

Georg von Wallwitz

ODYSSEUS UND DIE WIESEL

Eine fröhliche Einführung
in die Finanzmärkte

BERENBERG

Inhalt:

	Prolog	7
1.	Das Bühnenbild	13
2.	Keynes und die Klassiker	29
3.	Dramatis Personae	66
	<i>Odysseus ...</i>	69
	<i>...und die Wiesel</i>	74
4.	Furcht und Risiko	100
5.	Der Ehrgeiz des Spielers	126
6.	Diesseits der Moral	146
7.	Praktisches Nachwort	173
	Bibliographie	189

PROLOG

Mein Weg in die Investment-Management-Branche war weder gerade noch naheliegend. Zwar habe ich Mathematik und Philosophie mit Enthusiasmus studiert, aber am Ende wurde ich in der akademischen Welt nicht heimisch. Also habe ich mich nach einem Broterwerb umgesehen, der einträglich und voll von Überraschungen zu sein versprach. Was lag näher als die Investmentbranche mit ihrer Mischung aus Casino, mathematischer Spielweise und Jahrmarkt der Eitelkeiten?

Die Geschichte von Odysseus und den Wieseln wurde vor über 10 Jahren in eine andere Zeit hinein erzählt. Seither sind einige der damals beschriebenen Missstände und Kuriositäten verschwunden, ausgemerzt von Regulieren ohne Lachfalten oder obsolet geworden durch den unbarmherzigen technischen Fortschritt. Glücklicherweise hat der Mensch sich in dieser halben Generation in keiner Hinsicht geändert, er ist immer noch der alte, und sein in finanziellen Angelegenheiten wieselartiges Verhalten ist so kurios wie eh und je. Im Umgang mit Geld sind die Menschen wie ein nasses Stück Seife, das der Staat nicht zu greifen vermag. Sobald er an der einen Stelle fest zugreift, entgleitet es ihm, und das Problem liegt plötzlich in einer ganz anderen Ecke des Zimmers. Er kann ungehöriges Verhalten beschneiden, ist aber machtlos gegen die Blüten der

Phantasie, die der Mensch entwickelt, sobald er mit großen Geldbeträgen in Berührung kommt.

Als Fondsmanager lernte ich den Umgang mit sich verändernden Voraussetzungen, Situationen und Umständen. Dabei entwickelte sich eine Grundhaltung (die vielleicht *flexibler Realismus* zu nennen ist), die in den reinen Geisteswissenschaften (zu denen auch die Mathematik gezählt werden muss) nicht gepflegt wird. Was dort aber viel gilt, ist der Blick auf unveränderliche Strukturen. Die Geschichte von Odysseus und den Wieseln erzählt in diesem Sinne von den sich immer wiederholenden Mechanismen, die den Finanzmärkten zugrunde liegen. Die Beispiele, mit denen sich die Strukturen erläutern lassen, sehen heute anders aus, sind aber ein Spiegelbild derselben Phänomene. Etwa hat sich das Geschäft der Makler spürbar geändert. Die Rolle der Broker, die einstmals Aktien verkauften, nehmen heute anscheinend Celebrities ein, die Kryptowährungen unters Volk bringen. Etwa lässt sich einer Anklageschrift aus dem Januar 2022 gegen den ehemaligen Boxweltmeister Floyd Mayweather Jr. (Kampfname »Money«) und Kim Kardashian, eine amerikanische Selbstdarstellerin mit 250 Millionen Followern auf Instagram, entnehmen, dass es auf ein Posting von Kardashian, »Are you guys into crypto????«, zu massenhaften Käufen einer »Währung« namens EthereumMax kam. Davon profitierten, so die Klage, deren Macher, die die Gunst der Stunde zu Verkäufen nutzten. Eine Woche nach dem Hype notierte EthereumMax 70 % niedriger und erholte sich seither nicht wieder. Auch Mayweather trug keinen Schaden von seinem Engagement

