

# Der Spekulant

Eine Volksinitiative will verbieten, dass Spekulanten mit Essen spielen können. Warum sind Termingeschäfte mit Agrarrohstoffen verpönt und die Spekulation von Versicherungen nicht? Eine historische Spurensuche nach den sozialen Konstruktionen von Risiko und angeblichen spekulierenden Bösewichten.

von Heinz Zimmermann

Er ist der Bösewicht der Marktwirtschaft schlechthin.<sup>1</sup> Während der englische *speculator* schon fast als Berufsbezeichnung gelten kann und der französische *spéculateur* zumindest salonfähig ist, tut der Spekulant im deutschen Sprachraum gut daran, sich nicht als solcher zu bezeichnen. Dies zeigt sich in der gegenwärtigen Diskussion über eine Initiative, die Nahrungsmittelspekulation auf den Finanzmärkten verbieten will. Neu ist das Bild des Bösewichts nicht. Die Kritik hat eine lange, ja jahrhundertelange Tradition. Sie erklärt sich zum Teil dadurch, dass sich die deutschsprachige Nationalökonomie mit den Kategorien der Ungewissheit, des Risikos oder des Zufalls alleweil schwer getan hat.<sup>2</sup> Daran hat selbst die in den fünfziger Jahren entstandene und durch verschiedene Nobelpreise gekrönte Unsicherheits- und Informationsökonomik wenig geändert, ganz zu schweigen von der Finanzökonomie: Zwar dürfte den mit dem klassischen Fächerkanon ausgebildeten Ökonomen das Wesen der Spekulation hinsichtlich des Transfers von Risiken oder die Erzeugung informationseffizienter Märkte geläufig sein. Ein breiteres gesellschaftliches Verständnis für die Spekulation und die Spekulanten hat der wissenschaftliche Diskurs aber kaum ausgelöst, ja die Finanzkrise dürfte die verbreitete Skepsis oder Ablehnung noch verstärkt haben.

Dies muss erstaunen und ist schwer zu erklären: Die traditionellen Vorbehalte gegenüber dem «Ungewissen» jedenfalls reichen dazu nicht aus, denn das Versicherungsgeschäft fusst auf demselben «unsicheren» Fundament, kennt aber keine vergleichbare Ablehnung. Liegt die unterschiedliche Wahrnehmung an der unterschiedlichen Natur der Risiken, am Geschäftsmodell der Versicherung, an den historischen Wurzeln oder der gesellschaftlichen Wahrnehmung der Assekuranz? Zweifellos, mit der aufkommenden analytischen Beschäftigung mit dem Zufall, einerseits der Wahrscheinlichkeitstheorie und andererseits den Instrumenten der Statistik, haben die modernen Versicherungen im 18. Jahrhundert die Chance gepackt, ein neues Geschäftsmodell mit dem Risiko zu entwickeln. Damit haben sie sich vom Image von Spiel und Wette abzugrenzen vermocht. Der Berufsstand der Aktuarer wurde begründet und bürgt bis heute für Seriosität und Professionalität im Umgang mit Risiken.

## Heinz Zimmermann

ist Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel.

Anders der Spekulant, dem hartnäckig der Ruch des Unsauberen anhaftet.

## Der spekulierende Mob

Augenfällig ist, dass sich zumindest ein Teil der Kritik gegen den kleinen, sogenannten unprofessionellen Börsenspekulanten richtet. Formuliert hat diese Kritik etwa der Soziologe Max Weber, der in seinen Börsenschriften sowie als Mitglied der 1892 eingesetzten Börsenquertekommission im Zuge der Vorbereitung des ersten deutschen Börsengesetzes einen hohen Sachverstand in Börsenangelegenheiten manifestiert. Weber, der einen äusserst moderaten Kurs vertreten hat, stösst sich am spekulierenden Mob:<sup>3</sup>

*Die grosse Schar der kleinen, fast nur mit einer guten Lunge, Notizbuch und Bleistift ausgerüsteten Spekulanten aber und ebenso das urteilslose Publikum haben im allgemeinen gar keine andere Wahl, als einer «von oben» ... ausgegebenen Parole zu folgen... (S. 645)*

Dem Trend hinterherzulaufen ist aber das Gegenteil dessen, was man vom ökonomischen Standpunkt her unter – zumindest erfolversprechender – Spekulation versteht: nämlich die Inkaufnahme von Risiken durch Wetten gegen den Markttrend. Aus dieser Perspektive erweitert der kleine Spekulant den Markt und trägt zu dessen Dynamik bei. Diese Rolle wird von Weber durchaus anerkannt, jedoch nicht ohne negative Bewertung:

*Er (der Markt, Anm. des Autors) ist aber erweitert ... nicht nur nach der Richtung, dass minderbemittelte, sondern dass minder sachverständige Personen daran teilnehmen können. Der Spekulant, der heute in Weizen «fixt» und im nächsten Monat zum Hafer übergeht, braucht zu beidem sonst nicht die geringste berufliche Beziehung zu haben. Er hat sie auch oft genug nicht, sondern spielt eben ziemlich ins Blinde, einem dunklen Gefühl folgend, dessen innere Gründe zu durchschauen und abzuwägen ihm jede Bildung fehlt. (S. 645–646)*



Heinz Zimmermann, photographiert von Daniel Boschung / Universität Basel.

### Gesellschaftlich akzeptierte Spekulation von Versicherungen

Es gibt natürlich auch das Bild des Kleinspekulanten, der aus reiner Freude, Nervenkitzel oder Unterhaltung unter Inkaufnahme ständiger Verluste spekuliert – in der Fachsprache *noise trader* genannt – und den professionellen Spekulanten überhaupt erst die Gewinne ermöglicht. Vom ökonomischen Standpunkt her ist dabei die Frage entscheidend, ob der Nutzen, den der erfolgreiche Spekulant für die Gesellschaft stiftet, mindestens ebenso gross ist wie der Schaden, den er sich selber zufügt. Der amerikanische Starökonom Paul Samuelson vertrat diesbezüglich die Meinung, dass der gesellschaftliche Nutzen kleiner als der individuelle Schaden sei.<sup>4</sup> So zieht die Gesellschaft keinen Nutzen aus erfolglosen Spekulanten, aber diese wissenschaftliche Erkenntnis ist kaum für den schlechten Ruf der Börsenspekulation verantwortlich. Die Ausführungen von Weber deuten vielmehr auf etwas anderes hin: Die gesellschaftliche Akzeptanz von Spekulation scheint eng mit Professionalität verknüpft zu sein, für welche der Kontext einer Institution eher Gewähr bietet. Freilich können auch Institutionen der Spekulationskritik ausgesetzt sein – man denke nur an Börsenbanken oder Hedge Funds. Doch Versicherungen, Vorsorgeeinrichtungen oder Anlagefonds sind von der Kritik weit weniger betroffen, obwohl sie letztlich nichts anderes tun, als zu spekulieren.

Wird in diesen Institutionen nicht, weniger oder anders spekuliert als an Terminmärkten resp. Futuresbörsen, den eigentlichen Brutstätten der Spekulationskritik oder Spekulationswut – je nach Perspektive? Im gewohnten Sprachgebrauch dienen diese Märkte der Versicherung von Preisschwankungen (Weizenpreise, Aktienkurse, Währungen etc.). Und jedem noch so scharfen Kritiker leuchtet ein, dass dem Nachfrager einer Versicherung ein Anbieter gegenübersteht. Wer die Versicherung anbietet, spekuliert. Ungewohnt ist dabei, dass die Idee der Versicherung von traditionellen Versicherungsereignissen (Schäden, Krankheit, Todesfall) auf Marktpreise übertragen wird – also auf Phänomene, welche letztlich durch Menschenhand erschaffen sind, wenn auch eine unsichtbare. Der entscheidende Kritikpunkt besteht aber in der Tatsache, dass Termingeschäfte unabhängig von einem versicherbaren Interesse getätigt werden können. Das *insurable interest* bildet den Kern eines jeden Versicherungsvertrages: Er sichert mich gegen Schäden ab, die mir selbst zustossen. Bei keiner Versicherung hingegen kann ich mich gegen Dinge versichern, die anderen zustossen – also etwa die Wertebusse des Rohöllagers meines Konkurrenten. Die Betroffenheit vom versicherten Risiko fehlt bei Termingeschäften vollkommen, oder wie von den Kritikern moniert wird: der realwirtschaftliche Bezug des Geschäfts. Ökonomen haben in der Regel überhaupt kein Problem mit der Loslösung des Risikoaspekts von einem realen Gegenstand, im Gegenteil: je besser die Risiken separiert und portioniert werden können, umso breiter können sie gestreut werden und umso tiefer fällt die Versicherungsprämie aus. Gleichzeitig wissen Ökonomen, dass diese Formel nur im Idealfall gilt, wie meistens

bei ökonomischen Modellen: die Finanzkrise zeigt, wie die Nachlässigkeit bei der Überwachung der Schuldner zunimmt, wenn die Kreditrisiken vom zugrunde liegenden Kreditgeschäft abgetrennt und in separate Vehikel verpackt werden.

