

1 Das Triangle Investment Club Dinner

Wie man sich im Hedgehog-Dschungel durchschlägt



Gestern Abend war ich beim Dinner des Triangle Investment Club im Century. Es waren etwa 25 Leute dort; ungefähr die Hälfte von ihnen kam von Hedgefonds, und die andere Hälfte waren sehr aggressive Long-only-Manager. Auch die Altersverteilung war ungefähr halbe-halbe. Es gab eine Menge distinguiertes älterer Herren mit welligem grauen Haar, die gedämpft sprachen und ihre Worte sorgfältig wählten, aber auch eine Menge geschneigelter junger Typen, die sehr eloquent waren. Jung oder alt, jeder der Anwesenden war ein erfolgreicher Investor, der in irgendeiner Form für institutionelle oder private Kunden Geld verwaltete.

Der Triangle Investment Club besteht zum größten Teil aus Männern, die einmal im Monat gemeinsam zu Abend essen, um Ideen auszutauschen und das Terrain zu sondieren. Ich gehe nicht besonders oft dorthin. Man muss in der richtigen Stimmung sein. Man muss in der Lage sein, sein Pokerface aufzusetzen (und beizubehalten), denn obwohl sich alle betont freundlich und jovial geben, finden Sie in den USA kaum eine Branche, in der eine so erbitterte Konkurrenz herrscht. Die Gespräche und Beziehungen gehen definitiv nicht über eine bestimmte Grenze hinaus. Man kann nicht behaupten, dass es entspannte, angenehme Abende mit altbewährten Waffenbrüdern sind.

Der Abend verlief wie immer. Wir standen eine halbe Stunde lang mit Drinks herum und plauderten vor allem darüber, wie schwierig es war, Geld zu verdienen. Ich unterhielt mich mit Jonathan, einem sehr erfolgreichen Hedgefonds-Mogul, der etwa eine Milliarde schwer sein muss und immer mit seiner eigenen Gulfstream unterwegs ist. Ich kenne ihn, seit er ein junger Analyst bei Tiger, Julian Robertsons legendärem Hedgefonds war.

Ich mag ihn. Er ist einer jener Typen, die einem klipp und klar sagen, was sie denken.

Am gestrigen Abend schüttelte er ratlos den Kopf. In einer Woche feiert seine älteste Tochter ihren zehnten Geburtstag, deshalb hat er sie gestern gefragt, was ihr größter Wunsch zu ihrem ersten zweistelligen Geburtstag sei. Sie schaut ihn an und fragt: »Kann ich mir alles wünschen?« Er antwortet: »Ja«. Sie sagt: »Und du wirst nicht sauer? Mein Wunsch hat was mit einem Flugzeug zu tun.« Er ist sprachlos. Was hat er da angerichtet? Armes kleines reiches Mädchen. Sie wünscht sich ein eigenes Flugzeug. Bekommen sagt er: »Okay. Was ist es?« »Daddy«, sagt sie, »ich bin jetzt schon fast zehn, und ich bin noch nie mit einer Linienmaschine geflogen. Alle anderen Mädchen aus meiner Schule haben das schon mal gemacht. Ich möchte so gern, dass du mal mit mir zu einem echten Flughafen fährst, dass wir einchecken, durch die Sicherheitskontrolle gehen, durchsucht werden, anstehen müssen und mit einem Linienflug irgendwohin fliegen. Es ist echt peinlich, wenn man so was noch nie gemacht hat, Daddy.« Hedgehogging ist nicht leicht, wenn man Kinder hat!

