



Der große Irrtum

Roger Lowenstein

Die spektakuläre Geschichte
vom Aufstieg und Untergang
des raffiniertesten Investmentfonds
aller Zeiten

FBV

Roger Lowenstein
Der große Irrtum

FBV

Der große Irrtum

Roger Lowenstein

Die spektakuläre Geschichte
vom Aufstieg und Untergang
des raffiniertesten Investmentfonds
aller Zeiten

Aus dem Amerikanischen von Stephanie Dreikauß

FBV

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:
lowenstein@finanzbuchverlag.de

2. Auflage 2012

© 2007 by Finanzbuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH

Nymphenburger Straße 86

D-80636 München

Tel.: 089 651285-0

Fax: 089 652096

© 2000 by Roger Lowenstein. All rights reserved. Das Original erschien 2000 unter dem Titel: »When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management« bei Random House, New York

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Übersetzung: Stephanie Dreikauß

Typographie & Satz: Schack Herstellung, Dortmund

Lektorat: Stephan Schlote

Druck: Books on Demand GmbH, Norderstedt

ISBN Print 978-3-89879-756-6

ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-382-2

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.financebuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter
www.muenchner-verlagsgruppe.de

Inhalt

Vorwort

Einleitung 7

DER AUFSTIEG VON LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT

1	Meriwether	17
2	Hedge-Fonds	43
3	On the run	67
4	Sehr geehrte Investoren	95
5	Tauziehen	117
6	Ein Nobelpreis	139

DER UNTERGANG VON LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT

7	Die Bank für Volatilität	175
8	Der Sturz	203
9	Der menschliche Faktor	227
10	Bei der Fed	259
	Epilog	305
	Anmerkungen	329
	Danksagung	341
	So arbeiten Hedge-Fonds: Vier Beispiele	343
	Glossar	346

Vorwort

Roger Lowensteins Buch „Der große Irrtum“ beschreibt den rasanten Aufstieg und den tiefen Fall des LTCM-Fonds. Dieser Fonds galt als der eindruckvollste Hedge Fonds in der Geschichte. Das Team bestand mit John Meriwether und vielen seiner ehemaligen Kollegen von Salomon Brothers, nicht nur aus einem der erfolgreichsten Arbitrageurteams der 90er Jahre, sondern hatte mit Myron Scholes und Robert C. Merton auch noch zwei angesehene Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaften an Bord.

LTCM wurde in nur vier Jahren eine der erfolgreichsten und profitabelsten Wertpapierfirmen der USA. Basis für den Erfolg der Firma waren neben den exzellenten Bewertungsmodellen, der Erfahrung des Teams aber auch die großzügigen Konditionen die ihnen gerade im Hinblick auf die Besicherung ihrer Geschäfte von den großen Investmentbanken entgegengebracht wurden.

Die enormen Erfolge der ersten Jahre führten jedoch dazu, dass Long-Term Partners immer mehr zu der Überzeugung kamen, dass die Märkte sich wie im Modell verhalten, außerdem hielten sich viele der *jungen Genies* bei der Einschätzung der entdeckten Ineffizienzen für unfehlbar. Lowenstein erklärt nicht nur sehr detailliert, wie der Fonds seine Gewinne und späteren Verluste erzielt, sondern beschreibt auch unterhaltsam die Rolle und das Verhalten der einzelnen Mitglieder des Teams.

Der rasante Niedergang von LTCM und die damit verbundene Krise der Finanzmärkte in 1998 verdeutlicht sehr eindrucksvoll, welche enormen Risiken durch die globale Vernetzung der großen Marktteilnehmer schon durch den Ausfall eines größeren Kontrahenten ausgehen könnte.

Für professionelle Anleger und andere Teilnehmer an den globalen Finanzmärkten, muss dieses Buch als Pflichtlektüre angesehen werden. Der Fall von LTCM verdeutlicht, dass jeder noch so erfolgreiche Anleger sich eine gewisse Demut gegenüber den Märkten erhalten sollte. Die Beschreibung der modellhaften Annahmen von LTCM bei den einzelnen Strategien und das tatsächliche Verhalten der Märkte in der Russlandkrise verdeutlicht, dass Gier und Angst der Anleger gerade in extremen Phasen zu deutlichen Abweichungen von der fairen Bewertung führen können, wodurch es zu völlig überzogenen Reaktionen an den Märkten kommen kann. Investoren können solche Extremsituationen nur dann nutzen bzw. unbeschadet überstehen, wenn sie in diesen Fällen nicht zu große oder zu stark kreditfinanzierte Positionen besitzen und somit noch handlungsfähig sind.

Die im Gefühl der eigenen Unfehlbarkeit immer stärker kreditfinanzierten Strategien von LTCM, die schiere Größe des Fonds und das Wissen der Märkte über die Probleme und Positionen, führten in der Krise dazu, dass sich das Long Term Team nur noch hilflos wie ein *aufgedunsener Wal inmitten todbringender Piranhas bewegen konnte* und dies letztendlich zum Untergang der Firma führte.

Adolf Ropeter

Vorstand der Independent Derivatives Consulting AG,
Bad Homburg

Einleitung

Die Federal Reserve Bank (Fed) von New York liegt als grauer Sandsteinbau im Herzen der Wall Street. Die 1924 erbaute Bank ist ein Wahrzeichen der Stadt und doch neben ihren lebhaften, unternehmerischen Nachbarn eine eher stille, beinahe unsichtbare Erscheinung. Die Gegend ist übersät mit Supermärkten und Imbissbars – und praktisch überall drängen sich Brokerfirmen und Banken. Die unmittelbaren Nachbarn der Fed sind ein Schuster und ein japanisches Restaurant sowie die Chase Manhattan Bank; J. P. Morgan liegt ein paar Blocks entfernt. Ein bisschen weiter westlich blickt Merrill Lynch, das Brokerhaus für jedermann, über den Hudson River, auf dessen anderem Ufer sich der Rest von Amerika und die meisten von Merills Kunden befinden. Die Wolkenkratzer der Banken machen einen offenen, einladenden Eindruck, aber die Fed, erbaut im Stil florentinischer Renaissancearchitektur, wirkt im Gegensatz dazu ausgesprochen abschreckend. Ihre Bogenfenster sind mit Metallgittern verkleidet, und der Haupteingang in der Liberty Street wird von einer Reihe schwarzer, gusseiserner Wachposten gesäumt.

