

Ponzi regiert

1. Vom verbotenen Kinderspiel...

Es sei zwar untersagt, munkelte man damals hinter vorgehaltener Hand, was das Ganze natürlich noch spannender gestaltete. Ein Verstoss gegen das Postgesetz – dies die mutmassliche Rechtsquelle – schien den Buben und Mädchen allerdings nicht so gravierend, dass man sie nicht doch versuchen wollte: die wunderbare Geldvermehrung mittels eines Kettenbriefs. Wie funktionierte eine solche Vermögensmultiplikationsmaschine? Ganz einfach. Auf einer Liste standen acht Namen mit Adresse. Der untersten Person musste man, sagen wir, zwei Franken senden, was vor bald 50 Jahren ein stolzer Betrag war. Man setzte sodann seine eigene Anschrift zuoberst auf die Liste, kopierte den Brief zweimal und versandte ihn an Freunde und Bekannte, auf dass diese analog handelten. Und dann wartete man auf das fröhliche Eintreffen von zweimal 2 hoch 8, das heisst 512 Franken. Und wartete. Und wartete.

Dass die wenigsten Kettenbriefe beziehungsweise Schneeballsysteme je über längere Zeit funktionierten, lag erstens vermutlich am Nichtvorhandensein von Fotokopierern. Das zweifache Abschreiben von acht Adressen war mühselig. So endete der in der Zweierpotenz sich vermehrende Stammbaum des Kettenbriefs wohl bald einmal in gekappten Ästen. Der zweite Grund lag in der geringen beziehungsweise nicht vorhandenen Solidarität zwischen erstem und letztem Namen auf der Liste. Weshalb zahlen, wenn man nicht muss und wenn man möglicherweise trotzdem zu seinem Ertrag kommt? Das Prinzip des Kettenbriefs hat eine offene Flanke hin zu den im Durchschnitt nicht so guten Charaktereigenschaften des Menschen. Der dritte Grund liegt darin, dass dem Kettenbrief, würde er tatsächlich funktionieren, bald einmal das Personal ausginge. Bei einer Versandkadenz von einer Briefgeneration pro Woche wäre dafür nämlich nach 23 Wochen bereits die ganze Schweizer Bevölkerung, nach bereits knapp 33 Wochen die Weltbevölkerung

notwendig. Und dann? Weiter zu den Marsmenschen?

Wer sich noch richtig zu erinnern vermag, der kennt auch den Umstand, dass immer dieselben Personen zum Handkuss gebeten wurden; das Personalproblem des Schneeballsystems führt offenbar dazu, dass die gesellschaftlichen Multiplikatoren – solche gibt's auch auf dem Schulhausplatz – bald einmal in eine Art Netzknotenfunktion hineinmanövriert werden. Weil damals diesen Multiplikatoren rasch die Liquidität im Geldbeutel ausgegangen ist, während sie ja auf den versprochenen Geldsegen noch warten mussten, beendete der Personalmangel auf diese Weise manchen Kettenbrief, bevor die ganze Weltbevölkerung miteinbezogen worden wäre.

Die bittere Lehre für den kleinen Jungen mit den hohen Erwartungen? Taschengeld futsch; den letzten gutgläubigen Zahler beißen die Hunde. Eine Lehre fürs Leben (eines künftigen Privatbankiers...).

2. ...zum Mega-Betrug

So oder ähnlich dürften sich heute jene Anleger fühlen, die ihr Geld in eines der vielen Madoff-Vehikel angelegt hatten. Geld weg, den Letzten beißen die Hunde. Zwischen einem Schneeballsystem und einem sogenannten Ponzi-Schema gibt es zwar Unterschiede. Dass am Schluss nichts übrig bleibt und die verbleibenden Investoren das Nachsehen haben, ist ihnen aber gemeinsam.

Das Schneeballsystem funktioniert, nach erfolgreicher Initiierung, sozusagen als anonymer Selbstläufer, das Ponzi-Schema braucht im Mittelpunkt einen Macher. Charles Ponzi, 1903 aus Italien in die Vereinigten Staaten eingewandert, versprach seinen Investoren zu Beginn der Zwanzigerjahre Renditen von 50 Prozent in 45 Tagen beziehungsweise eine Verdoppelung des eingesetzten Geldes innerhalb von 90 Tagen und fand immerhin rund 40'000 Anleger, die ihm insgesamt 15 Millionen Dollar anvertrauten. Als Quelle der enormen Rendite nannte er eine Währungsarbitrage zwischen Dollar und Lira, basierend auf dem damals üblichen Zahlungsmittel von Briefmarken beim grenzüberschreitenden Warenverkehr. Ponzi wurde aufgrund des für die damalige

Zeit hohen Betrags, aufgrund der Frivolität der Gewinnversprechungen sowie der Artreinheit seines Vorgehens zum Namensgeber eines Schemas, das es vor ihm schon längst und in grosser Zahl gegeben hatte und das es in variantenreicher Neuauflage seither immer wieder gegeben hat. Den vorläufigen Höhepunkt hat nun gewiss Bernard Madoff erreicht, und angesichts der mutmasslichen 50 Milliarden Dollar, die verlorengegangen sein sollen, fragt man sich, ob eine Umbenennung des Schemas nicht angebracht wäre.