### Verpönte Differenzgeschäfte

Als Termingeschäft der in der öffentlichen Meinung verpönten Art galt seit jeher das Differenzgeschäft: hier wird im Fälligkeitszeitpunkt die auf Termin gehandelte Sache nicht einmal mehr physisch geliefert, sondern es findet ausschliesslich ein Barausgleich zwischen den beteiligten Parteien statt, je nachdem, wer verloren oder gewonnen hat. Man urteile selbst: Bei einem Differenzgeschäft verpflichtet sich ein Händler beispielsweise, auf den nächsten Mai-Termin eine Tonne Weizen für 250 Euro zu kaufen. Bei Fälligkeit im Mai wird jedoch weder Weizen geliefert noch gekauft: Liegt der Weizenpreis über dem Terminkurs, etwa bei 310, wird dem Händler ein Gewinn von 60 Euro gutgeschrieben, während dem Verkäufer derselbe Betrag als Verlust belastet wird. Das Geschäft wird also nicht durch den physischen Erwerb oder Verkauf von Weizen motiviert, sondern durch die damit verbundenen Preisbewegungen. Wenn dies nicht Spekulation *par excellence* ist! An genau diese Kritikpunkte knüpft die Initiative an, mit der die Schweizer Jungsozialisten Nahrungsmittelspekulation unterbinden möchten: Wer keine kommerziellen Interessen in den zugrundeliegenden Rohstoffen hat, diese also nicht physisch besitzt noch irgendwann mal benötigt, hat auf diesen Märkten nichts verloren. Die Argumente sind beileibe nicht neu und können auch nicht einer spezifischen politischen Couleur zugeschrieben werden. Vor hundert Jahren wettete der Agrarökonom Gustav Ruhland (1860–1914) im Interesse eines starken Bauernstandes gegen den Wirtschaftsliberalismus und den schädlichen Einfluss der Terminspekulation:

*Eine Preisbildung, welche nach der Idee ihrer gesamten Organisation vor allem bestrebt ist, jährlich Milliarden in Differenzgewinnen zu erzielen, muss naturgemäss zu fortwährenden Preisschwankungen und dabei zu einer wesentlichen Verschärfung der Preissenkungen und Preissteigerungen führen [...]. Ruhige, stetige Preise nach Vorrat und Bedarf und das Differenzspiel an den Terminbörsen bleiben unvereinbare Gegensätze.<sup>5</sup>*

Was die meisten Kritiker verdrängen oder verschweigen: Im Vergleich zu den gewohnten versicherungstechnischen Risiken (wie Krankheiten oder Unfällen) lassen sich Preisrisiken nicht oder nicht annähernd gut diversifizieren. Das Gesetz der grossen Zahl, das die Grundlage des traditionellen Versicherungsgeschäfts darstellt, kommt nur sehr begrenzt zum Tragen. Darum kann der überwiegende Teil der mit Rohstoffen verbundenen Risiken lediglich umverteilt werden, wozu sich die erwähnten Termin- und Futureskontrakte als äusserst effiziente und bewährte Instrumente erwiesen haben. Dazu sind eine hohe Flexibilität bei der Kontraktgestaltung wie auch ein breiter Kreis von Marktteilnehmern mit unterschiedlichen Handelsmotiven

erforderlich. Für diesen Zweck hat sich im Laufe der Zeit ausser den traditionellen Termingeschäften der börsenmässige Handel in standardisierten Futureskontrakten entwickelt, der für einen breiten Kreis von Marktteilnehmern zugänglich ist und wo die Börse als zentrale Gegenpartei auftritt. Dies sind keine Innovationen der letzten Jahrzehnte: Am Chicago Board of Trade (CBOT) wurde der standardisierte Futureshandel auf Landwirtschaftsprodukte 1865 aufgenommen, an der japanischen Dōjima Rice Exchange in Osaka sogar über hundert Jahre vorher.