für EthereumMax davon. Er vereinnahmte 30 Millionen Dollar dafür, dass er bei einem Schaukampf das Logo der Kryptowährung prominent auf seiner Hose trug. *Initial coin offerings* (ICOs) und *non-fungible tokens* (NFTs) sind die Finanzprodukte unserer 20er-Jahre und wo die Musik spielt, versammeln sich die Leichtgläubigen. Eine Umfrage der Konsumentenforscher von Cardiff aus dem Oktober 2021 ergab, dass bei etwa 60 % der Käufer von Kryptowährungen Berühmtheiten die wesentliche Informationsquelle sind. Zweifellos steht auch hier eine Regulierungswelle bevor, aber bis es so weit ist, wird noch eine Menge Geld verpuffen.

Das klassische Fondsgeschäft ist nicht nur durch die Konkurrenz aus der Unterhaltungsbranche, sondern auch durch den Aufstieg passiver und automatisierter Investmentstrategien unter Druck geraten. Wer auf das schnelle Geld aus ist, sucht sich heute weniger einen Job als Fondsmanager oder Broker – wo die Margen schmalere und die regulatorischen Bürden drückend geworden sind –, sondern bei Hedgefonds, Wagniskapitalisten und den Sponsoren von SPACs (*special purpose acquisition companies*, deren einziger Zweck darin besteht, Börsengänge zu ermöglichen, OHNE dass dabei der sonst übliche tiefe Blick in die Bilanzen und die Compliance-Berichte erforderlich wäre). Unter den letztgenannten ist der Anteil der Scharlatane und Schlangenölverkäufer besonders hoch. SPACs haben seit dem Beginn dieser Dekade einen Boom erlebt, der nicht frei war von tatsächlichen oder vermeintlichen Betrügereien, die die interessierte Beobachterin immer wieder

zum Schmunzeln brachte. Etwa ging der Elektrofahrzeughersteller Nikola durch Verschmelzung mit einem SPAC an die Börse und machte bald darauf Schlagzeilen mit einem Werbevideo, in welchem ein neuer Lastwagen vorgestellt wurde, der aber tatsächlich keinen Motor hatte, sondern nur einen Hügel herunterrollte und im Film den Eindruck erweckte, es handle sich tatsächlich um ein funktionierendes Automobil. Ebenfalls interessant war der Börsengang via SPAC der britischen Private Equity Firma Bridgepoint, der es auf diese Weise gelang, den Aktionären die Höhe der wesentlichen laufenden Kosten (der *carried interest* des Managements) des Unternehmens zu verschweigen. SPACs wurden von Berühmtheiten wie Jennifer Lopez und Donald Trump beworben – ein sicheres Zeichen, dass in diesem Segment für Unterhaltung gesorgt ist.

Der Siegeszug der sozialen Medien in den letzten 15 Jahren hat der im vorliegenden Buch vertretenen Auffassung der Finanzmärkte als einem sozialen Phänomen eine andere Note verliehen, sie aber nicht verändert. Informationen und Analysen werden heute gerne über Plattformen wie Twitter oder Reddit geteilt, wo sich Gruppen zusammenfinden, deren Mitglieder teilweise sehr kundig diskutieren, um gemeinsam Aktien zu kaufen, die sie dann teilweise (weniger kundig) mit »Diamantenhänden« halten, komme was wolle. Alle großen Fonds und Investmentbanken verfolgen heute das Geschehen auf den Chatboards, um nicht die nächste Welle von Kleinanlegergeld zu verpassen.