Die New Yorker Fed ist nur ein Rädchen, wenn auch das wichtigste, im US-Federal Reserve System, Amerikas Zentralbank. Wegen ihrer Nähe zur Wall Street fungiert die New Yorker Fed als das über die Märkte wachende Auge und in sie hineinhorchende Ohr ihres Washingtoner Vorstands, dem der weise Alan Greenspan vorsitzt. William J. McDonough, der vierschrotige Präsident der New Yorker Fed, spricht oft mit Bankern und Händlern. McDonough will sich über den Klatsch und Tratsch der Händler untereinander auf dem Laufenden halten. Er will vor allem alles hören, was die Märkte oder im Extremfall auch das gesamte Finanzsystem in Aufruhr

versetzen könnte. Aber McDonough versucht, sich im Hintergrund zu halten. Die Zentralbank ist seit jeher eine umstrittene Behörde gewesen – ein Diener des Volkes, Schulter an Schulter mit der Wall Street, eine zurückgezogene Behörde inmitten des demokratischen Chaos der Märkte. Damit McDonough sich einmischt, wenn auch nur ein ganz kleines bisschen, bedarf es schon einer richtigen Krise, wenn nicht sogar eines Krieges. Und in den ersten Tagen des Herbstes 1998 mischte McDonough sich ein – und nicht nur ein bisschen.

Die Ursache dafür schien so geringfügig, so lächerlich zu sein, dass sie völlig unbedeutend anmutete. Aber ist das nicht immer so? Eine Ladung Tee wird in einen Hafen gekippt, ein Erzherzog wird erschossen, und auf einmal geht das Pulverfass hoch, die Krise bricht aus, und die Welt ist nicht mehr so, wie sie zuvor war. In diesem Fall hieß der Schütze Long-Term Capital Management (LTCM), eine private Investmentgesellschaft mit Hauptsitz in Greenwich, Connecticut, einem noblen Vorort ungefähr 25 Kilometer von der Wall Street entfernt. LTCM verwaltete das Geld von lediglich 100 Investoren; es beschäftigte nicht ganz 200 Leute, und sicherlich hatte nur einer von 100 Amerikanern jemals davon gehört. Tatsächlich hatte LTCM fünf Jahre zuvor noch nicht einmal existiert.

Am Mittwochnachmittag des 23. September 1998 wirkte Long-Term allerdings gar nicht so klein. Aufgrund einer Krise bei LTCM hatte McDonough die Chefs jedes großen Bankhauses der Wall Street zu sich zitiert – »eingeladen«, wie es in der zurückhaltenden Sprache der Fed heißt. Zum ersten Mal versammelten sich die Direktoren von Bankers Trust, Bear Stearns, Chase Manhattan, Goldman Sachs, J. P. Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter und Salomon Smith Barney unter den Ölportraits im Konferenzraum im zehnten Stock der Zentralbank – nicht, um irgendeiner lateinamerikanischen Nation aus der Patsche zu helfen, sondern um über ihre eigene Rettung nachzudenken. Der Chef der New Yorker Börse gesellte sich zu ihnen, dazu Vertreter führender europäischer Banken. Da die Fed eine derart große Versammlung nicht gewöhnt war, hatte sie nicht genügend Ledersessel

zur Verfügung, und so mussten sich die Vorstandsvorsitzenden auf Klappstühle aus Metall quetschen.

Obwohl McDonough ein öffentlicher Angestellter war, blieb das Treffen geheim. Soweit die Öffentlichkeit wusste, befand sich Amerika gerade in den jungen und unschuldigen Tagen eines der größten Haussemärkte der Geschichte, auch wenn man erst kürzlich, wie in beinahe jedem Herbst, einige Rückschläge hatte hinnehmen müssen. Seit Russland ab Mitte August seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachgekommen war, reagierte insbesondere der globale Rententörkt äußerst verstimmt. Aber das war nicht der Grund, warum McDonough die Banker zu sich gebeten hatte.

Long-Term, ein Wertpapierhandelsunternehmen, stand am Rande des Ruins. Der Fonds wurde von John W. Meriwether geleitet, einem ehemals bekannten Händler bei Salomon Brothers. Meriwether, ein sympathischer und zurückhaltender Mann aus dem mittleren Westen, war unter Bankern sehr beliebt gewesen. Hauptsächlich seinetwegen hatten sie zugestimmt, Long-Term finanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen – und das zu äußerst großzügigen Bedingungen. Aber Meriwether war nur das öffentliche Gesicht von Long-Term. Das Gehirn des Fonds bildete eine Gruppe gewitzter, promovierter Arbitrageure. Viele von ihnen hatten bereits als Professoren gearbeitet. Zwei hatten den Nobelpreis erhalten. Alle waren sie sehr intelligent. Und sie wussten, dass sie sehr intelligent waren.

Vier Jahre lang hatte Long-Term an der Wall Street den Neid auf sich gezogen. Der Fonds hatte Renditen von über 40 Prozent pro Jahr erzielt, ohne Verlustphasen, mit einer Volatilität gleich Null und augenscheinlich geringstem Risiko. Seine intelligenten Supermänner hatten es offensichtlich geschafft, eine unsichere Welt auf strenge, knallharte Gewinnchancen zu reduzieren – kurz gesagt, sie waren das Beste, was die moderne Finanzwelt zu bieten hatte.

