

## CB-BEITRAG

Dr. Manfred Rack, RA

# CB-Test: Die neue Strafbarkeit der Geschäftsleiter von Banken und Versicherungen im Risikomanagement (Teil II\*)

Risiken sind als Schadensprognosen zu verstehen. Widersprechen sich Prognosen, muss ein Geschäftsleiter zwischen konkurrierenden Prognosen wählen und eine Entscheidung treffen. Ein Entscheidungsverfahren soll mit entsprechenden Regeln dabei helfen, Vorwürfe des fehlerhaften Risikomanagements zu vermeiden.

## I. Regeln zum Management von Risiken

Geschäftsleiter von Banken sind zum Risikomanagement verpflichtet und machen sich nach der neuen Regelung des § 54a KWG strafbar, wenn sie gegen Pflichten nach § 25c Abs. 4 S. 2 KWG verstoßen. Zum Risikomanagement nach § 25a KWG zählt es, Risiken zu ermitteln, zu identifizieren, zu beurteilen, zu steuern, zu überwachen und zu kommunizieren. Dazu gehören eine Risiko-Controlling- und eine Compliance-Funktion. Zu klären bleibt der zentrale Begriff des Risikos, der im Wortlaut der neuen Regelung des KWG nicht definiert, sondern vorausgesetzt ist. Deshalb ist erstens zu prüfen, ob sich in Rechtsprechung und Literatur eine „gefestigte Auslegung“<sup>1</sup> i. S. d. Bundesverfassungsgerichts zum Risikobegriff feststellen lässt und zweitens, wie mit der Pflicht zum Risikomanagement die Fehler vermieden werden können, die zur Finanzkrise geführt haben. Aus den Fehlern der Finanzkrise sollen Lehren gezogen werden, insbesondere müssen Regeln formuliert werden, mit denen sich Wiederholungen vermeiden lassen. Der Risikobegriff müsste dem Geschäftsleiter die dringend erforderliche Sicherheit darüber geben, was er als Gegenstand seines Risikomanagements zu verstehen hat, insbesondere wie und nach welchen Regeln er Risiken so zu behandeln hat, dass ihm kein Fehler beim Risikomanagement unterläuft, durch den er sich nach § 54a KWG strafbar machen kann. Insbesondere darf ein vorhersehbares und vermeidbares Risiko nicht übersehen werden.

Konkret stellt sich die Frage, wie und nach welcher Methode ein Geschäftsleiter das Ausfallrisiko der angekauften hypothekenbesicherten Wertpapiere hätte erfassen und vermeiden können. Geschäftsleiter hatten sich blind auf die AAA-Einschätzung der amerikanischen Rating-Agenturen verlassen, die als Prognosen zum Ausfallrisiko zu verstehen sind.<sup>2</sup> Die AAA-Note soll es Investoren ermöglichen, die Wahrscheinlichkeit zu beurteilen, ob die Schuldner der Hauskredite ihre Hypotheken bedienen können oder ob Ausfälle der Forderungen drohen. Den Investoren wurde von Standard & Poor's (S&P) ausdrücklich mitgeteilt, dass bei der Bewertung besonders komplexer Wertpapiere, den Collateralized Debt Obligations (CDO), mit der Note AAA nur eine Wahrscheinlichkeit von 0,12% bestand, dass es in den nächsten fünf Jahren zu einem Zahlungsverzug kommen würde<sup>3</sup>. Mit AAA werden sonst nur Staatsanleihen und Anleihen erster Industrieadressen ohne Ausfallrisiko bewertet.

Die Prognosen der Rating-Agenturen waren falsch. 28% der mit AAA bewerteten CDOs gelten nach Ausbruch der Finanzkrise als Zahlungsausfälle. Angeblich risikolose Geldanlagen erwiesen sich als hochriskant. Auf diese Prognose hatten sich Investoren verlassen, insbesondere auch der Geschäftsleiter der IKB Cam, der keine eigenen Risikoanalysen erstellt hatte, was sich im Gerichtsverfahren herausgestellt hat und zum entscheidenden Vorwurf wurde. Die Vorstandsmitglieder haben ihre Pflicht zur Informationsbeschaffung verletzt, wozu sie „alle ihnen zur Verfügung stehenden Erkenntnisquellen auszuschöpfen haben. Dabei dürfen sie sich nicht nur auf Informationen Dritter verlassen, sondern sind gehalten, eigene Informationsquellen im Unternehmen zu schaffen, sowie ihr Funktionieren zu überwachen und sie zu nutzen“<sup>4</sup>. Die IKB<sup>5</sup> hatte Wertpapiere für 24,7 Mrd. Euro angekauft. Später stellte sich heraus, dass die Rating-Agenturen auf keinerlei Erfahrungen über Ausfallrisiken bei CDOs zurückgreifen konnten. Die Ausfallrisiken wurden ausschließlich nach Modellrechnungen beurteilt. In den meisten Modellen kommen keine Blasen vor, sodass sie auch nicht prognostiziert werden können.<sup>6</sup> *Silver* weist allerdings nach, dass S&P eine Blase simuliert hatte, jedoch mit nur einem geringen unterschätzten Preiseinbruch von 20% über einen Zeitraum von zwei Jahren.<sup>7</sup> Die Ausfallquoten für CDOs erwiesen sich als zweihundert Mal höher als von S&P prognostiziert.<sup>8</sup> Mehr

\* Teil I des Beitrages (CB 8/2013, 322) beschäftigte sich insbesondere mit dem zentralen Begriff des „Risikos“ und gab einen Überblick über die rechtlichen Regeln aus Rechtsprechung und Literatur im Umgang mit Risiken.

1 BVerfGE 126, 170, Rd.-Nr. 82, 83.

2 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 32.

3 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 32.

4 OLG Düsseldorf, 9.12.2009 – 6 W 45/09, 6 W 45/09, 2. Bjb)bb).

5 *Appel*, in: Braunberger/Fehr (Hrsg.), Crash Finanzkrisen gestern und heute, 2008, S. 169.

6 *Nienhaus*, Die Blindgänger, Warum Ökonomen auch künftige Krisen nicht erkennen werden, 2009, S. 101.

7 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 38.

8 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 33

als 90% der hypothekenbesicherten Wertpapiere gelten inzwischen als wertlos.<sup>9</sup>

Entschuldigt und erklärt wird diese katastrophale Fehlprognose mit der geplatzten Immobilienblase, die als unvorhersehbares Ereignis und als Entschuldigung von den Rating-Agenturen angeführt wird. In diesem Zusammenhang ist daran zu erinnern, dass die künftige Strafbarkeit nach § 54a KWG mindestens einen Fahrlässigkeitsvorwurf voraussetzt, der dann begründet ist, wenn ein eingetretener Schaden im Nachhinein als vorhersehbar und vermeidbar beurteilt wird. Künftig entscheidet über die Strafbarkeit von Geschäftsleitern deren eigene Prognose, ob ein Schaden vorhersehbar und vermeidbar war. Bei jeder Entscheidung müssen Geschäftsleiter für die Zukunft prüfen, welche Schäden vorhersehbar und vermeidbar sind.

