

New York Times-BESTSELLER

MEHR GELD ALS GOTT

»Eine brilliant recherchierte Geschichte der Hedgefond-Giganten.«
The Economist



FBV

Sebastian Mallaby

Sebastian Mallaby

Mehr Geld als Gott

Sebastian Mallaby

**MEHR
GELD
ALS
GOTT**

Hedgefonds und ihre Allmachtsfantasien

FinanzBuch Verlag

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:

info@finanzbuchverlag.de

2. Auflage 2019

© 2011 FinanzBuch Verlag, ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

Die Originalausgabe erschien 2010 unter dem Titel »MORE MONEY THAN GOD« bei »Penguin Group«.

MORE MONEY THAN GOD

Original Edition copyright © 2010, Sebastian Mallaby

All rights reserved.

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: Horst Fugger

Lektorat: Monika Spinner-Schuch

Satz: Manfred Zech, HJR, Landsberg am Lech

Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

eBook: ePubMATIC.com

ISBN Print 978-3-89879-629-3

ISBN E-Book (PDF): 978-3-86248-604-5

ISBN E-Book (EPUB, Mobi): 978-3-86248-605-2

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter:

www.finanzbuchverlag.de

Beachten Sie auch unsere weiteren Verlage unter www.m-vg.de.

Für meine Eltern, Christopher und Pascale

INHALTSVERZEICHNIS

Einführung: Das Alpha-Spiel

- 1. Big Daddy**
- 2. Der Block-Trader**
- 3. Paul Samuelsons Geheimnis**
- 4. Der Alchimist**
- 5. Top Cat**
- 6. Rock&Roll-Cowboy**
- 7. Der weiße Mittwoch**
- 8. Der Orkan Greenspan**
- 9. Soros gegen Soros**
- 10. Der Feind sind wir**

Bildteil

- 11. Das Dotcom-Double**
- 12. Die Männer aus Yale**

13. Die Codebrecher

14. Vorahnungen einer Krise

15. Mit dem Sturm reiten

16. »Wie konnten sie das tun?«

Fazit: Schrecklicher als was?

Danksagungen

Anhang I: Haben die Tiger Fonds Alpha generiert?

Anhang II: Die Performance der Pioniere

Anmerkungen

Über den Autor

EINFÜHRUNG: DAS ALPHA-SPIEL

Der erste Hedgefonds-Manager, Alfred Winslow Jones, hatte nicht Wirtschaftswissenschaften studiert. Er hatte nicht über quantitative Finanzmodelle promoviert. Er verbrachte die wichtigsten Jahre seiner Ausbildung nicht bei Morgan Stanley, Goldman Sachs oder in einem der anderen Brutkästen der Meister des Universums. Stattdessen nahm er einen Job auf einem Trampdampfer an, studierte an der marxistischen Arbeiterschule in Berlin und führte geheime Aufträge für eine im Untergrund agierende und gegen die Nazis kämpfende Gruppe durch, die sich als leninistische Organisation bezeichnete. Er heiratete, ließ sich scheiden und heiratete erneut, verbrachte seine Flitterwochen an der Front des spanischen Bürgerkriegs, reiste und trank mit Dorothy Parker und Ernest Hemingway. Erst im reifen Alter von 48 Jahren konnte er 100.000 Dollar einsammeln, um einen »gehedgten Fonds« zu gründen, mit dem er in den 1950er- und 1960er-Jahren außergewöhnliche Gewinne erzielte. Beinahe zufällig improvisierte Jones eine Investmentstruktur, die bis heute überdauert hat. Und sie wird auch noch viele Jahre gedeihen, trotz aller skeptischen Stimmen.

Ein halbes Jahrhundert nachdem Jones seinen Fonds gegründet hatte, trat ein junger Mann namens Clifford Asness in seine Fußstapfen. Er promovierte tatsächlich über

quantitative Finanzmodelle. Er arbeitete für Goldman Sachs und er gehörte zu den Meistern des Universums. Während Jones seinen Fonds im fortgeschrittenen Alter gegründet hatte, stürmte Asness im stolzen Alter von 31 Jahren in das Geschäft und brach alle Rekorde für eine Fonds-Neugründung, indem er die enorme Summe von einer Milliarde Dollar einsammelte. Während Jones seine Methoden und die damit erwirtschafteten Reichtümer diskret verschwieg, war Asness von erfrischender Offenheit. Er fand immer Zeit, sich im Fernsehen interviewen zu lassen und der *New York Times* zu gestehen, es sei »kein schlechtes Gefühl«, viele Millionen zu besitzen.¹ Kurz bevor der Markt für Subprime-Hypotheken 2007 kollabierte, verwaltete Asness' Firma AQR Capital Management die bemerkenswerte Summe von 38 Milliarden Dollar und Asness selbst personifizierte die neue Finanzwelt, welche die Welt verändern würde. Er verhielt sich respektlos, ungeduldig und benahm sich selten wie ein erwachsener Mensch. In seinem Büro sammelte er Plastikfiguren von Superhelden.²

Asness erkannte an, was er Jones' Improvisation zu verdanken hatte. Wie praktisch alle Hedgefonds zeichneten sich auch seine durch vier Merkmale aus, die Jones mit spektakulärem Erfolg kombiniert hatte. Zunächst gab es eine Erfolgsbeteiligung (Performance Fee): Jones behielt ein Fünftel der Gewinne seines Fonds für sich und sein Team ein, was die Anreize für seine Mitarbeiter natürlich deutlich erhöhte. Außerdem bemühte sich Jones sehr darum, nicht mit den Aufsichtsbehörden in Konflikt zu geraten, was ihm die Flexibilität sicherte, bei wechselnden Marktbedingungen jederzeit von einer Investmentmethode zu einer anderen zu wechseln. Aus der Sicht von Asness waren allerdings zwei Ideen von größter Bedeutung, die Jones' Investmentportfolios geprägt hatten. Jones hatte Käufe