Dieser so unauffällige Arbitragefonds hatte die erstaunliche Summe von 100 Milliarden Dollar ansammeln können, von der so gut wie jeder einzelne Dollar geliehen war – geliehen von den Bankern an McDonoughs Tisch. Aber so gigantisch diese Verschuldung auch anmutete, sie war bei weitem noch nicht das größte Problem. Der

Fonds hatte ein Netz aus Tausenden von Derivatgeschäften gewoben, das ihn praktisch mit jeder Bank an der Wall Street verknüpfte. Diesen Finanztiteln, im wesentlichen Termingeschäfte, lagen Werte von über einer Billion Dollar zugrunde.

Sollte Long-Term zahlungsunfähig werden, hielten alle im Raum anwesenden Banker Terminkontrakte in Händen, deren Vertragspartner nicht mehr existierten. Mit anderen Worten, sie wären fürchterlichen – und unhaltbaren – Risiken ausgesetzt. Zweifellos würde helle Aufregung herrschen, wenn die Banken sich dann so schnell wie möglich von ihren nun einseitigen Schuldtiteln befreien und versuchten, die von Long-Term beliebten Wertpapiere loszuwerden.

Paniken sind so alt wie die Märkte, aber Derivate waren relativ neu. Die Behörden hatten sich über die potenziellen Gefahren dieser einfallsreichen neuen Finanzinstrumente besorgt gezeigt, die die Finanzinstitute des Landes in einer komplexen Kette gegenseitiger Verpflichtungen miteinander verwoben. Sie hatten sich gefragt, was wohl passieren würde, wenn ein großes Glied in der Kette einmal versagte. McDonough fürchtete, dass die Märkte ihre Tätigkeit einstellen, der Handel aufhören und das gesamte System am Ende zusammenbrechen würde.

James Cayne, der zigarrekauende Vorstandsvorsitzende von Bear Stearns, hatte geschworen, Long-Terms Abschlüsse nicht länger zu verrechnen – was den Fonds aus dem Geschäft katapultiert hätte –, wenn dessen liquide Mittel auf unter 500 Millionen Dollar fallen sollten. Zu Beginn des Jahres wäre so etwas völlig abwegig gewesen, belief sich das Kapital des Fonds doch auf *4,7 Milliarden* Dollar. Aber in den letzten fünf Wochen beziehungsweise seit Russlands Zahlungsunfähigkeit hatte Long-Term horrende Verluste hinnehmen müssen – Tag für Tag. Sein Kapital war am Minimum angelangt. Cayne glaubte nicht, dass der Fonds noch einen Tag länger existieren konnte.

Long-Term hatte bereits Warren Buffett um Geld gebeten. Die Firma war zu George Soros gegangen. Sie war zu Merrill Lynch gegangen. Nacheinander hatte sie jede Bank gebeten, die ihr einge-

fallen war. Jetzt war keine mehr übrig. Deshalb hatte McDonough die Banker eingeladen wie ein Pate, der die rivalisierenden und potentiell miteinander Krieg führenden Parteien zu sich zitiert. Wenn jeder von ihnen auf eigene Faust Papiere abstoßen würde, wäre das Ergebnis womöglich eine weltweite Panik. Wenn sie gemeinsam vorgingen, konnte eine Katastrophe vielleicht noch verhindert werden. Obwohl McDonough es nicht aussprach, so wollte er doch, dass die Banken vier Milliarden Dollar aufbrachten und damit den Fonds retteten. Und er wollte, dass sie es jetzt sofort taten – morgen wäre es zu spät.

Aber die Banker waren der Meinung, dass Long-Term ihnen bereits mehr als genug Probleme bereitet hatte. Long-Term verschlossene und verschworene Finanzmathematiker hatten jedermann an der Wall Street stets von oben herab behandelt. Merrill Lynch, die Firma, die Long-Term zur Existenz verholfen hatte, hatte lange versucht, eine profitable und für beide Seiten lohnende Beziehung mit dem Fonds aufzubauen. Dasselbe galt für viele andere Banken. Aber Long-Term hatte sie abgewiesen. Die Professoren wollten zu ihren Bedingungen handeln, und zwar nur zu ihren – keineswegs waren sie bereit, den Banken auf halbem Wege entgegenzukommen. Den Bankern gefiel es ganz und gar nicht, dass der einst so hochnäsige Fonds sie jetzt um Hilfe anflehte.

Die Banker selbst litten unter der Unruhe, die Long-Term mit ausgelöst hatte. Der Vorstandsvorsitzende von Goldman Sachs, Jon Corzine, musste sich gerade mit einer Revolte seiner Partner herumschlagen, die über Goldmans kürzliche Verluste entsetzt waren und mit ihrem schwindenden Kapital nicht auch noch – wie Corzine – einen Konkurrenten unterstützen wollten. Sanford I. Weill, Vorsitzender von Travelers/Salomon Smith Barney, hatte ebenfalls große Verluste hinnehmen müssen. Weill befürchtete, dass diese Verluste die anstehende Fusion seiner Firma mit Citicorp beeinträchtigen würden, die Weill als Krönung seiner ohnehin schon glänzenden Karriere betrachtete. Er hatte soeben seine eigene Arbitrageabteilung dicht machen müssen – die Jahre zuvor Meriwether als Sprungbrett seiner Karriere gedient hatte – und war jetzt nicht

unbedingt darauf versessen, noch einer anderen aus der Patsche zu helfen.

Wenn sich McDonough einmal die Runde am Tisch genau besah, dann steckte jeder seiner Gäste in mehr oder weniger großen Schwierigkeiten, von denen viele direkt auf das Konto von Long-Term gingen. Die Aktienkurse der Banken waren jäh abgestürzt. Wie auch McDonough fürchteten die Banker, dass der globale Sturm, der so unschuldig mit Währungsabwertungen in Asien begonnen und sich von dort auf Russland, Brasilien und jetzt auch Long-Term ausgeweitet hatte, die gesamte Wall Street erfassen könnte.