Der Stellenwert der sozialen Medien wurde durch die Pandemie befördert, aber sie sind und bleiben wohl nur

ein Nebenschauplatz. Obwohl die Büros zwei Jahre lang verwaist blieben, obwohl keine *long lunches*, keine *field trips*, keine Konferenzen in Barcelona mehr stattfanden, erwiesen sich die alten Netzwerke als erstaunlich gut und fest geknüpft. Fondsmanager begannen von zu Hause aus zu arbeiten, ein Begriff, dessen Dehnbarkeit sie bald erkannten, und ihrer Arbeit oft von Airbnbs am Strand der Algarve oder den Bergen Colorados nachgingen. Know-how und Fertigkeiten verbreiten sich über Beziehungen und Netzwerke, aber nur weil Menschen der Generation X sich bevorzugt von Angesicht zu Angesicht verständigen, muss und möchte die Generation Z nicht ebenso verfahren. Offene Handelsplätze und Börsensäle sind heute meist Museumsstücke, bemannt von Personal, das auch gut in einen Traditionsverein passen würde. Banken und Fintechs haben damit begonnen, ihre Geschäfte in kleinere, über Länder und Kontinente verteilte Niederlassungen aufzuteilen. Der Standort spielt für den Informationsfluss und die Zusammenarbeit nicht mehr die gleiche Rolle wie früher. Finanzzentren befinden sich in den Köpfen, Smartphones und Terminals der Menschen. Niemand ist mehr auf London, New York oder Hongkong angewiesen.

Die Finanzmärkte sind und bleiben ein soziales System, so viel clevere Mathematik und künstliche Intelligenz auch um sie herumgesponnen werden mögen. Die grundlegenden Triebfedern des Menschen führen zu den immer wieder gleichen Handlungsmustern. So wie es nur eine eng begrenzte Anzahl von Mythen gibt, ähneln sich auch an der Börse die Geschichten immer wieder aufs Neue. Es sind im-

mer wieder ähnliche Triumphe, aber auch, wenn es schräg herauskommt, immer wieder gleiche Schieflogen, verursacht durch den ewigen Hang zu Eitelkeit, Unvorsichtigkeit, Leichtgläubigkeit oder durch ungebremsten Ehrgeiz und sinnlose Furcht. Die Fallen, denen der Mensch genial ausweicht oder in denen er sich immer wieder verfängt und ins Straucheln gerät und aus denen er anschließend seine Mythen spinnt, sind an wenigen Händen abzuzählen.

So ist es auch heute. Die soziale Funktionsweise der Finanzmärkte hat sich weder durch die Digitalisierung noch durch die Beschränkungen während der COVID-19-Pandemie nennenswert geändert. Die Struktur ist dieselbe geblieben, nur das Personal und die Spielorte haben sich verändert.

1. DAS BÜHNENBILD

*Die Geschichte Hollands ist sehr viel weniger blutig und grausam als die von irgendeinem der umliegenden Länder. Nicht umsonst hat Erasmus jene Eigenschaften als echt niederländisch gepriesen, die wir auch echt erasmisch nennen könnten: Sanftmut, Wohlwollen, Mäßigung und eine allgemein verbreitete mittlere Bildung. Keine romantischen Tugenden, wenn man so will. Sind sie darum weniger heilsam?**

Die modernen Finanzmärkte haben einen breiten, mit vielen Schleifen und Verästelungen durchsetzten Quellgrund, ein fein geädertes System von kleinen, sich ständig verschiebenden Rinnsalen, von denen sich schwer sagen lässt, ob sie überhaupt genug Wasser führen oder bald wieder versickern.

Der Beginn des neuzeitlichen Finanzwesens lässt sich nur willkürlich bestimmen, aber ein guter Kandidat ist das Jahr 1602, als in Amsterdam die Aktiengesellschaft erfunden wurde. Im 16. Jahrhundert initiieren einzelne Handelshäuser immer längere Reisen nach Asien, die mit hohen Kosten und Risiken verbunden sind. Um die Wende zum 17. Jahrhundert ergibt sich für die niederländischen Kaufleute aber die Gelegenheit, ihren Asienhandel nochmals dramatisch auszuweiten. Durch den Niedergang Por-

* J. Huizinga, *Erasmus*. Basel 1936, S. 231.

