.

Diese Rechnung ist - in „explosionsartig“ wachsendem Umfang, wie es heißt - aufgegangen; und zwar genau so lange, bis das spekulative Vertrauen der Geldanleger, genauer: des Finanzkapitals in seiner Rolle als Geld- und Kreditanleger, ausgeblieben und damit die Spekulation der Veranstalter und Teilhaber des aufgeblasenen Derivatemarkts in sich zusammengebrochen ist.

Ausgangspunkt dieser Welle des geschäftsschädigenden Misstrauens, die gleich als „US-Hypothekenkrise“ definiert worden ist und inzwischen schon mal umstandslos „Subprime-Krise“ heißt, wird schon der Umstand gewesen sein, dass „einkommensschwache“ Hypothekenschuldner in den USA ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen konnten und besorgte Fachleute die ersten Insolventen gleich zu einer ganzen Pleitewelle hochgerechnet haben.<sup>10)</sup> Das ginge - abgesehen von den Schuldnern - nur die betroffenen Hypothekenbanken etwas an, wenn diese Zahlungsverpflichtungen nicht als Bestandteil des Portefeuilles eines Verbriefungsvehikels eine Karriere zum „Asset“ für die Emission von „Securities“ gemacht hätten. Unter einer versäumten Zahlungspflicht leidet nun der gesamte Vermögenswert des ABS-Emittenten; in welchem Maß, das ergibt sich nicht aus einer einfachen Preisberechnung, sondern ist Sache einer *Bewertung* - schließlich handelt es sich um die als zinstragende Wertsumme fungierende Vorwegnahme zukünftiger Zins- und Tilgungszahlungen aus unsicheren Forderungen -, in die durchaus gegensätzliche Interessen mitsamt den entsprechenden Expertisen professioneller Berater

9) Von „*Finanzriesen wie Citigroup und Merrill Lynch*“ erfährt man z.B. aus gegebenem Anlass, dass diese Kreditinstitute „*in allen Bereichen des Hypothekengeschäfts engagiert*“ sind: „*Sie vergeben Kredite direkt an Hauskäufer, und über ihre Investmentbanking-Sparten verpacken sie die Hypotheken in handelbare Anleihen, die sie an Investoren weiterreichen. Gleichzeitig treten sie als Investoren in Hypotheken-Anleihen auf.*“ (HB, 5.11.) Als Kreditgeber für SIVs, Hedgefonds und Kreditausfallversicherer sind sie außerdem aktiv... Selbstkritisch äußert sich dazu der Vorstandschef der HypoVereinsbank in einem FAZ-Interview: „*Die Banken - und den Vorwurf müssen wir uns alle machen - haben die Risiken durch die Vordertür raus- und durch die Hintertür wieder reingeschaufelt. Denn wir Banken haben selbst in diese verbrieften Produkte investiert und auf diesem Markt Hedge-Fonds finanziert.*“ (FAZ, 23.10.) Hinterher entpuppt sich als unvermeidbares Risiko, was vorher ein optimales Geschäft war.

10) Ein Leser fragt nach: „*Ihr schreibt sinngemäß, nur ca. 4 % der amerikanischen Hausbauerhypotheken wären kritisch. Heute (sc. 31A0.) steht jetzt in der FAZ, der US-Kongress hätte die Anzahl der Häuser, die demnächst zwangsverkauft würden, mit zwei Millionen beziffert. Zwei Millionen Häuser können doch unmöglich nur 4 % sein. Es sind doch nicht 50 Millionen Häuser gebaut worden. Wie passt denn das?*“ Das passt wahrscheinlich so zusammen, dass die 4 % Insolventen, über die im Sommer berichtet worden ist, sich wohl auf schon eingetretene Fälle von Zahlungsunfähigkeit beziehen, während der US-Kongress seine Forderung an die Regierung, heimische Hypothekenschuldner zu entlasten und die Hypothekenbanken einem strengeren Regime zu unterwerfen, mit einer möglichst hoch gegriffenen Zahl demnächst möglicherweise drohender Fälle von Überschuldung unter ‚hard working Americans‘ untermauern möchte.

eingehen; Näheres regeln daher einschlägige Vorschriften. Auf jeden Fall muss das betroffene Vehikel entweder den Wertumfang der Anleihen reduzieren, die es auf seine „Assets“ ausgegeben hat, also auf eigene Rechnung „Securities“ zurückkaufen oder, gleichfalls auf eigene Rechnung, im Umfang des Wertverlustes sein Portefeuille ergänzen. So macht sich praktisch geltend, dass nicht die Gemeinde der primären Schuldner, sondern das SPV Urheber und Garant der Zinsversprechen ist, die es mit seinen Anleihen in die Welt setzt und für die es Geldanleger interessieren muss: Zahlungsausfälle schlagen nicht mehr bloß als Verluste zu Buche, wie sie bei riskanten Schuldnern allemal zu erwarten und in die entsprechenden Zinssätze „eingepreist“ sind, sondern schädigen die Macht des Finanzkapitals in seiner Gestalt als Zweckgesellschaft, verlässliche Zinsversprechen zu schaffen.

Auch dieser Schaden allein hätte sich noch leicht verkraften und mit der Streichung einer Handvoll fiktiver Kapitalwerte wegstecken lassen, wären dem Finanzkapital in seiner Gestalt als Geldanleger und Kreditgeber nicht mittlerweile all die Bedingungen zum Problem geworden, von denen die Verlässlichkeit der zur Geldanlage angebotenen Zinsversprechen tatsächlich abhängt, auf deren Erfüllung also die Käufer solcher Papiere sich verlassen und die Veranstalter eines gewinnbringenden Derivatemarktes spekulieren. Dazu gehört die offene Frage, wie viele Hypothekenschuldner demnächst noch zahlungsunfähig werden könnten: eine heikle Frage zum einen deswegen, weil vom Standpunkt des Verbriefungsgeschäfts aus massenhaft Kredite vergeben worden sind, auf deren pünktliche Bedienung von vornherein kaum zu rechnen war, und weil massenhafte Insolvenzen den Wert der verpfändeten Immobilien drücken. Zum andern kann ein Verbriefungsvehikel nicht gelassen abwarten, welchen Umfang die zu erwartenden Pleiten tatsächlich annehmen und was sich aus den dann fälligen Zwangsversteigerungen noch herausholen lässt, eben weil mit jeder Infragestellung seines Vermögens sogleich seine daraus abgeleitete Macht zur Emission von Wertpapieren auf dem Spiel steht. Außerdem sind die bereits eingetretenen wie die noch gar nicht absehbaren Risiken in überhaupt nicht mehr überschaubarer Art und Menge, auf jeden Fall vervielfacht in die Massenproduktion kunstvoll „strukturiertes“, auf höhere Verzinsung hochgepuschter Derivate eingeflossen; konsequenterweise werden genau die Wertpapiertranchen wertlos, die am meisten zum Zinsertrag solcher Derivate beigetragen haben.<sup>11)</sup>

11) Ein schönes Beispiel dafür bieten die kräftigen Verluste des ‚Brokerhauses‘ *Merrill Lynch*, die dessen Chef den Posten gekostet haben. Im Nachhinein weiß der Fachmann jetzt: *„Als entscheidender Fehler entpuppt sich jetzt der Kauf des Baufinanziers First Franklin für 1,3 Milliarden Dollar. Die Gesellschaft war stark im Geschäft mit Hypothekennehmern geringer Bonität (Subprime) tätig und sollte den Konzern mit einem steten Fluss von Darlehen versorgen, die Merrill dann in CDOs verpacken und weiterverkaufen wollte. So wurde die Bank zum Marktführer im Geschäft mit CDOs. Durch die Subprime-Krise brach das Geschäft jedoch fast völlig zusammen. ‚First Franklin wurde zum völlig falschen Zeitpunkt gekauft‘... Allein bei CDOs gingen 6,9 Mrd. Dollar verloren. Um eine weitere Mrd. Dollar musste Merrill den Wert von Hypothekenprodukten aus dem Subprime-Bereich korrigieren.“* (HB, 25.10.) Beim Konkurrenten *Citigroup* sind noch deutlich höhere Verluste aus dem Geschäft mit „risikanten Hypothekenprodukten“ realisiert worden, obwohl weder zum falschen Zeit-

Hinzu kommen mehrfache Auswirkungen einer jederzeit möglichen Veränderung des allgemeinen Zinssatzes sowie des Zinsaufschlags für besonders wackelige Kredite. Solche Veränderungen beeinflussen nämlich nicht bloß die Menge der zu befürchtenden Insolvenzen, sondern, was für das Geschäft mit den Verbriefungen noch viel entscheidender ist, den Ertrag, der sich aus der Differenz der Verzinsung der „Assets“ und derjenigen der „Securities“ herauswirtschaften lässt. Von den Zinsmargen hängt wiederum das Interesse aller finanzkapitalistischen Akteure ab, auf das die Konstrukteure der einschlägigen Investments spekulieren; vor allem das Interesse von Hedgefonds, die mit großen geliehenen Summen im Geschäft sind, sofern sich nur irgendein Überschuss der zu kassierenden Zinsen über die Kreditkosten erzielen lässt. Wenn dann die Emittenten abgeleiteter Wertpapiere, auf Grund welcher Umstände auch immer, in eine ernste Zahlungsklemme geraten und Kreditlinien in Anspruch nehmen müssen, dann gerät mit den Zinsen, die sie dafür zahlen müssen, das ganze Geschäft in Gefahr, für das sie eingerichtet worden sind; womöglich lohnt sich die Fortführung der ganzen schönen „Wertschöpfungskette“ nicht mehr. Wird ein Vehikel definitiv insolvent, z.B. weil es von seinem Schöpfer fallen gelassen wird, dann stehen Notverkäufe an:<sup>12)</sup> Seine „festverzinslichen“ Anleihen werden ver-

punkt noch die falsche Bank gekauft worden ist: 6,5 Mrd. Dollar im dritten Quartal, bis zu 11 Mrd. Dollar Anfang November. Auch da ist der Chef zurückgetreten. (HB, 6.11.)

12) „An den Kreditmärkten spitzt sich die Lage immer weiter zu. Sowohl in Europa als auch in den Vereinigten Staaten nehmen die Sorgen zu, dass Zweckgesellschaften in nächster Zeit zu Notverkäufen ihrer Wertpapier-Portefeuilles gezwungen sein könnten. Davon wären besonders Anleihen betroffen, in denen amerikanische Hypotheken milderer Bonität („Subprime“) gebündelt sind. Solche Zwangsverkäufe dürften die Kurse dieser Hypothekenspanien drücken. Das wiederum würde den Zweckgesellschaften und ihren Gläubigern deftige Verluste bereiten, könnte den gesamten Markt für solche Papiere in Turbulenzen stürzen und dadurch auch dritte Halter dieser Wertpapiere in Not bringen. In vielen Banken herrscht deshalb Alarm.“

Ein aktueller Fall ist die von der Sachsen LB aufgelegte Zweckgesellschaft „Sachsen Funding I“. Die hat ihre Gläubiger aufgerufen, „ihr mehr Zeit für eine Restrukturierung einzuräumen und für einen weiteren Monat auf die eigentlich fällige Rückzahlung von Forderungen zu verzichten. Andernfalls sei die „Sachsen Funding V“ gezwungen, Wertpapiere aus ihrem Portefeuille zu teilweise hohen Abschlägen zu verkaufen.“ Der wichtigste Gläubiger, durch Übernahme der Sachsen LB zugleich Pate der insolventen Zweckgesellschaft geworden, gibt sich wenig geneigt, dem Antrag zu entsprechen: „Die LBBW, die in der Mitteilung als Halter der Commercial Paper bezeichnet wird, hat laut dem Aufruf von „Sachsen Funding V“ mitgeteilt, dass sie sich aufgrund der Verschlechterung der Marktlage nicht mehr in der Lage sehe, ihr Engagement ‚ohne angemessene Risikobegrenzung für unbegrenzte Zeit‘ aufrechtzuerhalten.“ (FAZ, 8.11.)

