
Und am Ende war sie bloss noch ein schlechter Witz

Die Credit Suisse war kerngesund. Warum ging sie trotzdem zugrunde? «Finanzmärkte folgen nicht Logiken, sondern Geschichten», sagt Finanzforscher Stefan Leins.

Von [Carlos Hanimann](#) (Text) und [Maurice Haas](#) (Bild), 28.03.2023



Untergangstourismus in Luzern: Unser Fotograf hat Filialen der Credit Suisse abseits des Zürcher Paradeplatzes fotografiert.

Nichts ist so mächtig wie eine gute Geschichte. Und darum ist es manchmal fast egal, ob sie stimmt.

Am 30. September 2022 kurz vor Mittag schrieb der Finanzanalyst Alasdair Macleod auf Twitter, die Credit Suisse sei in besorgniserregendem Zustand, der Aktienkurs sei seit Februar 2021 von knapp 15 auf knapp 4 Dollar gefallen. «Die Märkte sagen», schrieb er, die Bank sei «insolvent und vermutlich am Ende».

Der Tweet verbreitete sich rasend. Rasch tauchte er bei Reddit in einem Board auf, wo sich Kleinanlegerinnen, *short sellers* und Spekulanten austauschen. Immer neue Tweets von reichweitenstarken Accounts folgten und gingen viral, darunter auch der in den letzten Tagen vielfach zitierte Tweet eines australischen Journalisten, der über 6400-mal weitergeleitet wurde. Ein Twitterer, der seinen 300'000 Followerinnen ebenfalls geschrieben hatte, die Credit Suisse sei «insolvent und vermutlich am Ende», ge-

stand später der «New York Times», er habe bloss den tiefen Aktienkurs gesehen, Reddit gelesen und dann getwittert.

CS-Chef Ulrich Körner versuchte in jenen Tagen noch mit einem internen Memo dagegenzuhalten: Man habe eine «starke Kapitalbasis und Liquidität».

Die Beteuerung nützte nichts. Von Oktober bis Dezember 2022 zogen Kunden der Credit Suisse 111'000'000'000 Franken ab.

Die Geschichte von einer untergehenden Grossbank war sehr mächtig. Sie überzeugte mehr als die Worte des Bankenchefs. Am Ende wurde sie wahr.

Als CS-Präsident Axel Lehmann am Abend der Übernahme seiner Bank durch die UBS gefragt wurde, wer für das Debakel verantwortlich sei, verlor er viele Worte für wenig: Die Schuld gab er Social Media.

Das klang nach einer Ausrede, so billig wie die Aktie der Credit Suisse. Und das ist vermutlich der Grund, warum sie bisher nicht ernst genommen wurde. Dabei wies sie auf ein Rätsel hin, über das sich offensichtlich auch die Finanzmarktaufsicht (Finma) und die Nationalbank (SNB) den Kopf zerbrochen hatten, wenn sie stur betonten, dass «die Fundamentaldaten», also die wichtigsten betriebswirtschaftlichen Kennzahlen, in Ordnung waren und die Bank «die regulatorischen Mindestanforderungen» erfüllt habe.

Warum geht eine Bank kaputt, wenn sie nach den gängigen Kriterien der besten Expertinnen kerngesund ist?

Die beliebteste Antwort: Vertrauensverlust. Aber worauf gründet denn das Vertrauen, wenn die Zahlen offenbar nicht ausschlaggebend sind?

Börsenserver statt Nostalgie am Paradeplatz

Wenn Sie an die Börse denken, sehen Sie vielleicht Michael Douglas als Gordon Gekko in Winchester-Hemd, Krawatte und Hosenträgern vor sich (wenn Sie alt sind). Vielleicht hören Sie Leonardo DiCaprio, wie er sich laut summend auf die Brust schlägt (wenn Sie nicht ganz so alt sind). Womöglich denken Sie sogar an Wallstreetbets, an Gamestop oder die Memes, die Ihnen geraten haben, sich zurückzulehnen und Ihr Crypto-Wallet einfach nur zu hodlen. Woran Sie aber vermutlich nicht denken, ist ein seelenloser Neubau in einem toten Quartier an einer Ausfallstrasse von Zürich.