In den nachträglichen Analysen wurde allerdings das Platzen der Immobilienblase als durchaus vorhersehbar beurteilt. Belegt wird die Vorhersehbarkeit mit den Warnungen namhafter Volkswirte. Gewarnt hatte *Robert Shiller*, der diesjährige Nobelpreisträger, schon 2005 in der 2. Auflage seines Buches „Irrational Exuberance“<sup>10</sup>. Er hatte schon das Platzen der New-Economy-Blase vorausgesagt. Für den Immobilienmarkt hatte er die Entwicklung der Immobilienpreise in dem Case-Shiller-Index dokumentiert, um Blasen messbar zu machen. Gewarnt hatten außerdem *Nouriel Roubini*<sup>11</sup>, ein Berater des Weißen Hauses und Leiter der Grundsatzabteilung im amerikanischen Finanzministerium, *Dean Baker* 2002, der Nobelpreisträger *Paul Krugman* im August 2005, in Deutschland der Bundesbankpräsident *Axel Weber* 2007, der Ifo-Präsident *Hans-Werner Sinn* sowie *Max Otte*<sup>12</sup>, *Warren Buffet* in seinem Geschäftsbericht schon 2002 auf S. 15, in dem er die Gefährlichkeit und Intransparenz der Wertpapiere hervorhob und sie als finanzielle Massenvernichtungswaffen bezeichnete, die Gefahren in sich bergen, die derzeit verborgen und potentiell tödlich sind.<sup>13</sup>

Gegen die Ansicht, die Immobilienblase sei ein unvorhergesehenes Ereignis sprechen auch die Nachweise über die Furcht vor dem Platzen einer Immobilienblase im öffentlichen Bewusstsein. Schon 2005 wurde die Immobilienblase zehn Mal täglich in Zeitungen und Zeitschriften diskutiert. Die Suchanfragen nach dem Stichwort „Housing Bubble“ verzehnfachten sich bei Google zwischen 2004 und 2005.<sup>14</sup>

Die Warnungen vor dem Schadenseintritt werden im Nachhinein als Belege für das Verschulden des verantwortlichen Geschäftsleiters der Bank angeführt. Die gleiche Frage nach der Vorhersehbarkeit hätte der Geschäftsleiter im Zeitpunkt seiner Entscheidung im Rahmen einer eigenen Risikoanalyse prüfen und als Beweissicherung zur Abwehr späterer Vorwürfe dokumentieren sollen.<sup>15</sup> Unterlässt ein Geschäftsleiter die Risikoanalyse und erfüllt er nicht seine Informationsbeschaffungspflicht, schöpft er nicht sämtliche verfügbaren Erkenntnisquellen aus, und betreibt er keine Beweissicherung, werden Dritte, nämlich die Geschädigten, nach dem Schadenseintritt die Risikoanalyse vornehmen, nur mit dem Nachteil, dass sie den Schadensverlauf kennen, i. d. R. schlauer sind als der verantwortliche Geschäftsleiter zur Zeit seiner Entscheidung vor dem Schadenseintritt. Sie werden v. a. dem Rückschaufehler (Hindsight-Bias) unterliegen, was zu Lasten des Geschäftsleiters gehen muss. Der Rückschaufehler besteht darin, dass nach dem Schadenseintritt niemand klar unterscheiden kann, was er vor und nach dem Schadenseintritt wusste.<sup>16</sup>

## II. Entscheidungen bei konkurrierenden Prognosen

Im Zeitpunkt der Investitionsentscheidung existierten zwei widersprüchliche Prognosen zum Ausfallrisiko der CDOs. Das Ausfallrisiko

hängt davon ab, ob die Hausbesitzer ihre hypothekenabgesicherten Kreditforderungen bezahlen können oder die Zahlungen ausfallen und die Wertpapiere wertlos machen. Die Investitionsentscheidung eines Geschäftsleiters beim Ankauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren hängt davon ab, welcher von beiden konkurrierenden Prognosen er sich anschließt. Der Geschäftsleiter der IKB-Cam hat sich blind der optimistischen AAA-Einschätzung der Rating-Agenturen angeschlossen, ohne die unübersehbaren Warnungen der Crash-Propheten, der Volkswirtschaftsprofessoren und der sonstigen Experten zu berücksichtigen. Er hat sogar auf eine eigene Risikoanalyse geglaubt verzichten zu können. Durch diese Fehlentscheidungen aufgrund der katastrophalen Fehlprognosen der Rating-Agenturen entstand der Schaden in Milliardenhöhe. Das Risikomanagement hat in vielen anderen Banken vergleichbar versagt.

Nach der neuen Strafdrohung durch § 54a KWG stellt sich umso dringender die Frage, welche Regeln von Geschäftsleitern beim Ermitteln und Beurteilen von Risiken anzuwenden sind, um in Zukunft vergleichbare Fehlentscheidungen zu vermeiden. Versteht man unter einem Risiko eine Schadensprognose und bedenkt man das Ausmaß der katastrophalen Fehlprognose, empfiehlt sich die Untersuchung der grundsätzlichen Fragen zur Entstehung und Geltung von Prognosen, zu den Erfahrungssätzen, auf die die Prognosen gestützt werden, und den Regeln zu ihrer Auswahl im Falle von Konflikten zwischen Prognosen und der Beobachtung der tatsächlichen Entwicklung sowie zwischen konkurrierenden sich widersprechenden alternativen Hypothesen. Zuvor soll noch untersucht werden, was sich als „gefestigte Rechtsprechung“<sup>17</sup> zu Prognosen in der Rechtsprechung feststellen lässt.<sup>18</sup>

## III. Der Zweck von Prognosen nach der Rechtsprechung

Klarheit zum Zweck von Prognosen hat das OLG Frankfurt in seiner Merck-Entscheidung gebracht. Intuitiv könnte man zunächst annehmen, dass mit Prognosen die Wahrheit vorhergesagt werden soll. Diese Ansicht vertrat auch das Chemieunternehmen und weigerte sich, während der Finanzkrise in seinem Lagebericht die voraussichtliche Entwicklung der Kapitalgesellschaft mit Chancen und Risiken zu beurteilen. Die Prognose- und Risikoberichterstattung gehört als Pflicht jedoch nach § 289 HGB zu den zwingend vorgeschriebenen Mindestbestandteilen des Lageberichts, auf die nicht verzichtet werden darf.