tugals während der Herrschaft der spanischen Habsburger und die Vernichtung der Armada durch die Engländer im Jahr 1588 ist es ein Leichtes, die iberischen Handelsniederlassungen in Asien zu übernehmen. Dafür bedarf es einer militärischen und kaufmännischen Infrastruktur, die über die Möglichkeiten der einzelnen Kaufleute hinausgeht. Die Lösung finden die Handelsherren von Amsterdam und Zeeland in einem Zusammenschluss ihrer Häuser zur *Vereinigten Ostindischen Kompanie*, die vom Staat gegen eine Zahlung von 25.000 Gulden für 21 Jahre mit einem Monopol auf den Handel östlich des Kaps der Guten Hoffnung und westlich der Magellanstraße ausgestattet wird. Zum Handelsmonopol kommen noch eine Reihe souveräner Rechte, wie das Recht zur Ernennung von Gouverneuren, das Recht, neben der Flotte auch noch eine Armee zu betreiben, sowie die Ermächtigung, völkerrechtlich bindende Verträge abzuschließen.

Zur Finanzierung eines so langfristig angelegten Unternehmens bedarf es eines festen Kapitalstocks. Mit Krediten oder Anleihen, die immer wieder fällig werden und deren Verlängerung unsicher ist, lassen sich nur zeitlich überschaubare Projekte bezahlen. So kommt es zur Ausgabe von zunächst nicht-rückzahlbaren Anteilsscheinen, Aktien genannt, im Gegenwert von 6,5 Millionen Gulden, einer damals stattlichen Summe. Die Aktionäre sind nicht Gläubiger, sondern Inhaber des Unternehmens. Sie sind über Dividendenzahlungen an den Gewinnen beteiligt, müssen aber den Verlust von Kapital hinnehmen, wenn die Ware verdirbt oder die Handelsposten von den Iberern

überfallen und geplündert werden. Während Inhaber einer Anleihe (wie jeder Kreditgeber) einen fest vereinbarten Zins und am Ende der Laufzeit das geliehene Geld zurück erhalten, leben Aktionäre vom Unternehmensgewinn, der weniger sicher ist als eine Zinszahlung, dafür aber potentiell sehr viel höher.

Die Ostindische Kompanie wird ein voller Erfolg und sorgt dafür, dass die Amsterdamer Börse bis zur Mitte des 18. Jahrhunderts das Finanzzentrum Europas bleibt. Von Jakarta aus, das die Niederländer Batavia nennen, gelingt es, nach und nach, einen immer größeren Teil des Asienhandels zu kontrollieren. Im Jahr 1641 wird das portugiesische Malakka erobert und damit die Kontrolle über die Straße von Malakka an der Westküste Malaysias. 1667 fällt die letzte nennenswerte Niederlassung der Portugiesen an die Ostindische Kompanie, die damit ein faktisches Monopol auf den Handel zwischen Asien und Europa hat. Hinzu kommt eine immer stärkere Rolle im innerasiatischen Handel. Die Ostindische Kompanie erhält vom Shogun das Privileg, als einzige ausländische Macht mit Japan Handel zu treiben.

Die finanziellen Möglichkeiten der Ostindischen Kompanie gehen weit über alles hinaus, was vor ihrer Gründung denkbar schien. Die *East India Company*, die etwa zeitgleich in London gegründet wird, ist lange keine Konkurrenz für die Niederländer, weil ihr das finanzielle Rückgrat fehlt. In den zwei Jahrhunderten ihres Bestehens hat die Ostindische Kompanie 4.700 Schiffe unter Segel und transportiert etwa eine Million Menschen. Die Aktienge-

sellschaft ist die wirtschaftliche Organisationsstruktur, die Voraussetzung ist für den sagenhaften Aufschwung der Niederlande in ihrem Goldenen Jahrhundert. Durch eine eher unscheinbare Idee ist es einem eher unscheinbaren Volk zwischen Ijsselmeer und Zeeland gelungen, zu einer Großmacht zu werden. Niederländische Schiffe beherrschen einen großen Teil der Weltmeere. Um 1670 verfügen die Niederlande über 15.000 Schiffe, fünfmal so viele wie unter englischer Flagge. Über ihre Handelsstationen, die sich zu Städten wie New York oder Jakarta ausweiten, üben die Kaufleute auch bis tief ins Landesinnere beträchtliche Macht aus.