Richard Fuld, Vorsitzender von Lehman Brothers, musste sich gerade gegen Gerüchte wehren, dass *seine* Firma am Rande des Bankrotts stand, weil sie sich vermutlich in Bezug auf Long-Term finanziell übernommen hatte. David Solo, der den Schweizer Bankriesen UBS vertrat, fand, dass sein Haus bereits tief genug in dem Schlamassel drin steckte; er hatte unvorsichtig in Long-Term investiert und dafür gigantische Verluste hinnehmen müssen. Thomas Labrecques Chase Manhattan Bank hatte dem Hedge-Fonds einen Kredit von 500 Millionen Dollar gewährt; bevor Labrecque auch nur darüber nachdachte, mehr zu investieren, wollte er dieses Darlehen erst einmal zurückbezahlt haben.

David Komansky, der beliebte Vorsitzende von Merrill, machte sich am meisten von allen Sorgen. Innerhalb von nur zwei Monaten waren Merrills Aktien um die Hälfte gefallen – 19 Milliarden Dollar Marktwert waren einfach so dahingeschmolzen. Darüber hinaus hatte Merrill erschreckende Verluste im Wertpapierhandel hinnehmen müssen. Jetzt stand seine eigene Kreditwürdigkeit auf dem Spiel.

Komansky, der persönlich fast eine Million Dollar in den Fonds investiert hatte, fürchtete sich vor dem Chaos, das ein Zusammenbruch von Long-Term verursachen würde. Aber er wusste nur zu gut, wie groß die Abneigung gegen Long-Term im Raum war. Die Chancen, die Banker zu einer Zustimmung zu bewegen, hielt er bestenfalls für gering. Komansky war sich bewusst, dass Cayne, der eigenbrötlerische Chef von Bear Stearns, eine zentrale Figur in

diesem Spiel sein würde. Bear, Long-Terms Clearingstelle, kannte das Innere des Hedge-Fonds besser als jedes andere Unternehmen. Während die übrigen Banker unruhig auf ihren Stühlen hin und her rutschten, fragte Herbert Allison, Komanskys Nummer zwei, Cayne, was er denn nun von der Sache halte.

Cayne ließ keinen Zweifel an seinem Standpunkt: Bear Stearns würde keine müde Mark mehr in Long-Term Capital stecken.

Einen Moment lang schwiegen die Banker, die Crème de la crème der Wall Street. Dann aber explodierte die Stille.

DER AUFSTIEG VON LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT

1 | Meriwether

Wenn es einen Glaubensartikel gab, den John Meriwether bei Salomon Brothers für sich entdeckt hatte, dann, dass man seine Verluste so lange bearbeiten musste, bis sie sich in Gewinne verwandelten. Der Zeitpunkt von Meriwethers Offenbarung lässt sich ziemlich genau festlegen. 1979 stand ein Wertpapierhändler namens J. F. Eckstein & Co. kurz vor dem Aus. Ein panischer Eckstein kam bald zu Salomon und traf sich mit einem Team, dem mehrere Teilhaber bei Salomon und auch Meriwether angehörten, der damals noch ein Händler mit einem Engelsgesicht von 31 Jahren war. »Ich habe da ein Riesengeschäft laufen, aber ich kann es nicht durchziehen,« erklärte Eckstein flehend. »Was haltet Ihr davon, mich aufzukaufen?«

Die Situation war folgende: Eckstein handelte mit Kontrakten, die den Kauf von US-Schatzwechseln zu einem vorab vereinbarten Preis und Zeitpunkt zur Grundlage hatten. Oft wurden sie mit einem Abschlag auf den Kurs der zugrundeliegenden Schatzwechsel gehandelt. In einem klassischen Arbitragegeschäft würde Eckstein diese Futures kaufen, die Schatzwechsel verkaufen und dann darauf warten, dass sich die beiden Kurse einander annäherten. Da die meisten Leute für einen Schatzwechsel, den sie in naher Zukunft besitzen, fast dasselbe zahlen würden wie für einen, der ihnen sofort gehörte, war es nur logisch anzunehmen, dass sich die Kurse *tatsächlich* einander annäherten. Es war auch ein bisschen Zauberei in diesem Spiel – das Geheimnis von Ecksteins Geschäften, von den zukünftigen Geschäften von Long-Term Capital und ganz allgemein jedes Arbitrageurs, der jemals ein derartiges Geschäft abgeschlossen hat. Eckstein wusste nicht, ob die Kurse der beiden Wertpapiere nun steigen oder fallen würden, *und es war Eckstein auch egal*. Ihm war

nur wichtig, wie sich die beiden Kurse im Verhältnis zueinander verändern würden.

Indem er die Futures kaufte und die eigentlichen Schatzwechsel »leerverkaufte« (da er auf einen nachgebenden Kurs spekulierte), hatte Eckstein in Wirklichkeit zwei Spekulationsgeschäfte laufen, von denen jedes in eine unterschiedliche Richtung verlief.¹ Er erwartete demnach, mit dem einen Handel Geld zu machen und bei dem anderen etwas zu verlieren. Aber solange die günstigeren Werte – die Futures – nur ein bisschen mehr stiegen (oder ein bisschen weniger fielen) als die Wechsel, wäre Ecksteins Gewinn aus dem einen Geschäft höher als der Verlust aus dem anderen. Das ist die Grundidee von Arbitragegeschäften.

Eckstein hatte derartige Spekulationen schon viele Male durchgezogen und für gewöhnlich mit Erfolg. Als er immer mehr Geld damit machte, erhöhte er auch seinen Einsatz. Aus verschiedenen Gründen hatte sich das altbekannte Muster im Juni 1979 allerdings umgedreht: Futures wurden *teurer* als die Schatzwechsel. Im Vertrauen darauf, dass sich die gewohnten Verhältnisse wieder herstellten, ließ sich Eckstein dennoch auf ein *sehr* großes Geschäft ein. Aber statt sich aufzuheben, erweiterte sich die Kursspanne. Eckstein wurde von massiven Nachschusspflichten erdrückt und musste unbedingt einen Käufer finden.

