

Hedge-Fonds und ihre Rolle auf den Finanzmärkten

Die Finanzmarkturbulenzen der letzten Jahre haben das Augenmerk auf die Aktivitäten der weltweit agierenden Hedge-Fonds gelenkt und die Frage nach den damit verbundenen Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems aufgeworfen. Der nachstehende Aufsatz diskutiert die Rolle von Hedge-Fonds an den Finanzmärkten sowie mögliche Maßnahmen zur Begrenzung der von ihnen ausgehenden Risiken. Im Ergebnis läßt sich festhalten, daß Hedge-Fonds prinzipiell zu einer größeren Effizienz der Finanzmärkte beitragen. Allerdings bergen ihre Anlagestrategien auch besondere Risiken. Um dieses Gefährdungspotential zu begrenzen, kommen neben direkten Handlungsbeschränkungen vor allem Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz der Hedge-Fonds-Aktivitäten sowie striktere Anforderungen an das Risikomanagement der Banken, die mit Hedge-Fonds Geschäftsverbindungen unterhalten, in Betracht.

Was sind Hedge-Fonds?

Die Bezeichnung Hedge-Fonds hat sich als Sammelbegriff für eine sehr heterogene Gruppe von Investmentgesellschaften eingebürgert, für die es weder eine Legaldefinition noch eine andere allgemein akzeptierte Abgrenzung gibt. Hedge-Fonds bewegen sich einerseits weitgehend im regulatorischen und aufsichtsrechtlichen „Niemandland“. Andererseits entfalten sie Aktivitäten, die grund-

*Begriffliche
Abgrenzung*

sätzlich auch bei traditionellen institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen oder „herkömmlichen“ Investmentfonds anzutreffen sind. Zur Abgrenzung der Hedge-Fonds werden daher üblicherweise einige als typisch erachtete Merkmale herangezogen. Danach können sie als sehr flexibel operierende und ausdrücklich auf ein besonderes Ertragsprofil zielende Anlagegesellschaften definiert werden, deren Kapitalgeber eine zumeist eng begrenzte Zahl anderer institutioneller Investoren oder sehr vermögender Privatpersonen sind und die nur wenigen Regulierungen, vor allem keiner direkten Finanzaufsicht, unterliegen.

„Hedge-Fonds“
oder
„Risikofonds“?

Der Name „Hedge-Fonds“ rührt her aus ihren Anfängen in den frühen 50er Jahren, als ein bestimmter Fondstyp noch vorherrschte (vgl. nebenstehende Erläuterungen). Diese Bezeichnung ist allerdings eher irreführend, denn sie suggeriert, daß diese Fonds hauptsächlich Absicherungsstrategien („Hedging“) verfolgen. Dies ist jedoch nicht der Fall, sondern Hedge-Fonds übernehmen im Gegenteil gezielt Risiken, um ihre Ertragsziele zu erreichen. Ihre Strategien konzentrieren sich darauf, Fehlbewertungen einzelner Papiere oder ganzer Märkte zu identifizieren und durch entsprechende Positionierung gewinnbringend auszunutzen. „Hedging“ ist nur insoweit Bestandteil der Fondsstrategie, als das Portefeuille gegen andere als die bewußt übernommenen Risiken abgesichert wird, so daß der Anlageerfolg möglichst nur von der Korrektur der vermuteten Fehlbewertung abhängt. Insofern ist die häufig anzutreffende Bezeichnung „Risikofonds“ zutreffender als Hedge-Fonds.