9 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 32.

10 *Shiller*, Irrational Exuberance, 2. Aufl. 2005, S. 13–14.

11 *Bernau*, FAZ v. 2.11.2008, S. 40.

12 *Otte*, Der Crash kommt. Die neue Weltwirtschaftskrise und was Sie jetzt tun können, 2009, S. 84; *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 36; *Nienhaus*, Die Blindgänger, 2009, S. 125.

13 OLG Düsseldorf, 9.12.2009 – I – 6 W 45/09, 6 W 45/09, 2. B)bb).

14 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, 2013, S. 35.

15 *Feigen*, Manager Magazin 5/2010, S. 120.

16 *Beck*, Die Logik des Irrtums, 2008, S. 73.

17 BVerfG, 126, 170 Rn. 82–83.

18 Zu den weiteren Pflichtverletzungen, nämlich der Verletzung der Satzung, des Eingehens von Klumpenrisiken, der Verlagerung von Aufgaben, s. *Spindler*, NZG, 2010, 281.

Das Chemieunternehmen hatte sich darauf berufen, eine Prognose im Lagebericht unterlassen zu können, weil in Zeiten der Finanzkrise keine „richtigen Prognosen“ abgegeben werden könnten. Diese Verweigerung zur Prognoseberichterstattung wurde vom Gericht als Fehler der Rechnungslegung zurückgewiesen. Auf Risikoaussagen und Prognosen könne nicht verzichtet werden, auch wenn es kein richtig oder falsch gibt und v. a. in Krisenzeiten erhebliche Einschätzungsspielräume eröffnet seien. Nach Ansicht des OLG Frankfurt hat die Prognose nicht die Aufgabe, die Wahrheit vorherzusagen, sondern die Selbsteinschätzung des Unternehmens im Rhythmus der Bilanzierung zu überprüfen<sup>19</sup>. Prognosen dienen der Selbstkontrolle und nicht der Wahrheitsfindung. Trifft die Prognose als Selbsteinschätzung nicht zu, muss ein Unternehmen alle von der Selbsteinschätzung abhängigen sonstigen Maßnahmen im Unternehmen korrigieren und den aktuellen Umständen anpassen, z. B. die Belegschaft verkleinern oder erweitern, Investitionen erhöhen oder senken.

Auch der Gesetzgeber muss Entscheidungen treffen ohne sicher zu sein, ob die Erwartungen an die Wirkung eines Gesetzes der tatsächlichen Entwicklung in der Zukunft entsprechen. Gesetze werden zum Experiment. Für die experimentelle Gesetzgebung bestimmt das Bundesverfassungsgericht, dass der Gesetzgeber eine Pflicht zur Rechtsetzung auf Probe hat. Er muss jedoch im Rahmen seiner Gesetzesfolgenabschätzung beobachten, ob seine Erwartungen durch die tatsächliche Entwicklung bestätigt werden oder ob sie sich als Fehlprognosen erweisen. Bei Fehlprognosen ist der Gesetzgeber zur Nachbesserung durch Gesetzesänderungen verpflichtet.<sup>20</sup>

Der Gesetzgeber ist nach der Rechtsprechung des BVerfG im Übrigen zur sorgfältigen Prognose verpflichtet. Die Eignung des Gesetzes ist aufgrund einer verlässlichen Prognose abzuschätzen.<sup>21</sup> Die Prognose des Gesetzgebers muss vertretbar sein. „Dieser Maßstab verlangt, dass der Gesetzgeber sich an einer sachgerechten und vertretbaren Beurteilung des erreichbaren Materials orientiert hat, er muss die ihm zugänglichen Erkenntnisquellen ausgeschöpft haben, um die voraussichtlichen Auswirkungen seiner Regelungen so zuverlässig wie möglich abschätzen zu können ...“.<sup>22</sup>

Das Bundesverwaltungsgericht entscheidet in ständiger Rechtsprechung, dass es bei Prognosen nicht darauf ankommt, „ob die Prognosen durch die spätere Entwicklung mehr oder weniger bestätigt oder widerlegt werden“.<sup>23</sup>

Die Rechtsprechung zu Prognosen lässt sich durch die Resultate der Erkenntnistheorie belegen und liefert weitere Regeln für die Situation konkurrierender Prognosen, sowie für die Abweichung der Erwartungen von der tatsächlich später eingetretenen Entwicklung.

#### IV. Auswahlverfahren bei widersprüchlichen Prognosen

Widersprechen sich Prognosen über künftige denkbare Schadensverläufe, muss sich ein Geschäftsleiter entscheiden, welche der Prognosen seiner Ansicht nach gilt und für welche er sich deshalb zu entscheiden hat.

Folgt er der Prognose der Rating-Agenturen, lässt er die Prognose gelten, wonach kein oder nur ein äußerst geringes Ausfallrisiko besteht, die angekauften, hypothekenbesicherten Wertpapiere ihren Wert behalten und er deshalb investieren kann. Lässt er dagegen die Prognose der warnenden Crash-Propheten gelten, dass sich Ausfallrisiken realisieren, weil eine Immobilienblase anzunehmen ist, Hauspreise überhöht sind, weil sie weder durch gestiegene Baukosten,

noch durch gestiegene Zinsen, noch durch Bevölkerungswachstum und erhöhte Nachfrage sich begründen lassen und deshalb auch wieder drastisch fallen werden, und in einer weiteren Konsequenz die Hausbesitzer ihre Darlehen nicht mehr bedienen können, die Blase schließlich platzt, wenn er dieser Prognose folgt, dann dürfte er in die hypothekenbesicherten Wertpapiere nicht investieren. Er muss sich für seine Investitionsentscheidung die Frage stellen, welche der sich widersprechenden konkurrierenden Prognosen er übernehmen kann.

