

Als die Wall Street einstürzte

## Die Weisheit des Sushi-Fans

Warum eigentlich steht die Deutsche Bank so relativ gut da, dass ihr Chef es für eine Schande hielt, staatliche Hilfen zu beanspruchen? Weil ihre New Yorker Dependance aufgepasst hatte, die kommende Krise als Chance begriff und noch aus dem Debakel Profit zu schlagen wusste.

*Von Anatol*

John Gutfreund, der Ex-„König der Wallstreet“, stach bei jedem Wort mit seinem dicken Zeigefinger auf die Tischplatte ein: „Dein – Scheiß – Buch – hat – mir – die Karriere – versaut.“ Der angesprochene Buch-Autor, Michael Lewis, hatte sich mit ihm zum Mittagessen verabredet, im Herbst 2008. Da lag jenes Ende der Karriere genau 17 Jahre zurück.

Gutfreund hatte einen Universitätsabschluss in Englischer Literatur. 1978 trat er bei Salomon Brothers ein. Die Bank, gegründet 1910, war ein ehrwürdiges Unternehmen, auch wenn sie es nie bis zu einem Sitz an der Wall Street selbst schaffte. Aber in den siebziger Jahren war sie eine der größten Investmentbanken der Welt (heute gehört sie zur Citigroup). Chef dieser renommierten Institution, als das zitierte Buch 1989 erschien, war John Gutfreund mit einem Jahreseinkommen von 3,1 Millionen Dollar.

Michael Lewis hatte bei einem Gala-Dinner der britischen Königinmutter 1985 zufällig zwischen den Ehefrauen zweier Abteilungsleiter von Salomon Brothers Platz gefunden; er gefiel den Damen, durfte in New York vorsehen und bekam im gleichen Jahr seinen ersten richtigen Job.

Das ging aber nicht lange gut. Denn schon drei Jahre später verließ er die Bank und schrieb *Wall Street Poker*, das Enthüllungsbuch, das die Karriere seines Chefs beendete.

Was Lewis gleich zu Beginn seiner Tätigkeit schockierte, war das völlige Desinteresse der Chefs an beruflicher Erfahrung. Es gab ja das bankinterne Trainingsprogramm. Dort herrschte eine unglaublich kindische Atmosphäre. Die Trainees riefen Telefonsex-Nummern an und ließen das Gestöhn über die hausinterne Lautsprecheranlage laufen, und sie fanden es umwerfend komisch, jemand anderem von hinten ein brennendes Feuerzeug in den Schritt zu halten. Vor allem wetteten sie auf alles und jedes, zum Beispiel, welcher Trainee während des Unterrichts als Erster einschlafen würde. Ihre einzige Sehnsucht galt dem Geld, ihre ganze Verachtung jedem Job, der zu wenig einbrachte. Während des Kurses, wie insbesondere später im Händler-Saal, sprachen sie untereinander in einer Sprache, die überquoll von fäkalen und koitalen Kraftwörtern.

Bis in die achtziger Jahre war das Hypotheken-Geschäft der hässliche Stiefbruder des Anleihenmarktes. Hypotheken – das war etwas für die Sparkasse in Kleinkleckersheim, nicht die Wall Street.

Dafür gab es einen Grund: Mit Hypotheken ließ sich nicht handeln. Jeder Anleger weiß gern, wie lange die Anleihe läuft, für die er sein Geld hergibt; und gerade das war bei einer Hypothek nicht vorhersehbar, da ja der Hypothekennehmer seine Schuld vorab zurückzahlen konnte; unter so unsicheren Umständen ließ sich keine Rendite berechnen.

HUNGRIGES KAPITAL  
UND HUNGRIGE ANLEGER  
INTERESSIERTEN SICH  
FÜR DIE NEUEN PAPIERE

Deshalb erfand man bei Salomon Brothers ein innovatives neues „Produkt“: die Hypotheken-Anleihe. Hypotheken mit vorhersagbar variablen Laufzeiten wurden in Gruppen eingeteilt: unter zehn Jahren, zwischen zehn und zwanzig Jahren Laufzeit und so weiter. Verschiedene Gruppen wurde zu einer neuartigen Anleihe umdeklariert und in Tranchen von „hypothekenbesicherten Wertpapieren“ gestückelt (in sogenannten MBS, mortgage-backed securities), die teuer verkauft werden konnten. Hungriges Kapital und hungrige Anleger begannen, sich für das neue Papier zu interessieren. Und als die Reagan-Regierung den Wertpapierhandel liberalisierte, explodierte das Geschäft: Salomon Brothers hatte ein Quasi-Monopol auf dem Markt der Hypotheken-Anleihen.