Das ursprüngliche Hedge-Fonds-Konzept

Die ersten Hedge-Fonds verfolgten folgende „markt-neutrale“ Strategie: Jeweils die Hälfte des Kapitals wurde zum Kauf unterbewerteter Aktien (Long-Position) beziehungsweise zum Leerverkauf als überbewertet eingestufte Dividendenwerte (Short-Position) verwendet, so daß die Long-Position durch die Short-Position quasi gedeckt oder „gehedged“ war. Der Kapitalbedarf für die Leerverkäufe (Terminverkäufe von Aktien, die man noch gar nicht besitzt) entstand durch die Pflicht des Fonds, in gleich hohem Wert eine Einlage bei dem Aktienhändler zu halten, bei dem er die Papiere leer verkauft hatte. Das Hedging hatte bei dieser Strategie somit nur den Zweck, die Fondsperformance gegen allgemeine Kursbewegungen am Aktienmarkt (das „systematische“ oder „Marktrisiko“) abzusichern, so daß der Portfolioertrag nur noch von den bewußt übernommenen „unsystematischen“ oder „spezifischen“ Risiken der einzelnen Titel abhing, welche für die relativen Kursveränderungen verantwortlich sind. Die Long-Positionen wurden allerdings in der Regel nicht vollständig, sondern – je nach Einschätzung des allgemeinen Kurstrends – nur teilweise durch Leerverkäufe gedeckt, so daß neben dem spezifischen Risiko ein gewisses Marktrisiko verblieb. Zur Steigerung der erwarteten Rendite je Einheit des eingesetzten Kapitals wurden häufig zusätzlich kreditfinanzierte Mittel eingesetzt. Die Hebelwirkung eines solchen „Leverage“ steigert aber nicht nur den erwarteten Ertrag, sondern auch das Ertragsrisiko.

Deutsche Bundesbank

*Ziel der
Hedge-Fonds:
„überlegene“
Erträge*

Unabhängig von der Art des übernommenen Risikos kennzeichnet alle Hedge-Fonds das ausdrückliche Ziel, ihren Eignern eine im Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten „überlegene“ Performance anzubieten. Diese kann in besonders hohen Ertragsraten bestehen, aber auch in einem besonderen Ertrags-Risiko-Profil.¹⁾ Um dieses Ziel zu erreichen, versuchen Hedge-Fonds-Manager laufend, über- oder unterbewertete Vermögenstitel aufzuspüren. Damit hängt der Anlageerfolg eines Hedge-Fonds entscheidend von den individuellen Fähigkeiten und Möglichkeiten seiner Manager ab, derartige „Marktunvollkommenheiten“ zu identifizieren und gewinnbringend auszunutzen. Das bedingt ein hohes Maß an Handlungsfreiheit und ökonomischen Anreizen.

*Rahmen-
bedingungen ...*

Diesen Erfordernissen entsprechend wählen Hedge-Fonds Rechtsform, Standort und Kapitalgeber meist so, daß sie unter bestimmte rechtliche Ausnahmetatbestände fallen und möglichst wenig durch Regulierungs-, Aufsichts- und Bestimmungsvorschriften behindert werden. Daher unterliegen sie zum einen in der Regel keinerlei „von außen“ auferlegten Portfoliorestriktionen. Viele Hedge-Fonds bevorzugen zum anderen Off-shore-Zentren als Unternehmenssitz, um bestimmten Investorenkreisen günstigere steuerliche Rahmenbedingungen zu verschaffen. Häufig agieren Hedge-Fonds auf hochliquiden, kostengünstigen Kassa- und Terminmärkten und wenden dynamische Handelsstrategien an. Das Management kann Anlagemärkte, Instrumente und Strategien frei wählen, der Entscheidungsspielraum wird allenfalls durch den Gesellschaftsvertrag eingeschränkt. Auch der

Einsatz von Kreditmitteln zur Steigerung der Eigenkapitalrendite (Leverage) wird lediglich über vertragliche Vereinbarung oder durch Selbstbeschränkung der Fonds begrenzt.

Intern sind die Entscheidungswege kurz und eindeutig zugunsten eines weiten Handlungsspielraums der Fondsmanager geregelt, um ihnen rasche Reaktionen auf neue Marktchancen zu ermöglichen. Das Managerentgelt ist weitgehend erfolgsgebunden und macht einen relativ großen Anteil des Gewinns (15 bis 25%) aus, um für diese Aufgabe hochqualifizierte Kräfte anzulocken und diese zu besonderen Anstrengungen zu motivieren. Das mit einer solchen Entgeltstruktur verbundene „moralische Risiko“ (Moral Hazard) zugunsten übermäßig riskanter Anlagestrategien wird dadurch gemildert, daß die Manager meist selbst relativ hohe Kapitalbeteiligungen halten müssen und ihr Gewinnanspruch häufig an den Ausgleich zuvor erlittener Verluste gekoppelt ist. Die Gestaltungsmöglichkeiten sind schließlich auch deswegen besonders groß, weil Hedge-Fonds über längere Zeiträume disponieren können, da die Kapitalgeber ihre Einlagen in der Regel erst nach Ablauf einer vertraglich festgelegten Kündigungsfrist (30 Tage bis 3 Jahre) abziehen können.