#### V. Erfolgreiche Auswahlversuche durch die Unterscheidung zwischen wahren und falschen Prognosen

Für die Frage, welche der sich widersprechenden konkurrierenden Prognosen gilt, ist ein Auswahlverfahren erforderlich. Wer nach der Wahrheit von Prognosen sucht, ist überzeugt, die tatsächliche zukünftige Entwicklung treffsicher vorherzusagen und außerdem künftige Ereignisse als wahr beweisen und sogar berechnen zu können.<sup>24</sup>

Die Unterscheidung zwischen wahren und falschen Prognosen ist nicht möglich. Wahr ist nämlich alles, was sich erkennen, beobachten und beweisen lässt. Beobachten lassen sich jedoch nur Ereignisse in der Vergangenheit und in der Gegenwart, nicht aber in der Zukunft. Wer behauptet, eine Prognose gelte, behauptet damit, etwas wissen zu können, ohne es beobachtet zu haben. Erfahrungssätze lassen sich nicht beweisen, nicht verifizieren, da nur endlich viele Beobachtungen zur Überprüfung angestellt werden können, aber für Aussagen über die Zukunft unendlich viele Beobachtungen nötig wären. Die Wahrheit keiner einzigen real-wissenschaftlichen Hypothese wird die Menschheit bis ans Ende aller Tage feststellen können.<sup>25</sup>

Selbst wenn man irrtümlicherweise angenommen hätte, zwischen wahren und falschen Prognosen zu unterscheiden, hätte dieses Auswahlverfahren bei der Analyse der Ausfallrisiken der CDOs schon deshalb versagt, weil es keine Erfahrungen zum Ausfall gab. Die CDOs waren Finanzinnovationen. Die Rating-Agenturen besaßen keinerlei Erfahrungswerte. Es handelt sich um völlig neuartige Wertpapiere. Die Annahmen zum Ausfallrisiko haben die Rating-Agenturen aus einem fehlerhaften statistischen Modell gewonnen. In der Praxis

19 OLG Frankfurt, 24.11.2009 – WpÜG 11, 12/09, in: NZG 2010, 63 (Merck-Entscheidung).

20 *Callies*, Rechtsstaat und Umweltstaat, 2001, S. 593; *Horn*, Experimentelle Gesetzgebung, 1989, S. 34, *Sachs*, Grundgesetz, Kommentar, 6. Aufl. 2011, Art. 20, Anm. 151; BVerfGE, 30, 250, 263 (Absicherungsgesetz), BVerfGE 57, 139, 159, 162 (Schwerbehindertenabgabe); BVerfGE 50, 290, 335 (Mitbestimmungsurteil), BVerfGE 54, 11, 37 (Besteuerung von Pensionen).

21 BVerfGE 39, 210, 226 (Mühlenstrukturgesetz); BVerfGE, 50, 299, 333 (Mitbestimmungsurteil).

22 BVerfGE 50, 299, 333 (Mitbestimmungs-Urteil).

23 BVerfGE, 3.7.1998 – 4 CN 5/97, NVwZ 1999, 407.

24 Zu den Grenzen der Berechenbarkeit von Risiken und der Unterscheidung von Risiko und Unsicherheit s. *Arnoldi*, Alles Geld verdampft, Finanzkrisen in der Weltrisikogesellschaft, 2009, S. 42.

25 *Stegmüller*, Hauptströmung der Gegenwartsphilosophie, 4. Aufl. 1969, S. 346; Das Problem der Induktion: Humes Herausforderungen und moderne Antworten, in: Neue Aspekte der Wissenschaftstheorie, von Lenk (Hrsg.), Braunschweig 1971; *K. Fischer*, Fallibilismus, in: Bonk, Lexikon der Erkenntnistheorie, 2013, S. 64.

erwies sich die Ausfallwahrscheinlichkeit 200 Mal höher als in der Theorie des Modells.<sup>26</sup>

## VI. Erfolgreiche Auswahlversuche für die Geltung von Prognosen durch das Induktionsprinzip

Es bleibt die Frage, wie, wenn nicht durch Beobachtung, die Geltung von Prognosen und den zugrundeliegenden Erfahrungssätzen ermittelt werden kann. Der Alltagsverstand legt die Annahme nahe, es müsse eine Regel oder ein logisches Schlusschema oder ein wie auch immer geartetes Prinzip geben, Schlüsse von beobachteten Ereignissen auf Unbeobachtetes zu ziehen. Die Suche nach dem Induktionsprinzip wird als Induktionsproblem behandelt. Einerseits sollte das Induktionsprinzip die Wahrheit von Beobachtungswissen auf Vermutungswissen übertragen und dadurch den Informationsgehalt erweitern. Wie jeder andere Erfahrungssatz auch, lässt sich das Induktionsprinzip nicht verifizieren. Man müsste in der Zukunft beobachten können, ob die wiederholte Beobachtung immer zu wahren Gesetzen führt. Zahllose Beispiele von Gesetzen aus der Wissenschaftsgeschichte lassen sich benennen, die sich trotz der Annahme, sie seien absolut und für alle Zeiten gültig und könnten Prognosen rechtfertigen, als bloße Hypothesen herausstellten, nachdem gegenteilige Entdeckungen gemacht worden waren.<sup>27</sup> Es gibt nach einhelliger Ansicht keine wahrheitsübertragenden Erweiterungsschlüsse. Die Resultate der damaligen Erkenntnistheorie gelten nach *Popper* unbestritten bis heute fort.<sup>28</sup>

## VII. Die Entstehung von Prognosen

Wenn Hypothesen und Prognosen zum Inhalt haben, dass in der Vergangenheit beobachtete Ereignisse immer gelten und damit auch in Zukunft, nicht durch Beobachtungen und auch nicht durch logische, induktive Erweiterungsschlüsse begründet werden können, stellt sich die Frage, wie Hypothesen zustande kommen, wie sie zu bewerten sind und ob und unter welchen Bedingungen sie gelten. Es stellt sich die psychologische Frage, wie vernünftige Menschen zu der Überzeugung gelangen, dass das, was sie erwarten, in Einklang stehen wird mit dem, was sie bereits erfahren haben.<sup>29</sup> Es stellt sich v. a. die Frage, ob zuerst die Wiederholung von Ereignissen in der Vergangenheit beobachtet wird und dann erst die Erwartungen begründet werden, dass diese Ereignisse auch in Zukunft eintreten werden. Nach *Popper* begründen nicht die Beobachtungen in der Vergangenheit die Erwartungen, die Wiederholungen würden sich in Zukunft fortsetzen. Die Reihenfolge ist umgekehrt. Erwartungen für die Zukunft sind der Anlass, nach Wiederholungen in der Vergangenheit zu suchen. Die Wiederholungen in der Vergangenheit dienen dazu, die Prognosen zu untermauern. Alles beginnt mit Erwartungen, die ohne und vor jeder Wiederholung sich bilden.<sup>30</sup> Dem Alltagsverstand ist diese intuitive Ansicht vertraut. Sie gehört zum Allgemeingut und kommt in der Redewendung zum Ausdruck, dass immer der Wunsch der Vater des Gedankens ist und nicht etwa die Beobachtung.<sup>31</sup> Prognosen werden damit begründet, dass sich in der Vergangenheit Ereignisse wiederholt haben und die Wiederholungen sich in die Zukunft fortsetzen werden. Die Wiederholung eines Vorgangs ist aber nicht mit dem wiederholten Vorgang identisch, sondern nur mehr oder weniger ähnlich. Die Behauptung von Ähnlichkeiten setzt jedoch voraus, den Standpunkt zu benennen, von dem aus Ereignisse