»vielversprechender« Aktien mit »Leerverkäufen« weniger aussichtsreicher Titel kombiniert. Letztere lieh er sich also und verkaufte sie, womit er auf fallende Kurse wettete. Indem er bei einigen Aktien »long« und bei anderen »short« war, isolierte er seinen Fonds zumindest teilweise gegen allgemeine Aktienmarktbewegungen. Und nachdem er sich auf diese Weise gegen Marktrisiken abgesichert hatte, konnte er mit sicherem Gefühl seine Wetten vergrößern oder »hebeln«, und zwar mit geliehenem Geld. Wie wir im nächsten Kapitel sehen werden, hatte diese Kombination aus Absicherung (Hedging) und Hebelwirkung durch den Einsatz von Fremdkapital (Leverage) magische Auswirkungen auf Jones' Aktienportfolio. Aber das wahrhaft Geniale an seinem Ansatz war etwas, das Asness später auf die Spitze trieb: Man konnte diese Kombination auf Anleihen, Futures, Swaps und Optionen anwenden – und zusätzlich auf jede erdenkliche Mischung aus diesen Assets. Mehr durch Glück als absichtlich hatte Jones eine Plattform für Strategien entwickelt, die komplexer waren, als er es sich jemals hätte träumen lassen.

Keine Definition von Hedgefonds ist perfekt und nicht alle Abenteuer in dieser Saga beinhalten Hedging und Leverage. Als George Soros und Stan Druckenmiller das britische Pfund in die Knie zwangen oder als John Paulson während der Immobilienblase in den USA leerverkaufte, gab es kein explizites Bedürfnis nach Absicherung – wie wir später noch sehen werden. Als ein furchtloser Rohstoffspekulant mit der russischen Regierung den Kauf von deren sämtlichen Edelmetallen mit Ausnahme von Gold vereinbarte, war Leverage weniger wichtig als die Absicherung des gepanzerten Zugs, der das Palladium aus Sibirien befördern sollte. Aber auch wenn Hedgefonds weder Leverage anwenden noch sich im eigentlichen Sinne absichern, hat sich die von A. W. Jones geschaffene Plattform als außergewöhnlich kongenial erwiesen. Aufgrund der Freiheit,

bei jedem Finanzinstrument in jedem Land der Welt auf steigende oder auf sinkende Preise zu setzen, können Hedgefonds Chancen nutzen, wo immer sie sich auch bieten mögen. Die Fähigkeit zur Aufnahme von Fremdkapital ermöglicht es Hedgefonds, den maximalen Effekt aus ihren Wetten zu ziehen. Die Gewinnbeteiligung (Performance Fee) ist ein mächtiger Anreiz, Geld zu drucken.

Ach ja, dieses Geld! Als J. Pierpont Morgan 1913 starb, hatte er in heutiger Kaufkraft ein Vermögen von 1,4 Milliarden Dollar angehäuft, was ihm wegen seiner quasi göttlichen Macht über die Wall Street den Spitznamen »Jupiter« einbrachte. Aber während der Spekulationsblase am Anfang dieses Jahrhunderts haben die besten Hedgefonds-Manager innerhalb weniger Jahre unglaubliche Geldsummen verdient. Sie verdienten mehr – extrem viel mehr – als die Chiefs der mächtigsten Investmentbanken an der Wall Street und sogar mehr als die Private-Equity-Barone. 2006 verdiente Lloyd C. Blankfein, der CEO von Goldman Sachs, die nie zuvor da gewesene Summe von 54 Millionen Dollar. Aber *der Letztplatzierte* auf der im *Alpha Magazine* veröffentlichten Liste der 25 Hedgefonds-Manager mit den höchsten Einkommen vereinnahmte, wie dort berichtet, 240 Millionen Dollar. Im selben Jahr zahlte die führende Private-Equity-Firma Blackstone Group ihrem Chef Stephen Schwarzman knapp 400 Millionen Dollar. Allerdings hieß es, die drei Topverdiener unter den Hedgefonds-Managern hätten es auf jeweils mehr als 1 Milliarde Dollar gebracht.³ Die von Jones erdachte Kompensationsformel machte Hunderte Manager schnell reich – von den Hundertschaften schneller Autos in den Vorstädten in Connecticut ganz zu schweigen. In einem Bericht aus dem Epizentrum dieses Goldrauschs schrieb der *Stamford Advocate*, sechs dort ansässige Hedgefonds-Manager hätten 2006 insgesamt 2,15 Milliarden Dollar

verdient. Das Gesamteinkommen aller Einwohner von Connecticut belief sich damals auf 150 Milliarden Dollar.

In den 1990er-Jahren stürzten sich die Zeitschriften auf die Extravaganzen von Dotcom-Millionären, aber nun richtete sich die Aufmerksamkeit auf Hedgefonds. Ken Griffin, der Gründer der Citadel Investment Group, kaufte sich für 50 Millionen Dollar einen Express-Privatjet von Bombardier und ließ ihn mit einer Krippe für sein zweijähriges Kind ausstatten. Louis Bacon, der Gründer von Moore Capital, kaufte sich eine Insel in der Great Peconic Bay, klebte den dort lebenden Sumpfschildkröten Sender auf den Panzer, um ihre Paarungsgewohnheiten zu dokumentieren, und veranstaltete traditionelle englische Jagden auf Fasane. Steven Cohen, der Chef von SAC Capital, ließ auf seinem Grundstück ein Basketballfeld, ein Hallenbad, ein Eislaufstadion, einen Zwei-Loch-Golfplatz und eine Anbaufläche für Bio-Gemüse einrichten. Hinzu kamen Gemälde von van Gogh und Pollock, eine Skulptur von Keith Haring und ein Kino, dekoriert mit dem Sternbild in seiner Hochzeitsnacht 16 Jahre zuvor. Die Hedgefonds-Titanen waren die neuen Rockefellers, die neuen Carnegies, die neuen Vanderbilts. Sie waren die neue Elite Amerikas – der letzte Akt im Karneval der Kreativität und der Gier, die für den Fortschritt der Nation sorgt.

