

Fragt man einen «erfahrenen Geldanleger», ob ihm folgendes Muster bekannt vorkommt:

- Im Frühjahr fällt der Aktienpreis eines bedeutenden Finanzdienstleisters, dessen Aktie als Collateral für verschiedene Finanztransaktionen dient, um mehr als die Hälfte. Die Finanzmärkte sind zuerst schockiert. In den folgenden Wochen erholen sie sich zunehmend vom Schock.
- im Sommer nimmt der Marktstress wieder zu. Die Anleger sind fieberhaft auf der Suche nach der «richtigen» Bewertung der Vermögenswerte. Im weiteren Verlauf kollabiert ein weiteres bedeutendes, börsennotiertes Unternehmen. Die Märkte reagieren zunehmend panisch.
- Kurz darauf gerät eine große Bank in Schwierigkeiten. Panik breitet sich aus.
- Die bist dato eingezogenen Sicherheitsnetze greifen. Es gelingt mit vereinten Kräften das Desaster zu verhindern. Der reale Schaden ist jedoch bereits so groß, dass eine scharfe Rezession folgt.

Nach einigem Nachdenken erinnert sich unser Anleger (mit Grausen) an 2008! *Bear Stearns* kann leicht als Bank identifiziert werden, die im Frühjahr wegen Subprime-Verlusten vor dem Ruin stand. *Fenny Mae* und *Freddy Mac*, die quasi den gesamten US-Immobilienmarkt besichert hatten, standen im Sommer vor dem Aus und konnten nur Dank einer Verstaatlichung weiter funktionieren. Mit *AIG* steht jedoch bereits der nächste Pleitekandidat vor der Tür, der »too big to fail« ist. Schließlich kollabiert *Lehman Brothers*. Das gibt dem Markt den Rest. Erst als die Notenbanken einschreiten, kann die Katastrophe abgewendet werden.

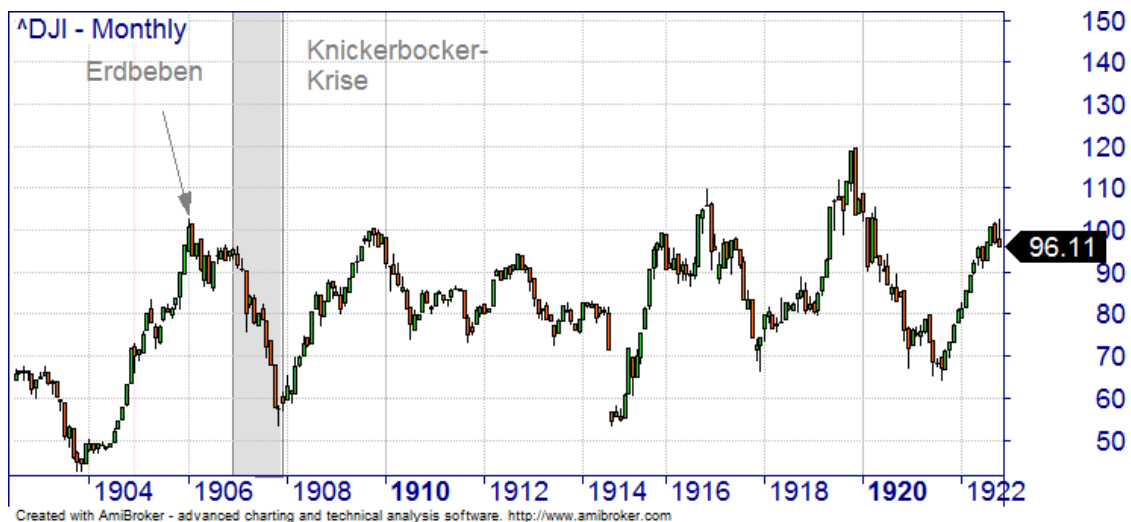


Abbildung 1: Preisverlauf des Dow Jones Industrial zwischen der Jahrhundertwende und 1923.

Interessanterweise verlief die sogenannte »Knickerbocker-Krise« des Jahres 1907 fast identisch.

Die Knickerbockerkrise

Vorspann. Im Jahre 1906 wurde San Francisco von dem verheerenden Erdbeben heimgesucht. Zufall oder nicht: auch die Ernte im Mittleren Westen war schlecht. Die USA als großer Getreideexporteur verzeichnete deutlich weniger Kapitalzuflüsse, als üblich. Geld wurde knapp und die Marktzinsen stiegen.

Englische Versicherungen hatten große Teile von San Francisco versichert. Diese schickten alsbald eine Armada mit Gold beladener Schiffe über den Atlantik, was kurzfristig den Liquiditätsengpass linderte.