Pfingstweidstrasse 110. Stadtrand. Der Wind zu stark, der Verkehr zu laut und der Kaffee zu schwach. Auf einer elektronischen Tafel leuchten rote und grüne Zahlen. Ein Bär und ein Bulle kleben an der Glasfassade; sie stehen für fallende und steigende Kurse.

Hier also sind sie, die viel beschworenen Märkte. Zumindest einer davon, die Schweizer Börse.

«Treffen wir uns vor dem Börsenserver», hatte Stefan Leins vorgeschlagen. «Weil Paradeplatz ja nur Nostalgie wäre.»

Stefan Leins, 43, ist Sozialanthropologe. Und Ex-Banker, wenn man so will. Er ist kein Aussteiger, sondern ein Forscher. Er kennt die Finanzmärkte, er kennt die Menschen, die sich dort tummeln – und er kennt vor allem auch die Geschichten, die die Banker sich und der Welt erzählen, um dem Chaos da draussen den Anschein von Ordnung zu geben.

Leins arbeitete als Finanzanalyst und erforschte gleichzeitig den Berufsstand. Die Analysten sind jene Banker, die die Märkte täglich studieren und vermutlich am besten kennen. 2018 veröffentlichte er ein Buch über sie: «Stories of Capitalism – Inside the Role of Financial Analysts» erschien bei einem amerikanischen Verlag, der University of Chicago Press. Leins hatte an der Uni Zürich und an der London School of Economics beim Sozialanthropologen David Graeber studiert. Derzeit ist er Assistenzprofessor an der Universität Konstanz mit Schwerpunkt Kulturen der Ökonomie.

Ein paar Tage sind seit der Verkündigung des Endes der Credit Suisse vergangen, aber Leins ringt noch immer um Fassung. Nicht wegen des Debakels an sich. Er sagt: «Die Credit Suisse war seit mindestens zehn Jahren eine schlecht geführte Bank, die einen Skandal nach dem anderen produzierte und auf der ganzen Welt Bussen in Milliardenhöhe zahlte.» Sondern wegen der Art und Weise, wie selbst die höchsten Expertinnen von Nationalbank und Finanzmarktaufsicht darüber sprechen.

«Völlig technokratisch» findet er die Beteuerung von SNB und Finma, dass die CS stets alle regulatorischen Anforderungen erfüllt habe. «Finanzmärkte folgen nicht Logiken, sondern Geschichten», sagt Leins. «Kurse entwickeln sich so, wie die Marktteilnehmer meinen, dass sie sich entwickeln. Sie sind keine Naturgesetze, sondern *man made*. Wer glaubt, dass Fundamentaldaten das allein entscheidende Kriterium seien, hat eine komplett naive Vorstellung von Finanzmärkten.»

Früher glaubte man in der Wirtschaftswissenschaft an den Homo oeconomicus, der gut informiert sei und rational Entscheidungen treffe. Spätestens mit der Finanzkrise von 2008 starb dieser Glaube. An seine Stelle traten die Ideen der Verhaltensökonomie: Sie geht davon aus, dass ein an sich rationaler Mensch wegen psychologischer Phänomene auch unvernünftige Entscheidungen treffen kann.

Auch diesen Ansatz hält Leins für überholt, weil er vom Individuum ausgeht. Damit ist er nicht allein: Der Nobelpreisträger Robert J. Shiller hat 2019 ganz ähnliche Positionen vertreten, als er das Buch «Narrative Economics» veröffentlichte und darin darlegte, wie Geschichten die Menschen und damit die Wirtschaft beeinflussen.

Leins forscht denn auch nicht über den Einzelnen, sondern über das Gemeinsame, die Kultur. Er untersucht die Wirtschaft jenseits der Zahlen.

Dabei begann seine Forschung genau dort: wo es nur um Zahlen geht. Zumindest dachte er das, bevor er anfang.