Was ist ein Ponzi-Schema ökonomisch gesehen? Es handelt sich dabei um ein System von Ein- und Auszahlungen, in dessen Mitte eine *überschuldete Bilanz* steht respektive bewirtschaftet wird. Auszahlungen werden deshalb vor allem durch neu einbezahltes Geld bedient; mit diesem neu einbezahlten Geld sind jedoch neue Verpflichtungen verbunden, so dass sich die Überschuldung erhöht. In der Literatur (so u.a. bei Spremann, 2004) wird zwischen bösartigen und halbwegs gutartigen Ponzi-Schemas unterschieden. Die gutartige Variante könnte, wenn nicht grundsätzlich in Frage gestellt, an sich sehr lange weiterexistieren. Diese Bedingung ist dann erfüllt, wenn das System immer liquide bleibt, weil das Wachstum der Schulden (bzw. die Höhe der Versprechungen) genügend gering bleibt. Bösartige Ponzi-Schemas hingegen höhlen sich über kurz oder lang selbsttätig aus.

„Grundsätzlich in Frage gestellt“ können Ponzi-Schemas durch Eingreifen von Behörden, welche den Tatbestand der Überschuldung feststellen, oder durch Teilnehmer des Schemas, die simultan das einbezahlte Investment zurückverlangen, oder durch den „Macher“ des Schemas, der mit der noch vorhandenen Liquidität auf eine Karibikinsel flüchtet. Zumeist fliegt das Schema aber zuvor auf, denn es gehört zum Wesen der meisten „Macher“ von Ponzi-Schemen, dass sie wegen ihres aufwendigen Lebensstils die Überschuldung der Bilanz beschleunigen müssen, und dann mit definitiv unvorsichtigen Versprechungen neues Geld anzuziehen versuchen.

Was hat das Ponzi-Schema mit einem Schneeballsystem gemeinsam? Einerseits den durch Versprechungen untermauerten Irrglauben an eine *ökonomisch unsinnige* Rendite, andererseits das Fehlen einer Wertschöpfung innerhalb des Systems. Im Gegensatz zum Ponzi-Schema lebt das Schneeballsystem von der solidarischen Disziplin seiner Teilnehmer (weshalb es, wie gesagt, dann auch scheitert); das Schneeballsystem legt seinen auf exponentiellem Wachstum basierenden Mechanismus gegenüber den Teilnehmern offen, währenddem der „Macher“ im Ponzi-Schema

verdeckt handelt und sämtliche Transaktionen zentral steuert. Das Schneeballsystem scheitert ultimativ an der Begrenztheit der Weltbevölkerung, das Ponzi-Schema könnte, rein theoretisch, beinahe ewig weiterbetrieben werden. Nämlich dann, wenn das Wachstum des Ponzi-Schemas das allgemeine Wirtschaftswachstum nicht überschreitet und so immer genügend Geld für neue Einzahlungen ausserhalb des Schemas erwirtschaftet wird. Es liegt auf der Hand, an dieser Stelle auf *Sozialwerke mit Umlageverfahren* hinzuweisen. Ihr längerfristiges Funktionieren ist genau an diese Konstellation geknüpft. Trifft sie nicht zu (was leider für die meisten Sozialsysteme in den westlichen Industriestaaten der Fall ist), so werden aus halbwegs gutartigen Ponzi-Schemas echt bösartige.

3. Zu schön, um wahr zu sein

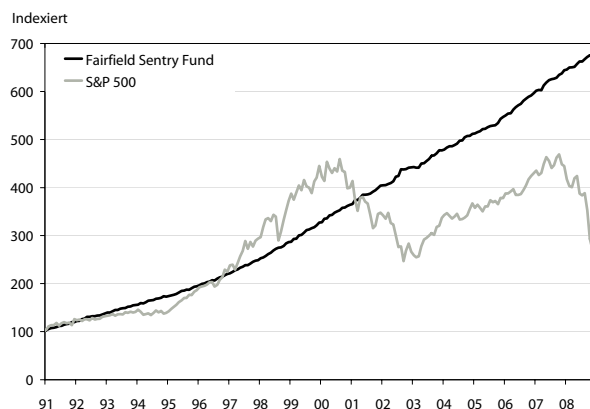
Über Bernard Madoff ist, bezeichnenderweise bevor irgendein Gericht ihn schuldig gesprochen hätte, schon viel geschrieben worden. Es liegt selbstverständlich ein Faszinosum in der Aura um eine Person, der es gelingt, während über zwanzig Jahren ein betrügerisches Schema zu betreiben und auf diese Grössenordnung emporzuhieven. Wie kam es, dass von wissenschaftlicher und finanzanalytischer Seite erhobene Infragestellungen so sang- und klanglos abprallten, von keiner zuständigen Aufsichtsbehörde ernstgenommen, von keinem der sonst so kritischen Medienschaffenden dankbar aufgenommen worden waren? Wie brachte Madoff es zustande, dass niemand die fehlende Governance im innersten Kern seines Schemas – offenbar fehlte ja jegliche Trennung zwischen Asset Management, Brokerage und Depotbankfunktion – zum Anlass für erhöhte Vorsicht nahm? Nun gut, die erstabnehmenden Hedge Funds waren ebenfalls unter seiner Kontrolle, aber diese verfügten dann ja über eine ordentliche Revisionsstelle, welche solcherart Fragen hätte stellen müssen.

Das Faszinierendste am Fall Madoff ist das Ausmass an Goodwill, den das *Vertrauen* in eine Person bewirken kann. Vertrauen macht offenbar blind für an sich naheliegende Fragen. So wären sowohl bei Madoff als auch schon bei Ponzi die Volumina, die für das Betreiben der Systeme im behaupteten Grundgeschäft notwendig gewesen wären, bei weitem zu gross gewesen. Briefmarken für den Warenverkehr zwischen den USA und Italien, das kann es nur in beschränktem Umfang geben. Das Hin und Her zwischen Direktinvestitionen und Index-Put/Call-Optionen, mit denen Madoff seine Erträge zu erwirtschaften behauptete, hätten für das Volumen all seiner Fonds sämtliche New Yorker Handelsbücher gesprengt.