Der IKB-Gesellschaft „Rhinebridge“ geht es nicht besser: „Viele SIVs verkaufen jetzt Schritt für Schritt einzelne Anlagen, um auslaufende Schuldverschreibungen bedienen zu können.... Müssen sie allerdings zu viele Anlagen mit Preisabschlag verkaufen, können sie die Schuldverschreibungen irgendwann nicht mehr bedienen. Bei Rhinebridge ist dieser Fall nun eingetreten. Nach Angabe der Ratingagenturen hat die Gesellschaft in dieser Woche auslaufende Papiere in Höhe von 65 MM. US-Dollar nicht bedient.... Das verbleibende Portfolio wird nun zwangsabgewickelt... Der Treuhänder, dem an einem möglichst hohen Preis gelegen ist, muss die Anleihen jedoch

ramscht und kriegen schlagartig doch so etwas wie einen Kurswert, nämlich einen ganz geringen,<sup>13)</sup> bei dem sich für irgendwelche Spezial-Fonds der spekulative Wiedereinstieg lohnt;<sup>14)</sup> alternativ oder außerdem werden seine „Assets“ versteigert und erzielen Preise, die offenbaren, wie fiktiv ihr Vermögenswert nicht nur dem politökonomischen Grund, sondern auch der Höhe nach war. Die Banken, die auf beträchtlichen Posten diverser „Commercial Papers“ sitzen, stehen vor der Wahl, den Offenbarungseid über deren Wertlosigkeit entweder in der Hoffnung auf bessere Zeiten, in denen die Dinger wieder Zuspruch finden, aufzuschieben - was freilich nur den geschäftsschädigenden Verdacht nährt, dass bei ihnen noch haufenweise „Leichen im Keller“ liegen - oder beherzt zu leisten und mit milliardenschweren Abschreibungen wiedergewonnene Seriosität zu demonstrieren - was ihnen freilich auch nicht unbedingt

*nicht gleich auf den Markt werfen... Mit kräftigen Abschlägen ist zu rechnen: Mehr als die Hälfte des Vermögens sind... Wertpapiere mit Bezug zum (!) US-Immobiliensegment milderer Bonität (subprime). Müsste Rhinebridge die Anlagen mit einem Abschlag von 30 Prozent verkaufen, könnte die Gesellschaft Schuldverschreibungen in Höhe von 791 MM Dollar nicht mehr bedienen.“ (HB, 22.10.)*

- 13) Weiter mit dem Fall „Sachsen Funding I“ und deren Gesuch um Zahlungsaufschub: *„Sollte der Zahlungsaufschub nicht gewährt und eine Zwangsliquidation nötig werden, drohe den Haltern der nachrangigen Papiere ein Totalverlust. Nach eigenen Angaben ist Sachsen Funding V in 74 unterschiedliche Hypothekendarlehen investiert, und dabei vor allem in Tranchen sehr guter Bonität. Nach der Bewertung von Moody's seien 95,8 Prozent und nach der Bewertung von S&P 99,69 Prozent in Tranchen mit der besten Bonitätsnote ‚AAA‘ investiert...“* Aber es hilft nichts: *„Aus diesen Angaben - dem hohen Anteil von ‚AAA‘-Tranchen im Portefeuille und der Androhung eines Totalverlusts für die nachrangigen Finanzierungspapiere - lässt sich schließen, dass inzwischen selbst ‚AAA‘-Tranchen mit hohen Kursabschlägen gehandelt werden.“* Und das gilt nicht bloß für das sächsische Vehikel, sondern allgemein: *„Das zeigen auch die ABX-Indices für Subprime-Hypothekendarlehen: Der Index für ‚AAA‘-Tranchen ist auf 89 Prozent abgesackt, der Index für die ‚AA‘-Tranche auf 60,5 Prozent. Die ‚A‘-Tranche liegt bei 36,6 Prozent. Darin spiegelt sich, dass der Markt nun auch der A-Tranche ein hohes Risiko eines Totalausfalls beimisst. Der Gesamtmarkt für Subprime-Hypotheken“* - gemeint sind Forderungspakete, die im Interesse einer interessanten Verzinsung auch Hochrisiko-Anteile enthalten - *„wird auf 1,2 Billionen Dollar veranschlagt. Schätzungen zufolge dürfte das Finanzsystem 20 bis 25 Prozent als Verlust verkraften müssen.“* Das wären immerhin 250 Milliarden. Um die Konsequenzen zu überblicken, muss man allerdings schon Experte sein: *„Fachleute befürchten, dass dies viele Banken treffen wird.“ (FAZ, 8.11.)*
- 14) *„Die zum Allianz-Konzern zählende Anlagegesellschaft Pacific Investment Management Co (Pimco) hat im großen Stil in Wertpapiere investiert, die mit angesetzten Hypothekendarlehen besichert sind. ... Pimco habe in den vergangenen Monaten für mehr als 5 Milliarden Dollar derartige forderungsbesicherte Wertpapiere ... gekauft und wolle weitere Titel im Wert von 2 Milliarden Dollar erwerben. ... Dem Bericht zufolge hat Pimco bei seinen Käufen von Liquidierungen einzelner strukturierter Investmentvehikel (SIV) profitiert. ... Nach Darstellung des Fondsmanagers sind mit Hypothekendarlehen besicherte Wertpapiere unproblematisch, solange der Preis stimmt(!)“ (FAZ, 30.10.)* In seinem *Handelsblatt-Interview* gibt der Chef von Lehman Brothers gleichfalls zu Protokoll: *„Die Krise hat auch neue Chancen eröffnet. Wir können jetzt Dinge tun, die es vor drei Monaten noch gar nicht gab. Der Kauf von notleidenden Krediten gehört dazu. Wir werden hier noch viel aktiver werden.“ (HB, 29.10.)*



geglaubt wird.<sup>15)</sup> So oder so stellt sich ganz praktisch heraus, dass die Kreditbriefe und derivativen „Commercial Papers“, mit denen da gewirtschaftet worden ist, alles andere als den solide abgesicherten Wert von „Assets“ abbilden und umgekehrt diese „Assets“ den Erfolg des Geschäfts, das unter Berufung auf sie und unter Verwendung ihrer Erträge veranstaltet und vervielfacht worden ist, überhaupt nicht absichern: Das Geschäft funktioniert nur genau so lange und die Geschäftsartikel behalten nur so lange ihren Wert,<sup>16)</sup> wie Veranstalter und Anleger auf eine fürs jeweils eigene Interesse ergiebige Fortsetzung und Ausweitung ihres Engagements setzen. Wenn Geldanleger und Investmentmanager keine Bereicherungschance mehr sehen und ihre spekulativen Engagements absagen, dann gibt es folglich auch dort kein Halten mehr, wo bei den verbrieften Bankkrediten selber noch alles in Ordnung ist, z.B. bei den Hypothekenschulden gesunder Firmen:<sup>17)</sup> Praktisch, bei ihren Anlageentscheidungen,

15) Die Abschreibungen amerikanischer Banken summieren sich mittlerweile auf einige Dutzend Milliarden Dollar; und jeder „Bereinigung“ folgt der erneute und verschärfte Verdacht, dass da noch viel mehr nachkommt. Die am stärksten betroffenen US-Banken bemühen sich daher um einen dritten Weg: Sie planen einen 100-Milliarden-Dollar-Fonds, der ihre nicht mehr handelbaren und insofern wertlosen Wertpapiere aufkauft und aufbewahrt, bis sie eventuell doch wieder Interesse finden und einen Wert kriegen, und auf die Art das Vertrauen in ihre Bilanzen wiederherstellt. Für so einen Hochrisikofonds müssen sich allerdings auch erst einmal die Kreditgeber finden - und ein Modus zur Bewertung solcher Kredite. Am besten wäre es wahrscheinlich, sie gleich wieder durch ein Super-Vehikel verbiefen und von dem Fonds selber aufkaufen zu lassen...

16) Hier macht sich auf einmal als *Nachteil* dieser so wunderbar abgesicherten, nämlich festverzinslichen und forderungsunterlegten Papiere geltend, dass sie *nicht* an der Börse gehandelt werden, die täglich und minütlich ermittelt, wie viel der spekulative Reichtum der Investoren gerade wert ist: Ohne Käufer haben die diversen Kreditbriefe überhaupt keinen Marktpreis. Das macht den Beteiligten nicht zuletzt deswegen zu schaffen, weil sie verpflichtet sind, ihre Wertpapierbestände in ihren Bilanzen zum Marktpreis zu bewerten. „*Wollen die Banken die ominösen Schuldtitel nicht veramschen, müssen sie die Papiere mit Modellen bewerten. Dabei benutzen sie die Preise von Firmenbonds mit ähnlichen Kreditratings.*“ (HB, 6.11.) Sie dürfen auch andere Modelle benutzen; die öffentliche Gewalt ist da sehr entgegenkommend. Das sollte allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass *denpolitisch* zu entscheidenden *Rechtsfragen* bei der Bewertung der Kreditderivate der *ökonomische* Tatbestand zugrunde liegt, dass der Wert dieser Papiere eben eine Frage ihrer *Bewertung* ist.

17) „*Die Finanzkrise erfasst weitere Segmente des Kreditmarktes. Nach den aufprivaten Immobiliendarlehen basierenden Wertpapieren fassen die Anleger nun auch die gewerblichen Hypothekenkredite nur noch mit der Kneifzange an., Die Milliardenabschreibungen der amerikanischen Investmentbanken drücken auf die Stimmung' ... Sollten sich die Risikoauflschläge nicht wieder einengen, könnten einigen Banken weitere Abschreibungen ins Haus stehen und manche Zweckgesellschaften zu Notverkäufen gezwungen sein. Die zunehmende Skepsis der Anleger lässt sich am zuletzt kräftig gestiegenen CMBS-Index des Jahres 2006 abmessen. Diesermisst die Risikoauflschläge für im vergangenen Jahr aufgelegte Wertpapiere, die mit gewerblichen Immobilienkrediten unterlegt sind (, Commercial Mortgage Backed Securities'). Dieser Teil des riesigen Marktes für forderungsbesicherte Wertpapiere war anfangs unbehelligt geblieben. ... Doch die hohen Abschreibungen großer Banken wie Merrill Lynch und Citigroup haben die Anleger weiter verunsichert - sie ziehen sich aus weiteren Marktsegmenten zurück. ... In Amerika wurden im vergangenen Jahr CMBS-Papiere im Wert von 200 Milliarden Dollar ausgegeben. Die Gefahr: Wenn die Nachfrage der Anleger niedrig*

täuscht sich die Geschäftswelt eben gar nicht darüber, dass, wer in Kreditderivate investiert, nicht einfach an Stelle der Bank Zinsen kassiert, sondern auf einen Emittenten und dessen Künste bei der „Strukturierung“ der zinstragenden „Produkte“ setzt.