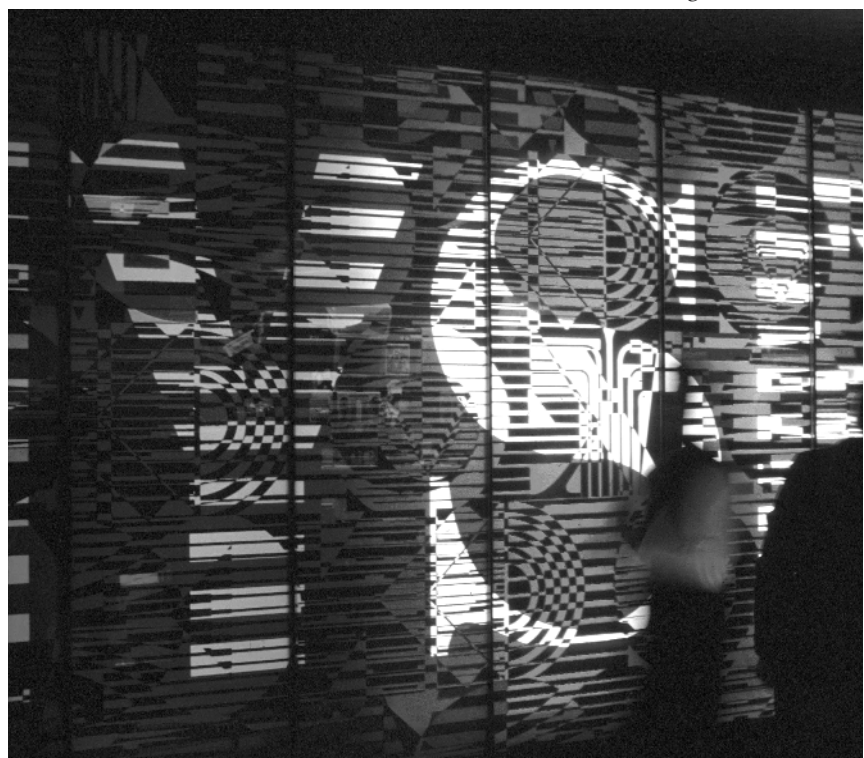
Damit war der Ehrgeiz der Bank aber noch nicht erschöpft. Mit immer feineren mathematischen Modellen holte man die Hypotheken-Anleihen noch weiter aus ihrer Stiefkind-Ecke und machte sie anderen Anleiheformen immer ähnlicher.

Das Mittel dazu war 1983 die nächste innovative Papier-Schöpfung von Salomon Brothers (und der First Boston): die sogenannte CMO (collateralized mortgage obligation). Hier wurden Hypotheken-Anleihen gemischt, neu gebündelt und für den Verkauf in Zertifikate gestückelt. In der zweiten Hälfte der achtziger Jahre brachten diese Zertifikate, die CMOs, den beiden Banken marktbeherrschende Profite.

Mit diesem „Verbriefungsprodukt“ standen die Türen für weitere Innovationen nun weit offen. Die Hypotheken wurden immer feiner eingeteilt, immer cleverer sortiert und gebündelt, ja immer öfter auch aufgetrennt: Tausende von Hausbesitzern zahlten ihre Hypothek zurück, ohne dass sie wussten, an wen; oder sie zahlten, wiederum ohne dass sie das wussten, ihre Zinsen z.B. an eine Bank in China und die Tilgungsraten an einen Pensionsfonds in Kanada.

Die nächste Stufe der immer geheimnisvolleren Komplexität der Produkte war schließlich die noch abstraktere Mischung CDO (collateral debt obligation), ein Wertpapier, das als Sicherheit keine Hypotheken mehr hatte, sondern nur noch andere Wertpapiere, etwa CMOs.

*Die New Yorker Börse (NYSE) hat einen virtuellen Börsensaal eingerichtet*



Eduard Hueber, Asymptote Architecture

Man kann sich das Ganze so vorstellen: Ganz unten, im Keller, stehen die von Händlern schlecht angesehenen Hypotheken selbst. In den unteren Stockwerken wohnen die MBS, in den mittleren die edleren CMOs, und in den obersten Etagen sitzen die schon recht feinen CDOs.

Viele Jahre lief das Geschäft großartig. Der Kuchen ging auf, das Geld (in den Papieren) vermehrte sich.