Der wirklich gerissene Betrüger, und wenn die Anschuldigungen tatsächlich zutreffen, dann muss man Madoff zu den allergerissensten zählen, erfüllt eben genau jene Erwartungen, auf die seine Opfer ansprechen. Zunächst einmal sollte ein Betrüger harmlos, anständig, bescheiden wirken. Schaumschläger und Wichtigtuer haben bedeutend weniger Chancen, oder lediglich bei einem Kundensegment, das auf Glamour anspricht, und das sind, zumindest in Geldfragen, nur wenige. Dann muss der Betrüger auch über ein genügendes Mass an Empathie verfügen, also mitmenschlich fühlen und handeln, grosszügig gegenüber den nicht dermassen Bevorzugten dieser Erde. Der Missbrauch der Nähe zu angesehenen Glaubensgemeinschaften zahlt sich für jeden Betrüger gewiss aus. Ferner ist natürlich auch das Engagement zugunsten der Öffentlichkeit, im Fall von Madoff seine Aufbauarbeit bei der Technologiebörse Nasdaq, von grossem Nutzen. Denn ein solches Engagement scheint die Uneigennützigkeit ja geradezu zu beweisen. Vielfältige Kontakte, sorgsam gepflegt auf einer Unzahl von Kongressen und Parties, schaffen ein soziales Netz, das gegenüber kritischer Infragestellung beinahe immun macht. Gezielte Spenden an Politiker, im vorliegenden Fall offenbar auch an Frau Clinton, sichern die Front in den regulatorischen Bereich hinein weitgehend ab.

Der gerissene Betrüger unterscheidet sich vom Ehrenmann höchstens durch ein gewisses „Zuviel“ beziehungsweise eine fast zu grosse Perfektion all dessen, was für echte Vertrauensbildung auch notwendig ist. Genau so verhält es sich auch mit dem Produkt oder den Schemen, die der Betrüger an den Mann und die Frau bringen will. Alles stimmt, nur leider etwas zu perfekt. Die nachfolgende Grafik des zu hundert Prozent im Madoff-Schema investierten Hedge Fund „Fairfield Sentry Fund“ zeigt diese zu grosse Perfektion in geradezu brutaler Deutlichkeit auf.

Regelmässiger geht's kaum



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Über all die Zeit, wahrlich nicht einfache Jahre an den Finanzmärkten, wie man am Verlauf des Aktienindex S&P 500 deutlich sieht, „erwirtschaftete“ Fairfield Sentry kontinuierlich positive Renditen. Annualisiert waren es über die ganze Zeit durchschnittlich 11,2 Prozent. Diese satte Rendite erzielte der Fonds bei einer Volatilität von 2,4 Prozent, was bei einem angenommenen Zinssatz von 3 Prozent für eine risikolose Anlage eine Sharpe-Ratio von 3,4 ergibt. Kennzahlen, die sich völlig ausserhalb jeglicher ökonomischer Möglichkeit bewegen. Etwas enttäuschend ist, dass Madoff im Jahr der New Yorker Terroranschläge, das heisst 2001, die Stetigkeit nicht wenigstens für ganz kurze Zeit verlassen hat. Auch solches würde ja zum ganz gerissenen Betrüger gehören: Dass er, nicht zuletzt um Sympathie für die Opfer der Anschläge und die damals arg gebeutelten Kollegen in der Fondsindustrie zu mimen, für eine aufs Ganze gesehen nicht relevante Dauer seinen Betrug abdämpft, um danach mit alter Schubkraft zu seinen stolzen Renditezahlen zurückzukehren. Der gerissene Betrüger weiss, wie wichtig in besonderen Fällen die Ausnahme von der Regel ist, um die Regel zu bestätigen. Uns scheint, dass Madoff diese wenig empathische Unterlassung Ende 2002/Anfang 2003, als die Finanzwelt sehr dunkel aussah, ausgebügelt hat. Die Datenreihe sieht jedenfalls danach aus.

4. Es braucht auch das Opfer

Soweit die Seite des Betrügers. Es gibt aber auch all jene, die sich um 50 Milliarden Dollar betrügen lassen wollten. Und jene, die ihnen dabei halfen. Über diese Seite wird, verständlicherweise, viel weniger gesprochen. Denn sie sind ja mitten unter uns. Bedauernswerte Geprellte, ja, aber eben nicht nur. Selbstverständlich steht es in der Freiheit von jedem, sich auch an Dingen zu beteiligen, die zu schön aussehen, um wahr zu sein. Aber wenn dies von einem unübersehbaren Kollektiv getan wird und wenn es offensichtlich eine Art Industrie gab (und noch gibt), die solchem Verhalten Vorschub leistet, dann muss das genauer analysiert werden.

Eine *stetige Überrendite*, wie sie der Fairfield Sentry Fund aufgrund des historischen Kursverlaufs suggeriert, sei ein *ökonomischer Unsinn*, haben wir festgestellt. Weshalb? Weil diese Überrendite, wenn es sie denn gäbe, impliziert, dass alle anderen, die für bestimmte Renditen einen Preis, eine Risikoprämie nämlich, bezahlen, absolute Dummköpfe wären. Weshalb sollte jemand den S&P 500-Index halten und bei durchschnittlich 5,7 Prozent Rendite zwischen 1990 und 2008 eine Volatilität von über 14 Prozent ertragen müssen, wenn eine vergleichsweise höhere Rendite zu weniger

Risiko zu haben wäre? Stetige Überrenditen weisen auf die (ökonomisch sehr unwahrscheinliche) Existenz eines „free lunch“ hin. Nehmen wir umgekehrt einmal an, es gäbe diesen überintelligenten Super-Portfoliomanager, dem eine solche Überrendite dennoch gelänge. Welchen Grund hätte er, diese Fähigkeit mit einer unbestimmten Anzahl ihm unbekannter Investoren zu teilen? Wie man es dreht und wendet: Was bei Madoff & Co. im Angebot stand, kann es so nicht geben.