Der Niedergang der Ostindischen Kompanie hat, wie ihr Aufstieg, sowohl militärische als auch wirtschaftliche Gründe. Den Engländern gelingt es immer besser, den Ärmelkanal zu kontrollieren und damit die entscheidende Seeroute für den Asienhandel der Niederländer. Im vierten Englisch-Niederländischen Krieg (1780–1784) kommt der niederländische Handel mit Asien völlig zum Erliegen, die Warenhäuser bleiben leer, und es finden keine Auktionen mehr statt. Hinzu kommt, dass die finanzielle Substanz der Ostindischen Kompanie weit weniger stark ist, als sie es hätte sein können. Über die Jahre ist Korruption ein immer größeres Problem geworden. Die Gouverneure in den fernen überseeischen Besitzungen sind oft genug Abenteurer, die zielstrebig in die eigene Tasche wirtschaften und am Wohlergehen der Aktionäre nur ein beiläufiges Interesse haben. Dieses Problem ist der Aktiengesellschaft bis heute geblieben und hat die Existenz der Ostindischen Kompa-

nie überlebt, die im Jahr 1798 am Ende ist und verstaatlicht wird.

Das Konzept der Aktiengesellschaft ist aber nie wieder versickert. Es ist schnell nicht nur ein ordentlicher Bach daraus geworden, sondern ein breiter Strom. Der finanzielle Erfindungsreichtum der Niederländer bleibt nicht auf den Fernhandel beschränkt. Hugo Grotius verfasst 1605 ein Rechtsgutachten für die Ostindische Kompanie, worin er die Freiheit der Meere proklamiert und den entscheidenden Schritt zur Grundlegung des Völkerrechts tut. Im Jahr 1609 wird die Amsterdamer Wechselbank gegründet, die ihren Kunden den bargeldlosen Ausgleich zwischen verschiedenen Konten anbietet und damit das Buchgeld erfindet. Sie ist die erste Zentralbank der Geschichte. Zwei Jahre später kommt die Amsterdamer Warenbörse hinzu, wo ab 1612 der Wertpapierhandel aufgenommen wird. Die Erfindung der Aktiengesellschaft ist eine Art Urknall, aus dem sich die folgenden Innovationen fast selbstverständlich entwickeln. Der Auf- und Ausbau der finanziellen Institutionen geht, sobald der Knoten einmal geplatzt ist, extrem schnell. Die Niederländer bauen ein System, in dem sich effizient Geld verdienen lässt. Als Calvinisten wissen sie, dass Reichtum zwar ein äußeres, dafür aber zuverlässiges Zeichen von Gottes Segen ist. Das spornt an. In diesem System dominiert, jedenfalls in der Anfangsphase, die Rationalität der Kaufleute wie nie zuvor in der Geschichte.

Die Niederlande erleben nicht nur aufgrund ihrer finanziellen Phantasie ein Goldenes Zeitalter. Frömmigkeit, Fleiß, Wagemut, Kunstsinn, Tinte und der Geschmack an