Wie es der Zufall wollte, hatte Meriwether kurz zuvor eine Arbitrageabteilung für Anleihen bei Salomon gegründet. Er erkannte sofort, dass Ecksteins Geschäft durchaus Sinn machte, denn früher oder später *mussten* die Kurse einfach wieder konvergieren. In der Zwischenzeit allerdings würde Salomon mehrere Millionen seines Kapitals riskieren, das sich ohnehin nur auf rund 200 Millionen Dollar belief. Trotz ihrer Zweifel stimmten die Gesellschafter schließlich zu, Ecksteins Future-Engagements zu übernehmen. In den folgenden Wochen erweiterte sich die Kursspanne immer mehr und Salomon musste horrende Einbußen hinnehmen. Das Kapitalverkehrskonto der Firma lag für gewöhnlich in Gestalt eines kleinen Heftchens vor dem Büro eines Partners namens Allan Fine, und jeden Nachmittag schlichen die Teilhaber auf Zehenspitzen dorthin, um zu

sehen, wie viel sie verloren hatten. Meriwether blieb gelassen angesichts seiner Überzeugung, dass man am Ende der Gewinner sein werde. »Das wäre auch besser so,« meinte John Gutfreund, der geschäftsführende Gesellschafter, »denn sonst sind Sie gefeuert.«

Die Kurse konvergierten tatsächlich und Salomon schoss den Vogel ab. Zu der Zeit handelte noch kaum jemand mit Financial Futures, aber Meriwether kannte sich bestens damit aus. Gleich im darauffolgenden Jahr wurde er zum Teilhaber ernannt. Noch bedeutender war allerdings, dass seine kleine Abteilung, die Domestic Fixed Income Arbitrage Group, jetzt einen Freifahrtschein besaß, mit Salomons Kapital Spread Trading zu betreiben. Meriwether hatte seine Lebensaufgabe gefunden.

1947 geboren, wuchs Meriwether in Rosemoor, Roseland, im Süden Chicagos auf, einer demokratischen, irisch-katholischen Festsung von Major Richard Daley. Er war eines von drei Kindern und Mitglied einer weit verstreuten Familie, darunter auch gleich vier Cousins in unmittelbarer Nachbarschaft. Im Grunde war die gesamte Nachbarschaft eine einzige große Familie. Meriwether kannte praktisch jeden in der Gegend, eine in sich gekehrte Welt, die sich um den Basketballplatz, den Getränk Laden und die Gemeinde drehte. Im Osten wurde sie von den Gleisen der Illinois Central Railroad begrenzt und im Norden von einem roten Bretterzaun, hinter dem ein Niemandsland aus Rangierbahnhöfen und Fabriken begann. Wenn es auch keine arme Gegend war, reich war sie nicht. Meriwethers Vater war Buchhalter, seine Mutter arbeitete für das Bildungsministerium. Beide Elternteile waren streng. Die Meriwethers lebten wie die meisten ihrer Nachbarn in einem eher kleinen, zimtfarbenen Backsteinhaus mit einem gepflegten Rasen und einem ordentlichen Garten. Die meisten schickten ihre Kinder in Konfessionsschulen (die wenigen, die es nicht taten, waren als »Staatliche« verschrien). Meriwether ging in seinem hellblauen Hemd mit dem dunkelblauen Schlips in die St. John de la Salle Grundschule und später auf die Mendel Catholic High School, wo er von Augustinern unterrichtet wurde. Es herrschte strenge Disziplin. Die Jungen wurden mit dem Lineal geschlagen oder mussten im Extremfall eine

ganze Stunde auf allen Vieren verbringen. In diesem joyceähnlichen Szenario wuchs Meriwether mit einem alles beherrschenden Sinn für Ordnung auf. Einer seiner Freunde, der Sohn eines Friseurs, erinnert sich: »In der [Grund]Schule hatten wir Angst herumzutrödeln, weil die Nonnen uns sonst fürs Leben bestraft und in die Hölle geschickt hätten.« Was ihre weltliche Bestimmung anging, so hieß es halb im Spaß, halb im Ernst, dass die jungen Männer von Rosemoor nur drei Möglichkeiten hatten: das College, die Polizei oder das Gefängnis. Meriwether und seinesgleichen fiel die Wahl nicht schwer.

Als beliebter und glänzender Schüler schien ihm der Erfolg in den Schoß zu fallen. Er qualifizierte sich für die National Honor Society mit einer außergewöhnlich hohen Punktzahl in Mathematik – für jeden Börsenhändler ein Muss. Vielleicht gefiel ihm der Ordnungssinn der Mathematik. Immer versuchte er sich zu beherrschen, als ob eine Überschreitung der Grenzen das Zuschlagen mit dem Lineal geradezu herausfordern würde. Und obwohl er keineswegs auf den Mund gefallen war, wie sich ein Freund erinnert, geriet er nie in ernsthafte Schwierigkeiten.² Er zeigte seine Gefühle nur ungern, behielt jeden impulsiven Gedanken für sich und versteckte seinen Tatendrang hinter schicklicher Zurückhaltung. Er war klug, aber kein Wunderknabe, beliebt, aber keine Ausnahme. Kurzum, er war durchschnittlich genug für eine Gegend und eine Zeit, in der alles andere als der Durchschnitt die Hölle bedeutet hätte.

Überdies spielte Meriwether gerne, aber nur, wenn die Gewinnchancen für ihn auch gut standen. Spielen war genau der Bereich, in dem ihm seine Scheu vor Risiken zum Vorteil gereichte. Er lernte auf Pferde zu wetten und Blackjack zu spielen, letzteres dank einer kartenspielenden Großmutter. Mit seinem angeborenen Gespür für die richtige Gelegenheit wettete er unter anderem auf die Chicago Cubs, aber nicht ohne vorher den Wetterbericht abzuwarten, damit er wusste, welche Windverhältnisse auf dem Wrigley Field herrschen würden.³ Einen ersten Abstecher in die Welt der Börse machte er mit ungefähr zwölf Jahren, aber es wäre falsch zu behaupten, dass ihm oder seinesgleichen damals in den Sinn gekommen wäre,

dieser schwächliche, braunhaarige Junge sei ein Held à la Horatio Alger, dem der Ruhm an der Wall Street sicher war. »John und sein älterer Bruder machten in der High School ein bisschen Geld mit Aktienkäufen,« erinnerte sich seine Mutter Jahrzehnte danach. »Sein Vater beriet ihn dabei.« Und damit hatte sich die Sache.