Finanzanalysten setzen aufs Gefühl

Im Studium entdeckte der Ethnologe Stefan Leins die Finanzbranche zuerst als Arbeitnehmer (er jobbte bei einer Investmentbank), dann als Forschungsgegenstand: Zwei Jahre arbeitete er bei einer Schweizer Grossbank, teilnehmende Beobachtung, und schrieb seine Doktorarbeit darüber. Er tauchte ein in die Welt der Finanzanalysten, nicht undercover, ganz offiziell. Die Bank hatte keine Einwände.

Fast jeden Tag fuhr Leins an den Stadtrand in ein unspektakuläres Grossraumbüro mit altem Spannteppich und dunklen Kaffeeflecken. Er lernte das Handwerk der Finanzanalyse, oder genauer: die wundersame Kunst.

«Ich stellte mir vor, die Finanzanalysten würden den ganzen Tag irgendwelche Bilanzen studieren, *ratios* berechnen, Zahlen vergleichen», sagt Leins. «Doch rasch merkte ich: Die rechnen gar nicht so viel, Zahlen spielen nicht die entscheidende Rolle.»

Der Analyst, der Leins die Arbeit erklärte, sagte ihm als Erstes, das Wichtigste sei das Gefühl. Er brauche ein Gefühl für die Märkte.

«Ich sass in einer Bank, wollte wissen, wie man die Finanzmärkte analysiert, und der redete von Gefühlen», erzählt Leins. «Er sagte mir wörtlich: «Du kannst das als Ethnologe sicher gut, so *Gschpürschmi*-Sachen.»»

Als er einen anderen Kollegen fragte, wie er seine Analysen mache, warf der einen Würfel. Darauf stand: «*Buy*», «*Hold*», «*Sell*».

Ein Witz. Natürlich. Selbstironie. Aber auch ein Körnchen Wahrheit?

Der US-Ökonom Burton Malkiel schrieb 1973 in «*A Random Walk Down Wall Street*», dass ein Affe, der mit verbundenen Augen Dartpfeile auf eine Zeitungsseite mit Aktientiteln schießt, bessere Ergebnisse an der Börse erziele als Finanzexperten. Es war keine Polemik.

Anfang der Nullerjahre hatte ein Redaktor der «*Chicago Sun Times*» eine geniale Idee. Einmal im Jahr rief die Zeitung ihren obersten Anlageberater ins Haus: Adam Monk trat dann jeweils in die Redaktion, wo er das aufgeschlagene «*Wall Street Journal*» vorfand. Monk nahm einen Stift und markierte die fünf besten Aktientitel des kommenden Jahres. Die Zeitung empfahl sie daraufhin ihren Leserinnen als Investment-Tipps. Mit grossem Erfolg.

2003 machten Monks Aktientipps 36 Prozent Gewinn. 2004 machten sie 37 Prozent. 2005 nur schwache 3 Prozent. Und 2006 wieder 36 Prozent. Es waren atemberaubende Gewinnquoten – viel bessere als die der meisten Analysten und Vermögensverwalter.

Das war ziemlich erstaunlich. Denn Adam Monk hatte nicht die geringste Ahnung von Aktien. Er war ein Kapuzineraffe.

«Ich will nicht sagen, dass Zahlen überhaupt keine Rolle spielen», sagt Leins. Man brachte ihm Techniken bei, um ein Unternehmen zu bewerten, Tools, mit denen er einschätzen sollte, wie es um ein Unternehmen steht. Eines davon war die sogenannte *p/e ratio*.

Teilt man Preis (*price*) durch Gewinn (*earnings*), erhält man das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Daraus leiten Analystinnen ab, ob eine Firma über- oder unterbewertet ist, ob der am Markt gezahlte Preis zu hoch oder zu tief liegt. Dann empfehlen sie zu Kauf oder Verkauf.

Kaum hatte Leins das gelernt, kam ein Analyst und sagte, er glaube nicht an die *p/e ratio*. «Das war das Wort, das er brauchte: glauben.»