der Piraterie spielen eine ebenso große Rolle. Rembrandt und Vermeer sind auch ohne die Ostindische Kompanie genial, aber der Reichtum und die Offenheit, die über deren Handel in die Niederlande kommen, sind eine der wesentlichen Voraussetzungen für die Entfaltung ihrer Kunst. Das alles gehört zusammen. Kein Kulturkreis hat jemals einen bemerkenswerten künstlerischen Aufschwung genommen ohne ein wirtschaftliches Fundament. Es ist kein Zufall, dass in den Niederlanden die künstlerische und geistige Revolution mit der finanziellen einhergeht. Ein Land, das Descartes und Spinoza anlockt, ist auch genial genug, um mit Tulpen zu spekulieren und dabei den Gewinn aus ungezählten Asienfahrten zu pulverisieren. Nicht nur die Not, auch die Freiheit und das Geld machen erfinderisch. Finanziers und Künstler sind nicht aufeinander angewiesen, aber sie gedeihen unter denselben Bedingungen und haben meist, aus sehr unterschiedlichen Motiven, ein lebhaftes Interesse aneinander.

Das Beispiel der Niederlande ist in gewisser Weise irreführend. Selten kann sich wirtschaftliche Rationalität so mühelos entfalten wie unter den Amsterdamer Kaufleuten des 17. Jahrhunderts. Das Wirtschaftssystem, die politische Ordnung und die Religion sind auf die Mehrung des persönlichen Wohlstands der Bürger hin berechnet. Es herrscht ein beinahe ideales Klima wirtschaftlicher Effizienz und Offenheit. Der Idealzustand ist die Ausnahme, und er kann nicht dauern, weil der Mensch nicht ideal ist. Er ist nie lange kühl berechnend und damit selbst berechenbar. Daher gelangen finanzielle Innovationen nur sehr selten so

reibungslos wie in Amsterdam um 1600. In der Regel ist der Quellgrund einer finanziellen Idee über eine weite Strecke sumpfig, bevor sich ein Fluss entwickelt. Wenn ihre Zeit sie noch nicht trägt, können Ideen wie Rinnsale wieder in der Erde verschwinden, aus der sie gekommen sind.

Die Entstehung der neuzeitlichen Finanzmärkte ist gespickt mit Fehlversuchen. Das liegt daran, dass die Akteure an diesen Märkten (Finanziers, Investoren, Spekulanten) nicht dem Ideal eines klugen, geduldigen, listenreichen, verständigen und berechnenden Menschen entsprechen, der eigentlich nötig wäre, damit wirtschaftliche Rationalität sich entfalten kann. Jeder Unternehmer versucht, dem Ideal zu entsprechen, aber keiner rechnet ernsthaft damit, es zu erreichen.

Als Gründungsmythos für das Zeitalter der modernen Finanzmärkte taugt daher vielleicht am ehesten der Versuch von John Law, die französischen Staatsfinanzen zu sanieren. An Law zeigen sich die Licht- und Schattenseiten finanzieller Phantasie; wie eine gute Idee kurz aufscheint und dann wieder versickert, weil sie das Kind eines Hasardeurs ist und nicht eines frommen und vernünftigen Handelsherren.

John Law wird 1671 als Sohn eines schottischen Goldschmieds und Geldverleihers in Edinburgh geboren. Er geht früh nach London, um das Handwerk des Bankiers zu erlernen, verbringt dort aber die meiste Zeit beim Glücksspiel. Als Spieler verliert er viel Geld, lernt aber, mit Wahrscheinlichkeiten umzugehen. Bereits 1694 muss er seine

Leseprobe aus:

Georg von Wallwitz

Odysseus und die Wiesel

Eine fröhliche Einführung in die Finanzmärkte

192 Seiten · Klappenbroschur · 120 × 183 mm

Überarbeitete Neuausgabe

© 2022 Berenberg Verlag GmbH, Sophienstraße 28/29, 10178 Berlin

Konzeption | Gestaltung: Antje Haack | www.lichten.com

Satz | Herstellung: Büro für Gedrucktes, Beate Zimmermanns

Einbandillustration: Antje Haack

Printed in Germany

ISBN 978-3-949203-28-2

Auch als E-Book:

eISBN 978-3-949203-32-9



BERENBERG