Und was war das für eine Elite. Hedgefonds sind Vehikel für Einzelgänger und Antizykliker, für Menschen, deren Ambitionen zu groß sind, um innerhalb einer etablierten Finanzinstitution Platz zu finden. Cliff Asness ist ein typisches Beispiel. Bei Goldman Sachs galt er als aufgehender Stern, aber er entschied sich für die Freiheit und die finanzielle Belohnung, die mit der Führung eines eigenen Unternehmens verbunden waren. Ein Mann, der Superhelden aus Plastik sammelt, bleibt nicht lange ein festangestellter Antiheld – vor allem wenn er andere

Wahlmöglichkeiten hat. Jim Simons von Renaissance Technologies, der Mathematiker, der in den frühen 2000er-Jahren das höchste Einkommen in der gesamten Branche erzielte, hätte in einer normalen Bank keine Zukunft gehabt. Er nahm von niemandem Anweisungen entgegen, trug nur selten Socken und wurde von der Pentagon-Abteilung, die sich mit der Aufschlüsselung von Geheimcodes beschäftigte, gefeuert, als er die Vietnampolitik seines Chefs anprangerte. Ken Griffin von Citadel, der 2006 an zweiter Stelle der Großverdienerliste lag, begann mit dem Trading von Wandelanleihen in einem Studentenwohnheim in Harvard. Er war ein jugendliches Genie, im Finanzbereich das Gegenstück zu den Jungunternehmern, die Tech-Firmen wie Google gründeten. Julian Robertson stellte für seinen Hedgefonds College-Athleten ein, die halb so alt waren wie er. Dann flog er mit ihnen zu verschiedenen Orten in den Rockies und ließ sie die Berge hinauflaufen. Michael Steinhardt brachte es fertig, seine Untergebenen zum Schluchzen zu bringen. Einer sagte: »Ich will mich nur noch umbringen.« Steinhardt antwortete: »Kann ich dir dabei zusehen?«⁴

Wie die Rockefellers und die Carnegies in früheren Zeiten hinterließen die neuen Mogule ihre Spuren auch in der Welt jenseits von Geschäften und Finanzen. Der Ehrgeizigste auf diesem Gebiet war George Soros. Seine Philanthropie förderte unabhängige Stimmen in den ehemals kommunistischen Ländern; er setzte sich für die Entkriminalisierung von Drogen ein und ebenso für eine Revision der Laissez-faire-Ökonomie. Paul Tudor Jones, der Gründer der Tudor Investment Corporation, gründete auch Robin Hood, eine der ersten »wohlthätigen Venture-Organisationen«, um die Armut in New York City zu bekämpfen: Sie identifizierte wohlthätige Organisationen, setzte anspruchsvolle Ziele für deren Fortschritt und zahlte

für die Performance. Bruce Kovner erwies sich als Pate der neokonservativen Bewegung und war Vorsitzender des American Enterprise Institute in Washington, D. C. Michael Steinhardt finanzierte Initiativen zur Schaffung eines neuen säkularen Judaismus. Aber natürlich haben alle diese Egos ihre tiefsten Spuren im Bereich der Finanzen hinterlassen. Die Geschichte der Hedgefonds ist die Geschichte der Grenzen des Finanzwesens: Hier geht es um Innovation und steigenden Einsatz von Fremdkapital, um spektakuläre Triumphe und erniedrigende Verluste – und natürlich auch um die Debatten, die solche Dramen ausgelöst haben.

Über lange Zeit haben Hedgefonds die Fehler der akademischen Sicht der Märkte ausgenutzt. Natürlich ist der akademische Bereich ein weites Feld, geprägt von allerlei divergierenden Meinungen. Aber von Mitte der 1960er- bis Mitte der 1980er-Jahre herrschte die Meinung vor, der Markt sei effizient, die Kurse würden sich zufällig entwickeln und der Erfolg von Hedgefonds beruhe vor allem auf Glück. Diese Einschätzung kann sich auf überzeugungskräftige Logik berufen. Könnte man zuverlässig wissen, dass der Kurs einer bestimmten Aktie oder Anleihe wahrscheinlich steigen wird, dann hätten schlaue Investoren dies längst erkannt und den Kurs bereits in die Höhe getrieben. Da aber sämtliche relevanten Informationen schon in den Kursen enthalten sind, wird die nächste Bewegung einer Aktie von etwas verursacht werden, das von den Investoren nicht prognostiziert worden ist. Die logische Schlussfolgerung daraus ist, dass professionelle Vermögensverwalter, die Kursbewegungen zu antizipieren versuchen, mit ihrem Vorhaben in der Regel scheitern werden. Diese Kritik der Theorie vom effizienten Markt ist manchmal berechtigt. Viele Hedgefonds haben keinen wirklichen »Vorteil«, also keinen Einblick, der es ihnen ermöglichen würde, besser abzuschneiden als der Markt. Sie können vielleicht ein paar Jahre lang gut abschneiden, indem sie immer höhere Risiken

eingehen, aber letztlich wird sie das Glück verlassen und sie werden das Geld ihrer Kunden verlieren. Aber für die erfolgreichen Fonds, welche die Branche dominieren, sind die Vorgaben des effizienten Markts schlicht falsch: Man könnte sie auch Vorteils-Fonds nennen.