Aber die Nachfrage nach diesem vermeintlichen ökonomischen Paradies auf Erden war überwältigend und ist, auch nach Madoff, immer noch existent. Der enorme Aufschwung im Hedge Funds-Bereich ist unter anderem durch diese Nachfrage nach ökonomischer Illusion zu erklären, denn die meisten operieren mit der Aussicht auf tiefe Risiken („Absolute Return“) und vergleichsweise nette Renditen. Die Vorstellung, dass es so etwas geben sollte, ist insbesondere in Kreisen beliebt, die sich in ihrem Denken eigentlich nie von jenem eines Rentenbezügers emanzipiert haben, obschon der vorhandene Reichtum das ohne weiteres erlauben würde. Dafür gibt es Gründe. Mit Reichtum, vor allem ererbtem oder auf andere Art zugefallenem, ist oft eine schlechende Steigerung der Ausgaben verbunden. Ein Wohnsitz mit viel Angestellten hier, einer da, Sicherheitsleute und Chauffeure inklusive, ebenso ein durch stetig steigende Pseudodienstleistungen ausufernder Personalbedarf im Family Office, darüber hinaus das Bedürfnis, eigenes kulturelles Ungenügen durch den Zukauf von teurer Kunst zu kompensieren – und bald ist aus dem vermeintlichen Reichtum ein nicht mehr aufhaltbarer Fluss von Verpflichtungen geworden. Den dadurch entstandenen Mangel an ökonomischer Handlungsfreiheit versucht man durch einen verstetigten Fluss von Einnahmen wettzumachen. Aber mit dem von den Märkten offerierten risikolosen Zinssatz möchte man sich selbstverständlich nicht abfinden, schliesslich ist man ja ein smart investierendes High Net Worth Individual (HNWI); und schon ist die Nachfrage nach Vehikeln mit unmöglicher ökonomischer Zielsetzung entstanden.

In diesem Phänomen steckt durchaus auch ein *moralisches Problem*. Erstens ist es grundsätzlich fraglich, ob die Nachfrage nach etwas generell Unmöglichem nicht per se moralisch bedenklich sei. Man könnte ja dadurch die Anbieter auf die falsche Fährte locken. Zumindest eine Mitverantwortung trifft auch den Konsumenten und seine (mitverdienende) Entourage; dies nicht nur bei von Kinderhand gefertigten Turnschuhen, sondern auch bei Finanzprodukten. Zweitens ergibt sich aber vor allem auch ein praktisches moralisches Problem im Kapitalismus, wenn ausgerech-

net jene, die eigentlich über genügend Kapital und Ausdauer verfügen würden, sich weigern, der Wirtschaft Kapital risikobehaftet anzuvertrauen und statt dessen einem „Absolute Return“ nachzujagen. Die einzige gesellschaftlich sinnvolle Funktion, die sie wahrnehmen müssten und könnten, ersetzen sie durch eine Lebensweise und Einstellung, wie sie bei einem Sozialhilfebezüger vielleicht, bei ihnen aber gewiss nicht gerechtfertigt ist. Das politische Sprengpotential liegt auf der Hand, wenn die Reichen nicht mehr echte Kapitalgeber sein wollen.

5. Keine Philippika gegen Hedge Funds

Das könnte nun wie ein Rundumschlag eines rückwärtsorientierten Bankiers gegenüber all den innovativen, modernen Ideen rund um die Hedge Funds aussehen. Bis zu einem gewissen Grade mag das auch zutreffen, nämlich insofern, als dass Hedge Funds und ähnliche Vehikel vorgeben, ökonomisch Unmögliches oder sehr Unwahrscheinliches auf Dauer leisten zu können. Das trifft für manchen Anbieter und für manchen Prospekt leider auch durchaus zu. Zwar versteckt man sich hinter viel Kleingeschriebenem, wenn es denn um die allfällige Haftung für versprochene Überrenditen ginge, aber man suggeriert mit allen denkbaren Kennzahlen, Grafiken und Tricks, dass man – eben – das Ei des Kolumbus hinsichtlich der Generierung von stetigen Überrenditen gefunden habe. Solche Praktiken sind hoch problematisch, und dies nicht nur für den Anbieter direkt, sondern auch für den Zwischenhändler und für den Verwalter von „Funds of Funds“. Die grosse Menge allein macht die falsche Erwartungsbildung nicht besser.

Abgesehen davon gibt es aber gegen Hedge Funds wenig einzuwenden. Es handelt sich dabei ja um kollektive Anlagevehikel, denen vom Investor ein *höheres Mass an Freiheiten* in der Bewirtschaftung von Aktiven und Passiven eingeräumt wird als in normalen Anlagefonds, die „nur“ die Aktivseite und sehr oft lediglich eine einzige Anlageklasse zum Gegenstand haben. Die wichtigste Eigenschaft von Hedge Funds ist deren Fähigkeit, Kredit aufzunehmen, und diese Möglichkeit zur Verringerung, aber auch zur Erhöhung von Risiken einzusetzen. Die weitgehend freie Bewirtschaftung verschiedenster Anlageklassen unter einem Dach erlaubt zudem, vorübergehend oder auch längerfristig stabile Korrelationen zwischen Anlagen zu „benützen“. Kommt beispielsweise ein Hedge Fund Manager zur Erkenntnis, dass bei einer sinkenden Differenz zwischen Ölpreisen und Schweinebäuchen die Kurse von Rückversicherungsaktien in aller Regel gegenüber den Kursen von Herstellern

japanischer Textilmaschinen steigen, dann kann er eine solche Erkenntnis in seinem Fonds abbilden. Es liegt auf der Hand, dass eine solche Anlagestrategie, wäre sie denn überhaupt sinnvoll, nicht risikolos ist, denn Korrelationen sind alles andere als stabil. Wären sie es, dann würde alle Welt die Strategie kopieren, solchermassen investieren und dadurch die Korrelation verändern.

