

**Sebastian Mallaby**

**MEHR  
GELD  
ALS  
GOTT**

Hedgefonds und ihre Allmachtsfantasien

FinanzBuch Verlag

## 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.<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup>

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 ließ 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 Aktienmarkt Bewegungen. 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.

# 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 gewesenen 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 Dollar<sup>1</sup> – 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.«<sup>2</sup> Ein anderer schrieb: »Hedgefonds sind der letzte Schrei auf dem heutigen Markt – das logische Extrem des protzigen Erfolgskults.«<sup>3</sup>

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 stammt aus einem bemerkenswert ähnlichen Artikel im *New York Magazine*, der allerdings vier Jahrzehnte früher veröffentlicht wurde. Der Artikel von 2004 betonte, dass Hedgefonds-Manager »die Richtung des Markts 22 Tage hintereinander korrekt prognostizieren« können. In der Version von 1968 ging es um »den Hedgefonds-Typ, der *sieben* Wochen lang einen Gewinn von 20 Prozent pro Woche auf sein Kapital« erzielt hatte. Der Artikel von 2004 klagte über Hedgefonds, die »nicht nur arrogant und isoliert, sondern auch noch heimlich« agierten. In der Version von 1968 hieß es mürrisch, die »Menschen in

der Hedgefonds-Branche« sprächen »nur zögerlich über ihre Erfolge«. Hätten sich die Hedgefonds-Manager als die Stars des neuen Jahrhunderts erwiesen – hätten sie also die Unternehmensaufkäufer-Barone der 1980er-Jahre und die Dotcom-Magier der 1990er-Jahre abgelöst –, dann sollte man sich daran erinnern, dass sie auch schon die Stars einer früheren Ära waren. In einem bekannten Bericht über den Boom der 1960er-Jahre heißt es: »Ein Hedgefonds-Manager kann sich vom Markt entfernen und dennoch wissen, wo dessen Rhythmus und sein eigener Rhythmus miteinander im Einklang sind.« *»Wenn man wirklich weiß, was vor sich geht, muss man nicht einmal wissen, was vor sich geht, um zu wissen, was vor sich geht ... Man kann die Schlagzeilen ignorieren, weil man sie schon vor Monaten antizipiert hat.«*<sup>4</sup>

Die größte Legende der ersten Hedgefonds-Ära war Alfred Winslow Jones, der Gründervater, von dem bereits die Rede war. Im *New York Magazine* wurde er 1968 als »Big Daddy« der Branche beschrieben. Allerdings war er ein sehr untypischer Wall-Street-Patriarch. Wie viele der Hedgefonds-Titanen späterer Zeiten veränderte er die Finanzbranche und hielt sich dennoch in gewisser Weise von ihr fern. 1949, als Jones seinen »abgesicherten Fonds« erfand, wurde der Berufsstand der Vermögensverwalter von steifen, konservativen Typen dominiert, die man bezeichnenderweise »Treuhänder« nannte. Ihre Aufgabe bestand lediglich darin, das Kapital zu bewahren, statt es zu mehren. Die führenden Unternehmen der Branche trugen Namen wie Fidelity und Prudential – und sie verhielten sich auch so. Der Autor John Brooks beschrieb einen guten Treuhänder wie folgt: »Er ist ein Muster unnahbarer Ehrlichkeit und Nüchternheit. Sein weißes Haar ist streng, aber auch nicht zu streng gescheitelt – und seine blauen Yankee-Augen zwinkern niemals.«<sup>5</sup> Aber Jones war aus völlig anderem Holz geschnitzt. Als er sich dem Finanzbereich zuwandte, hatte er bereits rastlos mit anderen Karrieren experimentiert. Er pflegte Freundschaften zu Schriftstellern und Künstlern, die nicht alle ständig nüchtern waren. Und obwohl er der Begründer der hyperkapitalistischen Hedgefonds werden sollte, hatte er in seiner Jugend heftig mit dem Marxismus sympathisiert.

Jones wurde in der neunten Stunde des neunten Tages des neunten Monats des Jahres 1900 geboren – eine Tatsache, mit der er noch viele Jahre später seine Familie langweilte.<sup>6</sup> Er war der Sohn eines Amerikaners, der die Geschäfte von General Electric in Australien leitete. Nach einer Familienlegende besaßen die Jones das erste Auto in Australien. Ein Familienfoto aus dieser Zeit zeigt den dreijährigen Alfred, der eine weiße Matrosenmütze und eine weiße Jacke trägt. Neben ihm sitzt seine Mutter mit einem aufwendigen, federgeschmückten Hut. Nachdem die Familie zum Stammsitz von GE in Schenectady, New York, zurückgekehrt war, ging Alfred dort zur Schule und studierte, der Familientradition folgend, in Harvard. Aber als er 1923 sein Studium abgeschlossen hatte, wusste er nicht, was er tun sollte. Ihm gefiel keiner der typischen offensichtlichen Karrierewege für einen begabten Absolventen einer Elite-Universität. Allmählich begann das Jazz-Zeitalter. F. Scott Fitzgerald beschrieb die ziellosen Antihelden in seinem Roman *Der große Gatsby*: schlank, groß gewachsen, mit weichen Gesichtszügen und dichtem Haarwuchs. Jones hätte problemlos in Fitzgeralds Welt gepasst. Aber Jones hatte andere Pläne für sein Leben. Er hatte die Wanderlust seines Vaters geerbt und heuerte als Zahlmeister auf einem Trampdampfer an, wo er ein Jahr damit verbrachte, in der ganzen Welt herumzureisen. Später nahm er einen Job in der Exportbranche und dann einen als Statistiker bei einem Investmentberater an. Nachdem er noch eine ganze Weile ziellos gelebt hatte, absolvierte er die Prüfung für den Auslandsdienst und erhielt eine Anstellung im Außenministerium.<sup>7</sup>