Manchmal besteht dieser Vorteil lediglich darin, die jeweils besten Aktien auszuwählen. Trotz allem, was man in der Finanzliteratur lesen kann, haben A. W. Jones, Julian Robertson und viele von dessen Schützlingen auf diesem Gebiet zweifellos Wertvolles geschaffen, wie wir gleich sehen werden. Aber häufig besteht dieser Vorteil nur darin, die kleinen Widersprüche in der Theorie vom effizienten Markt zu nutzen, die deren Verfechter von Anfang an eingeräumt hatten, obwohl sie es versäumten, sie angemessen zu betonen. Zum Beispiel bestanden die Theoretiker darauf, dass die Kurse nur bei perfekter Liquidität effizient sein können. Ein Verkäufer, der eine Aktie zum effizienten Preis anbietet, sollte immer einen Käufer finden können. Ansonsten müsste er ja einen Preisabschlag anbieten, wodurch der Preis unter das effiziente Niveau sinken würde. Aber in den 1970er- und 1980er-Jahren konnte ein großer Pensionsfonds, der einen großen Aktienblock abstoßen wollte, keinen Käufer finden, ohne einen Kursabschlag anzubieten. Michael Steinhardt verdiente sein Vermögen, indem er diese Kursabschläge systematisch ausnutzte. Eine eher unbedeutende Fußnote in der Sichtweise des effizienten Markts wurde zur Basis einer Hedgefonds-Legende.

Die tatsächlichen Vorteile von Hedgefonds werden häufig durch die Aussagen ihrer Chefs verdeckt. Die Titanen erscheinen oft wie geheimnisvolle Genies: Sie haben enorme Renditen erzielt, können aber nicht erklären, wie sie das geschafft haben.⁵ Die vielleicht extremste Version

dieses Problems stellte der junge Paul Tudor Jones dar. Bis heute behauptet Jones, er habe den Crash von 1987 antizipiert, weil sein Kollege Peter Borish, der rote Hosenträger trug und knapp über 20 Jahre alt war, den Markt der 1980er-Jahre mit den Charts vor dem Crash von 1929 verglichen hatte. Als er sah, dass beide Linien gleich aussahen, war Jones klar, dass der Markt einbrechen würde. Aber diese Erklärung für Jones' brillantes Timing ist – gelinde gesagt – nicht adäquat. Erstens gab Borish zu, die Daten manipuliert zu haben.⁶ Zweitens prognostizierte er, der Crash werde im Frühjahr 1988 stattfinden. Hätte sich Jones an Borishs Ratschlag gehalten, dann wären seine Börsenengagements beim Crash im Oktober ausgelöscht worden. Kurz gesagt: Jones hatte aus Gründen Erfolg, die wir später noch erörtern werden, aber nicht aus den Gründen, die er selbst nannte. Die Lehre daraus: Ein Genie versteht sich manchmal selbst nicht – und das ist eine Lektion, die sich nicht auf den Finanzbereich beschränkt. Der legendäre Tennistrainer Vic Braden beklagte sich einmal: »Bei allen unseren Forschungen mit Spitzenspielern haben wir keinen einzigen gefunden, der immer weiß und erklären kann, was er tut. Sie geben zu verschiedenen Zeitpunkten verschiedene Antworten oder ihre Antworten ergeben einfach keinen Sinn.«⁷

Seit den 1980er-Jahren sind Finanzakademiker immer mehr zu der Erkenntnis gelangt, dass Märkte gar nicht so effizient sind, wie man zuvor geglaubt hatte. Manchmal waren ihre Meinungsänderungen einfach perfekt. Ein junger Wirtschaftswissenschaftler namens Scott Erwin besorgte sich von einer kleinen Firma in Indianapolis eine besonders detaillierte Auflistung der Preise an den Rohstoffmärkten. Nach einer sorgfältigen Analyse verkündete er, dass sich die Preise in Trends bewegten – die Veränderungen waren also nicht zufällig. Er wusste offenbar nicht, dass fast 20 Jahre

zuvor einer der ersten Hedgefonds mit dem Namen Commodities Corporation die gleichen Daten analysiert hatte, zur selben Schlussfolgerung gelangt war und einen Computer programmiert hatte, um entsprechend zu traden. Zwischenzeitlich mussten andere Forscher einräumen, dass die Märkte nicht uneingeschränkt liquide sind, was man schon lange zuvor entdeckt hatte, und dass Investoren nicht absolut rational agieren, was für Hedgefonds-Trader eine Binsenweisheit war. Der Crash von 1987 unterstrich diese Zweifel: Wenn sich der Börsenwert aller amerikanischen Unternehmen an einem einzigen Tag um ein Fünftel verändern konnte, dann war es schwer, zu glauben, dass die Bewertung besonderen Respekt verdiene. »Wäre die Theorie vom effizienten Markt ein börsennotiertes Wertpapier, dann wäre ihr Kurs enorm volatil«, spotteten die Harvard-Ökonomen Andrei Shleifer und Lawrence Summers 1990. Aber die Aktie der Theorie vom effizienten Markt – zumindest in der herkömmlichen Definition – ist zusammen mit dem Rest des Markts am 19. Oktober 1987 zusammengebrochen.«⁸

Die Erkenntnisse über die Grenzen der Markteffizienz wirkten sich massiv auf die Hedgefonds aus. Zuvor war die vorherrschende akademische Meinung, dass diese Fonds scheitern würden. Danach standen die Akademiker Schlange, um in Hedgefonds zu investieren. Wenn die Märkte nicht effizient waren, dann konnte man Geld verdienen. Und die Finanzprofessoren sahen keinen Grund, warum sie nicht diejenigen sein sollten, die davon profitieren. Cliff Asness war recht typisch für diese neue Bewegung. Er hatte an der School of Business der University of Chicago studiert; sein Doktorvater war Eugene Fama, einer der Begründer der Theorie vom effizienten Markt. Aber 1988, als Asness nach Chicago kam, stand Fama an der Spitze einer Gegenbewegung: Zusammen mit seinem

jüngeren Kollegen Kenneth French entdeckte Fama nicht zufallsbedingte Marktmuster, die sich für Trader als lukrativ erweisen konnten. Asness schrieb Beiträge für die Veröffentlichungen der beiden Forscher, dann machte er sich auf an die Wall Street und gründete schon bald seinen Hedgefonds. Auf ähnliche Weise wurden die Nobelpreisträger Myron Scholes und Robert Merton, deren Formel zur Optionspreisbewertung aus der Schule vom effizienten Markt erwachsen war, zu Verantwortlichen des Hedgefonds Long-Term Capital Management. Andrei Shleifer, der Harvard-Ökonom, der die Theorie vom effizienten Markt mit einer einbrechenden Aktie verglichen hatte, war zusammen mit zwei weiteren Finanzprofessoren Mitbegründer einer Investmentfirma namens LSC. Sein Mitautor Lawrence Summers vollzog die größte Veränderung: Früher Präsident von Harvard und Wirtschaftsberater von Präsident Obama – heuerte er nun beim quantitativen Hedgefonds D. E. Shaw an.⁹