*... und Anreiz-
strukturen*

¹ Die Vorgabe „absoluter“, von der durchschnittlichen Marktentwicklung losgelöster Ertragsziele markiert den wesentlichen Unterschied in der Anlagepolitik zwischen Hedge-Fonds und herkömmlichen Investmentfonds. Letztere streben grundsätzlich eine Risikostreuung innerhalb bestimmter Märkte an. Daher können sie sich von vornherein nur eng an der durchschnittlichen Marktentwicklung ausrichten und „relative“ Ertragsziele verfolgen. Zudem sind Investmentfonds in den meisten Ländern umfassend reguliert und transparent im Sinne des Anleger-schutzes. Danach dürfen Investmentfonds üblicherweise nur in bestimmten Wertpapierklassen investieren (z. B. Renten- oder Aktienfonds) und nur sehr begrenzt oder gar nicht fremdfinanzierte Vermögenskäufe vornehmen.

*Strategie-
ansätze:
Ausnutzen
absoluter...*

Hedge-Fonds treten hinsichtlich ihrer Handelsstrategien sowie ihrer bevorzugten Märkte und Instrumente in sehr vielfältigen und vermischten Formen auf (vgl. Erläuterungen Seite 35). Vereinfachend lassen sich zwei Strategieansätze unterscheiden, um vermutete Fehlbewertungen bei Finanzmarktpreisen auszunutzen. Die eine Strategie setzt auf absolute Preisbewegungen eines Instruments oder auch eines Marktes aufgrund erwarteter Veränderungen emittentenspezifischer oder gesamtwirtschaftlicher Fundamentalfaktoren. Der Fonds baut dabei offene Positionen auf, die im Falle einer Angleichung des Aktivapreises an seinen „Fundamentalwert“ Gewinne erbringen. Eine solche Strategie verfolgen beispielsweise Macro und Emerging Markets Funds, wenn sie auf ein fragiles Arrangement fixer Wechselkurse zielen oder auf einen geldpolitischen Richtungswechsel spekulieren. Einem ähnlichen Ansatz auf einzelwirtschaftlicher Ebene folgen etwa Event-Driven oder Value Funds, die auf Kursveränderungen bei einzelnen Papieren – insbesondere Aktien – aufgrund unternehmensspezifischer Entwicklungen setzen.

*...und relativer
Preisbewegun-
gen*

Die andere Strategie zielt auf Fehlbewertungen im Preisverhältnis zwischen mehr oder weniger eng verwandten Finanzaktiva ab und kann als „Arbitrage in Erwartungen“ aufgefaßt werden. In diesem Fall kaufen Fonds das als unterbewertet eingeschätzte und verkaufen das als überbewertet beurteilte Instrument, so daß im Prinzip immer zwei gegenläufige Transaktionen erfolgen. Derartige, auf relative Preisänderungen ausgerichtete Strategien beruhen zum Beispiel auf ungleichgewichtigen Preisen von Anleihen auf ihrem

Kassa- und Futuresmarkt oder auf Anomalien in der Zinsstrukturkurve. Zu derartigen „Relative Value Funds“ können etwa Market Neutral oder Short Selling Funds gerechnet werden.

Ebenso unterschiedlich wie die jeweilige strategische Ausrichtung ist das Risikoprofil der Hedge-Fonds. Ist die Strategie darauf gerichtet, Fehlbewertungen bei einzelnen Instrumenten auszunutzen, so dominieren in der Regel Risiken, die nicht oder nur wenig mit der Entwicklung des Gesamtmarktes zusammenhängen („unsystematische Risiken“). Setzt ein Fonds dagegen auf eine Neubewertung ganzer Märkte, so übernimmt er bewußt das Risiko, von Kursschwankungen im gleichen Maß betroffen zu werden wie der Gesamtmarkt („systematisches Risiko“). Die Vielfalt der Hedge-Fonds wird dadurch noch erhöht, daß einige Fondstypen („Opportunistic“, „Several Strategies“) je nach Lageeinschätzung ganz unterschiedliche Anlagestrategien verfolgen. Eine umfassende und abschließende Klassifizierung ist daher letztlich nicht möglich.