Aber allmählich begann der Kuchen sich zu blähen vor lauter heißer Luft. Bald fanden die Banken kaum noch genügend Hypotheken auf dem Markt, um all diese innovativen und rentablen Papiere (ihre „Produkte“) herzustellen, die ihnen die internationalen Anleger aus den Händen rissen, fast um jeden Preis. Auch die Sparkassen und Hypothekenbanken ihrerseits konnten gar nicht so viele Hypotheken vergeben, wie sie den Investmentbanken hätten weiterverkaufen können. 2006 war der Immobilien-Wertpapiermarkt auf einen Umfang von geschätzten 650 Billionen Dollar angeschwollen (das Dreizehnfache des realen Bruttoinlandsprodukts weltweit).

In der Not, d.h. unter dem Nachfragedruck von seiten der großen Wall-Street-Banken, gingen die Hypothekenbanken etwa seit 1998 dazu über, Hypotheken auch Personen anzudrehen, die überhaupt keine Immobilie haben wollten.

Die Babysitterin eines Anleihenhändlers zum Beispiel besaß plötzlich ein Haus im New Yorker Stadtteil Queens. Weil die Immobilienpreise offenbar endlos stiegen, überredeten die Banker sie, auf das Haus eine zweite Hypothek zu nehmen und damit ein zweites Haus zu kaufen. Die Preise stiegen weiter, und die Hypotheken-Kette wurde immer länger. Am Ende besaßen die Babysitterin und ihre Schwester insgesamt fünf Häuser in Queens. Irgendwann, ziemlich bald, würden sie die Zinsen und Tilgung nicht mehr aufbringen können. Ihre Hypotheken würden platzen – wie auch viele andere, die dann keine Bonität mehr hatten, keine Kreditwürdigkeit, und dann nur noch als schlechte Kredite, sogenannte Subprime-Hypotheken gehandelt werden konnten.

*Löscharbeiten (18. August 2007) am Haus der Deutschen Bank in der Liberty Street 130 in New York, das am 11. September 2001 schwer beschädigt und danach abgerissen wurde*



Rob Vincent

PLÖTZLICH BESÄßEN  
DIE BABYSITTERIN  
UND IHRE SCHWESTER  
FÜNF HÄUSER

2006 BEGANN  
DIE DEUTSCHE BANK  
IHREN RÜCKZUG  
AUS DEM DERIVATE-MARKT

In dem schönen mehrstöckigen Gebäude mit den Derivaten war in den Fundamenten jetzt schon ein leises Knacken zu hören.

Einer der ersten, der dieses ominöse Knacken nicht nur hörte, sondern auch daraus Profit zu schlagen wusste, war Greg Lippman, Sushi-Fan und Chef der Derivate-Abteilung der Deutschen Bank in New York. Er war hier erst seit 2000 tätig, hatte aber bereits eine schöne Karriere hinter sich. „Greg spielte in den letzten sechs Jahren eine entscheidende Rolle“, verkündete sein Chef zu Lippmans Beförderung, „in unserem Handel mit Verbriefungsprodukten, sowohl in den USA als auch weltweit. Er ist in der Finanzindustrie hochangesehen und wurde zum Pionier in der Entwicklung neuer Produkte und Handelswege im Markt. Mit dieser Ernennung sind wir gut positioniert, um auf bisherigen Erfolgen aufzubauen und die Stärke unserer Derivate-Abteilung künftig noch zu erhöhen.“

60 Wall Street, die neue Adresse der Deutschen Bank, New York, seit 2001



Mike Roberts

Wie hatte Lippman sich in diese Höhe katapultiert?

Strenggenommen gehört der Ruhm, das Knacksen als Erste gehört zu haben, Karen Weaver. Sie war als Managing Director für globale Verbriefungen kein großer Star der Szene, aber sie hatte Durchblick. Im Sommer 2005 war sie auf einer Inspektionsreise durch Süd-Kalifornien zu dem – eigentlich naheliegenden – Ergebnis gekommen, dass die Immobilienpreise nicht endlos steigen konnten. Ende des Jahres war auch Greg Lippman davon überzeugt. Er zog zwei kluge Konsequenzen daraus.

Erstens begann er ab 2006, die Deutsche Bank vorsichtig aus dem Derivatemarkt zurückzuziehen. Er war von allen Großen der Wall Street zu dieser Zeit der Einzige, der in den aufeinandergetürmten „Produkten“ und ihren erfindungsreichen Ablegern eine Gefahr sah und nicht mehr die wundersame Maschine sah, die ohne Arbeit immer größeren Reichtum produzierte. Nur vorsichtig musste der Rückzug sein, da ein plötzlicher und massiver Verkauf dieser Papiere durch die Deutsche Bank aufgefallen wäre und sofort auf die Preise gedrückt hätte.