Kiebitzen, Schönfärberei und Sandbagging

Danach setzen wir uns an einen langen Tisch mit Kerzenleuchtern und frischen Blumen, und Leon, der gestern Abend den Vorsitz hatte, legt sofort los und erteilt uns reihum das Wort. Jeder soll in höchstens vier Minuten erläutern, was seine momentane Lieblingsaktie oder -strategie ist und warum. Alle machen sich Notizen, und es wird eine Menge gekiebitzt. Da sehr viele gewaltige Egos anwesend sind, muss der Vorsitzende den Sprecher gnadenlos unterbrechen, sonst würden wir die ganze Nacht hier sitzen. Manche sagen, dass sie bei diesen Abendessen eine Menge Anregungen erhalten. Für mich kann ich das

nicht behaupten, aber ich bekomme bei solchen Abenden ein Gefühl dafür, in welcher Stimmung die Mitglieder sind, und was gerade brandaktuell ist.

Der gestrige Abend hinterließ bei mir ein Gefühl der Verwirrung. Die Mischung aus Long- und Short-Positionen war ziemlich ausgeglichen. Einige Geschichten übersteigen das Vorstellungsvermögen und enthalten äußerst gewagte Mutmaßungen. Gerade ist der Energiesektor angesagt, und ein junger Kerl erzählte eine fantastische Story über eine malaiische Ölbohrfirma, die Probebohrungen in einem Gebiet vor der Küste von Borneo durchführt, das es mit der Nordsee aufnehmen könnte. Na klar! Der Manager eines Investmentfonds berichtete über ein neues chirurgisches Verfahren, mit dem das Risiko, durch eine Prostata-OP impotent zu werden, um 75 Prozent verringert wird. Dann gab es noch die üblichen Market-to-Eyeball-Geschichten von neuen und alten Internet-Abenteuern und sonstige erstaunliche Erzählungen über alles Mögliche von Bio-Lebensmittelketten bis hin zu Nanotechnologie.

Man geht allgemein davon aus, dass jeder das empfiehlt, was er bereits im Portfolio hat. Die Meisten zählen zuerst ihre Positionen auf, wenn sie an der Reihe sind. Wie immer gab es eine Menge zynischer, süffisanter Kommentare, wobei gewisse notorische Übeltäter der Schönfärberei beschuldigt wurden, und gelegentlich erscholl der scherzhafte Zwischenruf »Sandbagger!« *Schönfärberei* ist genau das, wonach es klingt – wenn man seine Geschichte wie eine Geliebte aufputzt, um sie vorführen zu können, indem man das Wesentliche zu seinen eigenen Gunsten übertreibt. Anders ausgedrückt: Wenn man sich für Symantec stark macht und behauptet, dass die Aktie günstig ist, weil sie nächstes Jahr hohe Gewinne machen wird, kann es passieren, dass man seine Gewinnschätzungen im Lauf des Abends von 3,50 Dollar auf 3,75 Dollar pro Aktie hochschraubt, obwohl selbst 3,30 Dollar ein mittleres Wunder wären. Aber wer könnte überhaupt die Gewinne einer exotischen Technologiefirma vor-

hersagen, und warum sollte man nicht ein bisschen träumen dürfen?

Schönfärberei ist ein eher geringes Vergehen, weil sie bis zu einem gewissen Grad von jedem und jederzeit betrieben wird. Die Mitglieder haben sehr empfindliche, eingebaute Detektoren für Schwachsinn; übertriebene Schönfärberei geht daher nach hinten los und beeinträchtigt die Glaubwürdigkeit des Schönfärbers. Außerdem haben Mitglieder, die die präsentierte Geschichte kennen, keinerlei Hemmungen, den Schönfärber unsanft zu unterbrechen und zu korrigieren. Das kann ziemlich peinlich sein, gehört aber zum Charme des Abends. Wenn jemand eine gute, originelle Geschichte erzählt und niemand ihn unterbricht, bedeutet das, dass die Story zumindest neu und möglicherweise echt ist.

Sandbagging ist ein erheblich ernsteres Vergehen. Man kann sogar aus dem Club fliegen, wenn man in flagranti erwischt wird. Sandbagging bedeutet, dass man eine Geschichte erzählt und sie ungeheuer aufmotzt, um Käufer anzulocken, obwohl man gleichzeitig insgeheim dabei ist, die Aktie zu verkaufen. Es ist eine Sache, für eine Aktie zu werben, die man selbst gekauft oder leer verkauft hat, und wie bereits erwähnt machen die Mitglieder klare Aussagen darüber, welcher Art ihr Engagement bei dem Deal ist, über den sie sprechen. Sandbagging ist eine ganz andere Sache. Sandbagging ist unehrlich, betrügerisch und ein Verstoß gegen die Regeln des Spiels ums große Geld.