*Große
Unterschiede
im Risikoprofil*

Volumen, Struktur und Entwicklung des Hedge-Fonds-Sektors

Seit seiner Entstehung Anfang der 50er Jahre ist der Hedge-Fonds-Sektor erheblich gewachsen. Das Wachstum hat sich insbesondere seit Ende der achtziger Jahre beschleunigt (siehe Schaubild auf Seite 36). Nach eher vorsichtigen Schätzungen hat sich die Zahl der Fonds (ohne Funds of Funds) von knapp 1 400 im Jahr 1988 auf gut 5 500 Ende 1997

*Rasches Markt-
wachstum*

Hedge-Fonds Kategorien nach Van Hedge Fund Advisors

Macro: Spekulieren weltweit auf Preisänderungen bei Aktien, Rentenwerten, Währungen oder börsengehandelten Waren (Öl, Edelmetalle) im Zusammenhang mit vermuteten Änderungen im wirtschaftlichen oder wirtschaftspolitischen Umfeld. Ihre „opportunistische“ Strategie ist eher „top-down“ ausgerichtet, da die Identifikation des Landes beziehungsweise Marktes und weniger die eines konkreten Finanzaktivums im Vordergrund steht.

Emerging Markets: Setzen wie Macro Funds auf fundamentale Richtungsänderungen von Finanzmarktpreisen. Sind aber stärker auf die Auswahl besonders gewinnversprechender Titel (bottom-up-Strategie) in bestimmten Regionen (zum Beispiel Asien, Lateinamerika, Osteuropa) spezialisiert.

Market Neutral: Gehen wertmäßig voll oder teilweise gedeckte Long- und Short-Positionen in mehr oder weniger eng verwandten Wertpapieren ein, um das Marktrisiko gering zu halten. Dabei werden unterbewertete Titel gekauft und überbewertete Papiere verkauft. Investieren zum Beispiel in verschiedene Finanzaktiva eines Emittenten – zum Beispiel Aktien und Wandelanleihen – (**Arbitrage**) oder zum Beispiel in verschiedene Aktien eines Marktes (**Securities Hedging**).

Event-Driven: Versuchen, aus spezifischen Ereignissen im Lebenszyklus eines Unternehmens Kapital zu schlagen. Solche Ereignisse schließen Rekapitalisierungen und Reorganisationen im Konkursfall (**Distressed Securities**) oder auch Aktienrückkäufe (**Special Situations**) ein.

Short Selling: Leihen sich von Brokern Aktien, die sie als überbewertet einstufen, und verkaufen diese sofort am Markt in der Hoffnung, sich zu einem späteren Zeitpunkt billiger einzudecken und den Broker beliefern zu können. Die erhaltenen Mittel werden in anderen Papieren (zum Beispiel Schatzwechsel)

angelegt, die in der Regel auch zur Besicherung der Wertpapierleihe dienen.

Opportunistic: Wählen je nach Lageeinschätzung aus einer Vielzahl von Strategien oder Instrumenten aus, die sie auch gleichzeitig anwenden.

Several Strategies: Wenden typischerweise zwei oder drei spezifische, vorherbestimmte Strategien aus Gründen der Diversifikation an.

Value: Kaufen oder verkaufen Papiere von Unternehmen, die sie verglichen mit ihrem Fundamentalwert als über- oder auch unterbewertet einstufen und von denen sie annehmen, daß der Markt ihren „wahren“ Wert bald erkennt.

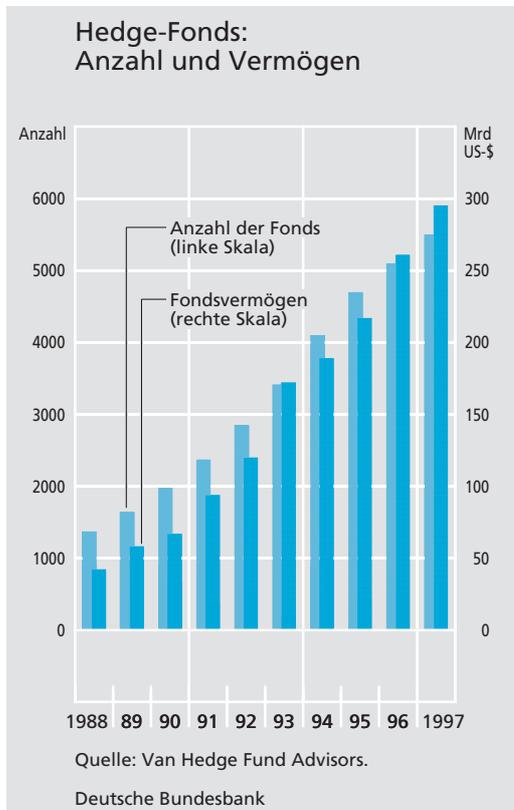
Income: Konzentrieren sich auf die laufende Einkommenserzielung aus dem Halten von Finanzaktiva; Kursgewinne sind dagegen zweitrangig.