Zweitens, und das war nun wirklich genial, „versicherte“ er den immer noch hohen Wert der von der Deutschen Bank gehaltenen Verbriefungen. Das geeignete Mittel dazu musste er nicht erst erfinden, es war seit den neunziger Jahren schon da. Es war wiederum ein sehr schlaues Papier und hieß Credit Default Swap (CDS).

Kleiner, aber nötiger Exkurs: Was ist ein CDS?

Alle Banker erklären dieses Instrument so, dass es außer ihnen niemand versteht; dabei ist es recht einfach zu durchschauen.



„Victory!“

Nehmen wir an, Sie besitzen ein Wertpapier und haben ein wenig Angst, es könnte bis zu einem bestimmten Zeitpunkt an Wert verlieren. Sie (nennen wir Sie den „Sicherungsnehmer“) gehen deshalb zu einer Bank (dem „Sicherungsgeber“) und vereinbaren mit ihr eine Art Versicherung dagegen. Die Bank berechnet aus dem Wert, der Laufzeit und dem Risiko der Wertminderung eine attraktive Prämie. Sie zahlen der Bank die Prämien. Falls das Papier zu einem festgelegten Zeitpunkt in der Zukunft tatsächlich an Wert verliert, zahlt die Bank Ihnen den Wertverlust; wenn

nichts passiert, behält sie, selbstverständlich, die eingezahlten Prämien. So einfach ist das. Diese Art der „Versicherung“ treibt dann ihrerseits alle möglichen Varianten hervor, aber das Prinzip ist immer dasselbe (nur: „Versicherung“ darf der CDS natürlich nicht heißen, denn für Versicherungen gelten strenge Regeln, für den CDS nicht, er profitiert von der Deregulierung).

Den größeren Charme entwickelt der CDS dadurch, dass Sie ihn auch dann mit einem Sicherungsgeber abschließen können, wenn Sie selbst gar nichts Erhaltenswertes besitzen. Sie können also jederzeit mit irgendeiner Bank vereinbaren: Falls irgendein Wertpapier innerhalb eines festgelegten Zeitraums an Wert verliert, zahlt die Bank Ihnen – nachdem Sie Ihre Prämien bis zum Eintreten des Ereignisses bezahlt haben – die Wertminderung (obwohl das wertgeminderte Wertpapier gar nicht mein Eigentum ist).

Und noch schöner ist es, dass Sie einen solchen CDS mit einer Bank zu diesem einen Wertpapier nicht nur einmal, sondern mehrmals treffen können. Und nicht nur Sie können das, sondern alle andern können das auch. Theoretisch kann es Tausende solcher CDSs zu einem einzigen eventuellen Wertminderungsfall geben. Und es gibt ja nicht nur dieses eine Wertpapier, gegen das diese Tausende ihre CDSs abschließen können, sondern Tausende von Wertpapieren. Diese unendlich vervielfältigten und frei handelbaren CDSs waren also völlig entsubstanziierte Papiere, der Handel mit ihnen war nur noch ein lukratives Abenteuer.

Jetzt sind wir im Allerheiligsten der Finanzwelt angekommen. Hinter den Wertpapieren und Verbriefungen standen ja immer noch irgendwelche „Werte“ oder wenigstens „Verbriefungen“. Ein CDS aber ist nur noch eine pure Wette. Und wetten lässt sich, wie bei den kindischen Trainees, gegen alles und jedes.

Jemand sah die Gelegenheit“, sagte Josef Ackermann im Frühjahr 2007 diskret, „und ergriff sie.“ Dieser Jemand war Greg Lippman, der „gegen“ die Verbriefungen wettete, lange bevor die Immobilienkrise mit voller Wucht eintrat. Mit anderen Worten: Er wettete darauf, dass sie an Wert verlieren würden. Er tat es mit der nötigen Umsicht, denn auch hier (wie bei massenhaften Verkäufen eines Wertpapiers) hätte die Häufung der CDS-Vereinbarungen zu Anfangsverdächtigungen und einer unerwünschten Erhöhung der Prämien führen können, oder niemand mehr hätte die Wette angenommen. Das konnte auch nur gutgehen, wenn er seine Ahnung von einem künftigen Wertverfall für sich behielt. Denn wenn alle auf das Gleiche wetteten, war niemand mehr da, der die Wette annehmen würde. Einige Auserwählte allerdings durften ihm in die Karten schauen. Einer von ihnen war Steve Eisman, ein befreundeter Hedgefonds-Broker. Lippman besuchte ihn einige Male und sagte ihm: Verkauf ruhig die Dinger aus meinem Markt! (Knapper geht es auf Englisch: „Short my market!“) Eisman rechnete es Lippman hoch an, dass der ihm den Tipp

## WETTEN KANN MAN SCHLIEßLICH GEGEN ALLES UND JEDES

„WIR HABEN  
DAS MONSTER  
GEFÜTTERT,  
BIS ES PLATZTE“

gegeben hatte: „In meinem ganzen Leben ist noch nie ein Händler zu mir gekommen und sagte: Von mir aus kannst du solche Dinger, mit denen auch ich handle, verkaufen.“ Es klang, als wollte Lippman den Kollegen vor einem drohenden Wertverlust bewahren.