Auch Schlangen können Geld verdienen

Ein ehemaliges Mitglied, Richard, stand immer im Verdacht, ein Sandbagger zu sein, aber das ist ein Kapitalverbrechen und schwer nachzuweisen, und solange niemand zu Schaden kommt, sieht man darüber hinweg. Richard ist übrigens einer der Typen, die darauf bestehen, Richard genannt zu werden und nicht Dick.

Jetzt gibt es im Geschäft der großen Hedgefonds ein paar aalglatte, schleimige Typen, die Storys verschieben, selbst in Form von Insider-Informationen. Richard kommt genauso aalglatt und schleimig daher wie sie, obwohl er eine makellose, kultivierte, von Harvard geprägte Fassade präsentiert, schicke Anzüge trägt und mit einem leichten Bostoner Akzent spricht. Aber nur weil jemand eine Schlange ist, heißt das nicht, dass er kein Geld verdienen kann. Richard war lange mit von der Partie, und eines der Mitglieder hatte sogar eine Zeitlang mit ihm zusammengearbeitet. Das Ende vom Lied war ein böser Gerichtsprozess. Richard beschrieb sich selbst einmal arrogant als Selfmademan, und sein ehemaliger Partner bemerkte dazu: »Und er verehrt seinen Schöpfer«. Richard ist sehr clever, absolut unausstehlich und hat eine Menge Geld verdient, vor allem für sich selbst. Er versteht es, Geschichten über Aktien sehr entschieden und präzise zu erzählen, und ich vermute, dass wir ihn deshalb so lange toleriert haben.

Vor Jahren haben Richard und ich vier oder fünf Mal miteinander Tennis gespielt. Es war eine scheußliche Erfahrung, die mich konfus machte, obwohl ich wusste, dass ich besser war als er. Wenn einer meiner Schläge innerhalb, aber nahe der Linie landete, bezeichnete Richard ihn oft, aber nicht immer, als Aus. Wenn er einen Ball schlug, der offensichtlich, aber nur um wenige Zentimeter im Aus war, kam er ans Netz und starrte genau auf die Stelle. Das schüchterte mich bis zu einem gewissen Grad ein und ich erwischte mich dabei, dass ich mir genau überlegte, ob ich einen Ball als Aus bezeichnen sollte, wenn er nahe der Linie landete. Wenn ich eine Reihe Punkte nacheinander machte, bestand Richard darauf, sich hinzusetzen und fünf Minuten lang seine Schuhe neu zu binden. Manchmal gab er einen falschen Punktestand an, immer zu seinen Gunsten.

Ich sprach mit anderen Leuten darüber, und alle hatten dasselbe Problem. Einer sagte mir, dass Richard einmal einen Satz neu beginnen wollte, als sein Gegner bereits mit drei zu null in Füh-

rung lag. Aber wie sollte man sich Richard widersetzen? Sollte man eine große Szene machen und ihn des Betrugs beschuldigen? Nein, denn es wäre zu unangenehm, von den Spielern auf angrenzenden Plätzen gehört und für einen absoluten Idioten gehalten zu werden. Also spielte man schließlich sehr vorsichtig und achtete darauf, dass kein Ball zu nahe an die Linie kam. Jedes Mal, wenn ich mit ihm spielte, beschloss ich, dass es das letzte Mal sein würde, aber er bedrängte mich immer wieder, noch einmal mit ihm zu spielen. Wie ich bereits sagte, wusste ich definitiv, dass ich Richard eigentlich schlagen konnte, aber seine Täuschungen und Tricks waren so nervenaufreibend und ich wurde so konfus, dass er das Spiel gewann, als wir zum vierten Mal miteinander spielten, was mich noch wütender machte, vor allem, weil er es sofort allen erzählte und dabei so tat, als sei das die Regel.