## II. Kritik & Gegenkritik

### 1.

Das alles sieht das zitierte ausführliche Kritikpapier zu unseren „Anmerkungen“ anders. Es mahnt nicht bloß eine deutlichere Unterscheidung zwischen Kreditbriefen und Börsenpapieren an, sondern verwirft die Erklärung, die von der Krise eines gesamten Geschäftszweigs auf den eigentümlich fiktiven Charakter der darin akkumulierten Vermögenswerte schließt und daran die Macht des Finanzkapitals zeigen will, solche Werte zu schaffen und zu vernichten. Dabei wird keineswegs in Abrede gestellt, sondern im Gegenteil betont, dass das moderne Kreditgewerbe, insbesondere bei der Finanzierung von Firmenübernahmen durch Private-Equity-Fonds, „in ganz neuen Dimensionen“ Schulden aufhäuft,

*„die durch die damit in Gang gebrachten Geschäfte nicht gedeckt sind bzw. durch die damit gekauften Vermögenswerte‘ (Immobilien, Firmen, Aktien) nur insofern gedeckt sind, als die Preise im Vertrauen auf weiter steigende Preise für solche ‚Assets‘ bezahlt worden sind.*

*Wegbereiter und Ingangbringer für diese Kreditaufblähung sind in der Tat die modernen Kredit(refinanzierungs)techniken.*

**Entscheidend aber: Die von der Finanzszene angewandte Methode** jedoch, diese Kreditsummen und die damit einhergehenden Ausfallrisiken zu ‚verbriefen‘, diese ‚Kreditbriefe‘ unter das weltweite Finanzkapital zu ‚verteilen‘ = daraus für dieses eine Kapitalanlage zu machen und so die Kredite zu (re)finanzieren (und das durchaus in mehreren, aufeinander aufbauenden Stufen), **ist dagegen der** im Artikel woraus auch immer abgeleiteten fulminanten, von jedem Bezug auf das Basisgeschäft total emanzipierten **Aufblähung nichtfähig.**

**a. Das liegt am Charakter dieser Wertpapiere.** Produkt der Verbriefung - und zwar unabhängig davon, ob das verbriefende Vehikel als Vermögen die originalen Basis-kredite hält und bereits selbst in Anleihen und/oder ABS investiert hat - sind nichts anderes als Kreditbriefe, das heißt **Schuldverschreibungen** mit einer definierten, festen Laufzeit (= einem meist endfälligen Tilgungsversprechen) und einem vereinbarten Zins (wie immer der gestaltet ist, als Festzins, variabler Zins, als Disagio bei Zerobonds u.a.m.) - und **nicht, Fondsanteile**, die man behält, so lange es einem gefällt (= sie im Wert steigen?) und die man dem Fonds ‚zurückgibt‘ (z.B. GSP 3-07 S.90), wenn das Gegenteil der Fall ist.<sup>18)</sup>

*bleibt, stehen insbesondere den Investmentbanken hohe Abschreibungen ins Haus.“* (FAZ, 6.11.) Generell gilt inzwischen: „Obwohl die höherwertigen Produkte noch nicht von Zahlungsausfällen der Hypothekenehmer betroffen sind, gibt es für CDOs im Moment keine Abnehmer. Dadurch ist ihr Wert enorm gesunken und kann noch weiter zurückgehen.“ (HB, 9.11.)

18) Wenn das Vehikel, das kein Fonds ist, daraufrechnet und darauf angewiesen ist, dass die Kundschaft ihm seine Anleihen nach deren „Endfälligkeit“ wieder abnimmt, und auf dem Schlauch steht, wenn das nicht passiert, dann kommt das freilich so ziemlich auf dasselbe heraus.

b. Jeder Emission einer Schuldverschreibung durch so ein Vehikel ist ein insolvenzrechtlich abgetrenntes Portfolio von Assets (siehe a.) zugeordnet = das unterlegte Pfand. Vertraglich ist festgelegt die (von einem Treuhänder zu überwachende) Verwendung der aus diesem Vermögen zu realisierenden Zahlungsströme (Zinsen + Tilgungen) für die auf dieses Sondervermögen bezogenen Ansprüche: das sind die Gebührenansprüche diverser Dienstleister (das Vehikel selbst, der Treuhänder, die Depotbank, Ratingagenturen u.a.), nicht zuletzt aber die Zins- und Tilgungsansprüche der Investoren. Dabei ist die Reihenfolge, in der die Ansprüche bedient werden, ebenso festgelegt wie die Quote. Ebenfalls vertraglich vereinbart ist die Verteilung des Ausfallrisikos auf Seiten der Assets, und wie die Übernahme dieses Risikos honoriert wird. Geht das Risiko an die Investoren (insgesamt oder vorzugsweise' an die Zeichner einer entsprechenden Juniortranche') über (von ‚aufbürden‘ (GSP 3-07 S.92) sollte man hier lieber nicht reden), kassieren sie dafür marktgerechte Zinsaufschläge. Verbleibt das Risiko bei der Zweckgesellschaft, bedient sie aus dem Cashflow der Assets entweder eine Kreditausfallversicherung oder steckt die in ihm enthaltenen Risikoaufschläge in einen Ausfallrisikotopf usw.

Unzutreffend deshalb die Vorstellung, dass die ‚Wertpapiere‘, die so eine Zweckgesellschaft ‚auf den Markt‘ (wirft)... ihr Maß nicht ... im ausgewiesenen Wert des Fondsvermögens' (das aus nichts anderem besteht als dem Recht, die aus den eingegangenen Kreditverhältnissen zu realisierenden Zahlungsströme in Form von Zins- + Tilgungszahlungen zu vereinnahmen), (haben); diese Vermögenstitel sind eben ‚Unterlage‘, nicht Schranke für die Einsammlung von anlagewilligem Geldkapital. Und das Rendite- und Wachstumsversprechen, das diese Wertpapiere enthalten, das sie zu einer nächsten Form der Geldkapitalanlage macht und mit dem der Fonds Anleger anlockt, ist durch nichts weiter, gedeckt' als durch das Versprechen des Emittenten, aus dem zugrunde liegenden Vermögen einen Zuwachs herauszuwirtschaften; mit welchen Methoden auch immer. Es ist noch nicht einmal ein Recht auf Verzinsung, sondern die reine Spekulation aufgelingende Geschäfte: das Vertrauen auf die Leistungsfähigkeit der Geldvermehrungs-, ‚Strategie‘ des Fonds (die ‚Strategie‘ ist identisch mit den Konditionen der Kreditbriefe, die der Fonds emittiert, d.h. wie und wofür der Cashflow der ‚Unterlage‘ verwendet wird, wer welches Risiko trägt usw. Damit ist der ganze Käs gegessen!), womit dieser Geldanlagen mobilisiert und auf sich zieht. Deswegen sind es auch nicht einfach die ‚Assets‘ und deren Zinserträge, die darüber entscheiden, was die ‚Securities‘ taugen: ob sie überhaupt Abnehmer finden und zu welchem Preis und zu welchen Konditionen.' (GSP 3-07 S.86).

c. Die Schuldverschreibungen werden zum Nominalwert oder (je nach Zinsausstattung, die sich am Marktzins für Produkte gleicher Laufzeit und Bonität messen lassen muss) mit einem Agio oder Disagio an die Investoren verkauft - das heißt der Kurswert dieser Papiere trennt sich möglicherweise von Beginn an von ihrem Nominalwert -, ab da nach den vereinbarten Regeln mit Zinsen bedient und am Ende der Laufzeit getilgt.

d. Am Ende der feststehenden Laufzeit ist der Kurswert dieser Papiere per definitionem 100 % des Nominalwerts oder kleiner. Letzteres aber nur, wenn aus dem Sondervermögen nicht die versprochene Tilgung bedient werden kann, weil originäre Schuldner mit Tilgungsleistungen ausgefallen sind, die das Maß übersteigen, für das auf die eine oder andere Weise Vorsorge getroffen worden ist (siehe b.).

e. In der Zwischenzeit ändert sich der Kurs mit dem Marktzins sowie bei Veränderungen der Bonität der unterlegten Assets. Auf solche Änderungen wird beim Kauf und Weiterverkauf solcher Papiere während der Laufzeit selbstverständlich spekuliert. Die Kursausschläge sind auf dem Rentenmarkt aber vergleichsweise bescheiden (etwa +/-

5 %, wenn 's hoch kommt +/-10 %; mit Ausnahme nach unten, wenn Kredite ausfallen bzw. auszufallen drohen, was allerdings nicht der Witz an der aktuellen Lage ist) und umso bescheidener, je geringer die Restlaufzeit ist.

Wie schon gesagt: Mit Rentenpapieren, auch wenn sie über mehrere Stationen weitergereicht, jedes Mal neu gemischt, strukturiert und wieder verbrieft werden (unter so Arbeitstiteln wie Bonitäts- oder Zinsarbitrage), ist jedenfalls die im Artikel unterstellte totale Emanzipation vom Basisgeschäft nicht zu machen, damit auch nicht der ‚Weg der autonomen Selbstbereicherung‘ (GSP3-07S.85) = die zirkelhafte Wertsteigerung dieser Papiere auf Höhen, an denen gemessen das Basisgeschäft ein ‚Nichts‘ (GSP 3-07 S.93) ist. Und wo die Höhe fehlt, ist auch kein Absturz möglich.

**Damit fällt die Argumentationslinie des Artikels weitgehend in sich zusammen."**

Die Finanzkrise, die derzeit immer weitere Kreise zieht, stellt sich im Licht dieser Zurückweisung unserer „Anmerkungen“ als bloße Unterbrechung eines Refinanzierungsgeschäfts dar, das im Grunde gar nicht problematischer sei und auch gar nicht sein könne als die refinanzierten Kreditgeschäfte selber. Aus dem zeitweiligen Abbruch eigentlich fälliger Transaktionen ergäben sich zwar vorübergehend Liquiditätsprobleme bei den Banken, die für die Refinanzierung ihrer Refinanzierer mit zugesagten Krediten geradestehen müssen, aber kaum Schäden, die über Zahlungsausfälle bei den „Primärschuldnern“ und die entsprechenden, im Grunde geschäftsüblichen und im Zins „eingepreisten“ Abschreibungen hinausgehen: In den betroffenen Banken wird

*„nachgezählt, nicht ob, sondern um wie viel man sich übernommen hat in Sachen Eigenmittelunterlegung der herausgegebenen Kredite: Wie weit die Freiheit zur Kreditschöpfung also schon eingeschränkt, wenn nicht überstrapaziert ist“ - für die Banken durchaus „ein Problem, nämlich mit der **Bilanzierung**, die auf der Aktiv- = Vermögensseite nach dem Niederstwertprinzip erfolgen muss. ... Da diese Buchverluste nicht wenige Bankbilanzen überstrapazieren würden, mauscheln aktuell Bankenvertreter, Bankaufsicht und die Internationale der Wirtschaftsprüfer aus, wie das Problem konstruktiv bewältigt werden kann. So was ist beim letzten Börsencrash mit viel Kreativität bei der Gestaltung der Bilanzen von Versicherungen gelungen und wird wohl auch dieses Mal gelingen.“*

Unsere Behauptungen über einen Umschlag einer autonomen, vom Basisgeschäft mit Hypothekenkrediten emanzipierten Selbstbereicherung des Finanzkapitals in eine ebenso eigengesetzlich ablaufende Selbsterreicherung, eine Vernichtung zuvor geschaffener verzinslicher Vermögenswerte, wären folglich eine haltlose Übertreibung.