Der stärkste Effekt des neuen Konsenses, dass die Märkte nicht effizient sind, war aber nicht der Andrang der Akademiker auf die Hedgefonds. Institutionelle Investoren hatten nun freie Hand, diesen Fonds enorme Mengen an Kapital anzuvertrauen. Auch in dieser Hinsicht waren die Jahre nach 1987 ein Wendepunkt. Zuvor war das meiste Geld der Hedgefonds von reichen Privatanlegern gekommen, die wahrscheinlich die akademische Warnung nicht registriert hatten, es sei unmöglich, besser abzuschneiden als der Markt. Danach kam das meiste Geld der Hedgefonds von Stiftungen, denen ihre gelehrten Berater mitgeteilt hatten, man könne den Markt schlagen – und die daran teilhaben wollten. Die neue Bewegung wurde angeführt von David Swensen, dem Chef der Yale-Stiftung, der sich auf zwei Dinge konzentrierte: Wenn es an den Märkten systematische Muster von der Art gab, wie sie

French, Fama und andere identifiziert hatten, dann konnten Hedgefonds auf systematische Weise davon profitieren: Es gab Strategien, von denen man ein gutes Abschneiden erwartete, und man konnte sie im Voraus identifizieren. Außerdem wären die Gewinne aus diesen Strategien nicht nur für sich selbst genommen gut. Durch die Magie der Diversifizierung konnten sie auch das Gesamtrisiko einer Stiftung reduzieren. Und Swensen tätigte in der Tat stark diversifizierte Investitionen: 2002 investierte sein verwegener Fonds von der Westküste in Indonesien und kaufte die größte Bank des Landes, wobei er sich nicht von der Tatsache abschrecken ließ, dass der Zusammenbruch der Währung, eine politische Revolution und islamistischer Extremismus die meisten westlichen Investoren aus dem Land getrieben hatten. Dem Beispiel Swensens folgend pumpen Stiftungen seit den 1990er-Jahren Geld in Hedgefonds – auf der Suche nach den unkorrelierten Renditen, welche die Stiftungsgurus »Alpha« nannten.

Die neue Sichtweise der ineffizienten Märkte bürdete den Hedgefonds auch eine soziale Funktion auf. Das war das Letzte, was sie sich gewünscht hatten. Sie hatten sich vor allem zu einem Zweck auf das Alpha-Spiel eingelassen – sie wollten Geld verdienen. Aber wenn es ein Alpha gab, weil die Märkte ineffizient waren, dann folgte daraus, dass Ersparnisse auf irrationale Art und Weise investiert worden waren. Zum Beispiel besagten die Studien von Fama und French, dass die wenig glamourösen »Value«-Aktien im Vergleich zu den allgemein gepriesenen »Wachstums«-Aktien unterbewertet waren. Das bedeutete, dass den soliden und biedereren Firmen Kapital zu teuer und ihren glanzvolleren Rivalen zu billig zur Verfügung gestellt wurde. Das war eine Verschwendung von Wachstumschancen. Auf ähnliche Weise zeigten die Kursabschläge bei Aktiengeschäften mit hohem Volumen, dass sich die Kurse auch dort kapriziös verhalten können, wo dies wenig

Beachtung findet. Das erhöhte das Risiko für die Investoren, die dann wiederum höhere Prämien von denen verlangten, die ihr Kapital nutzten. Es war die Funktion der Hedgefonds, solche Ineffizienzen zu korrigieren. Indem er Value-Aktien kaufte und Wachstumsaktien leerverkaufte, trug Cliff Asness seinen Teil dazu bei, die ungesunde Benachteiligung der soliden, eher biedereren Firmen zu reduzieren. Indem er Ford-Aktien kaufte, nachdem sie nach einem umfangreichen Verkaufsauftrag unlogischerweise abgesackt waren, stellte Michael Steinhardt sicher, dass die Großmutter mit ein paar Ford-Aktien im Depot immer damit rechnen konnte, einen fairen Preis für sie zu erzielen. Statistik-Arbitrageure wie Jim Simons und David Shaw übertrugen Steinhardts Kunst in ein Computerprogramm und führten seine Mission damit auf ein höheres Niveau. Je mehr Märkte man effizient gestalten konnte, desto mehr Kapital würde man der produktivsten Nutzung zuführen. Je weniger Kurse außer Rand und Band gerieten, desto geringer war vermutlich das Risiko finanzieller Spekulationsblasen – und somit auch das Risiko scharfer, destabilisierender Korrekturen. Durch die Glättung der Verrücktheiten im Marktgeschehen trugen Hedgefonds zu dem bei, was Wirtschaftswissenschaftler den »großen Ausgleich« nannten.