Für die Begleichung der Forderungen mussten die Versicherungen ihrerseits den nationalen Kapitalmarkt anzapfen. Die Aktienkurse in London brachen bis zum Juli 1906 um 18 Prozent ein. Einseseits, weil die Versicherungen Vermögenswerte veräußert hatten, andererseits weil die Bank of England auf den Liquiditätsmangel mit einer Anhebung der Zinssätze reagierte.

Union Pacific. Im Jahre 1853 stand die Eisenbahngesellschaft *Union Pacific* (wieder einmal) vor dem Aus. E. H. Harriman trommelte ein Syndikat von Trusts zusammen und übernahm das marode Unternehmen für 11,6 Mio. £(in Cash). Er stellte das Unternehmen neu auf und erweiterte seinen Wirkungskreis erheblich. Bereits nach drei Jahren konnte das Syndikat ausgezahlt werden. Bis 1907 verleibte sich Harriman diverse angeschlagene Eisenbahngesellschaften ein. Der Wert aller Beteiligungen belief sich 1907 auf 20 Mio. £. Es fiel auf, dass die Mehrheit der Beteiligungen in nur sechs Monaten übernommen worden waren, weshalb einige annahmen, dass sich ein Schneeballsystem aufgebaut hatte und der Unternehmenswert keinesfalls dem Börsenwert entsprach.

Tatsächlich markiert das Jahr 1906 den Zenit des Eisenbahnbooms in den USA

Jahr	1904	1905	1906	1907
Kapitalzuflüsse	1004	1692	2308	1459 t\$

Bis 1905 war der Kapitalzufluß in die Bahn-Infrastruktur mit dem Ausbau des Schienennetzes korreliert. Das änderte sich 1906. Plötzlich hatte

der Kapitalmarkt selbst den größten Geldbedarf: Es herrschte Übernahmefieber. Die Unternehmen suchten im enger werdenden Markt ihr Heil in schierer Größe. Man kaufte die Aktien kleinerer Mitbewerber. Jede Aktiengesellschaft war ständig von feindlichen Übernahmen bedroht. Die Konsequenz: Wenn ein großer Fisch einen kleinen geschluckt hatte, musste er aus Selbstschutz die Aktien des übernommenen Unternehmens vom Markt nehmen¹. Wie also die notwendigen Übernahmen finanzieren? Es blieb nur der Anleihemarkt. Nun waren die Unternehmen in der Zwickmühle. Wegen der gestiegenen Risiken im Bahnsektor musste man einen Renditeaufschlag bieten. Zusätzlich stiegen die Marktzinsen, weil das Geld global knapp zu werden drohte.

Bis 1905 trugen Aktionäre die Risiken der Bahngesellschaften. Mit dem immer knapper werdenden Aktienangebot konnte der Aktienpreis seiner Funktion als Bewertungsmaßstab und Risikoindikator nicht mehr gerecht werden. Deshalb stiegen die Aktienpreise bis 1907 immer weiter. Die eigentlichen Risiken trugen die Anleihegläubiger. Die Renditeaufschläge am Anleihemarkt repräsentierte dies jedoch nicht.

So kam, was kommen musste. Bei der *Union Pacific* wurden unerklärliche Kapitalabflüsse entdeckt. E.H. Harriman musste den Vorsitz abgeben und plötzlich nahmen die Marktteilnehmer die tatsächlichen Risiken wahr. Der Aktienpreis fiel von 190 \$ im Dezember 1906 auf 146 am 1. Mai und weiter auf 123 \$ am 14. August 1907.



Die Schalterhalle des Knickerbocker Trust

¹Üblicherweise werden die Aktionäre eines übernommenen Unternehmen mit einem Aktientausch abgefunden. Wenn man alle Aktien einziehen will, muss man die Aktionäre auszahlen. Dies lassen sich diese natürlich sehr teuer bezahlen.

Kupfer. Trotz des Wiederaufbaus San Francisco's und des erheblichen Rohstoffbedarfs dort gaben die Metallpreise aufgrund der Rezession in England und dem rapide zurückgehendem Eisenbahnbau im Sommer 1907 stark nach. Dies wirkte sich unmittelbar auf den unbarmherzigen Konkurrenzkampf der Kupfer-Könige in Butte(Montana) aus.

Augustus Heinze war einer der drei «Kupfer-Könige».

Im Jahre 1906 verlegte er den Stammsitz seines Hauptunternehmens, der *United Copper*, an den Broadway nach New York, keine drei Gehminuten entfernt von der Wall Street. Dort residierte auch der Bankier Charles F. Morse. Er war Vorstand mehrerer Banken. Morse und Heinze wollten gemeinsam wachsen. Dazu bauten sie eine »Bankenkette« auf. Das Prinzip war einfach: Man erwarb eine beherrschende Beteiligung an einer Bank und nutzte dessen Kapital als Sicherheit für Kredite, mit denen weitere Geldinstitute einverleibt wurden. Morse und Heinze setzten sich selbst als Vorstand der so übernommenen Geldinstitute ein. So wurde Heinze letztlich auch ins Direktorium der renommierten *Mercantile National Bank* berufen.