Im wesentlichen tragen Hedge Funds dazu bei, den in Portefeuilles vorwiegend bewirtschafteten Zins-, Markt- und Gegenparteirisiken einen *höheren Grad an Diversifikation* sowie das zusätzliche Element des *Liquiditätsrisikos* beizufügen. Vermutlich liefen die meisten „Überrenditen“ von Hedge Funds in den vergangenen Jahren auf die Bewirtschaftung des Liquiditätsrisikos hinaus, auf das Einstreichen einer regelmässig anfallenden Prämie also für Anlagen, deren Marktliquidität nicht in jedem Fall gegeben ist. Diese Prämie macht ökonomisch Sinn, und das Bewirtschaften solcher Risiken für Leute, die sie auch tragen können, ebenfalls. Dass es sich aber um ein handfestes Risiko handeln kann, hat das Jahr 2008 ausgiebig gezeigt, und ob im Endergebnis dann noch eine „Überrendite“ herausgeschaut hat, ist fraglich. Per Definition müssen sich Liquiditätsrisiken schlagartig, simultan, unentrinnbar ereignen. Das bedeutet unter anderem, dass es während langer, sehr langer Zeit so aussehen kann, als ob hier eine Prämie ohne entsprechendes Risiko eingestrichen werden könnte. Der wunderbar stetige Verlauf der Renditen von Hedge Funds, die wir durchaus nicht den Ponzi-Schemen zuzuordnen gewillt sind, ist durch solche Prämien für Liquiditätsrisiken ökonomisch erklärbar. Den empirischen Nachweis, dass es um die Bewirtschaftung von Liquiditätsrisiken gegangen war, haben die meisten so gearteten Hedge Funds im vergangenen Jahr erbracht.

Nicht einmal die Bemühung um höhere Diversifikation, obschon in der besseren Streuung ja ein echter ökonomischer Gewinn steckt, bringt immer die erwünschten positiven Resultate. Das vergangene Jahr hat deutlich gezeigt, dass, selten zwar, aber dennoch vorkommend, alles Denkbare simultan ins Negative dreht, und dass Strategien, an deren durch bessere Diversifikation erzeugtes „Alpha“ (Überrendite über vorgegebenem Benchmark) man sich beinahe schon gewöhnt hatte, negative Überraschungen nach sich ziehen können. So ärgerlich das im spezifischen Fall auch sein mag – aus übergeordneter Sicht sind solche Aussetzer genau das, was es braucht, um zu beweisen, dass auch grösste Talente den Gesetzen der Ökonomie unterliegen.

Fazit: Beide, Anleger und Berater, kommen nicht darum herum, genau hinzuschauen, welches Risiko in welchem Vehikel bewirtschaftet wird, und ob die Beifügung dieses Risikos im Gesamtzusammenhang eines Vermögens und bei den angestrebten Anlagezielen auch tatsächlich Sinn macht. Das ist aber nur möglich, wenn ein genügendes Mass an Transparenz über den Hedge Fund vorliegt. Den besten Tatbeweis für Transparenz erbringt ein Hedge Fund durch regelmässige Publikation der Inventarwerte, zu welchen Fondsanteile auch tatsächlich gehandelt werden können und werden.

Manager, die mit verdeckten Karten spielen wollen, werden es nach dem Madoff-Debakel hingegen schwer haben. Und jenen, welche eine allzu schöne, vielleicht unmöglich schöne Kurshistorie aufweisen, wird man nicht mehr über den Weg trauen, ebensowenig den Revisionsgesellschaften, so prominent ihre Namen auch sein mögen. Fairfield Sentry und Kingate wurden gemäss Financial Times vom 18. 12. 2008 von PricewaterhouseCoopers revidiert. Aussagen über eine hervorragende Governance mit makellosen Namen in den zuständigen Organen wird man ebenfalls mit verständlicher Skepsis begegnen. Und auch dem Vertriebsapparat bis hin zu den sich so harmlos gebenden „Funds of Hedge Funds“ wird man zurecht misstrauen. Madoff hat allzu viele Naive auf den Rücken gelegt, und möglicherweise hat eine gehörige Menge von Schmiermittel in Form satter Kommissionen bei diesem Vorgang auch noch mitgeholfen. Wer immer, ohne den ökonomischen Gehalt der gewählten Strategien kennen zu wollen, einfach darauf aus ist, „Talente“ für seine Anlagezwecke einsetzen zu wollen, wird künftig daran denken müssen, dass der ultimative Hedge Fund jener ist, der über gar keinen Inhalt verfügt und dessen „Rendite“ man nach Massgabe des blinden Vertrauens, das das Publikum in das Schema und dessen Manager hat, steuern kann. Die Möglichkeit, unter dem Titel „Hedge Fund“ ein Ponzi-Schema zu betreiben, wird auf lange Zeit hinaus das Kainsmal dieser Anlagevehikel bleiben.

6. So wird man auch zum Ponzi

Laut Literatur gebe es, haben wir ausgeführt, böartige und halbwegs gutartige Ponzi-Schemen. Wir denken, darüber hinaus existierten nebst explizit gewollten Schemen wie demjenigen des mutmasslichen Betrügers Madoff auch so etwas wie implizite, nicht direkt gewollte, jedoch durchaus mit dem Potential zur Böartigkeit versehene Ponzi-Schemen. Was meinen wir damit?