Doch so fundamental haben wir uns dann doch nicht getäuscht. Die „Übertreibung“ liegt schon mehr in der Natur der Sache; und mit der Zurückweisung unserer „Argumentationslinie“ liegt das Kritikpapier falsch - tatsächlich und grundsätzlich.

## 2.

Das Bankgewerbe ist weltweit dabei, echte Verluste in zwei- bis dreistelliger Milliardenhöhe zu realisieren; ganze Geschäftszweige sind monatelang lahm gelegt. Kreditmanager hoffen und setzen darauf, dass der Derivatehandel bald wieder „anspringt“ und ihnen weitere Abschreibungen erspart; auch das ist kein Anzeichen dafür, dass hier bloß die Bilanz manipuliert werden muss, sondern

eher ein Beleg dafür, dass das Geschäft mit Kreditverbriefungen *als solches* eine spekulative Angelegenheit und mit dem Ausbleiben von interessierten Spekulanten in eine wirkliche Krise geraten ist. Insofern kommt die Kritik auf den ersten Blick einem Dementi der Sachlage gleich. Und das ist insofern auch kein Wunder, als das Referat über die Technik des Verbriefens dort Halt macht und sich mit pauschalen Hinweisen begnügt, wo in der Realität das große Geschäft mit dem „Weiterreichen“ von Bankschulden erst anfängt. Mit einem Streit darüber, ob die aufgeblasenen „Commercial Papers“, die das Kritikpapier selber als „hochriskant“ bezeichnet, und anderer Hightech-Mist der Finanzindustrie einer Kreditblase zuzurechnen ist, ist es bei den vorgebrachten Einwänden aber nicht getan.

Die Kritik kommt so daher, als wären die betont korrekte Darstellung des Procedere beim Verbriefen von Bankkrediten und Hinweise auf die Geschäftsüblichkeit und die rechtliche Ordnung der Sache auch schon Argumente gegen eine politökonomische Erklärung, die - so wie wir das, offenbar nicht verständlich genug, versucht haben - auf die Einordnung dieses speziellen Spekulationsgeschäfts in das System des Finanzkapitals hinaus will. Was uns daran irritiert, ist die Tendenz, die sich auch in einer anderen, auf Genauigkeit drängenden Zuschrift geltend macht: über die Leistungen dieses ganzen Sektors in der Weise nachzudenken, dass man sich dessen teilweise tatsächlich verzwickte Techniken verständlich macht und damit auch schon deren ökonomischen Inhalt für erklärt hält. Auffällig ist das z.B. bei der Zurückweisung des Ausdrucks „Strategie“. Mit dem wollten wir unterstreichen, dass die Zweckgesellschaft, derer sich das Finanzkapital zur Verbriefung offener Forderungen bedient, keineswegs einfach die Erträge ihres Vermögens an die Käufer ihrer Anleihen weiterreicht; dass sie vielmehr als Emittent eigener Zahlungsverprechen auftritt, die als Instrument zur Verwandlung von Geld in Geldkapital gewürdigt werden wollen, und dass diese Papiere für das spekulative Interesse von Investoren zurechtgemacht werden, damit die zugreifen und die Spekulation des Schöpfers solcher Investments auf regelmäßige Erträge ohne nennenswerten Kapitalvorschuss aufgeht. Die Kritik an dem Ausdruck kehrt die Blickrichtung schlicht um, befasst sich nicht mit dem Zweck, für den die Kreditbriefe mit allerlei „komplexen“ Konditionen ausgestattet werden, sondern beharrt darauf, dass es sich bei dem, was wir so verwegen als „Strategie“ titulieren, doch in der Sache um nichts weiter handelt als, ganz banal, um die Konditionen und Verwendungsweisen eines „Cashflow“. Die *Üblichkeit* von berechnend zurecht-konstruierten Geschäftskonditionen als Einwand gegen deren *Zweck* - das mögen wir nicht gelten lassen.

In ganz ähnlichem Sinn äußert sich das andere sachkundige Kritikpapier - im Anschluss an das zu Anfang wiedergegebene Zitat aus einem Finanzlexikon zum Stichwort „Verbriefung“ - zum

*„Ausgangspunkt der Wertschöpfungskette‘. Eine Bank verleiht laufend Geld an Kreditnehmer. Dieses Geld ist weg, aber die Bank hat es nicht verschenkt: Sie schreibt sich die verliehenen Summen als Kreditforderungen in die Bilanz; diese Forderungen (auf Rückzahlung = Tilgung) sind ihr Vermögen (Asset). Man kann das auch so ausdrücken: Sie ernennt sie zu ihrem Vermögen, behandelt die Forderung, als wäre sie so gut*

wie zurückgezahlt. Aber so ist das halt bei einem Unternehmen, das mit Kredit Geld verdienen will: Die Bank setzt darauf (Spekulation), dass der Geschäftspartner seine Schulden bei ihr bedienen kann (als Preis erhält sie ja immerhin einen Ertrag, den Zins); umgekehrt setzt der Kreditnehmer darauf, Tilgungs- und Zinsansprüche der Bank bedienen zu können. Der Unsicherheit bzgl. Rückzahlung trägt die Bank bei ihrer Bilanzierung Rechnung, indem sie differenzierte Wertberichtigungen bei ihrem Forderungs-Vermögen vornimmt (Abschreibungen). Völlig falsch ist die Vorstellung, die Bank würde erwartete zukünftige Zinszahlungen per Kapitalisierung in diese Vermögenswerte (Assets) hineinrechnen; nein, die Kreditforderungen, die in der Bilanz als eine Abteilung Vermögen ausgewiesen werden, sind die (um bereits erfolgte Tilgungsleistungen reduzierten und eventuell wertberichtigten) Rückzahlungsansprüche aufgrund der verliehenen Geldsummen. Zinszahlungen tauchen nicht in der Bilanz (Bestandsgrößen zu einem Stichtagszeitpunkt), sondern in der Gewinn- & Verlustrechnung (Erfolgsgrößen) als Ertragsbestandteil (Zinserträge) auf."

Im Tonfall einer Konzession an eine extravagante Sprachregelung erwähnt die Zuschrift die Gleichung, an deren Erklärung der Artikel sich abmüht - die Bank gibt nicht bloß Geld, eigenes und fremdes, an Figuren weiter, die sie damit zu ihren Schuldnern macht, sondern sie verwandelt das Recht auf künftige Erträge, also noch nicht geschaffenen Wert, in ein Wertpapier, das nicht bloß diesen Wert als gegenwärtigen gültig repräsentiert, sondern sogar Wertzuwachs verspricht; und sie gibt zu verstehen, dass das bei einer Bank *ganz normal* - „halt so“ - ist. Die eigentümliche Leistung, dass hier eine Spekulation Wert schafft, wird in die Banalität zurückgenommen, dass Schuldner wie Gläubiger auf zukünftig zu entrichtende Zahlungen setzen; das Augenmerk wird darauf gerichtet, dass die Kredit gebende Bank an dem Risiko, das sie mit dem Herleihen von Geld eingeht, „*immerhin*“ verdient und es außerdem in ihrer Bilanz zu verbuchen versteht. Dass die verliehene Hauptsumme und die Zinserträge in der Buchhaltung an ganz verschiedenen Stellen ausgewiesen werden, dient dann als Widerlegung des Arguments, auf das der Artikel hinaus will: dass das Finanzkapital es glatt hinkriegt, jedes Stück Geld, auf dessen regelmäßigen Zufluss es ein Recht hat, ungeachtet dessen, dass der darin dargestellte Wert erst noch geschaffen und realisiert werden muss, zu einer *Geldquelle* „hochzurechnen“ und diese Fiktion als ein wirkliches, Erträge abwerfendes Stück Geldkapital in einen ganz speziellen Handelsverkehr zu bringen. Zugegeben, man muss sich nicht unbedingt für das Verhältnis zwischen dem Dienst des Finanzkapitals am Finanzbedarf der kapitalistischen Gesellschaft und seiner Macrit über die erwirtschafteten Erträge interessieren - Experten interessieren sich ohnehin bloß für Gewinnchancen und Verlustrisiken -; und der Schluss auf dieses Verhältnis, den der Artikel hat ziehen wollen, ist offenbar zu undeutlich ausgefallen. Abkaufen lassen wir uns den aber nicht, schon gar nicht durch einen Verweis auf den Unterschied zwischen der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung einer Bank.<sup>19)</sup>

19) Deswegen möchten wir, nebenbei, auch die aus einem Fachlexikon zitierte Definition von „*Asset Securitisation*“ nicht einfach unkommentiert für sich sprechen lassen. Für das Finanzlexikon ist nur von Interesse, wie ein „*Intermediär*“ einem Gläubiger dazu verhilft, illiquide Aktive in liquide Wertpapiere - also immerhin: weggegebenes Geld in handelbares Geldkapital - zu verwandeln; es ist völlig zufrieden mit der Aus-

### 3.

Das Bemühen, unsere Behauptungen gewissermaßen zu entdramatisieren, hat ehrenwerte Motive. Die Autoren bewegt die Sorge, wir würden womöglich einen falschen Unterschied machen zwischen dem redlichen Normalgeschäft des Kreditgewerbes im Dienst am kreditnehmenden Kunden und einer verwerflichen Entgleisung dieses Geschäftsbetriebs in pure Selbstbezogenheit. In dem Sinn betont das eine Papier, beim Verbriefen würde „*mehr als gut verdient*“, aber

*„nicht weil, zwischendurch' der Pfad der Tugend verlassen und der zitierte ‚Weg der autonomen Selbstbereicherung' begangen worden wäre, sondern weil auch ein unter den Akteuren geteilter Zins aus dem Basisgeschäft allseits gute Geschäfte erlaubt: die einen erhalten einen marktgerechten Zins auf ihr angelegtes Kapital, die anderen Provisionen und Gebühren, die, mit der Masse an Kredit multipliziert, die auf diese Weise geschaffen und bewegt worden ist, sich bei ihnen als den entscheidenden Akteuren eben als Gewinnrekord niederschlägt.“*

Der andere Kritiker regt rückblickend an, in einem Artikel zur Finanzkrise sei „*anzuschreiben ... gegen eine Vorstellung, die zwischen ehrlichen/soliden Geschäften und Kasinokapitalismus (Spekulation, Schneeballsystem) unterscheiden möchte und (nur) für durchgedrehte Finanzgeier kein Verständnis aufbringt... Deshalb ist es wichtig, die Zusammengehörigkeit von Ausgangspunkt (Kredite an Unternehmen, Private) und Endpunkt im Kreditgewerbe (Wertpapiere auf Wertpapiere etc.) herauszustellen. Allen Geschäftsleuten (Warenproduzenten, -händlern wie auch Finanzdienstleistern) geht es um G...G'. Kreditgebende Banken wollen ihr Kapital verzinst sehen, ob der Profit des Kreditnehmers das hergibt oder nicht und auch, wenn der Kreditnehmer als privater Hauskäufer nur ein fragwürdiges Lohneinkommen bezieht. Das eigene Geschäft von Finanzern mit seiner Emanzipation von... ist also von Anfang an zugange, nicht erst mit der Emission von Wertpapieren u. a.“*