Schließlich ging Richard im Triangle Club einen Schritt zu weit. Eines Abends vor ein paar Jahren erzählte er eine faszinierende Geschichte über eine Firma, die insgeheim ein Medikament zum Abnehmen entwickelt hatte, das angeblich keinerlei Nebenwirkungen hatte und tatsächlich wirkte. Er ratterte die Namen der Inhaltsstoffe herunter, von denen noch niemand je gehört hatte. Man nahm zweimal täglich eine Tablette und verlor – Simalabim! – innerhalb eines Monats fünf Kilo Gewicht. Ein solches Medikament musste bei den übergewichtigen Amerikanern zweifellos zu einem absoluten Renner werden! Er behauptete, die Ergebnisse von Blindtests gesehen zu haben und zitierte Daten der Stanford Research Group und der American Medical Association. Die Genehmigung der US-Arzneimittelbehörde FDA stand kurz bevor. Eine Reihe der Clubmitglieder hatte schon von der Firma gehört; es handelte sich um ein seriöses Biotech-Unternehmen mit einigen echten Wissenschaftlern, aber einer schwachen Bilanz. Die Firma hatte angekündigt, an einer vielversprechenden Diättablette zu arbeiten, die Biotech-Analysten waren allerdings skeptisch.

Die Leute waren von der Geschichte fasziniert. Wenn sie funktionieren, können Biotech-Aktien Mondraketen sein. Richard musste eine Menge schwieriger Fragen beantworten und tat das überzeugend. Ich habe bereits gesagt, dass er ein schlauer, gerisener Kerl war. »Schaut her«, sagte er, »der ehemalige Vorstandsvorsitzende von Pfizer ist Direktor in Stanford, und ich kenne ihn seit Jahren. Wir alle wissen, dass es beim Erbgut keine absoluten Sicherheiten gibt, aber er hat mir gesagt, dass ausführliche Tests die hervorragende Wirksamkeit des Medikaments bei Ratten beweisen, und zwar ohne nennenswerte Nebenwirkungen. Die Ratten pinkeln wesentlich mehr als üblich, aber ansonsten ändert sich bei ihnen nichts. Macht, was ihr wollt. Ich habe eine große Position und werde sie weiter aufstocken.«

Am nächsten Tag platzierten einige Leute Kauforders und wunderten sich ein wenig, dass die Aufträge so schnell und vollständig ausgeführt wurden. Zwei Wochen später waren sie nicht mehr verwundert, als die Firma plötzlich bekanntgab, dass sie den Antrag bei der FDA zurückziehen würde. Offensichtlich bewirkte das Medikament bei den Ratten einen Gewichtsverlust, verursachte aber gleichzeitig inoperablen, unheilbaren Magenkrebs, der zum Tod führte. Der Aktienkurs brach sofort völlig ein. Ich besuchte das nächste Treffen, bei dem Richard nicht anwesend war. Beim Abendessen erzählte John, eines der Mitglieder, dass er misstrauisch geworden sei, als sein Auftrag in Nullkommanichts ausgeführt wurde und er daraufhin überprüft habe, wer der große Verkäufer war. Es war der Broker, mit dem Richard immer arbeitete!

Die Mitglieder schauten sich an wie die Gaunerbande im Westen, wenn sie schließlich herausfindet, wer der Viehdieb ist. John ist ein großer, ernsthafter Mann mit riesigen Händen, und er und einige andere stellten Richard bei den Cocktails im folgenden Monat zur Rede. Richard drehte und wand sich und sagte, er habe nur ein paar Aktien verkauft, um sein Portfolio umzuschichten. »Mach, dass du hier rauskommst, du Mistkerl«,

entgegnete John ruhig, und genau das tat Richard. Er kommt nicht mehr zu den Abendessen, und ich habe gehört, dass er nach Los Angeles gezogen ist.

