

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 54, Februar 2009

Ataraxía

Bernard Madoff hat es in den letzten Monaten zu einiger Berühmtheit gebracht, indem er sein Schneeballsystem offenbart hat, welches an Größe alles in den Schatten stellt, was bislang auf diesem Gebiet möglich schien. Der bisherige König dieser Art der wundersamen Geldvermehrung, Charles Ponzi, war immerhin seit dem Jahr 1920 unübertroffen.

Lehrreich ist weniger die Ähnlichkeit (keiner von beiden hat die versprochenen Renditen erwirtschaftet, sondern nur durch Umverteilung vorgegaukelt), als der Unterschied zwischen Ponzi und Madoff.

Ponzi hatte seinen Anlegern Renditen von 50% in 45 Tagen oder **100% in 90 Tagen** versprochen. Diese Rendite wollte er durch das Ausnutzen der Preisdifferenz bestimmter Postwertzeichen zwischen Europa und den USA erwirtschaften. Da konnte natürlich keiner Nein sagen und innerhalb kürzester Zeit spülte das Gerücht von Ponzis Fähigkeiten ganz erstaunliche Millionensummen in seine Kassen.

Madoffs Versprechen lautete anders: **10% im Jahr für immer**. Die Verführung lag eher im zweiten als im ersten Teil des Versprechens. Während Ponzis Köder das schnelle Geld war, machte Madoff sein Geschäft mit der Illusion der **Seelenruhe**. Wer bei Madoff war, konnte ruhig schlafen. 10% jahrein,

jahraus. Madoff bot eine **Kombination aus der Stetigkeit eines Geldmarktfonds und einer besseren Rendite als der des Aktienmarkts**.

Ataraxía

Dass die Seelenruhe ein hohes Gut ist, ist klar. Epikur hat daraus einen Philosophischen Begriff gemacht: ataraxía (ἀταραξία), von atárachos: „unerschütterlich“. Die Ataraxía bezeichnet bei den Epikureern den seelischen Zustand der Affektlosigkeit und die völlige Gelassenheit gegenüber Schicksalsschlägen, welche das Glück des Weisen gefährden. Epikur sieht das Ziel der menschlichen Existenz in einer auf sehr kleiner Flamme geköchelten Lust¹, die weder in Unlust umschlägt, noch zu sehr gesteigert wird. Beides könnte die Seelenruhe aus dem Gleichgewicht

bringen. Ein leises Wohlsein soll der Mensch anstreben! Er soll sich von Begierden, von Furcht, von Trauer, von Jubel frei machen und so zur wahren Selbstbestimmung gelangen.

Madoff hat offensichtlich Epikur gelesen und wird ihn zweifellos auch zu seiner Gefängnislektüre machen. Die Anleger, deren Geld Madoff wundersam vermehrte, haben sich in einem weiteren Punkt eng an Epikur gehalten. Die Seelenruhe erreicht nämlich nur, wer sich jeglichen Urteils² enthält. Und



Dr. Georg Graf von Wallwitz

¹ Epikur spricht von der ἡδονὴ καταστημάτικη, der „Lust in der Ruhe“. Vgl. Diog. Laert. X, 136.
² Vgl. Sextus Empiricus, *Phyrrhon. Instit.* I, 12, 29.

das haben wohl alle, vom Wirtschaftsprüfer über den Custodian bis zum Dachfondsmanager, getan.

In der Neuzeit geht Michel de Montaigne noch einen konsequenten und erhellenden Schritt weiter als Epikur. Er verdächtigt den Verstand, uns der *tranquillité* und des *repos* zu berauben. Der Verstand zweifelt und urteilt und lässt der Seele keine Ruhe. Einem solchen beunruhigenden Verstand ist daher ein **Zustand der Schwäche des Verstandes**, aber „en plaisir et tranquillité“, vorzuziehen³.