Gehen wir von der ökonomischen Definition eines Ponzi-Schemas aus, die besagt, dass ein sol-

ches vorliege, wenn inmitten eines Systems von Ein- und Auszahlungen eine überschuldete Bilanz steht und wenn die Betreffnisse des Systems durch den Zufluss von Mitteln finanziert werden, diese Zuflüsse aber auch wieder erneute und erhöhte Verpflichtungen nach sich ziehen. Zwei ökonomische Tatbestände sind relevant: Einerseits der Umstand, dass, aus welchen Gründen auch immer, Liquidität kein Problem ist, dass andererseits aber der Zustand der Überschuldung ein konstituierendes Element darstellt. Nun, Überschuldung oder, wie im Fall Madoff, völliges Nichtvorhandensein von Aktiven kann gewollt sein; sie kann sich aber auch schleichend ergeben. Zum Beispiel aufgrund widriger wirtschaftlicher Entwicklungen.

Nehmen wir, als zunächst unverfängliches, fiktives Beispiel, eine Immobiliengesellschaft, die in den Jahren zwischen 2003 und 2007 vor allem in neu erstellte Eigentumswohnungen in den Küstenregionen der Vereinigten Staaten investiert hat. Aus den regelmässigen Verkäufen von Wohnungen habe der Fonds während dieser Zeit eine Dividende von, sagen wir, 6 Prozent per annum ausrichten können. Die Gesellschaft habe ausserdem in dieser Zeit einen – der Wertsteigerung bei amerikanischen Immobilien entsprechenden – Kursgewinn von 37 Prozent oder etwa 7 Prozent p.a. erzielen können. Aufgrund dieser positiven Zahlen sei die Nachfrage nach Aktien bis vor kurzem laufend gestiegen; Kapitalerhöhungen und Hypotheken von Banken hätten den Kapitalbedarf spielend gedeckt. Von der Subprime-Krise sei die Gesellschaft unbehelligt geblieben, da es sich bei ihren Investments ja um Luxusobjekte handelte; diese seien lange von der Krise im Billighaussektor abgekoppelt gewesen. Jetzt aber sehe die Welt plötzlich völlig anders aus: die schönen Objekte mit Meersicht wolle kein Mensch mehr, die Preise seien am Purzeln, von potentiellen Erwerbem mit der Möglichkeit, einen Kauf auch zu finanzieren, fehle jede Spur.

Was würde normalerweise nun geschehen? Die Gesellschaft müsste auf ihren Aktiven happige Bewertungskorrekturen vornehmen, die Dividendenzahlungen stoppen, um wenigstens die Hypothekarzinsen berappen zu können; ohne die Zufuhr neuen Kapitals müsste der Konkurs angemeldet und die Gesellschaft liquidiert werden. Normalerweise. Dann wäre das *Fehlinvestment aus der Welt* geschafft. Die kreditgebenden Banken müssten einen Teil-, die Aktionäre wahrscheinlich einen Totalausfall bewältigen, einige mutige Käufer kämen sehr günstig zu Objekten mit Meersicht.

So wie die Subprime-Krise in Amerika bisher verlaufen ist, so, wie man versucht, die viel allge-

meinere Kreditkrise zu bewältigen, so, wie nun mit der globalen Wirtschaftskrise umgegangen wird, zeichnet sich alles andere als ein solches „Normalerweise“ ab. Mit allen Mitteln wird versucht, überschuldete Bilanzen zu kaschieren, mittels Garantien die im Wert verminderten Aktiven zu beschönigen, mit immer neuem Geld die Liquidität der vielen grossen und kleinen Systeme aufrechtzuerhalten. Es ist zum regelrechten politischen Programm geworden, die sogenannten armen, übervorteilten Eigentümer von US-Immobilien von angeblich ungerechtfertigten und überrissenen Zins- und Amortisationszahlungen schützen zu wollen. Es liegt auf der Hand, dass mit einer solchen impliziten Entlassung des Schuldners aus seiner Eigenverantwortung und mit einer *Perpetuierung* seines Quasi-Gratiswohnrechts der Wertzerfall der Aktiven zusätzlich gefördert wird. Die Überschuldungssituation im Bankensystem entschärft sich auf diese Weise keineswegs.

Oder anders gesagt: Was derzeit im internationalen Bankensektor und unter aktiver Mittäterschaft von allen nur denkbaren Instanzen der öffentlichen Hand abläuft, ist die Wandlung von ehemals den Gesetzmässigkeiten wirtschaftlichen Handelns unterworfenen Unternehmungen zu Systemen, deren Aktiven bezüglich Werthaltigkeit fraglich sind, deren Fähigkeit, Verpflichtungen doch noch schlecht und recht nachzukommen, aber durch „Einzahlungen“ von Staates wegen sichergestellt wird. Das entspricht haargenau der Definition eines Ponzi-Schemas, und darin liegt die Dramatik der gegenwärtigen Krise beziehungsweise der „Bewältigung“ durch die sich immer frivoler gebärdende öffentliche Hand. Nicht einmal die Zufuhr von frischem Eigenkapital an Banken, wie sie namentlich von der britischen Regierung praktiziert wird, scheint über allen Verdacht erhaben zu sein, denn offensichtlich trifft das Kapital auf Bilanzstrukturen, deren Werthaltigkeit laufend nach unten korrigiert werden muss. Im Bankenjargon heisst das „gutes Geld schlechtem nachwerfen“ und ist gleichbedeutend mit einer miesen Investition. Im Extremfall heisst diese schlechte Investition wiederum – Ponzi.