Da draußen ist der Dschungel, und die Hedgehogs schlachten ihre goldene Gans

Wie dem auch sei, beim gestrigen Abendessen saßen ein paar von uns zusammen und plauderten über Hedgefonds. Die Mitglieder des Triangle Clubs, von sich selbst überzeugte Veteranen der Investmentkriege, scheuen sich nicht, ihre Meinung zu sagen, und wir kennen uns alle seit Jahren. Beschimpfungen flogen durch die Luft wie Schrapnellgeschosse an einem schlechten Tag in Bagdad. Es begann, als irgendjemand anmerkte, dass es jetzt 8000 Hedgefonds in den Vereinigten Staaten gebe, und dass das Hedgefondskapital in dem kurzen Zeitraum seit 1990 von 36 Milliarden Dollar auf wahrscheinlich etwa eine Billion Dollar heute explodiert sei. Der Manager eines Long-only-Fonds sagte ärgerlich sinngemäß etwa Folgendes: »Das Goldene Zeitalter für Hedgefonds ist so gut wie vorbei, und es wird nicht sang- und klanglos, sondern mit einem Knall zu Ende gehen. Dass von den Hedgefonds jetzt ein größerer Kapital- und Talentpool genutzt wird, bedeutet, dass alle Kurse, von ganzen Anlageklassen bis hin zu einzelnen Werten, von manischen Investoren, die den ganzen Tag lang auf Bildschirme starren, über riesige Datenbanken verfügen und in Lichtgeschwindigkeit große Geldmengen hin- und her bewegen, peinlich genau kontrolliert werden. Das führt dazu, dass die Kurse nach oben getrieben werden und sich die Rendite aller fehlbewerteten Investments verringert. Offensichtliche Anomalien verschwinden heutzutage fast augenblicklich. Tatsächlich muss das Alpha, das Hedgefonds erzielen können, jetzt auf mehr Fonds mit mehr Kapital verteilt werden, was für Hedgefonds als Anlageklasse zu einer geringeren Rendite auf das investierte Kapital führt. Auch das Risiko wird steigen, weil die Hedgefonds größere, konzen-

triertere Positionen eingehen müssen. Ihr gierigen Schweine seid dabei, eure eigene goldene Gans zu schlachten. Sie ist nicht nur gefährdet, sie ist schon fast tot.«

»Das hätten Sie wohl gern«, erwiderte einer der Hedgefonds-Leute aus der Tiefe seines Brandyglases. »Die goldene Gans war fetter und kräftiger, als Sie denken.«

»Global Macro steuert auf einen Zusammenbruch zu«, meinte ein anderer und schaute mich an. »Zu viel Anfängergeld. Man sollte sich beeilen.« Ich blickte ihn erstaunt an.

»Global Macro ist jetzt der reinste Dschungel«, fuhr er fort. »Es gibt zu viele, die auf Macro setzen und zu viele Momentum-Investoren, die sich in die Quere kommen. In den letzten sechs Monaten sind bestimmt ein paar Hundert neue Makro-Hedgefonds gegründet worden und die Typen denken, dass sie der nächste Stan Druckenmiller oder Lewis Bacon werden. Einige dieser Jungs sind so naiv, dass sie einen mit ihrer Dummheit völlig irritieren können, und sie sind so groß und schwerfällig, dass sie einem schaden können, wenn man ihnen in die Quere kommt. Und dann tummeln sich da auch noch die Eigenhändler aller großen Investmentbanken und die verschiedenen gefährlichen Zentralbanken wie die Bank Negara und die Nigerianer. Letzte Woche bin ich zwischen eine asiatische Zentralbank und so einen Hedgefonds-Neuling geraten, der bei seinem ersten Macro-Trip in Panik geriet. Das läuft alles aus dem Ruder!« Der Typ sah trotz seiner angeblichen Schrammen sonnengebräunt und ausgeruht aus, daher ignorierte ich ihn.