Zentrales Ziel war, die *United Copper* auch an den Finanzmärkten zu neuer Stärke zu verhelfen. Deren Preis war an der Börse stark gefallen. Eine kurze Analyse ergab, dass deutlich mehr Aktien im Umlauf waren, als von der Gesellschaft selbst ausgegeben. Man schlußfolgerte, dass es diverse Leerverkäufer geben müsse, die den Preis künstlich drücken (sog. ungedeckte Leerverkäufe). Diese wollte man aus der Reserve locken.

Am 10.10.1907 trafen sich Morse und die Heinze-Brüder mit einem Direktor der *Knickerbocker Trust Company*². Es wurde geschätzt, dass man etwa 1,5 Mrd. Dollar benötigen würden, um die Short-Spekulanten zur Glattstellung ihrer Positionen zu bewegen. Ein solcher Coup gelingt nur, wenn rasch möglichst alle im Umlauf befindlichen Aktien aufgekauft werden können. Diejenigen, die ungedeckte Leerverkäufe getätigt haben, müssen irgendwann astronomische Preise für die letzten verbliebenen frei verfügbaren Aktien zahlen. Erst in dieser letzten Phase entscheidet sich, ob das ganze Projekt

erfolgreich ist. Falls alles glatt läuft, hat der Initiator des Geschäfts hinterher eine bequeme Aktienmehrheit, die sogar von der Konkurrenz gezahlt wurde.



Der Bankrun auf den Knickerbocker Trust

Tatsächlich hatten die Spekulanten des Jahres 1907 ihre Hausaufgaben nicht gemacht. Es gab deutlich weniger leerverkaufte Aktien, als erwartet, und so gelang es nicht, die finale Preisübertreibung zur Finanzierung des Gesamtgeschäfts herbei zu führen. Es wurde schließlich bekannt, dass Heinze und Morse die getätigten Aktienkäufe nicht zahlen können. Die Marktteilnehmer realisierten, dass das Bankensyndikat Heinzes nur eine Luftnummer ist. Die *Mercantile National Bank* trennt sich am 17.10. öffentlichkeitswirksam von Heinze. Aber anstatt Schaden von der Bank fern zu halten, beschleunigt dieser Schritt das Ausmaß der Beunruhigung und den Kapitalentzug. Das gesamte Heinze-Morse Bank-Syndikat erfährt einen Bankrun.

²Der Knickerbocker Trust war ein Teil des Schattenbankensystems der frühkapitalistischen USA. Die Gesellschaft sammelte Gelder ein um sie in eigene Projekte zu stecken. Anders, als die Geschäftsbanken, war sie völlig unabhängig von dem Schatzamt, das damals die Geldversorgung vornahm. Dort war auch eine rudimentäre Bankenüberwachung angesiedelt. Bis zur Jahrhundertwende erlebte die USA diverse Geldkrisen, die teilweise nur mit Not-Anleihebegebungen überstanden wurden. Vorsichtige Menschen legten ihr Vermögen deshalb außerhalb der Bankensyndikate an. Die Einlagen beim *Knickerbocker Trust* versechsfachten sich zwischen 1897 und 1907.

Am 21.10.1907 folgte der nächste Eskalationsschritt: die *National Bank of Commerce* verkündete, sie würde Wechsel des *Knickerbocker Trust* nicht mehr annehmen. Ein Run auf die Schalter des Trusts begann.

Die Krise ebte erst ab, als sich das *New York Clearinghouse* bereit erklärte, die vom Bank-Run betroffenen Banken zu stützen, falls Heinze und Morse ihre Posten nieder legen würden. Der Preis der »Rettung« war jedoch hoch. Um die notwendigen Sicherheiten für die ausgesprochenen Garantien zu beschaffen, war das Clearinghouse global auf Einkaufstour gegangen. In der Folge der Krise um 1907 wurde weltweit das Geld knapp. Die Zinssätze stiegen synchron an den Handelsplätzen in den USA, Europa, China

und Westindien. Erstmals triggerte ein singulares Ereignis an einem unbedeutendem Finanzplatz eine globale Rezession.

Aus den Verwerfungen wurden in den USA Konsequenzen gezogen. Man erkannte die Notwendigkeit, das Schattenbankensystem zu bekämpfen und zur Vertrauensbildung in den geregelten Banksektor eine Zentralbank zu gründen. Wie im Chart zu erkennen, erholten sich die Notierungen am Finanzplatz New York schnell wieder. Die folgende Dekade bis zum Ausbruch des ersten Weltkriegs war börsentechnisch eine Periode relativer Stabilität. Und danach begannen die goldenen zwanziger Jahre.