Gegen unsere „Anmerkungen“ hat er einzuwenden, „*dass die Schreibe des Artikels, die immer nur die Emanzipation des Finanzgeschäfts von seiner Grundlage betont, es den Lesern leicht macht, an ihrer falschen Entgegensetzung von ‚reellen‘ Bankgeschäften und Kasino-Schneeball-Wahnsinn festzuhalten.“*

Ob es wirklich vor allem darum hätte gehen müssen, unsere Leser von einer solchen Vorstellung abzubringen, sei dahingestellt; die besorgte Öffentlichkeit jedenfalls problematisiert daran herum, ob sich nicht etliche Investmentbanker mit ihren unaussprechlichen „Commercial Papers“ einer nicht mehr zu rechtfertigenden Entgleisung schuldig gemacht hätten; und soweit wir in dem Punkt eine ausdrückliche Zurückweisung für nötig gehalten haben, steht sie in dem Abschnitt „*Von wegen, Übertreibung' - Finanzkapitalistische Räson in Reinkultur*“. Hinter der Sorge, wir hätten bei der Darstellung der Emanzipation des

kunft, dass in dem Fall Zinseinnahmen und Zinsausgaben des „*Intermediärs*“ so aufeinander bezogen sind, dass die Rechnung aufgeht; der Slang-Ausdruck „*Cash-flows*“ suggeriert die Selbstverständlichkeit dieser Entsprechung. Wer das völlig normal findet, soll mal versuchen, selber aus schlechten Schulden gutes Geld zu machen - und sollte, wenn er daran scheitert oder schon diese Aufforderung völlig blödsinnig findet, wenigstens die Frage begreifen: was eine Bank für ein Ding ist, dass eine derartige Transsubstantiation *bei ihr* völlig normal und alltäglich ist.

Finanzkapitals von seiner Grundlage einen falschen Ton angeschlagen, steckt aber, zumindest im Fall des ausführlichen Kritikpapiers, ohnehin mehr als die Warnung vor einer Tendenz zu verkehrten Alternativen - nämlich eine Theorie, die mit einem *Begriff des Finanzkapitals* operiert, den wir für *unzureichend* halten.

#### 4.

*„Meine Behauptung ist zusammengefasst, dass an Hypotheken- und diversen anderen Kreditmärkten (am herausragendsten dabei der Markt für die Finanzierung von Firmenübernahmen durch Hedge- und Private Equity'-Fonds) eine **Aufblähung von Kredit in immer größerem Ausmaß und mit immer größeren Risiken** geschaffen worden ist, weil sich zu deren Finanzierung (a) dank der modernen Kredittechniken („Verbriefung“) und das heißt vor allem (b) außerhalb der Bankbilanzen („Zweckgesellschaft“) jede erforderliche Menge anlagesuchendes Kapital bzw. brachliegendes Geld mobilisieren ließ, und zwar (c) verhältnismäßig mühelos, (d) für die Banken als Veranstalter erst einmal risikolos und (e) damit in einer für diese verdammt einträglichen Weise. Das Ganze hat **so gut** funktioniert, dass zum Teil Kreditmärkte erst von den Kreditanbietern geschaffen worden sind (z.B. der Subprime-Hypothekenmarkt), **um** mittels der neuen Kreditierungstechniken auch an dieser Kreditaufblähung kräftig zu verdienen.“*

Der Autor stellt klar, dass er den Tatbestand einer Kreditaufblähung zwar kennt, in der Abteilung „Verbriefungen“ aber nicht vorfindet; die ABS seien daran nur indirekt beteiligt, als Hilfsmittel für eine bedenkenlose Kreditvergabe. Nun wäre da schon die Frage - uns drängt sie sich jedenfalls auf -, was diese „Securities“ selber für ökonomische Gegenstände sind, so dass sie den Banken als Hilfsmittel taugen, die Risiken ihrer Kredite an andere Abteilungen des finanzkapitalistischen Geschäfts loszuwerden. Dass das Finanzkapital hier seine Macht über den gesellschaftlichen Reichtum immerhin dadurch unter Beweis stellt, dass es aus einem mit ökonomischen Risiken behafteten Recht auf Zinsen ein verkäufliches Stück Geldkapital ableitet, bucht die vorgetragene Theorie jedoch unter „Kredittechniken“ ab und wendet sich der Frage zu, warum diese Technik auf einmal nicht mehr funktioniert:

*„Ins Stocken geraten ist das Spiel - mit den in der Presse breit getretenen Folgeproblemen und Konsequenzen für den Geld- und Interbankenmarkt - wegen ‚Irritationen‘ in einem Teilmarkt, der für sich genommen nicht einmal der bedeutendste und riskanteste Bestandteil der gesamten Kreditaufblähung ist: Zinserhöhungen in USA inklusive ihrer Konsequenzen für die Immobilienpreise haben Befürchtungen über massenhafte, jedenfalls überplanmäßige‘ Kreditausfälle im Subprime-Hypothekenmarkt aufkommen lassen. Das damit erzeugte Misstrauen in den geordneten Fortgang der von den Banken organisierten Refinanzierungskette hat ihr riskantestes und zugleich empfindlichstes Glied gesprengt.“*

An die „Refinanzierungskette“, die die Banken organisieren, indem sie auf eine Verbriefung die nächste draufsetzen und die wieder „bündeln“ und erneut verbrieften, kann der Autor hier nicht gedacht haben; sonst hätte ihm daran auffallen müssen, dass das Interesse von Banken, die solche „Investments“ produzieren, sich unmöglich darin erschöpft, per Verbriefung eine Kreditschwemme zu finanzieren - das wäre ja in der Tat schon mit der ersten „Securitisation“ passiert. Der Autor denkt an die Notwendigkeit, die die Banken sich bzw. ihren



„Conduits“ mit der Ausgabe kurzfristiger Anleihen auf langfristig laufende „Assets“ einhandeln, nämlich: auslaufende durch neue „Securities“ abzulösen. Auch das wäre zwar, ernst genommen, ein Hinweis darauf, was für eine ökonomische Freiheit das Finanzkapital sich herausnimmt, wenn es ganz selbstverständlich davon ausgeht, dass seine kurzfristigen Rücknahme- und Verzinsungsversprechen so gut wie verzinsliches Geldvermögen sind, und wenn es seiner Kundschaft Vertrauen in diese Gleichung abverlangt. Den Autor interessiert aber nicht die ökonomische Macht des Vertrauens, die sich an den Wirkungen des Misstrauens in die Haltbarkeit der Verzinsungsversprechen zeigt, die eine Zweckgesellschaft mit Verweis auf ihr aus Schulden zusammengesetztes Vermögen emittiert. Er geht stattdessen der Frage nach, wie es dazu kommen konnte, dass das „Spiel“ mit den revolvingierenden Anleihen „*ins Stocken gerät*“:

*„ Wenn auf Seiten des ‚Basisgeschäfts‘ irgendwo ‚geklingelt‘ wird, weil - zum Beispiel bzw. wie aktuell geschehen - angesichts steigender Zinsen und nicht weiter steigender bzw. tendenziell fallender Immobilienpreise der eine und andere Hypothekervermittler kalte Füße kriegt und immer häufiger auch mal ein ‚Geschäft‘ platzen lässt = zur Abwicklung schreitet, statt es mit steigendem Kreditniveau (inkl. der mitfinanzierten säumigen und zukünftigen Zinsen) umzuschulden, spitzen die Anleger am anderen Ende, nämlich am Geldmarkt zumindest schon mal nervös die Ohren und verzichten auf die Erneuerung des einen oder anderen Engagements. Wenn in der Lage die Deutsche Bank, die als Depotbank des Rhineland Funding der IKB als erste den minder flüssigen Gang der Refinanzierung des Fonds mitbekommt, dem Fonds die Kreditlinie streicht, weil sie nicht plötzlich Milliarden in einer Sache festsetzen haben möchte, gegen die zu spekulieren sich Abteilungen derselben Bank schließlich seit einigen Monaten entschieden haben, dann ist für den ‚Geldmarkt‘ Spielabbruch angesagt: er rechnet die ausstehenden CPs bei Fälligkeit ab, nimmt sein Geld mit und verzichtet lieber auf Zins, als dass er seine ‚Liquidität‘ riskiert.“*

Uns kommen die „nervösen Geldanleger“ wie der leibhaftige Beweis dafür vor, dass mit dem Kauf von ABS nicht bloß die rechtlich, kredittechnisch und per Ausfallversicherung garantierte Teilhabe an einem „Cashflow“ eingekauft, sondern auf eine erfolgreiche Portfolio-„Strategie“ des Investmentanbieters spekuliert wird; zu *der Strategie* gehört natürlich auch die Sicherheit der „Assets“, also die Aussicht, Forderungen einzutreiben, mit denen die „Securities“ „unterlegt“ sind. Und *gegen* was könnte sich die Spekulation gewisser Abteilungen der Deutschen Bank im Fall Rhineland Funding, von der die Rede ist, sonst richten als gegen diese in Wertpapieren vergegenständlichte spekulative Geldvermehrungsstrategie besagten Vehikels? Nichts anderes als die steht doch jedes Mal auf dem Prüfstand, wenn nach Fälligkeit der alten Anlagepapiere jeweils neue an den Mann gebracht werden sollen. Wenn schließlich andere Abteilungen der Deutschen Bank Rhineland Funding mit der vorsorglichen Streichung von Kreditlinien ins Verderben stürzen, dann lernen wir daraus, dass die Zweckgesellschaft mit ihren Wertpapieremissionen aus ihren „Assets“ in eigener Verantwortung zinstragende Vermögenswerte abgeleitet und an alle Welt verkauft, also *Geldkapital fingiert* hat, für das sie nicht mehr einstehen kann, wenn die Geldanleger ausbleiben. Die Theorie des Kritikpapiers zielt jedoch in eine andere Richtung. Sie findet den Begriff der ganzen Affäre darin, dass am Ende doch wieder die Banken selber das Risiko übernehmen müssen,

das sie auf dem Weg über eine außerbilanzielle Zweckgesellschaft loswerden wollten und das in nichts anderem als dem Kunstgriff liegt, ausfallgefährdete *langfristige Engagements kurzfristig* zu refinanzieren. Die langfristigen Engagements heißen „Kapitalmarkt“, die kurzfristigen „Geldmarkt“, und das ganze Desaster entpuppt sich per Saldo als eine Rückkehr zu ordentlichen Verhältnissen: Es ist und bleibt Sache potenter Banken und nicht windiger Vehikel ohne Pflicht zur Unterlegung von Anleihen mit Eigenkapital, zwischen beiden Märkten zu vermitteln:

*„Die Verknüpfung von, Geld- und Kapitalmarkt' ist wieder dort angekommen, wo sie der Sache nach hingehört, nämlich in die Bilanzen der Banken, die den ausbleibenden Emissionserfolg ihrer ‚Fundings' und, Vehicles' durch Kredite oder Aufkauf von deren CPs kompensieren müssen.“*

In die Bankbilanzen heimgekehrt, reduzieren sich die Pleiten der Zweckgesellschaften letztlich auf die Frage, wie diese Rechenschaftsberichte sich mit ein wenig Hilfe der Freunde von der Nationalbank so frisieren lassen, dass die Lizenz zum Kreditvergeben, obwohl schon überstrapaziert, trotzdem nicht eingeschränkt werden muss; die Ausführungen dazu wurden in Punkt 1. dieses Teils II. schon zitiert. In Punkt 2. haben wir auch schon darauf hingewiesen, dass die Sache nach Auskunft der Betroffenen und Hauptbeteiligten so billig wohl nicht abgeht. Der entscheidende Haken der vorgetragenen Theorie liegt jedoch nicht in einer womöglich ungenügenden Wahrnehmung oder einer zu optimistischen Einschätzung des Geschehens an den Geld- und Kreditmärkten. Das Dementi, das unseren „Anmerkungen“ entgegengestellt wird, folgt aus einer Auffassung vom Finanzkapital, in der dessen Macht, aus Schulden Kapital zu machen und dieses Kapital auch wieder in pure Schulden zurückzuverwandeln, also das *Prinzip aller* Kreditschöpfung, -aufblähung und -Vernichtung, gar keinen Platz hat.