7. Beängstigender „Sanierungs“galopp

Wer es angesichts der Milliardenbeträge, die in den letzten Wochen quer über die ganze Welt durch die Regierungen zur angeblichen Stützung des Bankensektors und zur Belebung der Konjunktur gesprochen worden sind, nicht mit der nackten Angst zu tun bekommen hat, muss irgendwie im Stadium des kindlichen Glaubens an die Möglichkeit der automatischen Geldvermehrung steckengeblieben sein. Nebst dem schon bei

früherer Gelegenheit erwähnten Verdrängungseffekt durch den nun zusätzlich erhöhten Finanzbedarf der Staaten am Kapitalmarkt („Crowding Out“) gegenüber den Privatschuldnern sind es drei Aspekte, die uns vordringlich beschäftigen.

Erstens glauben wir nicht, dass durch das staatliche Engagement die dringend nötigen Bereinigungen in den Strukturen der Wirtschaft beschleunigt werden, im Gegenteil. Wir schätzen bekanntlich den Kapazitätsüberhang im Finanzsektor auf 30 bis 50 Prozent. Vom Staat geschaffene Strukturen wie Fannie Mae, Freddie Mac oder die britische Housing Finance Corporation (HFC), die allesamt zu den Auslösern der krisenhaften Entwicklung gehören, stehen so unangestastet da wie zuvor. An der vor Monatsfrist (Anlagekommentar Nr. 260 vom 9. Dezember 2008) festgestellten Beharrlichkeit bezüglich Personal hat sich nichts geändert – im Gegensatz zum Rest der Bankenwelt wurde hier immer noch keine einzige Stelle gestrichen! An der – von den staatlichen Garantien einmal abgesehen – desolaten Bilanzsituation hat sich ebenfalls nichts zum Besseren gewendet: De facto sind diese Agenturen überschuldet und können sich nur durch die staatlichen Zuschüsse und Hilfestellungen über Wasser halten. Ponzi, perpetuiert. Dass diese Liebkinder der britischen und nun auch der neuen amerikanischen Regierung nicht so rasch von der Bildfläche verschwinden würden, war zu erwarten. Nun dehnt sich aber der *Strukturerhaltungswille* in andere Sektoren der Wirtschaft aus. In prominentem Vordergrund steht dabei die Automobilindustrie; Rettungspläne wie diejenigen von Bundeskanzlerin Merkel und Präsident Sarkozy sind ebenfalls mehr oder weniger für alles offen, was das politische Kalkül begehrt. Unsere Besorgnis ist schlicht: Dass alle diese Geldspritzen sich als mehrheitlich extrem schlechte Investments entwickeln werden, schlecht, weil sie obsoleten Strukturen gelten, schlecht, weil sie Folgekosten nach sich ziehen werden. So einfach wird sich der Grossinvestor Staat aus seinen Fehlinvestitionen nicht zurückziehen können.

Der *zweite* Aspekt betrifft die Opportunitätskosten dieser Aktionen. Den „Crowding Out“-Effekt haben wir bereits erwähnt. Darüber hinaus muss man aber auch sehen, dass das Faktum der absehbaren Zusatzverschuldung der Staaten – man rechnet mit einem Zuwachs von bis zu 10 Prozent der Gesamtschulden innerhalb der nächsten 12 Monate – nicht ohne Auswirkungen auf den Privatsektor bleiben wird. Zwar mögen durch fiskalisch finanzierte Bauvorhaben im Infrastrukturbereich Stellen geschaffen werden, gleichzeitig gehen aber auch Stellen verloren, weil *der Private* angesichts der unvermeidbaren künftigen Steuer-

erhöhungen die *Lust* an der privaten Investition *verliert*. Weshalb sich anstrengen, Risiken tragen, sich ärgern, nachts nicht schlafen, wenn ein finanziell überforderter Staat in ein paar Jahren zur fiskalischen Enteignung übergehen muss? Was derzeit von Populärökonomien und Politikern bezüglich des angeblich so segensreichen Keynesianismus kolportiert wird, lässt diese Schattenseite der rationalen Erwartungsbildung unter den Bürgern regelmässig aus. Wir gehen davon aus, dass der Nettoeffekt der Stimulierungsprogramme eher negativer Natur ist, dass die Programme mithin die Krise eher ver- anstatt entschärfen.

Drittens befürchten wir, dass durch die galoppierende Verschlechterung der ohnehin schon zumeist problembeladenen Staatshaushalte am Ende die *Glaubwürdigkeit der öffentlichen Hand* in einem kaum mehr gutzumachenden Masse Schaden erleidet. Gewiss, es braucht viel, bis ein Staat tatsächlich überschuldet ist, denn die Möglichkeiten, über künftige Steuern sich wieder zu sanieren, sind beinahe unbegrenzt. Auf den Gegenwartswert diskontiert und den ausstehenden Schulden gegenübergestellt, würde wohl bei den meisten zivilisierten Staaten noch ein positiver Wert resultieren. Zudem verfügen ja viele Staaten auch über unrealisierte Aktiva wie ein – an sich verkäufliches – Autobahnnetz, Infrastrukturunternehmungen, Ländereien usw. Das Problem ist nur, dass die Werthaltigkeit sowohl der künftigen Steuereinnahmen als auch der sich in staatlichem Besitz befindlichen Aktiva stark abhängig ist von der Attraktivität der geltenden und zu erwartenden Rahmenbedingungen. Dies gilt auch beziehungsweise ganz besonders für die ohnehin Ponzi-Schemen ähnlichen Sozialwerke, die auf dem Umlageverfahren von aktiven zu passiven Bürgern beruhen. Eine kleine negative Drehung an der Schraube des künftigen Wirtschaftswachstums oder der Bevölkerungsentwicklung, und schon haben sich die bereits existenten impliziten Schulden vervielfacht. Die Gefahr, dass sich viele Staaten im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise in eine schwer aufhaltbare negative Spirale begeben haben, welche die Werthaltigkeit definitiv aushöhlt, kann nicht einfach von der Hand gewiesen werden. Der Anreiz für Politiker, einem überschuldeten, ja vielleicht weitgehend wertlos gewordenen Gebilde den Anschein eines perfekt funktionierenden Systems zu geben, das heisst Madoff zu spielen, ist enorm. Das Endresultat wäre dann ein Riesenponzi. Ein bösartiges.