»So läuft eben das Spiel ums Geld; unser schönes altes Spiel wird mit immer schnellerem Tempo von immer größeren und ruppigeren Typen gespielt, deswegen wird es immer schwieriger und immer gefährlicher«, sagte ein anderer Hedgefondstyp bedrückt. »Alle nehmen Steroide. Das Gewaltniveau steigt. Wie in der NFL*.«

* National Football League

»Es ist klar, dass sich die Liebe zu den Hedgefonds abkühlt, weil immer mehr Fonds nicht mehr in der Lage sind, die überdurchschnittlichen Renditen zu liefern, die ihre Gebühren rechtfertigen«, bemerkte ein anderer. »Aber nicht, bevor all dieses zusätzliche Kapital seinen Tribut bei der Performancebilanz und dem übertriebenen Renommee der großen Stars gefordert hat. Der Alpha-Pool der gesamten Hedgefondsbranche wächst nicht mehr, aber die Anzahl der Typen, die sich daran bedienen wollen, steigt trotzdem. Frag nicht, wem die Stunde schlägt, sie schlägt dir.«

»Ich bin nicht so sicher, dass der Alpha-Pool nicht mehr wächst«, wandte ich ein. »Weil so viele neue, naive, schießwütige Verrückte in die Branche einsteigen, die große Erwartungen, aber geringe Erfahrung haben, werden viele von ihnen abschmieren. Dann werden ihre Verluste den Alpha-Pool für uns übrige vergrößern.« Ich bemerkte, dass einer der Veteranen mich irgendwie merkwürdig anschaute, so als würde er denken: »Was bildest du dir ein, du Grünschnabel, so über naive Talente zu reden?«

»Hebel, Hebel, Hebel – das wird euch irgendwann den Hals brechen«, sagte der Long-only-Manager. »Tatsächlich verringern die Hedgefonds seit dem Zusammenbruch von LTCM mit seiner riesigen Bilanz und den verschiedenen Formen von Risiko-Optionalitäten (was immer das bedeuten mag) die Hebelwirkung. Stattdessen setzen jetzt ihre Investoren, sowohl Privatanleger als auch Dachfonds, den Hebel an. Die Kunden der Dachfonds sind unglücklich über die mageren Renditen, die sie bekommen, deswegen geht der Dachfonds zur Bank und leiht sich Geld. Und die Banken, besonders die europäischen, überbieten sich mit Kreditangeboten an ihre reichen Privatanleger, um ihre Hedgefonds-Anteile nach oben zu hebeln. Theoretisch ist das sinnvoll. Ein Korb diversifizierter Hedgefonds hat eine geringere Volatilität als ein einzelner Fonds, warum sollte man ihn also nicht nach oben hebeln, um die Renditen zu steigern?«

»Nun ja«, sagte ein anderer. »Das hat solange Hand und Fuß, bis ein Blitz aus heiterem Himmel, ein Tsunami oder ein Ereignis mit einer Standardabweichung der Stufe 2 oder sogar 3 passiert, und dann ist die du-weißt-schon-was am Dampfen. Dann kommt es in einem Monat, nicht in einem Jahr, zu einem Drawdown von zehn Prozent in der gesamten Branche und bei einem Dachfonds mit großer Hebelwirkung können es auf einen Schlag auch fünfzehn Prozent sein. Was passiert dann mit dem ganzen Hedgefonds-Universum? Ich sage es euch. Die verängstigten Dachfonds-Kunden ziehen ihr Kapital ab, der Dachfonds muss sich seinerseits aus den Hedgefonds zurückziehen und es kommt zu einer extremen Schrumpfung der ganzen Anlageklasse. Außerdem gibt es keine sicheren Häfen. Auch die marktneutralen Long-Short-Fonds gehen drauf, weil ihre Long-Positionen sinken und ihre Short-Positionen steigen, wenn sie gezwungen sind zu liquidieren.«

»Ein Crash«, sagte der Manager des Long-only-Fonds, »nicht nur für euch Täter, sondern auch für alle anderen, mich eingeschlossen.« Der Abend war beendet.