5.

Das Papier macht sich die Mühe, seine Theorie des Bankgeschäfts quasi programmatisch in Form einer Aufforderung anzukündigen und in einem kurzgefassten Bericht über die Prinzipien des Gewerbes durchzuführen.

*„Stattdessen sollte man ernst nehmen, dass die Sicherstellung der Liquidität eine dauerhafte Aufgabe jedes Unternehmens in der Konkurrenz der Kapitalisten ist und dies erst recht für Banken gilt, deren gesellschaftliche Funktion gerade darin besteht, ihren Profit und ihr Wachstum mit der, Lösung' der Liquiditätsprobleme anderer zu machen. Insofern lohnt es sich auch nicht, diese Dienstleistung der Banken polemisch gegen Profitinteresse zu stellen, als ob nicht das eine das Mittel zum Zweck wäre.“*

Der Autor denkt keineswegs bloß bei der Verbriefung von Krediten grundsätzlich an nichts weiter als an die Wiederbeschaffung verliehenen Geldes. Er verlangt, das Bankwesen insgesamt und überhaupt als Institution zu verstehen, deren Begriff - er spricht von „gesellschaftlicher Funktion“ - darin aufgeht, auf der einen Seite Geld dorthin zu schaffen, wo es irgendwelchen Kapitalisten gerade fehlt; die Erinnerung an deren Konkurrenzkampf kommt einer Absage an jede Unterscheidung im ökonomischen Grund und Inhalt des Liquiditätsbedarfs einer Firma gleich. Aus diesem Dienst folgt für die Bank auf der anderen Seite die Aufgabe, das Geld, das sie weitergibt, irgendwo abzuholen, wo es

ansonsten untätig herumliegt. Es gibt Engpässe bei der Versorgung der Geschäftswelt mit Zahlungsmitteln und anderswo einen Überfluss; das Finanzkapital sorgt für Ausgleich und verdient daran. Jede Seite ist Mittel für den Zweck der anderen. An so etwas wie einen Interessengegensatz soll man daher hier gar nicht denken: Im Kreditwesen gehen Dienstleistung und Profitinteresse ineinander auf.

Im Sinne dieser Maßregel erläutert der Autor seine Ansicht vom Finanzkapital in einem „kurzen **Exkurs** zum ‚normalen‘ Geschäft der Banken“, gegen den wir abschnittsweise unsere Einwände vorbringen wollen.

„Banken haben qua Gesetz die Lizenz zur Kreditschöpfung. Sie räumen ihrer an mangelnder Zahlungsfähigkeit leidenden Kundschaft gegen ein Zins- und Tilgungsversprechen einen Buchkredit ein, über den der Kunde im Rahmen der Kreditvereinbarung und entsprechend seinem Liquiditätsbedarf verfügen kann. Insoweit solche Verfügungen sich nicht auf Überweisungen von einem Konto auf ein anderes bei derselben Bank beschränken oder im Interbankenverkehr ausgleichen, sondern bei der kreditgebenden Bank zu einem Geldabfluss führen, hat die Bank das Liquiditätsproblem ihrer Kundschaft zu **ihrem** gemacht, muss sich also refinanzieren durch Einwerbung z.B. von Giro- und Spareinlagen oder durch Aufnahme von Krediten, damit sie die durch den Geldabfluss entstandene Verbindlichkeit (in der Regel) gegenüber einer anderen Bank ausgleichen kann. Diese Not verdanken die Banken dem Lizenzgeber, der - aus Erfahrung klug geworden - die Geldschöpfung bei der Nationalbank monopolisiert hat. Seit dem so ist, braucht auch eine Bank - immer wenn es ans Zahlen geht - **gesetzliche Zahlungsmittel** (das sind Banknoten oder Guthaben bei der Zentralbank), muss also **ihre** Zahlungsfähigkeit (Liquidität) in Konkurrenz zu ihresgleichen sicherstellen und die dafür entstehenden Kosten aufsich nehmen.“

Wenn wir den Autor richtig verstehen, dann will er mit der Gegenüberstellung einer staatlichen Lizenz zur Kredit- und eines Verbots der GeWschöpfung darauf hinaus, dass Banken ihre Kreditnehmer mit Zahlungsmitteln versorgen, für die sie insoweit kein Geld bereitzustellen brauchen, wie sie die anfallenden Zahlungen per Verrechnung, mit Buchungsakten, abwickeln können; für einen allfälligen Saldo müssten sie aber schon welches haben. Diese Überlegung ist im Ansatz verkehrt, weil sie den Kredit mit der Art und Weise der Bereitstellung von Zahlungsmitteln erklären will. Berichtet wird - logischerweise - über Leistungen des Bankgewerbes, die in die Sphäre oder, systematisch gesehen, auf die „Ebene“ der *Organisation des gesellschaftlichen Zahlungsverkehrs* gehören: Papierene oder in neuerer Zeit elektronische *Geldzeichen*, Zahlungsanweisungen der verschiedensten Art und deren Saldierung innerhalb oder zwischen den Geldhäusern ersparen der Gesellschaft eine Unmenge Umlaufmittel, deren Beschaffung - womöglich noch in Gestalt einer aufwändig produzierten Geldware - und Bereitstellung für den Publikumsverkehr andernfalls viel Geld kosten würde. Mit den Verrechnungsprozeduren der Geldinstitute, der großenteils internen Zirkulation ihrer Geldzeichen, werden Zahlungen aller Art geleistet; ganz gleich, aus welchen Geschäften sie hervorgehen und welchem geschäftlichen oder privaten Zweck sie dienen: Ob sie Löhne oder die Zahlungsverprechen eines Spekulanten, realisierte Profite oder eine ausgeborgte Summe transportieren, ob damit ein Konto überzogen oder ein Guthaben vermindert, eine Schuld getilgt oder ein Vorschuss geleistet wird, ist den Buchungsakten nicht

anzusehen und für deren Gang auch egal. Das heißt aber: Mit *Kredit*- und sei es auch nur mit Kredit in dem ganz abstrakten und allgemeinen Sinn, dass eine Bank einen Geschäftskunden mit einem Stück abstrakten Reichtums ausstattet, das der, warum und wozu auch immer, braucht und nicht hat, oder dass umgekehrt eine Bank sich per Zinszahlung die Verfügungsmacht über ein Quantum des bei ihr deponierten allgemeinen Äquivalents sichert - hat die Erleichterung und Verbilligung des Geldumlaufs, dieser erste und elementare Dienst des Geldgewerbes am Umschlag des gesellschaftlichen Kapitals, *nichts* zu tun; oder eben nur in dem Sinn, dass natürlich auch die dadurch ausgelösten Zahlungen ihren Weg über die Kontoführung und den Giroverkehr der Banken nehmen.

Freilich ist die praktische Verfügungsmacht über das Geld der Gesellschaft, die mit der Abwicklung des allgemeinen Zahlungsverkehrs verbunden ist, die *Grundlage* für die Macht der Banken, aus diesem Geld tatsächlich Kredit zu machen und sogar welchen zu „schöpfen“: Wechsel zu diskontieren und Leihkapital zu vergeben, mit eigenen auf künftige Erträge bezogenen Zahlungsverprechen zu zahlen und eigene Verzinsungsversprechen zu verkaufen; am Ende auch bei der staatlichen Notenbank Geld zu leihen und sich dadurch von Schranken der Kreditschöpfung zu befreien. Auch diese Macht macht das Kritikpapier aber nicht zum Thema. Es richtet den Blick fest auf das Verrechnungswesen, das die Banken für alles und jedes eingerichtet haben, und nimmt den dazu gehörigen Unterschied zwischen internem und wechselseitigem Kontenausgleich auf der einen Seite und einem gelegentlich zwischen den Banken oder zwischen denen und ihren Kunden auftretenden Bedarf an Geldauszahlung auf der anderen Seite ganz wichtig, weil genau da die Banken mit dem, was das Papier „*Kreditschöpfung*“ nennt, an die Schranken ihrer Verfügungsmacht über *Geld* stoßen. Diesen Mangel an Umlaufmitteln kennzeichnet der Autor als Not, und zwar als Notlage von im Prinzip derselben Art wie die „Liquiditätsprobleme“ der kreditnehmenden Kundschaft, aus der die Banken sich seit der Einführung des staatlichen Banknotenmonopols auch nicht mehr selbst durch „Geldschöpfung“ befreien können. So ganz richtiges Geld haben die Banken zwar auch vorher nicht „schöpfen“ dürfen; weiter als bis zu umlaufsfähigen Zahlungsanweisungen auf ein bei ihnen vorrätiges echtes Geld, also zu Geldzeichen, haben sie es mit ihren Banknoten nie gebracht; eben deswegen, weil sie damit in Wahrheit abstrakten Reichtum nicht geschaffen, sondern nur vorge spiegelt und damit die Qualität der emittierten Umlaufmittel in Frage gestellt haben, ist ihnen das Recht darauf entzogen worden. Das Stichwort „Liquidität“ deckt diesen Unterschied aber zu: An der, so das Kritikpapier, fehlt es den Banken, wenn es mit Verrechnen und Verbuchen einmal nicht mehr getan ist; und das wäre der entscheidende Haken im Bankgeschäft. Denn da wäre ein solcher Mangel an anerkannten Umlaufmitteln kein bloßer Restposten, sondern eine ebenso notwendige wie riskante Dauererscheinung. Einerseits können die „Kreditschöpfer“ nämlich nur solche Geldsummen wirklich real auszahlen, die sie vorher eingesammelt haben; andererseits nehmen sie sich die Freiheit, ihren Kreditnehmern einen langfristigen Zugriff auf Umlaufmittel zuzusagen, obwohl sie selber womöglich nur kurzfristig über entsprechende Bestände verfügen:

*„Dabei ist allgemein akzeptiert, dass eine Bank sich nicht an die ‚goldene Regel der Unternehmensfinanzierung‘ zu halten braucht; im Gegenteil: langfristige Aktiva durch kurzfristige Passiva, also gerade nicht fristenkongruent zu finanzieren, ist bei ihr gute Übung...“*

Von der Frage der beim Saldieren womöglich fehlenden liquiden Mittel ist man jetzt zwar ein Stück weg und mehr beim Unterschied zwischen solchen Krediten, die auf kurze Frist terminiert sind, und anderen mit langer Kündigungsfrist. Aber wenn man nur auf die verfügbaren Zahlungsmittel als solche schaut und bedenkt, dass die Banken den entsprechenden Stoff langfristig weggeben und sich überwiegend nur auf kurze Frist wiederbeschaffen, dann haben sie eben doch nicht mehr und nicht weniger als ein notorisches Liquiditätsproblem. Für das gibt es allerdings nicht bloß eine Lösung, sondern gleich drei:

*„...gerade nicht fristenkongruent zu finanzieren, ist bei ihr gute Übung, gestützt zum einen auf den Umstand, dass im modernen Kapitalismus alles für mehr oder weniger kurze bzw. lange Zeiträume brachliegende Geld sich sowieso und überwiegend im Bankensystem auf irgendeinem Konto niederschlägt, zum zweiten auf die Bereitwilligkeit der Banken, sich in normalen Zeiten nicht nur über Nacht jede beliebige Summe zu Vorzugszinsen auszuleihen, und zum dritten auf die Pflicht der Notenbank, gegen Zins und Pfänder das Bankensystem mit ausreichend Geld zu versorgen und, wenn es ganz dick kommt (= eine Liquiditätsenge Auswirkungen auf das ganze Bankensystem zu bekommen droht), gegen ‚Strafzins‘ auf die üblichen Pfänder auch mal mehr oder weniger zu verzichten (‚lender of last resort‘). Daran, dass diese fristeninkongruente Finanzierung hochriskant ist, erinnert nicht zuletzt die Mindestreservepflicht, mit der den Banken staatlicherseits vorgeschrieben wird, eine (zur Zeit relativ marginale) Quote von zwei Prozent ihrer Sichteinlagen gegenüber Nichtbanken zu gewissen Zeitpunkten auf ihrem Zentralbankkonto als unverzinstes Guthaben zu halten.“*

Banken schaufeln kurzfristig verfügbares Geld dorthin, wo es langfristig gebraucht wird, und können, wenn der verfügbare Geldvorrat einmal doch nicht reicht, auf Geld der Notenbank zurückgreifen: Das wäre der Begriff des Finanzkapitals. Jedenfalls der erste Teil; denn es folgt noch eine zweite Risikoabwägung:

*„Weit mehr Risiko steckt freilich in der Kreditvergabe der Banken selbst, also auf der Aktiv-Seite ihrer Bilanz. Die Forderungen gegen ihre Schuldner, die sich die Bank als Vermögen in ihre Bilanz schreibt, sind schließlich nur soviel wert, wie diese wirtschaftlich ‚nachhaltig‘ in der Lage sind, den Kredit mit den vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen zu bedienen. Ausfälle gehören also notwendig mit zum Geschäft. Das kalkulatorische Risiko preist die Bank in den vom Kreditnehmer zu zahlenden Zins zwar ein. Trotzdem will jeder Ausfall von der Bank nach den Regeln der Bilanzierungskunst verkraftet sein, insbesondere wenn in turbulenten Zeiten die Zahlungsunfähigkeit von Schuldnern grassiert. Aus diesem Grund bindet der Staat die von ihm vergebene Lizenz zum Kreditschöpfen an den nachgewiesenen Erfolg der Bank = an das von ihr eingeworbene und verdiente Eigenkapital + die Kreditsumme, die andere Geldbesitzer bereit sind, der Bank auf Grund ihres Erfolgs langfristig und nachrangig zu leihen.“*

Dass Banken sich „Forderungen gegen ihre Schuldner“ „als Vermögen in ihre Bilanz“ schreiben, obwohl das Geld weg und ein Rückfluss noch nicht einmal wirklich sicher ist: Die Feststellung könnte nicht nur, die muss eigentlich der

Auftakt zu der Erklärung sein, was das Finanzkapital da eigentlich treibt. Es deklariert Schulden als sich vermehrendes Vermögen und steht für diese Gleichung ein; es reproduziert die weggegebene Summe nicht bloß ideell in seiner Bilanz, sondern praktisch als Teil seines Geldkapitals, als verfügbare wachsende Wertsumme. Mit dem Hinweis auf die spekulative Natur dieses Reichtums macht das Kritikpapier jedoch den Abgang in die ganz andere Richtung: Es interessiert sich dafür, wie die Bank Ausfallrisiken bewältigt. Und nicht einmal da kommt der Autor auf die Macht des Bankkapitals zu sprechen, mit der es verloren gegangene Gelder von seinem zum Vermögen hochgerechneten Anspruch auf Zinserträge zu unterscheiden und beides miteinander zu verrechnen vermag, sondern nimmt das Hin und Her zwischen Schaffung und Vernichtung eines real verwendbaren fiktiven Vermögens als bloßes Bilanzierungskunststück wahr, das gemäß staatlicher Vorschrift abzulaufen hat. Vom „Kreditschöpfen“ ist hier noch einmal die Rede; aber statt um die ökonomische Sache geht es hier wieder nur um die staatliche Lizenz, nun um die darin enthaltenen Restriktionen:

*„Diese Eigenmittelvorschriften beschränken die Bank in doppelter Weise: Zum einen begrenzen sie das **Volumen der Kreditvergabe** - Wachstum geht nur in Folge von erfolgreichem Wachstum -, zum anderen erfordert der Erfolg eine ordentliche Verzinsung des Eigenkapitals - ein nicht zu geringer ‚Kostenbestandteil der Zinsen, die die Bank in Konkurrenz zu ihresgleichen rund um den Globus verlangen muss.“*

Deswegen setzen sie einiges daran, diese Schranken zu umgehen:

*„Davon, dass Banken wegen der von der Bankenaufsicht gesetzten Schranken die Lust am Bankprofitmachen verloren und ihre Lizenz zurückgegeben hätten, hat man noch nie gehört. Andererseits davon, dass sie Regularien wie Regulierungslücken gewinnbringend zu nutzen wissen, ist nicht nur zurzeit allenthalben zu lesen.“*

*Die einschlägigen, mit großem Erfolg und entsprechender Wucht unternommenen Aktivitäten kreisen um den Begriff ‚Kreditverbriefung‘, mit dem die Umwandlung von Zins- und Tilgungsforderungen an Kreditnehmer in **handelbare** Wertpapiere bezeichnet wird.“*

Doch auch damit ändert sich letztlich nichts: Nach Ansicht des Kritikpapiers betreibt das kapitalistische Bankensystem eigentlich nichts weiter, als Geld umzuverteilen und an der „Fristeninkongruenz“ welches zu verdienen.<sup>20)</sup>

20) Deswegen hält das Kritikpapier es zwischendurch auch für wichtig zu betonen, dass die Verbriefung von Bankforderungen auf Geld angewiesen ist, das zuvor verdient worden ist: *„Stützen kann sich ein solches Geschäft allein auf den Umstand, dass der Kapitalismus an allen Ecken zuhauf Geld ausschwitzt (an prominenter Stelle hier wieder dabei Versicherungen, Rentenkassen und Banken), das bis zu seiner weiteren ‚plangerechten‘ Verwendung für eine begrenzte Zeitspanne erst einmal brachliegt...“* Auch mit seinem Derivatehandel kommt das Bankkapital also nicht weiter als bis zu einem gesamtgesellschaftlichen Kontenausgleich, einem Saldieren im ganz großen Stil, bei dem in letzter Instanz gar kein Posten mehr offen bleibt.

Dass die Bankenwelt nicht bloß „Investments“ schafft, sondern auch und vor allem Kredit für Investitionen, dass sie also die gesellschaftliche Zahlungsfähigkeit nicht absorbiert, sondern ausweitet - heutzutage in einem Ausmaß, das alles für Produktion und Warenhandel Notwendige und alles, was sich an Profit dabei ansammelt, unendlich weit hinter sich lässt -, das hat offenbar auch der Leser übersehen, der in seiner Zuschrift die Behauptung aufstellt, es wäre *„heute die Aufgabe der Finanz-*

Das alles sind keine Überlegungen, denen man ein paar theoretische Aussagen über die eigentliche Sache des Finanzkapitals - Kapitalwachstum durch fiktives Kapital - nur noch hinzuzufügen brauchte. Die vorgetragene kurze Theorie des Bankwesens will dessen Begriff bestimmen - und schließt den Begriff der Sache aus, weil sie sich von Beginn an auf die Perspektive eines Bankfachmanns festlegt, der den Fluss von Umlaufmitteln in sein Institut herein und aus ihm hinaus zu organisieren hat, und diesen Blick auf den „Cashflow“ zum Leitfaden für den ideellen Nachvollzug des Bankgeschäfts insgesamt macht.

### III. Zur Sache: „Finanzieren“ & „Refinanzieren“<sup>21)</sup>

Das Wort „Liquidität“ ist selber schon eine schlechte Abstraktion: Es drückt nichts weiter aus als die Fähigkeit, Zahlung zu leisten - und das auch noch als „Begriff“ des dafür verwendeten Mittels. Wer das Bankgewerbe unter dieses Stichwort subsumiert, der hat sich entschlossen, das Herumreichen von Zahlungsmitteln als den wahren Inhalt aller Kreditgeschäfte aufzufassen und sich für alles andere nur unter dem Gesichtspunkt der Konditionen des Fließens und seiner technischen Abwicklung zu interessieren. Theoretisch erschlagen ist damit, worauf es ankommt: die Unterscheidung der Zwecke, für die kapitalistische Unternehmungen Kredit brauchen; die Erklärung der Mittel, die das Kreditgewerbe hat und schafft, um diese unterschiedlichen Bedürfnisse zu bedienen und auszunutzen; die Bestimmung des Verhältnisses, in das das Finanzkapital zu sich tritt, wenn es Kredit „schöpft“, um selber zu wachsen; also insgesamt die Ermittlung der Leistung, mit der das Kreditgeschäft über die Profitmacherei in Produktion und Handel hinausgeht und diese zugleich in Gang bringt und hält. Denn:

Es ist *eine* Sache, dass produzierende und Handel treibende Unternehmen mit der *Zeit*, in der ihre Ware bloß herumliegt, bis sie ihren Käufer findet, und die noch nicht einmal sicher kalkulierbar ist, ein Problem haben. Diese Zeit kostet sie Geld: Was sie vorgeschossen haben, um Geld zu verdienen, steckt im Kapitalumschlag fest, statt gleich wieder zur Verfügung zu stehen. Die Kontinuität des Geschäfts erfordert mehr Vorschuss als für die Herstellung von Gewinn *eigentlich* nötig: ein unproduktiver Aufwand, den sie zu eliminieren suchen. Gefunden haben sie das Instrumentarium des *kommerziellen Kredits*: die Anerkennung und den Gebrauch des rechtsverbindlichen *Versprechens*, zu einem festgelegten späteren Zeitpunkt zu zahlen, als *vorläufiges Zahlungsmittel*. Die Bank macht diesen Kunstgriff perfekt, indem sie den Inhaber des Zahlungsverprechens endgültig auszahlt und sich selber zum Gläubiger des Zahlungspflichtigen „Marktteilnehmers“ macht; mit ihrem Gläubigerrecht auf später anfallende Erträge findet sie sich ermächtigt, ihrerseits Zahlung in Form von garantierten Zahlungsverprechen zu leisten, für deren Einlösung sie in letzter Instanz auf den unerschöpflichen Geld-„Vorrat“ der staatlichen Notenbank

*eilen*“, die „Überliquidität zu verarbeiten“, die aus der permanenten Überakkumulation von „Anlage suchendem Geld und Kredit“ entsteht.