Ohne nichtkommerzielle, eben spekulative Akteure hat gerade im Rohstoffsektor noch kein marktmässiger Risikotransfer funktioniert. Dies ist keine Glaubensangelegenheit, sondern kann (zumindest für die USA) aufgrund detaillierter Börsenstatistiken untersucht werden. Holbrook Working (1895–1985) vom Food Research Institute der Stanford University hat vor Jahrzehnten eigens dazu einen Index kreiert, der das Ungleichgewicht zwischen kommerziellen Positionen (*open interest*, d.h. offenen Kontrakten) an den Rohstoffterminbörsen aufzeigt sowie eine Gegenüberstellung der «erforderlichen» mit der tatsächlichen Spekulation ermöglicht.<sup>6</sup> Tatsächlich, es wird zu viel spekuliert! Aber das Ungleichgewicht beträgt im Mittel gerade mal rund zwanzig Prozent des gesamten ausstehenden kommerziellen Kontraktvolumens – nicht das Drei- oder Zehnfache. Diese Werte haben sich bis heute kaum verändert.<sup>7</sup> Leider können diese Informationen nur für die USA berechnet werden, und es zeigt sich einmal mehr, dass Transparenz eine unerlässliche Voraussetzung für eine sachliche Erörterung eines Gegenstandes darstellt. Halten wir fest: So einfach wie jene Risiken, welche im grossen Topf einer Versicherung auf ein tragbares und kalkulierbares Mass reduziert werden können, lassen sich Preisrisiken leider nicht aus der Welt schaffen. Sie können wohl bis zu einem gewissen Grad über Arbitrageure oder neuerdings via Indexprodukte diversifiziert werden, aber das Potential ist beschränkt.

So stellt der Transfer über Finanzmärkte eine ökonomisch effiziente und transparente Form der Risikoteilung dar. Während die Ökonomen die Transparenz des Börsenmechanismus als entscheidenden Vorteil bei der Koordination von Angebot und Nachfrage nach Risikogeschäften betrachten, führen die Sichtbarkeit von Preisen, Pech und Pannen wie auch das etwas spezielle Publikum, welches für die Aufrechterhaltung dieser doch so ernsthaften Angelegenheit sorgt, regelmässig zu Irritationen: Wie können so viele schlecht informierte Leute, ohne professionellen Bezug zur Sache, nur mit etwas Geld, einer grossen Lunge und einem unersättlichen Spieltrieb ausgestattet, ein einwandfreies Marktergebnis herbeiführen? Max Weber hat die Geburt der Evolutionsökonomik nicht mehr erlebt, sonst hätte er vielleicht milder geurteilt; aber Ende des 19. Jahrhunderts formulierte er indes ein Argument, das heute noch vorgebracht wird:

*Der Mechanismus der Spekulation ist eben ein so verhältnismässig einfacher, dass er auch dem beruflich gänzlich Fernstehenden bald handlich erscheint, um da zu ernten, wo er nicht gesät hat. (S. 646)*

In einer etwas eigenwilligen Abwandlung des Bibelworts wird der Spekulant als flutterhaft und opportunistisch wie die Vögel dargestellt, was durchaus der Realität entspricht, da der Spekulant tatsächlich mit einem geringen Kapitaleinsatz arbeitet und von einer Opportunität zur nächsten springt. In der Hauptsache dreht sich die Kritik aber um folgendes: Der Lohn des Spekulanten wird wie beim Glücksspiel als ein Zufallsgewinn betrachtet, und daher als minderwertig gegenüber dem Lohn aus Arbeit. Diese sozialetische Position hat eine lange Tradition und prägt den Spekulationsdiskurs im deutschsprachigen Raum auf nachhaltige Weise. Sie unterscheidet sich fundamental vom «Marktpopulismus» amerikanischer Prägung.

### Verantworten Spekulanten Getreidepreise?

Was ist nun unter diesen Voraussetzungen von der Spekulation mit Termin- und Futureskontrakten auf Agrarrohstoffe, Weizen und Zucker, Sojabohnen und Baumwolle zu halten? Die Kritik entzündet sich an der Frontalkollision zwischen der Nutzlosigkeit des Börsenspiels und der existenziellen Wichtigkeit seines Gegenstands: Die Spekulanten spielen mit dem Essen. Und zwar, so nimmt man an, auf Kosten der Ärmsten der Welt. Wie sich die Spekulation tatsächlich auf die Preise auswirkt, haben in den letzten Jahren verschiedene wissenschaftliche Studien empirisch untersucht. Drei Dutzend Veröffentlichungen, die sich mit dieser Frage befassen, wurden vom Wirtschaftsethiker Ingo Pies in einer vielzitierten Studie<sup>8</sup> ausgewertet. Er kam zum Schluss, dass «nur wenige und zudem schwache Befunde für die Auffassung vorliegen, dass die Zunahme der Finanzspekulation in den letzten Jahren (1) das Niveau bzw. (2) die Volatilität der Preise für Agrarrohstoffe hat ansteigen lassen. Hierfür waren vielmehr realwirtschaftliche Faktoren verantwortlich.»