Ein anderer Finanzanalyst rundete bei seinen Prognosen auch mal großzügig auf. «Der sagte mir, die Zahlen sähen zwar nicht so gut aus, aber er finde den CEO cool, er glaube ihm und seiner Strategie.»

Leins merkte schnell: Es gibt auf den Finanzmärkten noch eine ganz andere Dimension, die mit Zahlen nichts zu tun hat. Es geht um Überzeugungen, um Geschichten ohne Anfang und Ende, um Erzählweisen. Um sogenannte Narrative.

Zahlenbasierte Märchen

«Der Mensch ist kein kalkulierender Rechner, er ist Teil einer Kultur, in der grosse Erzählungen sehr viel wichtiger sind als die vernünftige Entscheidung Einzelner», sagt Leins.

Das klingt mehr nach Märchen als nach Wissenschaft. Was ist auf den Finanzmärkten wichtiger: Zahlen oder Geschichten?

«Ich würde das nicht trennen», sagt Leins. «Die Märchen sind zahlenbasiert. Aber die narrative Dimension steht über allem. Selbst wenn man die Zahlen wegnimmt, bleibt eine Erzählung. Jeder, wirklich jeder Finanzanalyst, fragt als Erstes: Was ist deine Story? Gute Finanzanalysten sind vor allem gute Geschichtenerzähler.»

Marc Faber zum Beispiel. Ein Schweizer Fondsmanager und Börsenexperte, der als «Dr. Doom» bekannt wurde, weil er im Wesentlichen ständig vor dem endgültigen Zusammenbruch des Finanzsystems warnt. Tatsächlich lag er bei mehreren Börsencrashes richtig. Aber man könnte ebenso gut sagen: Er redet immer vom Crash – und irgendwann tritt er halt tatsächlich ein.

Oder der Vice-Fonds. Vor ein paar Jahren traf Leins einen Manager in Zürich, der verschiedenen Banken seinen Fonds vorstellte. «Er investierte ausschliesslich in sündige Branchen. Daher der Titel: Vice Fund, also Laster-Fonds.» Die Story des Fonds lautete: Aktienkurse gehen hoch und runter. Aber egal wie die Wirtschaft läuft, die Menschen trinken, rauchen, zocken und kämpfen. «Wenn die Welt eh vor die Hunde geht, sagte mir der Manager, verdienen wir wenigstens Geld dabei. Mit Waffen, Zigaretten, Pornos, Alkohol und Glücksspiel.»

Manchmal fliegen die Storys aber auf.

Eines Tages bekam Leins eine neue Vorgesetzte in der Bank. Sie war keine Ökonomin, sondern eine Managerin, die der Zentrale zeigen wollte, dass all die Prognosen, die das Team erstellte, einen echten Impact hatten für die Bank.

Sie wollte die Prognosen sammeln und messen. Um zu zeigen, dass die Bank von den Prognosen auch wirklich profitiert. Es klang wie eine gute Idee.

Doch die Analysten fanden sie katastrophal. Man könne das nicht messen, sagten sie.

«Es kamen alle möglichen Einwände. Ich fand das merkwürdig.» Als die Chefin ihr Vorhaben trotzdem umsetzte, merkte Leins, warum.

Einmal im Monat kam nun eine Mail mit einem Ranking, wer gute Prognosen geliefert hatte und wer nicht. «Die mit exzellentem Ruf schnitten häufig sehr schlecht ab», sagt Leins. Er selbst hingegen, der weder Ahnung noch Erfahrung hatte, war während Monaten der beste Performer.

«Das Problem war nicht, dass man die Qualität der Prognosen nicht hätte messen können. Das Problem war vielmehr, dass die Storys, die die Analysten erzählten, kein Fundament hatten.»

Früher oder später begreife das jede Analystin, sagt Leins. «Man schaut sich Daten an, rechnet irgendwas, legt sich ein paar Zahlen zurecht, aber dann sieht man: Es geht nicht auf.»