Aggressive Growth: Investieren in Aktien, bei denen sie eine starke Beschleunigung im Wachstum der Gewinne je Aktie erwarten. Normalerweise Aktien von kleinen oder mittleren Unternehmen.

Market Timing: Wechseln die Anlagemärkte je nach ihrer vermuteten zyklischen Position. Investieren dabei entweder in Aktien, Rentenwerte oder Investment- beziehungsweise Geldmarktfonds.

Funds of Funds: Investieren die bei ihnen eingelegten Mittel in ein Portfolio von Hedge-Fonds, manchmal mit Leverage. Auf diese Art können zum Beispiel auch „kleinere“ Anleger Gelder in „große“ Fonds investieren oder ihr Hedge-Fonds-Engagement diversifizieren.

Sectoral: Sind auf bestimmte Industriezweige spezialisiert, wie Finanzdienstleister, Technologie, Gesundheit und Medien/Kommunikation.



ausgeweitet. Das Fonds-Vermögen erhöhte sich im gleichen Zeitraum sogar um rund das Siebenfache von 42 Mrd US-Dollar 1988 auf ungefähr 300 Mrd US-Dollar Ende 1997. Verglichen mit einem Gesamtvolumen traditioneller institutioneller Investoren in den OECD-Ländern von rund 23 400 Mrd US-Dollar im Jahr 1995 ist dieser Betrag jedoch nach wie vor vergleichsweise gering.²⁾ Das Marktwachstum hat überdies mit den Finanzmarktkrisen im Jahr 1998 offenbar einen leichten Rückschlag erlitten, da einige Anleger aufgrund gesteigerter Risikoaversion und auch im Zusammenhang mit Liquiditätsproblemen einiger Hedge-Fonds ihre Engagements zurückführten oder ganz einstellten.

Auch die Bedeutung der einzelnen Kategorien von Hedge-Fonds unterstreicht die Hete-

rogenität des Sektors. Die mit ihrer globalen Ausrichtung einander ähnlichen Macro und Emerging Markets Funds machten Ende 1997 rund 3 % beziehungsweise 9 % aller hier betrachteten 4 100 Fonds aus.³⁾ Gemessen am Fondsvolumen ist der Anteil gerade der Macro Funds allerdings wesentlich größer, was auf den sehr hohen Vermögensbestand einiger weniger Fonds zurückzuführen ist.⁴⁾ Die auf die Ausnutzung relativer Fehlbewertungen zielenden Market Neutral Funds kommen auf 13 %, wobei die in ihrem Leverage im Durchschnitt aggressiveren Arbitrage Funds etwas mehr als die Hälfte davon ausmachen. Auf die Funds of Funds, die ihrerseits in Hedge-Fonds investieren, entfallen 14 %.

Die Gründe für das rasante Wachstum des Hedge-Fonds-Sektors sind in den Motiven der jeweiligen Kapitalgeber zu suchen. Die verfügbaren, bruchstückhaften Informationen weisen zwar darauf hin, daß hierbei auch sehr vermögende Einzelpersonen eine Rolle spielten. Wichtigste Triebfeder waren jedoch die institutionellen Anleger wie Pensions- und Investmentfonds, Versicherungen, Stiftungsvermögen und Banken. Diese Investorengruppen nutzten die Mittelanlage in Hedge-Fonds zunehmend zur Portfoliooptimierung. Des weiteren kam den Hedge-Fonds zugute, daß eine Reihe von Banken ihren Eigenhandel auslagerten beziehungsweise einstellten.

Anteile einzelner Kategorien

Triebkräfte der Marktentwicklung ...

² Siehe: OECD, Institutional Investors: Statistical Yearbook 1997, Paris 1997, S. 20.

³ Jahresendstände 1997. Quelle: Van Hedge Fund Advisors.