Aber die Hedgefonds warfen auch eine beunruhigende Frage auf: Falls die Märkte zu wilden Spekulationsblasen und Zusammenbrüchen neigten, würden die wildesten Marktteilnehmer die Turbulenzen dann nicht noch verrückter machen? 1994 verkündete die US-Notenbank eine winzige Anhebung der Kurzfristzinsen um einen Viertelprozentpunkt – und der Anleihenmarkt spielte daraufhin verrückt. Hedgefonds, die Leverage einsetzten, waren durch diese Entscheidung auf dem falschen Fuß erwischt worden und begannen, ihre Positionen im großen Stil glattzustellen. Als Drohung zukünftiger Paniken an den Finanzmärkten verbreiteten sich die Turbulenzen von den USA bis nach

Japan, Europa und in die Emerging Markets. Einige Hedgefonds gingen unter und für ein paar Stunden sah es sogar so aus, als sollte die Großbank Bankers Trust mit ihnen in den Abwärtsstrudel gezogen werden. Als ob diese Warnung noch nicht gereicht hätte, sah die Welt vier Jahre später eine weitere Pleite in der Branche, als Long-Term Capital Management (LTCM) und die Nobelpreisträger im Management dieses Fonds Bankrott machten. Erschreckt von dem Gedanken, dass eine chaotische Pleite auch den Bankrott von Lehman Brothers verursachen und zu einem Dominoeffekt führen könnte, gerieten die Regulierer in Panik und beeilten sich, die Beerdigung von LTCM zu verwalten. Gleichzeitig richteten Hedgefonds Schaden an, was die Wechselkurspolitik in Europa und Asien betraf. Nach der Asien-Krise klagte Mahatmir Mohamad, Premierminister von Malaysia: »Alle diese Länder haben 40 Jahre lang ihre Volkswirtschaften aufgebaut – und dann kommt ein Trottel wie Soros mit viel Geld zum Spekulieren daher und ruiniert alles.«¹⁰

Aus all diesen Gründen gab es am Beginn des 21. Jahrhunderts zwei gegensätzliche Meinungen über Hedgefonds. Manchmal wurden die Fonds als stabilisierende Helden gefeiert, die ineffiziente Kurse wieder auf die richtige Linie zwangen. Manchmal wurden sie auch als die schwachen Glieder beschimpft, deren eigene Instabilität oder rücksichtslose Aggression die Weltwirtschaft bedrohten. Letztlich ging es um den von A. W. Jones so hochgeschätzten Einsatz von Fremdkapital (Leverage) – oder besser gesagt: um eine wesentlich erweiterte Version dieses Faktors. Leverage gab den Hedgefonds die nötige Munition, um umfangreichere Trades durchführen und die Kurse somit effizienter und stabiler machen zu können. Aber Leverage machte Hedgefonds auch anfälliger für Schocks: Wenn ihre Trades gegen sie liefen, konnte ihre dünne

Kapitaldecke blitzschnell verbrennen. Das zwang sie dazu, Positionen schnell abzustoßen, was die Kurse wiederum *destabilisierte*.¹¹ Nach dem Kursverfall am Anleihenmarkt 1994 und der Pleite von Long-Term Capital Management 1998 befanden sich die beiden konkurrierenden Ansichten über Hedgefonds in einer Pattsituation. In den USA und Großbritannien betonte man vor allem die stabilisierenden Funktionen von Hedgefonds. Anderswo beachtete man eher deren destabilisierende Auswirkungen in Paniksituationen. Fast schon komisch: Die Länder, die Hedgefonds am positivsten sahen, waren auch diejenigen, in denen diese Fonds ihren Sitz hatten.

Dann kam die Krise von 2007 bis 2009 und jedes Urteil über finanzielle Themen wurde hinterfragt. Die Börsenturbulenzen der 1990er-Jahre konnte man als akzeptablen Preis für die Vorteile eines ausgefeilten und gehebelten Finanzsystems interpretieren, aber die Umwälzungen von 2007 bis 2009 lösten die schlimmste Rezession seit den 1930er-Jahren aus. Natürlich wurden auch Hedgefonds in die Panik verstrickt. Im Juli platzte ein Kredit-Hedgefonds namens Sowood. Im folgenden Monat versuchten etwa ein Dutzend quantitativer Hedgefonds gleichzeitig, ihre Positionen zu liquidieren, was wilde Schwankungen an den Aktienmärkten und Verluste in Milliardenhöhe verursachte. Das folgende Jahr verlief noch wesentlich brutaler. Lehman Brothers brach zusammen und in der Konkursmasse dieser Bank gab es Kapital einiger Hedgefonds. Die daraus resultierenden Turbulenzen führten bei den meisten anderen Hedgefonds zu Verlusten. Sie benötigten Fremdkapital, aber in den Wochen nach der Lehman-Pleite verlieh niemand Geld. Hedgefonds hatten ihre Strategien auf Leerverkäufe aufgebaut, aber nach der Lehman-Panik verfügten manche Regierungen in dieser Hinsicht einige unbeholfene Einschränkungen. Hedgefonds

waren auf die Geduld ihrer Investoren angewiesen, die ihr Geld jederzeit kurzfristig abziehen konnten. Aber mit der Geduld war es sehr schnell vorbei, als die Märkte in einen Abwärtsstrudel gerieten. Die Investoren verlangten ihr Geld zurück und einige Fonds führten diesbezüglich zeitliche Restriktionen ein. War damit erwiesen, dass die Risiken von Hedgefonds ihre Vorteile überwogen? Sie hatten eben nicht die »große Mäßigung« erreicht, sondern die »große Katastrophe« mit verursacht.