8. Wo ist Hoffnung?

Die sich abspielende Kontraktion der Weltwirtschaft mit zum Teil extrem ausgefallenen Kursverlusten bei Aktien und auch bei Obligationen,

deren Schuldner nicht über alle Zweifel erhaben sind, ist bereits vorweggenommen worden. Über Tiefstpunkte lässt sich lediglich spekulieren, was wir hier nicht tun wollen. Was aber gewiss ist: Der private Sektor hat die Wertkorrektur über sich ergehen lassen. Demgegenüber steht der öffentliche Sektor, sehen wir einmal von Island ab, relativ unbeschadet da. Sehr viel Geld hat bei der öffentlichen Hand als Schuldnerin Zuflucht gesucht und auch gefunden.

Unseres Erachtens entspricht diese hohe *Werthaltigkeit von Geld* – bei welchem es sich ja um Darlehen des Bürgers an die Notenbank seines Landes handelt – und von Schuldverschreibungen der Staaten nicht der Wirklichkeit. Die Gefahr ist gross, dass ob der finanziellen Sorglosigkeit des politischen Sektors Geld und Schuldverschreibungen der Staaten die nächste Anlageklasse sind, die im Wert nach unten korrigiert werden wird. Der Anpassungsbedarf wird je nach Währung und Schuldnerqualität unterschiedlich gross ausfallen. Aber die generelle Richtung wird dieselbe sein: Geld und Staatsschulden werden relativ zu den realen Werten des Privatsektors nach unten korrigiert werden.

Das kann schleichend erfolgen, gegebenenfalls aber auch durch Vorgehensweisen, an welche nur noch die ökonomischen Lehrbücher erinnern. Vor bald 80 Jahren gab es in Deutschland eine Hyperinflation mit unabsehbaren politischen Folgen; vor knapp 60 Jahren führte Ludwig Erhard eine monetäre Gesamtanierung (mit Erfolg!) durch. In historischen Zeitabständen gesehen sind monetäre Wertberichtigungen keine Seltenheit. Nicht auszuschliessen ist auch ein teilweiser Zerfall von allzu komplexen Währungsräumen und von expliziten oder impliziten Wechselkurssystemen (Currency Boards).

So schwierig das angesichts der erfahrenen Kursverluste von Anlagen im *realwertorientierten Privatsektor* auch zu kommunizieren ist: Wir sind der Ansicht, dass sich der Anleger der Logik der drohenden relativen Wertkorrektur von Anlagen bei der öffentlichen Hand nicht entziehen sollte. Im Klartext bedeutet dies, dass die bisher so segensreichen Cashpositionen in Form von Guthaben bei letztlich vom Staat gesponserten und garantierten Banken überdacht werden müssen. Es liegt bedeutend zu viel Liquidität in der Hand ein und desselben Schuldners, und dieses Klumpenrisiko wird sich eines Tages rächen müssen.

Unser Bankhaus hat seit Beginn der Krise zu einer grösstmöglichen *Diversifikation* über alle

Anlageklassen, Währungen, Weltregionen und Wirtschaftssektoren hinweg geraten. Dies, weil wir nicht sicher waren, wann die vorgezeichnete Wertkorrektur von Geld und öffentlicher Schuld eintreten wird und welches Land, welche Weltregion, welche Währungen zuerst und am schlimmsten davon betroffen sein würden. Diese Strategie war, so wohlbegründet sie ökonomisch auch gewesen sein mag, im Vergleich zu einer Flucht in Cash auf Konti des staatlich geschützten Bankensektors, kostspielig.

Dennoch: Wir halten einmal mehr und um so dezidierter am Ratschlag fest, ja, meinen darüber hinausgehend, dass sich eine bewusste Ausrichtung der Portefeuilles auf Anlagen, welche nicht durch irgendwelche Dekrete von Politikern oder von mit dem grossen Jauchefass herumfahrenden Notenbankgouverneuren verwässert werden können, lohnen wird. Wir arbeiten derzeit mit Hochdruck an einem Musterportefeuille beziehungsweise für Vermögen kleineren Ausmasses an einem Finanzprodukt, das Aktien wenig verschuldeter, global tätiger Unternehmungen sowie Edelmetalle umfasst. Als Ziel haben wir uns gesetzt, unseren Kunden eine *Alternative* zu den zumeist staatsschuldner-orientierten *Geldmarktfonds* und den ebenfalls vom Staat abhängigen *Guthaben bei grossen Banken* anbieten zu können.

Worauf spekuliert ein solches realwertorientiertes Instrument aber eigentlich? Schlicht auf die unleugbar optimistische Auffassung, dass es nebst allem depressiv stimmenden auf unserem Globus genügend Menschen gibt, die gerne besser leben möchten und die auch gerne dafür arbeiten wollen. Der menschliche Erfindungsgeist und der Wille der Menschen zu mehr Wohlstand sind kräftig genug, dass sich sämtliche Krisen letztlich ins Positive wenden, welche Strukturen dann auch immer abgestorben sein werden oder nicht. Deshalb ist es richtig, sein Vermögen in grösstmögliche Sicherheit vor einer drohenden Destabilisierung von Systemen und Strukturen zu bringen und eine *Partizipation* am unausweichlich stattfindenden *Aufschwung* zu ermöglichen. Die kommenden Monate werden für die Anleger und deren Berater ein hohes Mass an strategischem Denken und Handeln erfordern.

KH, 26.01.2009