⁴ Vgl.: Eichengreen et al., Hedge Funds and Financial Market Dynamics, International Monetary Fund, Occasional Paper Nr. 166, Washington, D.C., Mai 1998, hier S. 7 und 8.

... und
Wachstums-
perspektiven

Allerdings wird verschiedentlich vermutet, daß bereits eine gewisse „Übersättigung“ mit Hedge-Fonds eingetreten ist. Angelockt durch teilweise sehr hohe Gewinne, die viele Hedge-Fonds im Verlauf der lang anhaltenden Börsenhausse der letzten Jahre erzielten, sollen zunehmend weniger qualifizierte beziehungsweise erfahrene Manager Fonds aufgelegt haben. Dadurch entstünde die Gefahr, daß sich die Performance des Hedge-Fonds-Sektors und damit die Absatzchancen verschlechterten. Darüber hinaus bleibt abzuwarten, ob die hohen Verluste einzelner Hedge-Fonds im vergangenen Jahr nachhaltige Effekte auf das Marktwachstum haben werden. Aber auch unabhängig von diesen Faktoren dürften dem Wachstum dieses Marktsegments bereits nach dem Gesetz abnehmender Grenzerträge „natürliche“ Grenzen gesteckt sein. Da der Erfolg der Hedge-Fonds von der Ausnutzung und damit zugleich der Beseitigung von Marktunvollkommenheiten abhängt, wird es für sie tendenziell immer schwieriger, hochrentable Anlagemöglichkeiten zu finden. Dies könnte immer mehr Fonds veranlassen, verstärkt auf die Hebelwirkung der Fremdfinanzierung zu setzen und riskantere „Preiswetten“ einzugehen. Auch dadurch dürften sich der erwartete und der tatsächliche Anlageerfolg des Sektors längerfristig verschlechtern.

Einfluß auf die Finanzmärkte

Hedge-Fonds
als
Krisenherde?

Hedge-Fonds wurde schon häufiger – beispielsweise nach den Krisen im EWS 1992 oder in Ostasien 1997 – vorgeworfen, Marktverwerfungen mit starken Preissprüngen und

Anteile einzelner Fonds-Kategorien an der Gesamtzahl der Hedge-Fonds



Quelle: Van Hedge Fund Advisors.

Deutsche Bundesbank

hoher Volatilität ausgelöst zu haben und damit eine Hauptrolle bei der Verursachung von Finanzmarkturbulenzen zu spielen. Darüber hinaus sind Befürchtungen aufgekommen, die Insolvenz von Hedge-Fonds könne die Stabilität des Finanzsystems bedrohen. Forderungen nach einer Regulierung von Hedge-Fonds erscheinen vor diesem Hintergrund naheliegend. Eine Bewertung derartiger Vorstöße verlangt allerdings eine sorgfältige Analyse der Rolle, die Hedge-Fonds an den Finanzmärkten spielen. Aus dem Blickwinkel einer langfristig optimalen Verwendung wirtschaftlicher Ressourcen sind sowohl die Stabilität finanzieller Institutionen und Märkte als auch das Kriterium der Finanzmarkt-effizienz bedeutsam.

Preiswirkungen und Marktverfassung

*Mögliche
Einflußkanäle*

Bestimmte Investorengruppen oder gar einzelne Akteure können Finanzmarkturbulenzen auslösen oder ihren Verlauf beeinflussen, wenn sie einen bedeutenden Einfluß auf die Preisbildung ausüben. Hedge-Fonds können dies grundsätzlich über zwei Kanäle: entweder direkt über den Auf- beziehungsweise Abbau eigener Positionen oder indirekt, wenn die Entscheidungen von Hedge-Fonds die Dispositionen anderer Marktakteure beeinflussen (Herdenverhalten). Beide Einflußkanäle sind vor allem mangels Daten nur schwierig zu belegen. Hierzu gibt es nur wenige Fallstudien für einzelne Märkte und relativ kurze Zeiträume; jedes verallgemeinernde Urteil muß sich daher zwangsläufig auch auf Plausibilitätsüberlegungen und Einzelfälle stützen.