Diese Schlussfolgerung mag zwar naheliegend sein, aber sie ist fast mit Sicherheit falsch. Die Katastrophe hat in der Tat bewiesen, dass das Finanzsystem kaputt ist, aber sie hat eigentlich nicht gezeigt, dass Hedgefonds dabei das Problem sind. Zunächst hat sie demonstriert, dass die Zentralbanken die Volkswirtschaften vielleicht auf eine neue Art und Weise steuern müssen. Statt sich auf die Verbraucherpreisinflation zu konzentrieren und die Inflation bei Vermögensgegenständen zu ignorieren, müssen sie versuchen, die Luft aus Spekulationsblasen zu lassen. Diese Lektion liegt seit den ersten Hedgefonds-Pleiten 1994 nahe. Hätte die Fed Mitte der 2000er-Jahre den Einsatz von Fremdkapital eingeschränkt und die Zinsen erhöht, dann hätte es später weniger Verrücktheiten gegeben. Die amerikanischen Haushalte hätten ihre Verschuldung nicht von 66 Prozent des Bruttoinlandsprodukts auf 100 Prozent zehn Jahre später erhöht. Immobilienfinanzierungsfirmen hätten nicht so viele Hypotheken verkauft, ohne sich um die Bonität der Schuldner zu kümmern. Fannie Mae und Freddie Mac, die beiden halbstaatlichen Immobilienfinanzierer, wären sehr wahrscheinlich nicht zusammengebrochen und hätten sich nicht in die Arme der Regierung flüchten müssen. Geschäftsbanken wie Citigroup und Investmentbanken wie Merrill Lynch hätten sich nicht so gierig auf durch Hypotheken abgesicherte Wertpapiere gestürzt, die sich schließlich als wertlos erwiesen, und dabei

ihr Kapital verschwendet. Die Fed ermöglichte diesen Verschuldungsrausch, weil sie sich entschlossen auf die Inflation der Verbraucherpreise konzentrierte und glaubte, Spekulationsblasen problemlos ignorieren zu können. Das Gemetzel von 2007 bis 2009 hat gezeigt, wie falsch diese Einschätzung war. Da es die Möglichkeit gab, Kredite fast zum Nullzins aufzunehmen, verschuldeten sich die Leute hemmungslos.

Zudem hat die Krise gezeigt, dass Finanzfirmen mit nicht funktionierenden finanziellen Anreizen belastet sind. Das deutlichste Problem ist »Too Big to Fail« – also Unternehmen, die zu wichtig sind, als dass man sie scheitern lassen könnte. Die Giganten der Wall Street überladen sich mit Risiken, weil sie fest davon ausgehen, dass die Steuerzahler sie notfalls retten werden. Andere Marktteilnehmer schließen sich dieser Ruchlosigkeit bereitwillig an, weil sie ebenfalls an die Unterstützung durch die Regierung glauben. Aber dieses Problem gibt es hauptsächlich bei denjenigen Institutionen, die tatsächlich von der Regierung gerettet worden sind: Geschäftsbanken wie Citigroup, frühere Investmentbanken wie Goldman Sachs oder Morgan Stanley, Versicherer wie AIG, die Geldmarktfonds, die auf dem Höhepunkt der Krise eine Notgarantie der Regierung erhielten. Im Gegensatz dazu schafften es die Hedgefonds ohne direkte Unterstützung der Steuerzahler durch die Krise: Es gibt keinen Präzedenzfall, der dafür spräche, dass die Regierung hinter ihnen steht. Sogar als Long-Term Capital 1998 kollabierte, überwachte die Regierung zwar die Beerdigung dieses Fonds, stellte aber kein Geld zur Verfügung, um seine Verluste abzudecken. Irgendwann in der Zukunft könnte sich auch ein aufgeblähter Hedgefonds als »Too Big to Fail« erweisen – und darum sollten die größten Hedgefonds sowie diejenigen mit dem höchsten Leverage reguliert werden. Aber die große Mehrheit der Hedgefonds ist zu klein, um für das Finanzsystem in seiner

Gesamtheit eine Bedrohung darzustellen. Sie können auf sichere Weise scheitern, auch wenn sie vor dem Scheitern nicht sicher sind.¹²

Der andere zweifelhafte Anreiz im Finanzwesen betrifft die Gehaltspakete der Händler. Wenn die Händler enorme Risiken eingehen, verdienen sie ein Vermögen, falls sie richtigliegen. Aber wenn sie falschliegen, erleiden sie keine vergleichbaren Strafen. Die Gewinnbeteiligungen und Boni schrumpfen zwar, aber sie geraten nicht in den negativen Bereich. Auch dieses Problem – »Bei Kopf gewinne ich, bei Zahl verlierst du« – stellt sich bei Banken in schärferer Form dar als bei Hedgefonds. Bei Hedgefonds gibt es in aller Regel »High Water Marks«: Wenn sie in einem bestimmten Jahr Geld verlieren, berechnen sie reduzierte oder eventuell auch gar keine Gewinnbeteiligungen, bis die Verluste wieder aufgeholt sind. Die Chefs von Hedgefonds investieren in der Regel auch ihr eigenes Geld in ihre Fonds. Sie spekulieren also mit Kapital, das ihnen zumindest teilweise selbst gehört – ein sehr wirksamer Anreiz, Verluste zu vermeiden. Im Gegensatz dazu gibt es bei den Händlern der Banken allgemein weniger Beschränkungen. Sie setzen einfach das Geld anderer Leute aufs Spiel. Daher ist es vielleicht keine Überraschung, dass ein typischer Hedgefonds bei der Anwendung von Leverage wesentlich vorsichtiger agiert als eine typische Bank. Im Schnitt leiht sich ein Hedgefonds nur den Gegenwert oder das Doppelte des Kapitals seiner Investoren. Sogar diejenigen Fonds, denen man sehr hohen Leverage nachsagt, leihen sich meist weniger als das Zehnfache. Dagegen arbeiteten Investmentbanken wie Goldman Sachs oder Lehman Brothers vor der Krise mit dem 30-Fachen des eigenen Kapitals. Und nach manchen Maßstäben lag der Leverage bei Banken wie Citigroup sogar noch höher.¹³