Jones wurde sofort als Vizekonsul der USA nach Berlin versetzt und kam im Dezember 1930 dort an. Die Wirtschaft Deutschlands befand sich im freien Fall: Die Produktion war in diesem Jahr um 8 Prozent geschrumpft und es gab 4,5 Millionen Arbeitslose. Bei den Wahlen drei Monate zuvor hatte die kaum bekannte nationalsozialistische Partei von der im Volk verbreiteten Wut profitiert und 107 Sitze im Reichstag erreicht.<sup>8</sup> Jones' Aufgaben brachten ihn in unmittelbaren Kontakt mit den Problemen Deutschlands. Er verfasste zwei Studien über die Lebensbedingungen der deutschen Arbeiter. Eine befasste sich mit deren Zugang zu Nahrungsmitteln, die andere mit der Wohnsituation. Seine Beziehung zu Deutschland wurde intensiver, als er Anna Block kennenlernte, eine sozialistische Ak-

tivistin gegen die Herrschaft der Nazis. Anna war die Tochter einer jüdischen Bankiersfamilie – attraktiv, kokett und wohlhabend. Für eine Weile entkam sie der Entdeckung durch die Nazis, indem sie ihre Aktionen von der Geburtsabteilung einer Berliner Klinik aus durchführte. Jahre später, als sie in Paris für die Widerstandsbewegung tätig war, wettete sie darauf, dass sie sich nur mit einer Pappschachtel als Gepäck im besten Hotel von London einmieten könne. Als Jones Anna 1931 kennenlernte, arbeitete sie für eine Gruppe, die sich als Leninistische Organisation bezeichnete, und war darauf aus, ihren dritten Ehemann zu finden. Jones war fasziniert von Annas Mischung aus sozialistischem Engagement und großbürgerlichem Charme. In persönlicher und politischer Hinsicht wurde er zu ihrem Erfüllungsgehilfen.<sup>9</sup>

Jones heiratete Anna heimlich, aber diese Verbindung wurde von seinen Kollegen in der Botschaft schnell entdeckt. Dieser Bruch führte zu seinem Abschied aus dem auswärtigen Dienst im Mai 1932, nur anderthalb Jahre nach seinem Eintritt. Aber dies war nicht das Ende seiner Verbindung zu Deutschland. Im Herbst 1932 kehrte er unter dem Pseudonym »Richard Frost« nach Berlin zurück und arbeitete heimlich für die Leninistische Organisation.<sup>10</sup> Im folgenden Jahr vertrat er die Gruppe in London, wobei er den Decknamen »H. B. Wood« annahm und versuchte, die britische Labour Party, die pazifistisch gesinnt war, davon zu überzeugen, dass militärische Aktionen gegen Hitler erforderlich seien. Den britischen Behörden wurden Jones' Aktivitäten allmählich verdächtig; vor allem als sie erfuhren, dass er die marxistische Arbeiterschule in Berlin besucht hatte, die unter der Verwaltung der deutschen kommunistischen Partei stand. Ein Offizieller des Außenministeriums schrieb in einer Antwort auf eine dringende Anfrage aus London<sup>11</sup>: »Es ist bekannt, dass Mr. Jones während seiner Tätigkeit im auswärtigen Dienst Interesse für den Kommunismus gezeigt hat.«

Der deutsche Widerstand gegen Hitler erwies sich eher als romantisch denn als praktisch wirksam. Dasselbe hätte man auch über Jones' Beziehung zu Anna sagen können. Das Paar ließ sich nach wenigen Monaten scheiden und Jones ging 1934 von London nach New York. Dort schrieb er sich als Student der Soziologie an der Columbia University ein und hei-

ratete Mary Elisabeth Carter, ein Mädchen aus der Mittelschicht, deren Eltern eine Plantage in Virginia hatten.<sup>12</sup> Jones' Leben schien nun in konventionellen Bahnen zu verlaufen, aber der Wechsel war nicht vollständig. Er erhielt seine Verbindungen zu linken Gruppierungen in Deutschland in den 1930er- und in den frühen 1940er-Jahren aufrecht. Und möglicherweise war er auch in Operationen des amerikanischen Geheimdienstes involviert.<sup>13</sup> Nach seiner Heirat mit Mary brach er 1937 zu einer Hochzeitsreise in das vom Krieg zerrissene Spanien auf.<sup>14</sup> Die frisch Verheirateten reisten per Anhalter mit der Schriftstellerin Dorothy Parker bis an die Front. Dort trafen sie Ernest Hemingway, der sie zu einer Flasche Scotch Whisky einlud.