und Gegenstände ähnlich sind. Beliebige Ereignisse sind von einem Standpunkt ähnlich und von einem anderen aus unähnlich.<sup>32</sup> Die Einnahme eines Standpunkts setzt bestimmte Interessen oder Erwartungen voraus. Ohne einen Standpunkt lassen sich keine Ähnlichkeitsbehauptungen aufstellen. Jedes Ereignis lässt sich als Wiederholung eines beliebigen anderen ansehen, wenn man nur den geeigneten Standpunkt einnimmt.<sup>33</sup> Hypothesen und damit auch Prognosen erweisen sich als schöpferische Intuitionen<sup>34</sup> und sind als Ergebnisse von Kombinationsgaben eines jeweiligen Forschers zu verstehen.<sup>35</sup> Eine Hypothese aufzustellen ist eine Sache der persönlichen Erwartung und hängt nicht von vorgegebenen, objektiven, beobachtbaren Regelmäßigkeiten ab.

Hypothesen und Prognosen sind das Ergebnis von Wunschen.<sup>36</sup> Vom Wunschen hängt auch die optimistische Prognose der AAA-Einschätzung der CDOs durch die Rating-Agenturen ab. „Sie wollten einfach, dass die Party weitergeht“ erklärt *Nate Silver*.<sup>37</sup> Zumindest haben sich die Rating-Agenturen dem Verdacht ausgesetzt mit den geschönten Prognosen ihre eigenen geschäftlichen Interessen verfolgt zu haben. S&P und Moody's haben durch ihre privilegierte Stellung als zugelassene Rating-Agenturen außergewöhnliche Gewinne durch die Bewertung der strukturierten Wertpapiere gemacht. Ihre Einschätzung gilt als Gütesiegel für große Investoren, wie Pensionskassen. *Nate Silver* weist nach, dass die Einnahmen Moody's aus der Beurteilung der Papiere zwischen 1997 und 2007 um 800 % gestiegen sind und in den Jahren der Finanzblase den Hauptteil des Ratinggeschäfts ausgemacht haben.<sup>38</sup> Die Rating-Agenturen befanden sich in einem Interessenskonflikt.<sup>39</sup> Einerseits wurden von ihnen durch ihre Dienstleistung neutrale Prognosen erwartet. Gerade auf ihre Qualitätsbeurteilung haben sich Investoren blind verlassen, wie es sich im Falle der IKB erwiesen hat.<sup>40</sup> Das blinde Vertrauen in die professionelle Einschätzung durch die Rating-Agenturen wurde missbraucht. Das Gewinnerzielungsinteresse der Rating-Agenturen begründete die Neigung, Warnungen vor dem Platzen einer Immobilienblase zu bagatellisieren. Das Verfahren ihrer Bewertung war intransparent. Es existierte kein nachvollziehbares Verfahren, um die überoptimistischen AAA-Einschätzungen über das Ausfallrisiko mit den ebenfalls existierenden pessimistischen Prognosen der Crash-Propheten zu

26 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 33.

27 *Popper*, Objektive Erkenntnis, ein evolutionärer Entwurf, 1973, S. 22.

28 *Stegmüller*, Probleme und Resultate der Wissenschaftstheorie und analytischen Philosophie, 1973, S. 77; *Popper*, Objektive Erkenntnis, ein evolutionärer Entwurf, 1973, S. 19, Logik der Forschung, S. 4, 320; *K. Fischer*, in: Bonk (Hrsg.) Lexikon der Erkenntnistheorie, 2013, S. 64.

29 *Stegmüller*, Personelle und statistische Wahrscheinlichkeit, Aufgaben und Ziele der Wissenschaftstheorie, Induktion, 1984, S. 79.

30 *Popper*, Objektive Erkenntnis, ein evolutionärer Entwurf, 1973, S. 36.

31 *Nienhaus*, Die Blindgänger, 2009, S. 102.

32 *Popper*, Logik der Forschung, 4. Aufl. 1971, S. 374.

33 *Popper*, Logik der Forschung, 4. Aufl. 1971, S. 376.

34 *Popper*, Logik der Forschung, 4. Aufl. 1971, S. 7.

35 *Wolfgang Stegmüller*, Hauptströmung der Gegenwartsphilosophie, 4. Aufl. 1969, S. 470.

36 *Rack*, Die Verfassung als Maßstab, 1978, S. 205.

37 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 35.

38 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 37.

39 *Nienhaus*, Die Blindgänger, 2009, S. 45.

40 *Appel*, in: Braunberger/Fehr, Crash, Finanzkrisen gestern und heute, 2008, S. 169.

vergleichen, um die Geltung einer der konkurrierenden Prognosen bestimmen zu können. Offenbar war die AAA-Einschätzung nicht nachvollziehbar und durch keine Plausibilitätskontrolle der Investoren zu überprüfen.

Vor allem hätten die Prognosen überwacht werden müssen. Die Investoren hätten über alle Erkenntnisse informiert werden müssen und zwar über die Ratenrückstände und Tilgungen und über das Zahlungsverhalten der Schuldner, insbesondere ob sie ihren Forderungen rechtzeitig nachkamen. Die Rating-Agenturen hätten die Probleme auf dem Immobilienmarkt als erste erkennen müssen, „da sie besser informiert waren als alle anderen“.<sup>41</sup>

Als erste Regel für fehlerfreies Risikomanagement bietet sich deshalb die Prüfung durch einen Geschäftsleiter an, Interessenkonflikte bei Vertretern von Prognosen zu erfragen und offenzulegen, um den persönlichen Standpunkt zu ermitteln, von dem aus er Prognosen aufstellt und von welchen Erwartungen er ausgeht, um den eventuellen „Verlust einer kritischen Einstellung gegenüber Hypothesen festzustellen, deren Vermarktung eine gute Rendite verspricht“.<sup>42</sup>