Ganz selbstlos wird der Tipp aber nicht gewesen sein. Denn wenn Eisman seine Verbriefungen nun auf den Markt warf und alle Papiere dieser Art dadurch noch schneller an Wert verloren, machte Lippman mit seinen eigenen Wertverlusten natürlich ein noch glänzenderes Geschäft: Die Bank, mit der er seine CDSs vereinbart hatte, musste ihm dann einen umso größeren Wertverlust ersetzen.

Er wusste genau, was er tat: „Es war die Fütterung eines Monsters“, sagte er später, „wir fütterten das Monster, bis es platzte.“

Erst Mitte 2007 kamen Lippmans tausendfache Wetten auf den Kursverfall der Verbriefungen allmählich ans Licht. Zuerst berichtete das *Wall Street Journal* darüber, dann die *New York Times* und andere Zeitungen. Lippman weigerte sich, die Berichte zu kommentieren, und löste damit erst recht Gerüchte über bevorstehende Wertverluste aus. Das hohe Gebäude der Verbriefungen fing zu wackeln an.

Noch im Mai 2007 war die Deutsche Bank, während sie schon erfolgreich auf den Wertverlust in den USA speulierte, in der Alten Welt scheinbar voller Optimismus: „Immobilien-derivate erobern Europa“ verkündete sie. Die Bank sah eine „anhaltende Dynamik“ und ausschließlich Vorzüge darin, „dass sich Immobilien-derivate (endlich) als neues kapitalmarktorientiertes Immobilieninstrument etablieren“. Zur Verfügung stehe schließlich ein europäischer Immobilienbestand von sagenhaften 14,5 Billionen Euro, die nur darauf warteten, in Papiere gebündelt zu werden: „Wenn nur 1% dieses unterlegten Marktes durch Derivate abgesichert würde, könnte ein europäischer Derivatemarkt in der Größe von 200 Milliarden Euro entstehen.“

Kurz danach brach der Derivatemarkt zusammen. Niemand mehr wollte diese cleveren Verbriefungen behalten. Alle boten ihre Papiere an, und die Preise gingen in den Keller. Ein Markt, auf dem sämtliche Teilnehmer daselbe anbieten, ist (wie jeder Ökonom im Schlaf herbeten kann) tot.

Die Deutsche Bank aber hatte in der Katastrophe die große Chance erkannt und ihr Schäfchen rechtzeitig ins Trockene gebracht. Im Januar 2008 stand fest (wie *Welt ONLINE* berichtete), dass große Investmentbanken wie Citigroup und Merrill Lynch, aber auch die Schweizer UBS „sich am US-Immobilienmarkt verhoben“ hatten „und bereits zweistellige Milliardenbeträge abschreiben mussten“; die Deutsche Bank aber brachte sich 2007 mit einem lächerlichen Verlust von weniger als fünf Milliarden US-Dollar in Sicherheit.

Lässt man einen so weitsichtigen Mann gehen? Nein, so die Deutsche Bank im Januar 2009: „Herr Lippmann [sic] ist in den USA als Managing Director im Handel beschäftigt mit Focus Asset Backed Securities.“

Michael Lewis, der in *Wall Street Poker* die Anfänge dieses abgestürzten Wettbetriebs beschrieben hatte, wurde von seinem Ex-Chef gefragt, warum er dieses Treffen denn erbeten habe. Lewis hatte keine Antwort. Für ihn war es etwas Emotionales, wie ein Besuch bei Eltern, die man zwei Jahrzehnte lang nicht gesehen hat.

Gutfreund hatte sich nicht verändert, fand Lewis. Er hatte immer noch diese Metzger- oder Boxer-Hände. Aber auch seine Kaltblütigkeit hatte er nicht abgelegt. „Wenn eine große Wall-Street-Investmentbank erst einmal total versagt hat“, stellte er im Rückblick fest, „dann wird sie ein Problem der Regierung. Es ist ganz einfach: Laissez-faire, bis du tief genug in der Scheiße steckst.“ Er lachte dazu. Er war nicht mehr im Spiel.