Aus aktuellem Anlass ist Zweifel an den Lehren der Epikureischen bzw. Stoischen Tradition geboten. Die in den Stahlgewittern der Börse gehärtete Erfahrung zeigt, dass die Seelenruhe wenig wert ist, wenn sie durch Urteilsarmut oder schwachen Verstand erkaufte wird. Die Ruhe ist nur eine scheinbare. Sie wird dadurch erkaufte, dass am Ende die Unruhe umso größer ist.

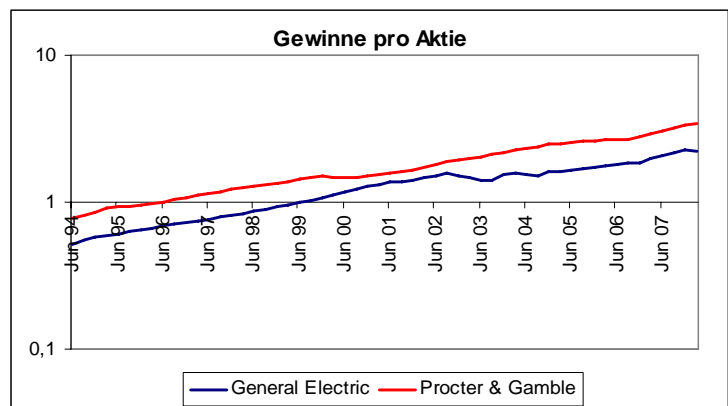
Renditeloze Ruhe und ruhelose Rendite

An den Finanzmärkten liegt die Sache relativ einfach: Seelenruhe gibt es für den Investor nur in Staatsanleihen sehr kurzer Laufzeit. Andere Emittenten haben ein Ausfallrisiko (das Risiko, dass der Schuldner nicht mehr zahlen kann) und längere Laufzeiten haben ein Zinsänderungsrisiko (z.B. wenn die Inflationsrate steigt, fällt der Wert der festverzinslichen Papiere). Leider werden die seelenberuhigenden Papiere nur niedrig verzinst – derzeit kann man mit einer Spanne zwischen 0% und 1% rechnen. Der Preis der Ruhe ist also der Verzicht auf Geldvermehrung.

An der Börse geht es daher nicht so sehr um die Ausschaltung des Risikos, sondern um die Frage, **ob Risiko und Ertragserwartung in einem vernünftigen Verhältnis stehen**. Immer wenn **Erträge besonders glatt**

erscheinen, ist **Vorsicht** angezeigt. Das gilt gleichermaßen für Unternehmenserträge wie für Wertentwicklungen von Fonds oder Depots. Das gilt aber nicht nur für Madoff, sondern für eine Reihe von Investments, die sich allzu breiter Beliebtheit erfreuen.

Beispielsweise entwickeln sich die Gewinne bei Unternehmen wie General Electric oder Procter & Gamble mit einer Stetigkeit, die einen Uhrmacher erblassen lassen könnte. Den Anleger sollte das eher besorgen als beruhigen.



Ähnlich verhält es sich mit offenen Immobilienfonds⁴. Sie steigern ihren Wert Jahr für Jahr um zwischen fünf und sechs Prozent. Diesen Steigerungsraten liegen Wertgutachten zu Grunde, nicht aber Marktpreise. Im Wertgutachten schwanken Immobilienpreise kaum, am Markt aber teilweise heftig. In der Praxis bedeutet dies, dass man Immobilien, die stark im Wert gestiegen sind, über den Fonds zu sehr viel niedrigeren Preisen kaufen kann, da der Fondskurs sich an (teilweise Jahre alten) Wertgutachten orientiert. Und wenn der Wert der Immobilien gefallen ist, kann man den Fonds noch bequem verkaufen zu einem in diesem Fall unrealistisch hohen Kurs.

Die Produzenten von Investments mit besonders schwankungsarmen Ergebnissen haben erkannt, dass die Menschen **für ihre Seelenruhe einen Preis zu zahlen bereit** sind (Blue Chips sind besonders hoch

³ Montaigne, *Essais*, II, 12.