**Die Auflösung Europas, deren Zeuge** Jones zunächst in Deutschland und dann in Spanien wurde, war eine Extremversion der Turbulenzen in seinem eigenen Land. Das in *Der große Gatsby* geschilderte Amerika war von dem verdrängt worden, was John Steinbeck in *Früchte des Zorns* schilderte; das Jazz-Zeitalter war der Depression gewichen. An der Wall Street folgte in den frühen 1930er-Jahren eine Reihe von Kurseinbrüchen auf den Crash vom Oktober 1929. Investoren flohen scharenweise aus dem Markt, in den früher so geschäftigen Brokerbüros wurde es ruhig. Es hieß, dass man durch die berühmten Straßen in der Nähe der Börse spazieren konnte, ohne aus den offenen Fenstern etwas anderes zu hören als das Klackern von Backgammon-Würfeln.<sup>15</sup> Das Erstaunliche an Jones ist allerdings, dass er nach den Erfahrungen mit der politischen Linken im Untergrund aus all diesen Turbulenzen vernünftiger hervorging, als er zuvor je gewesen war. Er setzte sich ehrgeizig mit den drängendsten Fragen seiner Zeit auseinander, aber seine Entscheidungen waren recht moderat.

Jones' Politik erwuchs aus seinen Veröffentlichungen als Soziologe und Journalist. In den späten 1930er-Jahren, als sich die Bedrohung durch die Nazis in ganz Europa verbreitete, stürzte sich Jones in die Forschungen für seine Doktorarbeit, motiviert vom Wunsch, zu verstehen, ob ein solches Unglück auch sein eigenes Land treffen könnte.<sup>16</sup> Seine Doktorarbeit reflektierte die Voreingenommenheit der politischen Linken beim

Thema der soziologischen Klassenstrukturen. Es war sein Anliegen, die Beziehung zwischen der wirtschaftlichen Situation der Amerikaner und ihrer Einstellung zum Eigentum herauszufinden; er wollte »erforschen helfen, in welchem Maß wir ein einiges Volk und in welchem Maß wir eine getrennte Klassengesellschaft sind«. <sup>17</sup> Ende 1938 und Anfang 1939 zog Jones mit Mary nach Akron in Ohio, damals ein Brennpunkt industrieller Konflikte. Er organisierte ein Team von Assistenten, die 1700 Interviews durchführten. Als er die Ergebnisse dieser Interviews einer statistischen Überprüfung unterzog, kam er zu der Schlussfolgerung, dass akute ökonomische Unterschiede nicht wirklich zu polarisierten Weltanschauungen führen. Das widersprach den sozialistischen Ansichten aus seiner Jugend und war ein Beweis für die Lebensfähigkeit der amerikanischen Demokratie.

Jones' Doktorarbeit, die er 1941 unter dem Titel *Life, Liberty and Property* in Buchform veröffentlichte, wurde zu einem Standardwerk der Soziologie. Sie verhalf Jones zudem zu einer weiteren Karriere – diesmal als Journalist. Die Zeitschrift *Fortune* publizierte eine Kurzfassung der Doktorarbeit und bot Jones zudem einen Job an. Er nahm das Angebot freudig an, obwohl er das Schreiben als harte Arbeit empfand. In einem 1942 veröffentlichten Essay forderte er, dass Roosevelts Verstaatlichungspolitik revidiert werden müsse, sobald der Krieg vorbei sei. <sup>18</sup> Sein Respekt für den Markt, der seine Entwicklung weg vom Sozialismus und hin zur politischen Mitte bestärkte, vermischte sich mit seinem bleibenden Interesse an Verteilungsprogrammen. »Das Ideal«, so schrieb er in der *Fortune*, sei eine Mischung aus rechter und linker Politik. »*So konservativ wie möglich beim Schutz des freien Marktes und so radikal wie nötig bei der Sicherung der Wohlfahrt der Menschen.*«

1948 gab ihm ein Auftrag von der *Fortune* die Möglichkeit, sich mit der Finanzbranche zu beschäftigen, die er seit seiner kurzen Tätigkeit für einen Anlageberater zwei Jahrzehnte zuvor weitgehend ignoriert hatte. Das Ergebnis war ein Artikel, der 1949 unter dem Titel »Fashions in Forecasting« veröffentlicht wurde. Er ist vor allem deshalb erstaunlich, weil er keine Verbindungen zu Jones' späterem Erfolg an der Wall Street aufweist. Allerdings antizipiert er einige Hedgefonds, die später kommen sollten.