Ein Kollege von ihm war besessen von Fibonacci-Zahlen und der daraus gebildeten, schneckenförmigen Fibonacci-Kurve. Diese Kurve legen Trader über die Kurse von Wertpapieren und versuchen dadurch, Ordnung zu schaffen, wo Unordnung herrscht. «Es gibt nicht das geringste Indiz, dass ein Kurs irgendetwas mit dieser Zahlenreihe zu tun hätte», sagt Leins. Es ist bloss eine Story, ein Narrativ, an das sehr viele Leute glauben.

«Und damit sind wir wieder bei der Credit Suisse», sagt Leins. «Man kann natürlich darauf beharren, dass die Fundamentaldaten in Ordnung gewesen seien. Aber wenn dann irgendwelche Trader eine Fibonacci-Kurve über den Aktienkurs legen, dann werden logische Bewertungsansätze völlig irrelevant. Und je mehr Leute das tun, desto mehr Wirkung entfaltet so eine Geschichte. Dann treten die Dinge ein, nicht weil sie wahr sind, sondern schlicht, weil so viele Leute daran glauben.»

Analysten, Spekulantinnen, Vermögensverwalter, Kleinanlegerinnen – sie alle kämpfen letztlich um die «narrative Autorität», wie Leins sagt. Darum, welche Erzählung sich durchsetzt. Es geht um Deutungshoheit. Oder anders gesagt: darum, wer die überzeugendste Geschichte erzählt.

Was er sagte und was sie hörten

Und die Credit Suisse? Wie lautet die Story, die man über die Grossbank erzählen kann?

Vielleicht diese: Sie war einst eine Bank, die den Eisenbahnbau in der Schweiz finanzierte. Später wurde sie gross und grösser, weil sie den einen Schweizer Vorteil besass: das Bankgeheimnis, dank dem Kunden aus aller Welt ihr Geld verstecken konnten. Als dieses Geschäftsfeld wegbrach, wurde sie ein unbeweglicher Tanker, der einen Skandal am anderen produzierte. Für eine gewisse Zeit überdeckte sie das mit fragwürdigen Erfolgen im Investmentbanking. Den Kurswechsel verpasste sie. Und am Ende, im letzten Moment ihrer 166-jährigen Geschichte, war die Credit Suisse bloss noch ein Meme-Stock, ein Witz in Onlineforen, auf deren Kosten Spekulantinnen ihre Scherzchen trieben.

Am 15. März 2023 wurde ein CS-Hauptaktionär aus Saudiarabien gefragt, ob er mehr Geld in die Schweizer Grossbank einschiess. «*Absolutely not*», antwortete der Saudi. Man konnte die Antwort auf zwei Arten lesen. Dass es keinen Grund gebe, Kapital in eine gesunde Bank zu pumpen (was er tatsächlich sagte); oder dass er auf keinen Fall noch mehr Geld in einem maroden Unternehmen versenke (was «die Märkte» hörten). In der Folge brachen alle Dämme: In den Tagen vor ihrem Tod verlor die Grossbank jeden Tag 10 Milliarden Franken.

Die Fundamentaldaten seien in Ordnung gewesen, sagte die Finanzmarktaufsicht bei der CS-Übernahme.

Vertrauen lasse sich nicht regulieren, sagte die Finanzministerin.

Beide hatten recht. Untergegangen ist die Grossbank trotzdem.

Einmal fuhr Stefan Leins nach Frankfurt. Das war ein paar Jahre nach der letzten Finanzkrise von 2008, Leins stand mitten in seiner Forschung über das Stammesverhalten der Banker. Er nahm an einer Führung durch die Frankfurter Börse teil. Zum Schluss fragte er die Frau, die ihn durch die Börse geführt hatte, was die Menschen auf dem Parkett da eigentlich täten, der Handel laufe doch längst elektronisch.

Sie antwortete: Inszenierung. Das sei nur ein Bühnenbild für die Kameras.

Zum Buch

Stefan Leins: «[Stories of Capitalism – Inside the Role of Financial Analysts](#)».
University of Chicago Press 2018. 224 Seiten, ca. 45 Franken.