⁴ Private Equity Fonds gehören auch in diese Kategorie. Sie arbeiten gern mit völlig unrealistischen Buchwerten.

bewertet, offene Immobilienfonds erwirtschaften eine besonders schlechte Rendite und Madoff war besonders undurchsichtig). Einiges deutet auf die Richtigkeit von Montaignes Beobachtung hin, dass die *tranquillité* nur um den Preis einer Schwäche des Verstandes zu haben ist. Wir bezweifeln aber, dass die Börse der richtige Ort ist, um den Verstand auszuschalten. Das Erwachen kann nur böse sein.

Sobald Geld angelegt wird, geht es nicht ohne Risiken, ohne das Auf und Ab an der Bewertungen. Alles andere ist eine Illusion. Der verständige Investor weiß, dass Ruhelosigkeit dazugehört.

Politische Börse

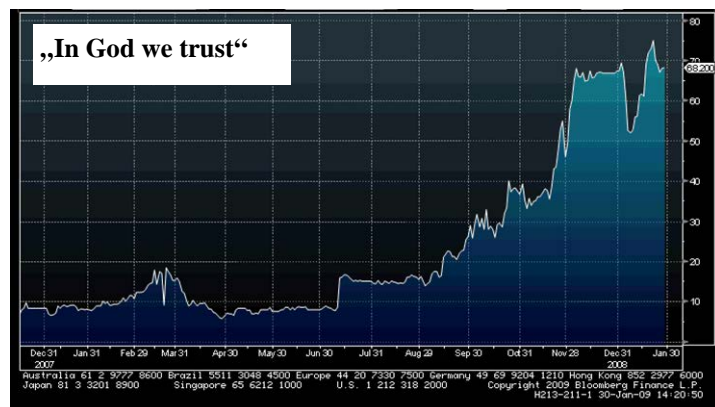
Zur Börse ist in diesem Monat seriös nicht viel zu sagen. Sie ist extrem politisch geworden. Viel hängt davon ab, wie das Bankensystem gerettet wird. Wie viel wird verstaatlicht und wird man es „Verstaatlichung“ nennen? Oder wird man die Gläubiger der Banken zwingen, Aktionäre zu werden – und so den Staat weitgehend aus dem Spiel lassen? Aber was passiert dann mit den Gläubigern, die ja selbst wiederum Verpflichtungen haben (z.B. Pensionen)?

Was passiert mit den Schulden der Konsumenten? Werden sie vom Staat übernommen oder werden sie über eine Inflation bereinigt? Wie kann man die Konsumenten nach den Erfahrungen der Jahre 2008/09 dazu bringen, sich wieder Geld zu leihen und wirtschaftlich aktiv zu werden? Können die Regierungen genügend Vertrauen verbreiten um zu verhindern, dass plötzlich alle zu sparen beginnen (und Keynes' *paradox of thrift* zuschlägt)?

Auf welchem Niveau liegt der Boden des Immobilienmarktes? Wie hoch sind die Unternehmensgewinne, wenn sie ehrlich, d.h. nicht über Schulden („Leverage“), erwirtschaftet werden müssen?

Gibt es noch Pleiten nach Isländischem Vorbild? Irland? Ungarn? Falls ja, so sollte man wohl global in Gold investieren und speziell gegen den ungarischen Forint spekulieren.

Und wie steht es mit der Mutter aller politischen Fragen: Was ist, wenn plötzlich Präsident Obama vor die Kameras tritt und mitteilt, dass der Amerikanische Staat auch nur ein Schneeballsystem nach Art von Charles Ponzi oder Madoff ist? Wirklich überraschend wäre auch das nicht, denn es ist ja ganz offensichtlich, dass der Staat seinen alten Verpflichtungen nur durch das Eingehen von neuen nachkommen kann. Die Kosten, sich gegen eine Pleite der USA zu versichern steigen seit einem halben Jahr unaufhörlich.



Kosten der Versicherung gegen den Ausfall US-amerikanischer Staatsanleihen 12/2007-01/2009

Auf die letzte Frage jedenfalls hoffen wir niemals die Antwort zu erfahren.

Dr. Georg von Wallwitz, CFA
Tel.: +49-89-255 466-0