Schon die Struktur der Hedgefonds fördert eine geradezu paranoide Disziplin. Banken sind in aller Regel etablierte Institutionen mit selbstzufriedenen Chefs. Hedgefonds sind im Allgemeinen instabile neue Unternehmungen, deren Chefs kein Problem damit haben, die ganze Nacht wach zu bleiben, um zu überprüfen, ob ein bestimmtes Geschäft geklappt hat. Banken sammeln mithilfe staatlich garantierter Absicherungen ihrer Einlagen die Ersparnisse der Bürger ein. Hedgefonds müssen beweisen, dass sie Risiken managen können, ehe Kunden ihnen ihr Geld anvertrauen. Banken wissen: Wenn sie eine Liquiditätskrise erleiden, haben sie Zugang zu Notfallkrediten der Zentralbank; also haben sie kein Problem damit, massiv auf kurzfristige Ausleihungen zu setzen. Hedgefonds haben kein vergleichbares Sicherheitsnetz und daher werden sie immer zögerlicher, was kurzfristige Kredite betrifft. Die Banken stehen auf dem Standpunkt, alles sei in Ordnung, solange die Schuldner ihre Kredite zurückzahlen. Hedgefonds richten ihre Portfolios nach den Marktgegebenheiten aus. Das bedeutet: Schon leichte Anzeichen dafür, dass die Schuldner in Zukunft Probleme haben werden, können die Gewinne des Hedgefonds unmittelbar beeinflussen.¹⁴ Die Investitionen der Banken werden oft von der Frage beeinflusst, welche Gebühren sie dafür einstreichen können. Hedgefonds leben (und sterben) von der Performance ihrer Investitionen; also sind sie weniger abgelenkt oder konfliktbeladen. Aus all diesen Gründen sollte eine Definition der Hedgefonds ihre Unabhängigkeit betonen. Sogenannten Hedgefonds, die in Wahrheit Tochterunternehmen von Banken sind, fehlen die Paranoia und die Konzentration, die echten Hedgefonds ihren ganz speziellen Charakter verleihen.

Als ich Anfang 2010 mit der Arbeit an diesem Buch fertig wurde, schienen die Regulierer fest dazu entschlossen, scharf gegen die Finanzbranche vorzugehen. Größtenteils

war dies auch berechtigt; auf dem Höhepunkt ihrer Entwicklung beanspruchten die Finanzunternehmen mehr Kapital als angemessen und gingen Risiken ein, welche die Steuerzahler teuer zu stehen kamen. Aber die Kritiker der Wall Street sollten einen Moment nachdenken, ehe sie die Hedgefonds gleichermaßen anprangern. Wer wird Risiken letztlich besser analysieren und managen? Geschäftsbanken und Investmentbanken, die entweder pleitegehen oder von der Regierung gerettet werden? Fondsunternehmen, die Geldmarktprodukte verscherbeln, denen die Regierung einen Riegel verschieben musste? Und welche Art von Zukunft bevorzugen die Kritiker: Eine, in der die Risiken in gigantischen Banken konzentriert sind, für die letztlich die Steuerzahler einstehen müssen – oder eine Zukunft, in der die Risiken auf kleinere Hedgefonds verteilt sind, die nicht darauf hoffen können, von der Regierung gerettet zu werden? Die Krise hat den moralischen Konflikt im Kern der Finanzbranche offengelegt: Die geretteten Banken können erwarten, dass sie immer wieder aufgefangen werden, wenn sie eigentlich pleite wären. Daher gibt es für sie nur geringe Anreize, exzessive Risiken zu meiden, was eine Pleite nur zu wahrscheinlich macht. Der Kapitalismus funktioniert nur dann, wenn die Institutionen dazu gezwungen werden, die Folgen der von ihnen eingegangenen Risiken auch tatsächlich zu schultern. Wenn Banken Gewinne einstreichen, die Kosten ihrer Fehler aber auf andere verteilen können, ist das Scheitern so gut wie sicher.

Wenn die Politiker ernsthaft aus der Krise zwischen 2007 und 2009 lernen wollen, müssen sie den Finanz-Supermärkten mit ihren wirren und einander überlappenden Gewinnzielen Einhalt gebieten und konzentrierte, kleinere Anbieter fördern, die je nach Qualität ihres Risikomanagements gedeihen oder untergehen. Sie müssen Kapital aus von den Steuerzahlern finanzierten Institutionen zu solchen verlagern, die auf eigenen Füßen stehen. Sie

müssen Institutionen schrumpfen lassen, die zu groß sind, um zu scheitern, und solche bevorzugen, die klein genug sind, um pleitegehen zu können. Die Geschichte von A. W. Jones und seinen Nachfolgern zeigt, dass eine partielle Alternative zu den Bank-Supermärkten bereits existiert. Die Zukunft des Finanzwesens liegt in der Geschichte der Hedgefonds – und zwar in überraschendem und bisher noch nicht erkanntem Ausmaß.

1. BIG DADDY

Als sich das zweite goldene Zeitalter Amerikas dem Ende zuneigte und der erste Finanzcrash des 21. Jahrhunderts bevorstand, erwiesen sich die Manager einiger Dutzend Hedgefonds als inoffizielle Könige des Kapitalismus. Die Globalisierung führte zu noch nie da gewesenem Wohlstand; dieser Wohlstand schuf teilweise enormen Reichtum. Und dieser Reichtum wurde in ruhigen Fonds geparkt, deren Manager kräftig profitierten. Allein in den drei Jahren von 2003 bis 2006 verdoppelte sich das Kapital der 100 größten Hedgefonds auf 1 Billion Dollar¹ – genug, um alle an der Börse Shanghai gelisteten Aktien oder die jährliche Wirtschaftsleistung Kanadas aufzukaufen. Niemand zweifelte daran, dass dieses Hedgefonds-Phänomen neu, noch nie da gewesen und ein Symbol der damaligen Ära war. Ein Zeitschriftenautor erklärte: »Es ist der große Traum an der Wall Street geworden, einen Hedgefonds mit einem Kapital von einigen hundert Millionen Dollar zu führen und dabei zweistellige Millionenbeträge für sich selbst einzustreichen.«² Ein anderer schrieb: »Hedgefonds sind der letzte Schrei auf dem heutigen Markt – das logische Extrem des protzigen Erfolgskults.«³

Aber Hedgefonds sind nicht neu. Es gab sie auch früher schon. Die erste oben zitierte Zeile stammt aus einem 2004 im *New York Magazine* veröffentlichten Artikel. Die zweite