21) Eine systematische Darstellung des Finanzkapitals, die unseren Ansprüchen genügt, kriegen wir so schnell nicht hin. Etwas in der Richtung ist in Arbeit. Hier deswegen nur ein paar denkbar knappe Hinweise.

zurückgreifen darf. Für diesen Dienst am *Umschlag des Kapitals* - die Einsparung von Kosten für seine Kontinuität und die Beschleunigung des Rückflusses vorgeschossener Gelder - nutzt das Geldgewerbe seine Verfügungsmacht über das Geld der Gesellschaft: Als Organisator des allgemeinen Zahlungsverkehrs verfügt es *faktisch* darüber und ökonomisiert den Fluss der Zahlungsmittel durch seine Buchführung; mit Zinszahlung auf deponierte Summen sichert es sich das Verfügungsrecht über fremdes Geld. Die wirkliche „gesellschaftliche Funktion“, die das Finanzkapital damit erfüllt, besteht schon auf dieser elementaren Stufe *nicht* darin, dass es fremde Liquiditätsnöte in dem Maß, wie beim Saldieren von Zahlungsforderungen und -aufträgen offene Posten übrig bleiben, zu seinen eigenen macht: Als universeller Gläubiger des kommerziellen Kredits bringt es den Kapitalumschlag universell in Schwung. Und als Manager des Zahlungswesens mit seinem erkauften Verfügungsrecht über die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft führt es das *Geld*, das es in die Finger kriegt, einer produktiven Verwendung als *Kapital*, also seiner wahren kapitalistischen Zweckbestimmung zu und macht so die Gleichung praktisch wahr, dass Geld im Kapitalismus nichts anderes als Mittel seiner eigenen Vermehrung *ist*.

Es ist eine *andere* Sache, dass kapitalistische Unternehmungen bei ihrem Konkurrenzkampf um Profit im Prinzip andauernd an die Grenzen ihrer Finanzkraft stoßen: Was sie an Kapital schon akkumuliert haben, langt nicht für Investitionen, die sie sich vornehmen, um sich auf dem Markt durchzusetzen; sie brauchen Erträge, die sie noch nicht erwirtschaftet haben, um solche und noch mehr oder um überhaupt noch Erträge zu erwirtschaften. Mit diesem Bedürfnis kommt die gesamte Firmenwelt auf die Unternehmen des Geldsektors zu, *konkurriert* um „Liquidität“ in einem höchst anspruchsvollen Sinn, nämlich um einen *zusätzlichen Kapitalvorschuss*, um eine Größe zu erreichen und mit der Erfolge zu erzielen, die den Vorschuss rückwirkend rechtfertigen und bezahlt machen. Die Geldkapitalisten ihrerseits finden in diesem Bedürfnis die passende Fortsetzung für das Geschäft, das sie damit machen, dass sie eigenes - schon verdientes wie in Form eigener Zahlungsversprechen vorweggenommenes - sowie fremdes Geld dorthin tun, wo es kapitalistisch produktiv wird; schließlich wollen sie selber wachsen, um sich in der Konkurrenz um Anteile an diesem Geschäft durchzusetzen. Das Finanzkapital macht also den Übergang vom Kauf kommerzieller Zahlungsversprechen, der Vorwegnahme des Geldertrags eines Kapitalumschlags, zum Verleihen von *Geld für Wachstum*.<sup>22)</sup> *Es steckt Gelder, über die es ein Verfügungsrecht hat, in Geschäfte, die für die Zukunft Profite versprechen, nimmt diese Gewinne gewissermaßen vorweg, damit sie zustande kommen. An den Geldmitteln, die er weggibt, damit sie anderswo, in*

22) Man sollte sich den Übergang, den das Finanzkapital damit vollzieht, nicht durch den schlaun Einwand wieder verunklaren, auch bei der Ausstattung des Kapitals mit Wachstumsmitteln, die das Kapital durch das damit angestoßene Wachstum erst verdienen soll, ginge es letztlich doch bloß um den Faktor Zeit: um die vorfristige Verfügbarkeit noch nicht verdienten Geldes. Hier geht es eben nicht mehr um Liquiditätsnöte, die einem flotten und reibungslosen Kapitalumschlag im Wege stehen, sondern um den Widerspruch, dass im Kapitalismus *Größe das Wachstumsmittel* ist, und um die Lösung dieses Widerspruchs durch die Macht des Finanzkapitals, *erwartete Akkumulation* zum *verfügbaren Vorschuss* zu machen.



den Händen des Schuldners, als Kapital wirken, *bereichert* der Geldkapitalist zugleich *sich*: Die *Schulden*, die die Geschäftswelt bei ihm macht, die im Vertrauen auf gelingendes Wachstum *verliehenen* Gelder, wirken gleichzeitig bei ihm als sich vermehrendes Vermögen, *als vorhandenes Geldkapital*. So forcieren die Banken als universelle Geldverleiher das universelle Wachstum. Und als verfügungsberechtigte Herrscher über *das* Wachstumsra/fte/ der kapitalistischen Ökonomie machen sie den ersten Teil einer noch höheren kapitalistischen Grundgleichung praktisch wahr: Sie lassen *Kredit als Kapital* wirken; und das gleich doppelt, nämlich als zusätzlichen Kapitalvorschuss in fremder Hand und als quasi selbsttätige Geldquelle bei sich.

Es ist eine noch ganz andere *dritte* Sache, dass die Banken mit diesem im Prinzip grenzenlosen Geschäft an die Schranken der Geldsummen stoßen, über die zu verfügen sie - sei es kurz-, sei es langfristig - *ermächtigt* sind. Für ihre *Fähigkeit*, in wachsendem Umfang Wachstum zu finanzieren, wollen und brauchen sie selber Wachstumsmittel: nicht nur akkumulierten eigenen Profit, sondern zusätzliche Größe, noch nicht verfügbaren Vorschuss auf zukünftige Profite, also: *Kredit*. Die Schulden, die sie machen, unterscheiden sich allerdings von denen, die die restliche Firmenwelt bei ihnen macht, ziemlich gründlich. Das Finanzkapital betätigt auch nach dieser Seite hin die *Macht*, die es als universeller Gläubiger der Gesellschaft besitzt: Es *schafft Wertpapiere*. Mit dieser Operation kehrt es die Gleichung von Kredit und Kapital, die es im Verhältnis zu seinen eigenen Schuldnern praktiziert, gewissermaßen um: Dort gibt es Kredit und wertet seine Geldmittel eben dadurch, dass es sie weggibt, für sich zu Geldkapital auf - fiktives Kapital der ersten Art. Hier erklärt es selber seine Schulden zu Geldkapital, verkauft das an Anleger und nimmt sich auf die Art Kredit - fiktives Kapital der zweiten Art. Dass weggegebenes Geld für den Finanzier, der es weggibt, gar nicht weg ist, sondern im Gegenteil durchs Verleihen erst seine wahre Bestimmung erreicht und zu *Geldkapital* wird, zum sich vermehrenden Vermögen, das ist hier also der Ausgangspunkt: *Das* wird fixiert in einem *Verprechen* der Bank, Zinsen und irgendwann auch die Hauptsumme zurückzuzahlen. Mit diesem Angebot geht der Emittent auf Geldbesitzer aller Art und jeder Größenordnung los, offeriert denen Teilhabe an seinen Kreditgeschäften, verlangt dafür Vertrauen in seinen Geschäftserfolg - und kassiert.<sup>23)</sup> „Sich Geld

23) Wahrscheinlich fällt Kennern der Materie an dieser Stelle ein - einen entsprechenden Hinweis hat eine Zuschrift zu unseren „Anmerkungen“ schon für nötig gehalten -, dass nicht bloß Banken, sondern auch Firmen Wertpapiere emittieren, Anleihen oder Aktien oder alles Mögliche dazwischen. Aus der Erinnerung sollte man keinen Einwand gegen die hier vorgetragenen Argumente zu den Schulden des Bankkapitals machen. Denn wenn große Unternehmen Wertpapiere ausgeben, dann betätigen sie sich insoweit eben *finanz*kapitalistisch; sie machen genau den erläuterten Übergang: die Umkehrung der *Nachfrage nach Bankkrediten* in das *Angebot von Geldanlagen*. Bisweilen legen sie sich ganze Abteilungen zu, die auf Finanzgeschäfte spezialisiert sind, und werden am Ende als „Bank mit angegliederter Produktion“ bespöttelt. Das Ganze funktioniert im Übrigen nur, weil die Geschäftsbanken einen dauerhaften „Markt“ für derartige Geldanlagen geschaffen haben und in Schwung halten; in der Regel managen sie auch die Wertpapieremission anderer Unternehmen: bringen Anleihen in den Handel, Firmen an die Börse usw.

ausborgen" heißt hier: *Geldkapital stiften*. Grundlage dafür ist die Garantie, die das Finanzinstitut für sein Verzinsungsversprechen abgibt; Zweck der Sache sind Wachstum des Instituts und damit Stärkung und Bekräftigung eben dieser Garantiemacht.

Mit der Emission von Wertpapieren eröffnet das Finanzkapital sich eine eigene Geschäftssphäre jenseits seiner Dienste am Geldbedarf von Produzenten, Kaufleuten und Privatpublikum. Adressat seiner Angebote ist ja niemand anders als *es selbst* - und jeder, der sich vermittelt und nach Maßgabe der angebotenen Gelegenheiten in kleinem oder größerem Stil finanzkapitalistisch betätigen will. Das Kreditgewerbe prüft seine eigenen Produkte, immer nach den beiden Kriterien der Sicherheit und der Höhe der versprochenen Erträge, und vergleicht sie unter diesen Gesichtspunkten miteinander: Als Emittenten konkurrieren die Banken um Kredit; als Kreditgeber konkurrieren sie um die besten Wertpapiere. Sie kaufen und verkaufen fiktives Kapital; gegen Geld so gut wie gegen Zahlungsverprechen, die sie auch wieder gerne in fiktives Kapital verwandeln. So beglaubigen sie wechselseitig ihre Zinsversprechen als wirkliches Geldkapital, verschaffen sich und einander die Wachstumsmittel, mit denen sie ihren Konkurrenzkampf um überlegene Größe austragen; und damit setzen sie eine ganze Welt der Spekulation in Bewegung, die für die Bildung von „Kreditblasen“ ebenso gut ist wie für deren „Platzen“.<sup>24)</sup>

\*

In diese Sphäre des finanzkapitalistischen Wachstums, und zwar in eine gehobene Abteilung, gehört die Herstellung von „forderungsunterlegten Anleihen“. Aufstieg und Fall dieses Geschäftszweigs erzählen einiges darüber, was das für eine Welt ist, in der so ganz nebenher, als Bestandteil des Geldkapitalwachstums durch spekulativen Wertpapierhandel, über den Gang der restlichen Wirtschaft, die Bedingungen der dort praktizierten Ausbeutung und den davon abhängigen Lebensprozess der modernen Gesellschaft entschieden wird. Das wollten und wollen wir in unseren Anmerkungen zur „Verbriefungskrise“ weiterzählen.

24) Die Marktplätze dieses Geschäfts, die Börsen vor allem; die dort gehandelten Artikel, angefangen bei der Aktie; die spekulativ berechnenden Subjekte, die dort auftreten; schließlich der Staat, der hier als Lizenzgeber, Kontrolleur, Schutzherr, Betroffener, Nutznießer und Mit-„Spieler“ aktiv ist: das alles verdient einen systematischen Verriss, an dem, wie schon gesagt, gearbeitet wird.