Meriwether entkam Rosemoor mit Hilfe einer eigentümlichen Passion: nicht Kapitalanlagen, sondern Golf. Schon früh trieb er sich häufig auf den Golfplätzen in den öffentlichen Parks herum, ein eher ungewöhnlicher Zeitvertreib für einen Jungen aus Rosemoor. Er war ein herausragendes Mitglied der Mannschaft der Mendel School und gewann zweimal das Golfturnier der Chicago Suburban Catholic League. Außerdem arbeitete er als Caddy im Flossmoor Country Club, was jedes Mal einen beachtlichen Weg per Bus oder Bahn in den Süden der Stadt bedeutete. Die Verwalter von Flossmoor fanden Gefallen an dem ehrlichen, liebenswürdigen jungen Mann und teilten ihn als Caddy für die reichsten Spieler ein – ein äußerst lukratives Privileg. Eines der Mitglieder bestimmte ihn schließlich auch für das Chick Evans Stipendium, benannt nach einem Golfspieler Anfang des 20. Jahrhunderts, dem die glückliche Idee gekommen war, ein Stipendium für Caddies ins Leben zu rufen. Meriwether wählte die Northwestern University in Evanston, Illinois, die an den kühlen Wassern des Michigan Sees, 40 Kilometer und eine ganze Welt von Rosemoor entfernt lag. Seine Lebensgeschichte hatte bis dato ihr Schlaglicht auf zwei ziemlich widersprüchliche Wahrheiten geworfen. Die erste war das Wohlbefinden, das aus dem starken Zusammengehörigkeitsgefühl in einer Gruppe wie der Nachbarschaft oder der Kirche resultiert: aus dem Glauben an ihre Werte und Bräuche. Sitte und Ordnung waren jede für sich eine Tugend. Doch zweitens, so hatte Meriwether herausgefunden, machte es sich bezahlt, einen Vorteil zu haben – das niedrige Handicap in einem Spiel, dass niemand sonst in der Gegend auch nur ansatzweise beherrschte.

Nach Northwestern lehrte er ein Jahr lang Mathematik an einer High School, bis er für ein Wirtschaftsstudium an die University of Chicago ging, wo der Sohn eines Getreidefarmers mit Namen Jon

Corzine (später Meriwethers Rivale an der Wall Street) zu seinen Studienkollegen gehörte. Meriwether bahnte sich seinen Weg durch die Wirtschaftsschule als Analyst bei CNA Financial Corporation und machte 1973 seinen Abschluss. Im darauffolgenden Jahr wurde Meriwether, nun ein stattlicher 27-Jähriger mit verführerischen Augen und Grübchen in den runden Wangen, von Salomon angeheuert. Es war noch eine recht kleine Firma, die allerdings im Zentrum der großen Veränderungen stand, die damals überall die Rentenmärkte erschütterten.

Bis Mitte der sechziger Jahre war der Handel mit Anleihen ein eher glanzloser Sport gewesen. Ein Anleger kaufte zwecks regelmäßigem Einkommen festverzinsliche Wertpapiere, häufig bei der Wertpapierabteilung der ortsansässigen Bank, und solange es zu keinem Zinsausfall kam, war er mit seinem Kauf im Allgemeinen zufrieden, sofern er sich überhaupt weiter Gedanken darum machte. Nur wenige Anleger handelten aktiv mit Anleihen, die Idee des *Verwaltens* von Anleiheportfolios, um höhere Renditen zu erzielen als ein anderer oder, sagen wir, einen der gängigen Wertpapierindizes zu schlagen, war damals noch vollkommen unbekannt. Und das war auch gut so, denn ein solcher Index existierte noch gar nicht. Der herrschende Anleiheguru war Sidney Homer von Salomon, ein Altphilologe aus Harvard, entfernter Verwandter des Malers Winslow Homer und Sohn einer Sopranistin an der Metropolitan Oper. Homer, der Verfasser des Wälzers *Eine Geschichte der Zinsen von 2000 v.Chr. bis heute*, war ein Gelehrter der alten Schule – ein Typus, der an der Wall Street bald aussterben sollte.

Homers Märkte waren – zumindest im Vergleich zu den heutigen – charakterisiert durch feststehende Verhältnisse: stabile Währungen, geordnete Zinsraten und ein fester Goldpreis (35 \$ die Unze). Doch die Inflationsepidemie, die den Westen in den späten sechziger Jahren heimsuchte, zerstörte diese heile Welt für immer. Mit der Inflation stiegen auch die Zinsen, und jene erstklassigen Anleihen, die gekauft worden waren, als ein Zins von vier Prozent noch als attraktiv gegolten hatte, verloren die Hälfte an Wert oder noch mehr. 1971 gaben die Vereinigten Staaten den Goldpreis frei;

dann verhängten die Araber das Embargo auf Öl. Hatten sich die Besitzer von Anleihen bis dahin noch immer der Illusion von Stabilität hingegeben, so wurde diese spätestens durch den Bankrott der Penn Central Railroad zerstört, die zu großen Teilen Blue Chips gehörte. Investoren, von denen die meisten bis zum Hals in Verlusten steckten, machten es sich nicht länger in ihrem Koservativismus bequem. Nach und nach waren die Regierungen rund um den Globus gezwungen, ihre Zins- und Währungsbeschränkungen aufzuheben. Die Welt der festgefühten Beziehungen existierte nicht mehr.