### VIII. Konkurrierende Prognosen vor der Finanzkrise zwischen Crash und AAA

Die Crash-Propheten haben ihre Prognose mit einer drohenden Immobilienblase begründet. Die Immobilienblase entwickelte sich durch einen massiven Anstieg der Immobilienpreise und einem hohen Zufluss ausländischen Kapitals in die USA als Ergebnis eines Rekord-, Handels- und Leistungsbilanzdefizits. Seit dem Beginn der Zeitreihe zu den Immobilienpreisen von 1891 an ist kein Immobilienpreisboom vergleichbar nach Dauer und Größenordnung mit dem Boom festgestellt worden, der der Finanzkrise von 2007 vorausging. Aus dem Case-Shiller-Immobilienindex lässt sich ablesen, dass von 1996 bis 2006, dem Jahr des Immobilienpreishöchststands, der kumulative und reale Preisanstieg rund 92% betrug, das sind mehr als das Dreifache des gesamten Preisanstiegs von 27% in der Zeit von 1980 bis 1996. Allein im Jahr 2005 kletterten die Immobilienpreise um mehr als 12%. Dieser Anstieg betrug das Sechsfache der Zuwachsrate des realen Pro-Kopf-BIP für dasselbe Jahr 2005.<sup>43</sup> Dieser Preissprung war weder durch gestiegene Baukosten, noch durch Grundstückskosten oder durch gestiegene Finanzierungskosten gerechtfertigt.<sup>44</sup> Wenn die Preisexplosion das Sechsfache der Einkommenszuwächse pro Kopf ausmacht, wird ein Niveau erreicht, das sich niemand mehr leisten kann und der Preissturz unausweichlich folgen muss.<sup>45</sup>

Die konkurrierende Prognose, die die Rating-Agenturen vertraten, sah in dem genannten Risikofaktor eines nie dagewesenen, grundlosen Preissprungs keine Gründe für die Annahme einer Immobilienblase mit dem Risiko, dass die Blase platzen könnte und einem daraus sich ergebenden weiteren Risiko einer Finanzkrise. Vielmehr wurden von Rating-Agenturen die hypothekengesicherten Wertpapiere mit AAA bewertet. Die Prognose einer Finanzkrise wurde mit Ähnlichkeiten zu Vorgängerkrisen begründet und als Wiederholung verstanden. Von den Optimisten wurde die Ähnlichkeit mit dem Argument geleugnet, dass dieses Mal alles anders sei und damit begründet, dass die USA über die verlässlichsten Regulierungssysteme für den Finanzmarkt, ein innovatives Finanzsystem, liquide Kapitalmärkte, überlegene geldpolitische Institutionen und Finanzinstrumente zur Regulierung der Hypothekmärkte verfügten.<sup>46</sup> Neue und bessere Risikostreuung durch Finanzinnovationen wie die Bündelung angeblicher unkorrelierter verbriefter Hypothekforderungen sollten das

Risiko senken. Gedacht war, die Risiken zu minimieren. Das Gegenteil wurde jedoch bewirkt. Die Risiken wurden vervielfacht.<sup>47</sup>

Die Diskussion über Prognosen lässt sich auf die methodische Frage reduzieren, ob die umstrittene wirtschaftliche Lage vor dem Ausbruch der Finanzkrise Ähnlichkeiten mit Vorgängerkrisen hat und sich die prognostizierte Krise als Wiederholung historischer Vorgängerkrisen verstehen lässt. Wer vor der Krise warnt, behauptet von seinem Standpunkt aus die Ähnlichkeiten mit Vorgängerkrisen, insbesondere die Ähnlichkeiten der Vorzeichen. Wer dagegen eine drohende Krise leugnet, bestreitet die Ähnlichkeiten mit Vorgängerkrisen und nennt Gründe, warum „dieses Mal alles anders ist“. Das Argumentationsmuster haben *Reinhart* und *Rogoff* sogar als Buchtitel gewählt, weil es sich als Argument immer wiederholt. Zu beobachten ist, dass zwei konkurrierende Prognosen namhafte Unterstützung finden und dass kein Auswahlverfahren zur Verfügung steht, das eine Entscheidung für oder gegen eine der konkurrierenden Prognosen rechtfertigen konnte. Die Analyse der Diskussion zeigt jedoch, dass unterschiedliche Meinungen über Ähnlichkeiten, über Wiederholungen ausgetauscht werden und der jeweilige Standpunkt, von dem aus die Ähnlichkeiten behauptet werden, nicht benannt wird. Die jeweiligen Vertreter bringen ihre jeweilige Reputation in die Diskussion ein. *Reinhart* und *Rogoff* verweisen auf die Prognose des Internationalen Währungsfonds (IWF) vom April 2007, wonach „die Risiken für die Weltwirtschaft auf ein extrem niedriges Niveau gesunken seien und es derzeit keinen Anlass zu großer Besorgnis gebe“. Auch der IWF war mit dieser Prognose in seiner Eigenschaft als internationaler Alarmgeber in die Reihe der Optimisten einzuordnen, die gegenüber den Crash-Propheten meinten behaupten zu können, dass dieses Mal alles anders sei. Ein Geschäftsleiter muss sich vor seiner Investition entscheiden, welcher der sich widersprechenden Einschätzungen er folgt. Er hat die Wahl zwischen Crash und AAA. Eine Entscheidung muss in einem nachvollziehbaren Verfahren getroffen werden, v. a. auch um den späteren Vorwurf einer Fehlentscheidung zu vermeiden. Das Entscheidungsverfahren muss geeignet sein, die Geltung von konkurrierenden Hypothesen und Prognosen zu ermitteln.

### IX. Die Falsifikation als Entscheidungsverfahren

*Nate Silver* bezieht sich ausdrücklich auf das Falsifikationsverfahren nach *Popper*, um das Prognoseproblem zu lösen, das zur katastrophalen Fehlprognose und zur Finanzkrise geführt hat.<sup>48</sup>

Die Falsifikationsmethode geht auf *Popper* zurück und besagt, dass Hypothesen sich nicht bestätigen lassen, weder durch Beobachtungen zukünftiger Entwicklungen, noch durch logische induktive Erweiterungsschlüsse und deshalb versucht werden muss, sie zu wider-

41 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 36.

42 *K. Fischer*, in: Bonk, Lexikon der Erkenntnistheorie, 2013, S. 67.

43 *Reinhart/Rogoff*, Dieses Mal ist alles anders, 2010, S. 297, 298; *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 46.

44 *Shiller*, Irrational Exuberance, 2. Aufl. 2005, S. 13, 14.

45 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 46.

46 *Reinhart/Rogoff*, Dieses Mal ist alles anders, 2010, S. 306.

47 *Harford*, Trial and Error, 2012, S. 275.