Solche Überlegungen dürften freilich gegenüber den Worten des Papstes kaum Gehör finden: Benedikt XVI. appellierte an die Teilnehmenden am Treffen von Hokkaido-Toyoko im Jahre 2008, in den Mittelpunkt ihrer Beschlüsse

*die Bedürfnisse der schwächsten und ärmsten Völker [zu] setzen, deren Verwundbarkeit heute aufgrund von Spekulationen und Turbulenzen auf den Finanzmärkten sowie deren verhängnisvollen Auswirkungen auf die Lebensmittel- und Energiepreise zugenommen hat.*

Der wissenschaftliche Diskurs lässt sich nicht allein mit den Argumenten der Finanzökonomik, der Funktionsweise des Versicherungs- oder Marktsystems führen. Das ergibt sich auch aus der Erkenntnis, dass Risiken soziale Konstruktionen darstellen<sup>9</sup> – und damit auch die Figur des Spekulanten. So argumentiert der Soziologe Urs Stäheli, dass

*die für die Moderne charakteristischen universalistischen Publikumsstrukturen nicht einfach aus der Logik von Funktionssystemen abgeleitet werden können: Das Funktionieren der Finanzökonomie gibt nicht vor, wie das Finanzpublikum zu konstruieren ist.<sup>10</sup>*

In Stäheli's «Spektakulärer Spekulation» findet man einen reichen Fundus von Bildern und Metaphern, die den Börsenspekulanten als vielschichtige kulturelle Erscheinung lebendig werden lassen.

### Die Chance des Spekulationsdiskurses

Daraus ergeben sich Konsequenzen für die Risikokultur des Finanzmarktes, die – etwa im Vergleich zu den globalen ökologischen Risiken – wenig analysiert worden sind. Gerade die deutschsprachige Forschung könnte davon profitieren. Denn vergleicht man die heutige Debatte zur Nahrungsmittelspekulation mit der Diskussion vor über hundert Jahren, gewinnt man fast unwillkürlich den Eindruck, dass sich die sozialwissenschaftliche Diskussion über Finanzmärkte, deren Akteure und den öffentlichen Diskurs kaum weiterentwickelt hat.<sup>11</sup> Dies zeigt sich etwa in den Äusserungen des deutschen Industriellen August Fröchtling im Jahr 1909. Im Zusammenhang mit der Beschränkung des Warenerterminhandels resp. des Verbots von Warenertermingeschäften auf Getreide und Müllereierzeugnisse als Folge des Börsengesetzes von 1897 und dessen Lockerung nach 1900 schreibt Fröchtling:

*Seit langem sind über das Getreide, den Getreidehandel und die Getreidehandelspolitik Streitfragen im öffentlichen Leben der Völker entstanden, deren Beantwortung durch die Gesetzgebung stets mehr von Rücksichten auf den augenblicklich im Volke herrschenden «Glauben» als von Resultaten wissenschaftlicher Erkenntnis erfolgt ist. Dies ist der Hauptgrund dafür, dass gesetzgeberische Eingriffe, obwohl sie sich längst als verfehlt erwiesen haben, dennoch von der Masse des Volkes, die aus der Geschichte nichts lernt, weil sie dieselbe nicht kennt, immer von neuem veranlasst werden. Bis in die neuste Zeit hinein ist dieser Druck der öffentlichen Meinung fast immer stärker gewesen als alle wissenschaftlichen Beweise und alle von höheren Gesichtspunkten geleiteten Absichten der Regierungen.<sup>12</sup>*

In der Folge galten Verbindlichkeiten aus Differenzgeschäften gut hundert Jahre lang, bis 2002, als Spiel- und Wettschulden und waren nicht einklagbar. Die soziale Konstruktion des Spekulanten prägte das Gesetz, dieses prägt die Kultur und diese den öffentlichen Diskurs. Lange liess dieser bei uns auf sich warten. Dass er nun geführt wird, dürfte die Bösewichte zwar nicht sonderlich erfreuen. Doch bietet er eine Chance, jene Ungewissheiten und Zufälle ins Blickfeld zu rücken, die uns alle betreffen, auch wenn man sich dessen nicht immer bewusst ist. ◀

<sup>1</sup> Ich danke Yvonne Seiler Zimmermann und Florian Rittmeyer für die hilfreichen Kommentare.