Sojabohnen erschienen den Leuten auf einmal zu popelig; *Geld* war jetzt die heiße Ware. Terminbörsen führten zu neuen Finanzkontrakten wie Schatzwechselln oder Bonds oder dem japanischen Yen, und überall gab es neue Finanzinstrumente, neue Optionen, neue Anleihen zu handeln, sobald ein professioneller Portfoliomanager aufwachte und damit handeln wollte. Ende der siebziger Jahre spielten und dealten Firmen wie Salomon mit Wertpapieren in einer Weise, an die Homer nicht einmal im Traum gedacht hätte: so wurden etwa Hypothekenschulden verschnitten und zu mundgerechten, leicht verdaulichen Wertpapierhappen destilliert.

Der Computer war die andere gravierende Veränderung. Noch Ende der sechziger Jahre schauten die Händler in ein dickes blaues Buch, wenn sie den Kurs einer Anleihe feststellen wollten. 1969 stellte Salomon einen Mathematiker ein, Martin Leibowitz, der Salomons ersten Computer bekam. Leibowitz wurde schnell zum beliebtesten Mathematiker aller Zeiten, oder zumindest schien es so, als der Wertpapiermarkt auf Hochtouren lief und Salomons Händler, die jetzt keine Zeit mehr hatten, in dem blauen Buch zu blättern, sich um ihn drängten und Anleihekurse wissen wollten, die sie auf einmal doppelt so schnell benötigten. Zu Beginn der siebziger Jahre dann hatten die Händler ihre eigenen klobigen Handrechner, die ganz allmählich das Tempo der Wertpapiermärkte erhöhten.

Meriwether kam in die Rentenabteilung von Salomon, auch Repo Department genannt, gerade als die Welt der Anleihen sich in ein einziges undurchschaubares Gewirr verwandelte. Diese einst so vorhersehbare und relativ risikoarme Welt pulsierte vor Verände-

rungen und günstigen Gelegenheiten, besonders für junge, scharfsinnige Analysten. Bei seiner Ankunft in New York kannte Meriwether nicht eine Menschenseele, mietete ein Zimmer in einem Sportclub von Manhattan und entdeckte bald, dass Anleihen genau das Richtige für ihn waren. Sie üben eine besondere Anziehungskraft auf mathematisch begabte Menschen aus, weil so viel von dem, was ihren Kurs bestimmt, sich ohne weiteres quantifizieren lässt. Im wesentlichen bestimmen zwei Faktoren den Kurs einer Anleihe. Den einen kann man den Zinscoupons auf dem Bogen entnehmen. Könnte man beispielsweise heute Geld anlegen mit einer Verzinsung von zehn Prozent, dann müsste man für eine Anleihe, die mit zwölf Prozent verzinst ist, ein Aufgeld bezahlen. Wie viel Aufgeld? Das hängt von der Laufzeit der Anleihe ab, dem Zeitpunkt der Tilgung, den eigenen Prognosen (wenn man denn welche hat) für zukünftig zu erwartende Zinssätze und von all den Tipps und Tricks cleverer Emittenten, ob die Anleihe zum Beispiel vor Ablauffrist kündbar ist, in Eigenkapital umgewandelt werden kann und so weiter.

Der andere Faktor ist das Ausfallrisiko. In den meisten Fällen ist es weder genau kalkulierbar noch ist es besonders groß. Aber trotzdem ist es vorhanden. General Electric bietet ein annehmbares Risiko, aber nicht so annehmbar wie Staatsanleihen. Hewlett-Packard ist riskanter als General Electric; Amazon.com noch mehr. Deshalb verlangen Investoren auch höhere Zinssätze, wenn sie ihr Geld Amazon und nicht General Electric leihen, oder Bolivien und nicht Frankreich. Die Entscheidung, wie viel mehr, ist genau das, was ein Anleihegeschäft ausmacht; der springende Punkt ist allerdings, dass Anleihen mit einem mathematischen Spread gehandelt werden. Je riskanter die Anleihe, desto höher der Spread – und desto größer also die Differenz zwischen ihrer Verzinsung und der Verzinsung von (praktisch risikolosen) Schatzwechseln. Für gewöhnlich, aber eben nicht immer, vergrößert sich der Spread mit der Länge der Laufzeit – das heißt, dass Investoren einen etwas höheren Zins auf eine Schuldverschreibung über zwei Jahre verlangen als auf einen dreißig Tage laufenden Wechsel, weil die Unsicherheit einfach größer ist.

Diese Gesetzmäßigkeiten sind sozusagen der Katechismus des Anleihehandels; sie regieren ein weitverzweigtes System von Verzinsungen und Spreads auf Schuldverschreibungen überall auf der ganzen Welt. Sie sind so verworren und beständig wie die Gesetze einer großen Religion, und daher verwundert es nicht, dass sie Meriwether zutiefst befriedigten, der stets einen Rosenkranz und Andachtsbilder mit sich führte. Wissbegierig, wie er war, bombardierte er wie ein Theologiestudent seine Chefs mit Fragen. Da diese Herren in Schlips und Kragen sein Potential erkannten, brachten sie ihn zum Handel mit Staatsanleihen. Kurz darauf geriet New York City in Zahlungsverzug und die Zinsaufschläge auf verschiedenste Staatsanleihen schossen in die Höhe. Meriwether rechnete sich aus, dass sich der Markt lediglich einen Schnitzer erlaubt hatte – sicher ging nicht jeder Regierungsbezirk gerade pleite –, und so kaufte er so viele Anleihen, wie er konnte. Die Spreads schrumpften tatsächlich und Meriwethers Geschäfte warfen Millionen ab.⁴