48 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 25.

legen, zu falsifizieren. Die Falsifikation ist ein Programm, Theorien an der Erfahrung scheitern zu lassen. Hypothesen sind danach nicht beweisbar, aber widerlegbar. Eine Hypothese über alle ähnlichen Fälle kann nicht aus einzelnen Beobachtungen abgeleitet werden, sie kann jedoch mit Einzeltatsachen in Widerspruch stehen.<sup>49</sup> Auf Grund der zu überprüfenden Hypothese sind Prognosen aufzustellen. Tritt das Prognostizierte nicht ein, so ist die Hypothese falsifiziert. Wenn eine Hypothese den Anspruch erhebt, in allen Fällen und damit auch in Zukunft zu gelten, dann ist sie widerlegt, wenn auch nur ein beobachteter Fall der Prognose widerspricht. Die Falschheit von besonderen Sätzen über die Beobachtung der Wirklichkeit wird auf die Allgemeinsätze übertragen, aus denen der besondere Satz, eine Prognose, zuvor abgeleitet wurde.<sup>50</sup> Die logische Basis der Identifikation fehlerhafter Hypothesen ist die Schlussfigur des „modus tollens“.<sup>51</sup> Zum Beispiel gilt seit der Entdeckung des schwarzen australischen Schwans nicht mehr der Erfahrungssatz, dass alle Schwäne auch in Zukunft weiß sind.

## X. Entscheidungsfehler als Grund für Fehlprognosen vor der Finanzkrise

Der Entscheidungsfehler der Rating-Agenturen bei der Bewertung der Ausfallrisiken der verbrieften hypothekengesicherten Forderungen bestand darin, die Prognosen auf Hypothesen gestützt zu haben, die nicht auf ihre Geltung mit Hilfe der Falsifikationsmethode überprüft wurden. Weder die überoptimistischen Prognosen der Rating-Agenturen zum Ausfallrisiko, noch die warnenden Prognosen der Crash-Propheten wurden von den Entscheidungsträgern auf ihre Geltung überprüft. Keiner der Beteiligten hat versucht, die jeweils konkurrierenden Theorien im Rahmen eines Falsifikationsverfahrens zu widerlegen. Die sich widersprechenden Hypothesen und Prognosen über die Ausfallrisiken konkurrierten unentschieden weiter um die Anerkennung ihrer Geltung.

Falsifizieren bedeutet, die Erwartungen an die Zukunft an der Wirklichkeit zu messen und die Widerlegung der Erwartungen mit Erfahrungen erstens aus der Vergangenheit, zweitens aus der Gegenwart und drittens aus dem internationalen Erfahrungsschatz zu versuchen.

Mit Hilfe der Analyse von *Nate Silver* zur Finanzkrise lässt sich zeigen, dass die verwendeten Hypothesen, auf die die Prognosen gestützt wurden, sich schon damals im Zeitpunkt der Entscheidung hätten widerlegen lassen. Voraussetzung wäre gewesen, die Regeln der Falsifikationsmethode beim Entscheidungsvorgang konsequent anzuwenden und „sämtliche verfügbaren Erkenntnisquelle auszuschöpfen“<sup>52</sup>, wie es das Bundesverfassungsgericht für Entscheidungen unter Unsicherheit fordert.

Die Prognose zum Ausfallrisiko wurde schon nicht als falsifizierbare Hypothese formuliert, wodurch die Widerlegbarkeit erschwert wurde. Sie wurde eher verkürzt als AAA-Bewertung verschlüsselt und war als Prognose zum Ausfallrisiko nur schwer zu erkennen.

Die Prognose der Rating-Agenturen wurde auf die Hypothese gestützt, dass durch Risikostreuung das Ausfallrisiko verbrieft, hypothekenbesicherter Forderungen minimiert werden könnte. Dieser Hypothese lag die Annahme zugrunde, dass jede Hypothek von den anderen unabhängig ist und dass deshalb überhaupt kein Ausfallrisiko bestehe, weil nicht alle Schuldner gleichzeitig ausfallen könnten.<sup>53</sup>

Mit dieser optimistischen Hypothese stand die konkurrierende Prognose im Widerspruch, dass nämlich durch ein Einheitsrisiko alle Schuldner aus dem gleichen Grund ihre Hypotheken nicht mehr be-

dienen können und deshalb nicht mit dem Ausschluss des Ausfallrisikos durch Risikostreuung zu rechnen ist, sondern im Gegenteil mit einem Totalausfall aller Schuldner aus dem gleichen Grund.<sup>54</sup> Beide konkurrierenden Hypothesen wurden nicht in einen Abwägungszusammenhang gebracht. Die Rating-Agenturen setzten darauf, dass die Zahlungsfähigkeit der einzelnen Schuldner unkorreliert ist. Die Fehlprognose vom sinkenden Ausfallrisiko durch Risikostreuung lässt sich mit Erfahrungen über die Immobilienpreisentwicklung in den USA von 1980 bis 2005 erklären. In diesem Zeitraum waren die Immobilienpreise entweder stabil oder sie stiegen. Die Erfahrung eines Wertverfalls oder eines Preissturzes kannte man aus den USA im Zeitraum zwischen 1980 und 2005 nicht. Anhand dieses Beobachtungsumfanges lag die Annahme nahe, dass die Hypotheken des einen Hausbesitzers wenig Einfluss auf die Hypothek eines anderen Eigentümers haben würden.<sup>55</sup> Den Fall, dass ein Preissturz durch ein einheitliches Risiko verursacht werden könnte, von dem alle Hausbesitzer gleichzeitig getroffen werden könnten, kam im Erfahrungsschatz der US-Amerikaner nicht vor. Ein Preissturz lag außerhalb der Modellrechnungen, er lag „Out-of-Sample“ und galt als untypisch und wird als Grund für die extreme Fehleinschätzung genannt. Der Preissturz wurde nicht in die Vergleichswerte einbezogen, den Rating-Agenturen unterlief dieser typische Fehler von Prognostikern. Die verwendeten Modelle waren wertlos, weil sie das Ausfallrisiko nicht einschätzen konnten.<sup>56</sup> Das Platzen der Blase hätte sich auch auf Grund des Umstandes vorhersehen lassen, dass die USA zwar noch nie einen Preissturz erlebt hatten, andererseits auch noch nie einen grundlosen Preissprung. *Robert Shiller* hat die Preissteigerung in den USA über 100 Jahre von 1896 bis 1996 in einem historischen Vergleich mit insgesamt 6% ermittelt, pro Jahr also nur 0,06%, was sich mit dem Überfluss an freien Flächen der USA erklären lässt.<sup>57</sup>

Der methodische Fehler beim Formulieren einer solchen Hypothese bestand darin, den Beobachtungsbereich für die Erfahrungen<sup>58</sup> über Immobilienpreisentwicklungen auf die Erfahrung in den USA in jüngster Vergangenheit begrenzt zu haben. Die internationalen Erfahrungen und die langfristigen historischen Erfahrungen wurden nicht einbezogen.