<sup>2</sup> Siehe dazu: Birger P. Priddat: Zufall, Schicksal, Irrtum. Über Unsicherheit und Risiko in der deutschen ökonomischen Theorie vom 18. bis ins frühe 20. Jahrhundert. Weimar: Metropolis-Verlag, 1999.

<sup>3</sup> Max Weber: Die Börse. Der Börsenverkehr. In: Gesamtausgabe, Abt. 1, Bd. 5.2. Tübingen: Mohr-Siebeck, 2000. S. 619–657.

<sup>4</sup> Paul A. Samuelson: Proof That Unsuccessful Speculators Confer Less Benefit to Society Than Their Losses. In: Proceedings of the National Academy of Sciences. Vol. 69, No. 5 (1972). S. 1230–1233.

<sup>5</sup> Gustav Ruhland: Die Lehre von der Preisbildung für Getreide. Ein Lehrbuch für Landwirtschaftsschulen, Handels- u. Müllerschulen, zugleich praktisches Handbuch für Getreide-Interessenten. Berlin: Verlag von Wilhelm ISSLER, 1904.

<sup>6</sup> Holbrook Working: Speculation on Hedging Markets. In: Food Research Institute Studies Vol. 1, No. 2 (1960), S. 185–220, insbesondere Tabelle 5.

<sup>7</sup> Siehe Marco Haase, Yvonne Seiler und Heinz Zimmermann: Permanent and Transitory Price Shocks in Commodity Futures Markets and Their Relation to Storage and Speculation. SSRN Working Paper, 2014.

<sup>8</sup> Ingo Pies et al.: Is Financial Speculation with Agricultural Commodities Harmful or Helpful? A Literature Review of Current Empirical Research. Lehrstuhl Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, 2013. Das Zitat stammt von Ingo Pies aus: IAMO Policy Brief, Ausgabe Nr. 9, Dezember 2012.

<sup>9</sup> Ulrich Beck bezeichnet Risiken als «soziale Konstruktionen und Definitionen auf dem Hintergrund entsprechender Definitionsverhältnisse», welche er als konstitutiv für die Risikogesellschaft betrachtet. Siehe Ulrich Beck: Weltrisikogesellschaft. Berlin: Suhrkamp, 2007.

<sup>10</sup> Urs Stäheli: Die Konstruktion des Finanzpublikums: Eine genealogische Analyse. In: Rudolf Stichweh: Inklusion und Exklusion: Analysen zur Sozialstruktur und sozialen Ungleichheit. Wiesbaden: VS-Verlag für Sozialwissenschaften (GWV), 2009, S. 259–272. Zudem: Urs Stäheli: Spektakuläre Spekulation. Das Populäre der Ökonomie. Berlin: Suhrkamp, 2007.

<sup>11</sup> Wichtige Beiträge zur Soziologie der Finanzmärkte stammen von Karin Knorr-Cetina, Urs Stäheli, Andreas Langenohl, Elena Esposito, Alex Preda und anderen Autorinnen und Autoren.

<sup>12</sup> August Fröchtling: Über den Einfluss des Getreideterminhandels auf die Getreidepreise. In: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 37 (1909), S. 577–622.

Anzeige



Wir freuen uns, die Ludwig von Mises Institut Deutschland Konferenz 2015 anzukündigen:

## „Die Ethik der Freiheit“

Samstag, 23. Mai 2015 | 10 Uhr bis 17 Uhr | im Hotel „Bayerischer Hof“, München



Mit Beiträgen von:

**Professor Dr. David Dürr**  
Universität Zürich, Wirtschaftsanwalt

**Professor Dr. Hans-Hermann Hoppe**  
Emeritus University of Nevada, Property and Freedom Society

**Professor Dr. Martin Rhonheimer**  
Päpstliche Universität vom Heiligen Kreuz, Rom

**Professor Dr. Thorsten Polleit**  
Universität Bayreuth, Ludwig von Mises Institut Deutschland

Ludwig von Mises Institut Deutschland e.V. | Infos und Anmeldungen: [www.misesde.org/konferenz2015](http://www.misesde.org/konferenz2015)