Die Arbitragegruppe, die er 1977 gründete, markierte einen leichten, aber bedeutenden Richtungswechsel in Salomons Entwicklung. Sie war außerdem das Modell, das Long-Term Capital in den Neunzigern Stück für Stück nachbauen sollte – ein Labor, in dem Meriwether sich an große Risiken gewöhnen und an ihnen Gefallen finden sollte. Salomon hatte schon immer mit Anleihen gehandelt, der Schwerpunkt der Firma hatte jedoch auf dem relativ sicheren Kauf und Verkauf von Anleihen im Kundenauftrag gelegen. Jetzt aber rückte die Arbitrageabteilung unter Meriwether in den Mittelpunkt, riskierte sie doch Salomons eigenes Kapital. Da dieser Bereich noch ziemlich neu war, hatte Meriwether nur wenig Konkurrenz und machte große Profite. Wie bei dem Ecksteinhandel spekulierte er oft darauf, dass ein Spread – sagen wir, zwischen einem Futurekontrakt und der ihm zugrundeliegenden Anleihe oder auch zwischen zwei Anleihen – fallen würde. Er konnte auch auf einen steigenden Spread spekulieren, allerdings verlegte er sich hauptsächlich auf den umgekehrten Fall. Seine Geschäftspartner auf der anderen Seite waren Versicherungen, Banken oder ebenfalls Spekulanten; Meriwether wusste es nicht, und für gewöhnlich war es ihm auch egal. Gelegent-

lich wurden die anderen Investoren nervös und zogen ihr Kapital zurück, wodurch die Spannen noch zunahmen und Meriwether Geld verlor, wenn auch nur für eine gewisse Zeit. Hatte er aber das Kapital, um auf Kurs zu bleiben, so wurde er auf lange Sicht belohnt, das schien seine Erfahrung zu beweisen. Am Ende erholten sich alle Zinsspannen; das hatte ihn die Ecksteinaffäre gelehrt – eine Lektion, auf die er sich noch Jahre später bei Long-Term Capital verlassen sollte. Aber es gab da noch eine andere, genauso wertvolle Lektion, die Meriwether aus dem Geschäft mit Eckstein hätte ziehen können, wäre sein Erfolg nicht so prompt eingetreten: Während ein Verlustgeschäft sich durchaus *am Ende* zum Guten wenden konnte (vorausgesetzt natürlich, dass es zunächst einmal ordentlich geplant worden ist), konnte diese Wende zu spät erfolgen, um dem Händler noch etwas einzubringen – was selbstverständlich bedeutete, dass er in der Zwischenzeit bankrott gegangen war.

Zu Beginn der achtziger Jahre gehörte Meriwether zu Salomons vielversprechenden jungen Stars. Seine Schüchternheit und das unerbittliche Pokerface passten perfekt zu seinem Talent als Wertpapierhändler. William McIntosh, der Teilhaber Salomons, der mit ihm das Einstellungsgespräch geführt hatte, sagt über ihn: »John hat einen messerscharfen Verstand. Man hat nicht die geringste Ahnung, was er gerade denkt.« Meriwethers ehemaliger Kollege, der Schriftsteller Michael Lewis, gab diese Einschätzung Meriwethers in *Wall-Street-Poker* wie folgt wieder:

Er setzte stets denselben leeren, leicht angespannten Gesichtsausdruck auf, ob er nun gewonnen oder verloren hatte. Ich glaube, er hatte die große Gabe, die beiden Gefühle unter Kontrolle zu halten, an denen Wertpapierhändler für gewöhnlich scheitern – Angst und Gier –, und das machte ihn zu einem so großartigen Mann, wie es nur jemand sein kann, der seine Interessen derart hartnäckig verfolgt.⁵

Leider beschreibt das Buch einen Vorfall, bei dem Meriwether Gutfreund angeblich zu einer einzigen Partie Poker mit einem Einsatz von zehn Millionen Dollar herausgefordert haben soll, was nicht nur höchst zweifelhaft ist, sondern Meriwether auch einen Leichtsinns zuspricht, der ganz und gar nicht zu ihm passt.⁶ Meriwether war der Hohepriester des berechneten Spiels schlechthin. Er war auf der Hut vor Irrtümern; nichts von sich selbst gab er preis. Sein Hintergrund, seine Familie, seine gesamte Vergangenheit waren für seine Kollegen genauso wenig vorhanden, als hätte er »eine Linie in den Sand gezeichnet«, wie es einer von ihnen ausdrückte. Er lebte derartig zurückgezogen, dass selbst noch zu der Zeit, als die Sache mit Long-Term Capital auf den Titelseiten landete, ein Reporter der *New York Times*, der wissen wollte, ob Meriwether Geschwister habe, sich auf die ungenaue Meinung von Meriwethers Freunden verlassen musste, die ihn für ein Einzelkind hielten.⁷ Eine solche Zurückhaltung war für einen Börsenhändler eine vortreffliche Eigenschaft, aber das reichte nicht. Meriwether fehlte ein entscheidender Vorteil, wie er selbst erkannt haben musste, eine besondere Stärke, wie er sie zu High-School-Zeiten auf dem Golfplatz erworben hatte, etwas, das Salomon von allen anderen Wertpapierhändlern unterscheiden würde.

Seine Lösung war überraschend simpel: Warum stellte man nicht ganz einfach Händler ein, die *intelligenter* waren? Solche, die den Handel auf den Märkten als intellektuelle Disziplin betrieben und nicht wie die folkloristischen, unwissenschaftlichen Neandertaler aus dem Bauch heraus? Die akademische Welt wimmelte nur so von Fachidioten der Mathematik, die schon seit Jahren unverständliche Abhandlungen über die Märkte veröffentlichten. Die Wall Street hatte sie bald angeheuert, aber nur für Recherchezwecke, bei denen sie keinen Schaden anrichten konnten. Dort waren diese »Intelligenzbolzen« als »Zahlenfanatiker« verschrien, untauglich für das große Spiel des Geschäftemachens. Craig Coats Jr., bei Salomon zuständig für den Handel mit Staatsanleihen, war ein typischer Vertreter auf dem Börsenparkett: groß, liebenswürdig, gutaussehend und für den Umgang mit Kunden wie geschaffen. Sicherlich,