Die Rating-Agenturen hatten auf unkorrelierte Risiken gewettet, obwohl die Annahme eines Totalausfalls durch ein Einheitsrisiko schon damals in der Diskussion war.<sup>59</sup>

*Reinhart* und *Rogoff* betonen, dass die Immobilienblase in den USA Ende 2005 Vorgänger hatte, aus denen man Lehren ziehen kann-

49 *Popper*, „Logik der Forschung“ 4. Aufl. 1971, S. 16.

50 *Popper*, „Logik der Forschung“ 4. Aufl. 1971, S. 16, 45; *Rack*, Die Verfassung als Maßstab, 1978, S. 217.

51 *K. Fischer*, in: *Bonk* (Hrsg.) Lexikon der Erkenntnistheorie, 2013, S. 68.

52 BVerfGE 50, 290 (Mitbestimmungsurteil).

53 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 40.

54 *Harford*, Trial and Error, 2012, S. 275.

55 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 62, 41.

56 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 61, 62; *Nienhaus*, Die Blindgänger, 2009, S. 109.

57 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 47.

58 *Jungermann/Pfister/Fischer*, Die Psychologie der Entscheidung, 2. Aufl. 2005, S. 171

59 *Silver*, Die Berechnung der Zukunft, Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen, 2013, S. 42.

te. Die Immobilienblase war nicht einzigartig und neu. Die sog. „Big Five Krisen“ in Spanien 1977, in Norwegen 1987, in Finnland und Schweden 1991 und Japan 1992 lassen ein unmissverständliches Muster erkennen. Nach einem Boom der Immobilienpreise wurde ein deutlicher Preissturz beobachtet. In Spanien betrug 1982 der Preisrückgang 33,3% im Vergleich zum Höchststand der Immobilienpreise 1987, in Norwegen betrug 1993 der Preisrückgang 41,5% im Vergleich zum Höchststand von 1987, 1994 in Schweden 31,7% im Vergleich zu 1990, dem Höchststand, in Finnland sanken die Preise bis 1995 um 50,4% im Vergleich zu dem Höhepunkt 1989 und schließlich in Japan sanken die Preise um 40,2% im Vergleich zum Höhepunkt 1991. Zwischen Höchst- und Tiefstand betrug der Rückgang in den „Big Six-Krisen“ in Asien 2003 in Hongkong 58,9%, 1999 in Indonesien 49,9%, 1999 in Malaysia 19%, 2004 auf den Philippinen 53%, 2001 in Südkorea 20,4% und 1999 in Thailand 19,9%.<sup>60</sup>

Die Rating-Agenturen hätten bei einem internationalen Vergleich aus jüngster Vergangenheit Preisstürze von erheblichem Ausmaß nicht nur in Schwellenländern, sondern auch in entwickelten Volkswirtschaften beobachten und daraus den Schluss ziehen können, dass in den USA nach einem Preissprung ein Preissturz folgen kann und dass keinesfalls der Erfahrungssatz gilt, Preissteigerungen könnten mit Wertsteigerungen gleichzusetzen sein. Die Rating-Agenturen hätten die Warner nur ernst nehmen müssen.

Nachgewiesen wurde außerdem, dass auf den Einbruch der Immobilienpreise regelmäßig Banken Krisen folgten. Auch dieser Zusammenhang war nicht neu und hätte in die AAA-Bewertungen der verbrieften Hypothekenforderungen einkalkuliert werden müssen. Jedenfalls widerlegen die konkreten Erfahrungen aus den zitierten Immobilienkrisen die Hypothese, es könne nicht zu einem Preissturz kommen und mit dem Platzen der Immobilienblase in den USA hätte nicht gerechnet werden müssen. Die AAA-Bewertungen durch die Rating-Agenturen waren also Fehlprognosen und schon 2005 als solche zu erkennen.

## XI. Fazit

Hätte man erstens die Prognosen nach Interessenkonflikte ihrer Vertreter geprüft und zweitens konkurrierende Prognosen als falsifi-

zierbare Hypothesen ermittelt, formuliert und zur Diskussion gestellt, hätte man drittens die konkurrierenden Prognosen jeweils in einem Falsifikationsverfahren Widerlegungsversuchen ausgesetzt, in dem man die überoptimistischen Erwartungen an stetig weitersteigende Immobilienpreise mit den beobachteten konkreten internationalen und historischen Erfahrungen mit Preisstürzen nach grundlosen Preissprüngen verglichen, hätten sich die katastrophalen Fehlprognosen und die darauf basierenden Fehlentscheidungen von Geschäftsleitern über Investitionen in Wertpapiere vermeiden lassen. Geschäftsleiter hätten schließlich viertens auf einem nachvollziehbaren Bewertungsverfahren der Rating-Agenturen bestehen und die Prognosen einer eigenen Plausibilitätsprüfung unterziehen müssen. Nach allem empfiehlt sich die Falsifikation als Regelverfahren im Risikomanagement. Warum dieses seit langem bekannte Verfahren nicht praktiziert wurde, soll in einem Folgebeitrag anhand typischer Entscheidungsfehler untersucht werden, in dem gleichzeitig auf konkrete Risiken eingegangen werden soll.

### AUTOR



**Dr. Manfred Rack**, RA und Notar, Rack Rechtsanwälte, Frankfurt a. M. Seine Arbeitsschwerpunkte liegen im Compliance- und Risikomanagement. Er ist Herausgeber des EDV-gestützten Managementsystems „Recht im Betrieb“: Umwelt- und arbeitsschutzrechtliche Betriebsorganisation, Pflichtenmanagement für Vorstand, Geschäftsführer und Aufsichtsrat.

60 Reinhard/Rogoff, Dieses Mal ist alles anders, 2010, S. 241-242.

## Compliance-Test 9/2013

Mit dem monatlichen *Compliance-Test* von Rack Rechtsanwälte können Sie prüfen, ob alle Rechtsänderungen eines Monats aus Umweltschutz, Arbeitsschutz, Anlagensicherheit, Produktsicherheit und Unternehmensführung in Ihrem Unternehmen erfasst wurden. Im Monat September 2013 gab es

- 209 Änderungen bei Rechtsnormen und
- 689 Änderungen bei Rechtspflichten.

Den kompletten Compliance-Test 9/2013 finden Sie unter [www.rack-rechtsanwaelte.de](http://www.rack-rechtsanwaelte.de).

## Branchenlösungen

Das Managementsystem „Recht im Betrieb“ enthält für etwa 40 Branchen Muster-Pflichtenkataloge. Im September 2013 ergaben sich folgende Änderungen bei den Rechtspflichten in ausgewählten Branchen:

Branche	Änderungen bei Rechtspflichten
Finanzbranche	468
Abfallverbrennung	179
Chemie	191
Chemie	116
Entsorgungsbetrieb	152
Energiewirtschaft	220
Gießerei	199
Facilitymanagement	127
Papierherstellung	131