*Ausgeprägte
direkte
Preiswirkungen
wohl nur in
Einzelfällen*

Gegen einen generell starken direkten Preiseinfluß von Hedge-Fonds sprechen ihre im Vergleich zu anderen institutionellen Anlegern geringen Vermögensbestände. Das schließt jedoch nicht aus, daß Transaktionen dieser Fondsgruppe in bestimmten Situationen und auf einzelnen Märkten preisbestimmend sind, zum Beispiel wenn Macro oder Emerging Markets Funds auf engen, wenig liquiden Marktsegmenten operieren. Zudem sind Hedge-Fonds in der Lage, mit Hilfe von Derivaten Marktpositionen aufzubauen, die ihre Vermögensbasis um ein Mehrfaches übersteigen. Die vorliegende Evidenz deutet darauf hin, daß Hedge-Fonds-Transaktionen während der EWS-Krise 1992 eine maßgebliche Rolle gespielt haben könnten. In anderen Turbulenzphasen (Bondmarktkrise 1994,

Mexiko-Krise 1994/95, Ostasienkrisen 1997) gibt es dagegen nur wenige Anzeichen dafür; hier scheinen andere Anlegergruppen wie Kreditinstitute und Pensionsfonds größere Positionen bewegt zu haben.⁵⁾

Die Reputation einiger Hedge-Fonds-Manager, besonders kompetent und erfolgreich zu sein, könnte andere Marktakteure dazu veranlassen, den Aktionen des jeweiligen Fonds bewußt zu folgen. In diesem Falle könnten Transaktionen eines Hedge-Fonds aufgrund des – durchaus rationalen – Herdenverhaltens anderer Investoren signifikante Preiswirkungen haben. Zwar liegt es nahe, eine derartige „Marktführerschaft“ von Hedge-Fonds zu vermuten; Belege gibt es hierfür allerdings nicht. Von einem solchen „echten“ Herdentrieb zu unterscheiden ist ein gleichgerichtetes Verhalten von Hedge-Fonds und anderen Akteuren, das auf die weit verbreitete Nutzung ähnlicher Handelstechniken oder Verfahren zum Risikomanagement zurückzuführen ist.

*Hedge-Fonds
und Herden-
verhalten*

Unabhängig von der Art der Einflußnahme von Hedge-Fonds stellt sich die Frage, ob diese stabilisierend oder destabilisierend auf die Finanzmarktpreise wirkt. Zu destabilisierenden Effekten kommt es beispielsweise, wenn in einen fallenden Markt zusätzliche Verkaufsoorders plaziert werden (positive-feedback-trading). Wenn Hedge-Fonds in einer solchen Situation dagegen eher auf der Käuferseite stehen (negative-feedback-trading), üben sie einen tendenziell stabilisierenden Einfluß aus. Aufgrund ihres großen

*Stabilisierender
oder destabi-
lisierender
Preiseinfluß?*

⁵⁾ Zur empirischen Evidenz siehe genauer: Eichengreen et al., a. a. O.

Handlungsspielraums sind Hedge-Fonds eher als etwa „herkömmliche“ Investmentfonds dazu in der Lage, gegen den allgemeinen Markttrend zu handeln. Insbesondere sehen sie sich aufgrund der Bindungsfristen ihres Kapitals in geringerem Ausmaß mit raschen Mittelabflüssen konfrontiert, die sie zwingen könnten, Positionen bei Preisrückgängen zu liquidieren. Die wenigen Studien liefern tatsächlich einige Anzeichen für negative-feedback-trading insbesondere großer Hedge-Fonds. Eine solche „stabilisierende Spekulation“ kann aus der Einschätzung resultieren, daß eine Preisveränderung eine temporäre Übertreibung darstellt und sich entsprechend umkehren sollte.

Voraussetzung für einen solchen „langen Atem“ von Hedge-Fonds ist allerdings, daß es nicht aus anderen Gründen zu Liquiditätsengpässen kommt. Einige Hedge-Fonds gehen gezielt unsystematische Risiken ein; sie sind dadurch tendenziell anfälliger für Schocks als andere Investoren mit diversifizierten Portefeuilles. Unerwartete, starke Bewegungen von Vermögenspreisen können vor diesem Hintergrund dazu führen, daß solche Fonds zur Erfüllung von Nachschußpflichten an Derivatmärkten in beträchtlichem Ausmaß Positionen auflösen müssen. Ähnliche Effekte dürften auftreten, wenn Hedge-Fonds kurzfristige Kredite zurückführen müssen, weil die in der Regel als Sicherheit benutzten Wertpapiere nicht mehr ausreichend werthaltig sind. Preisbewegungen an den Finanzmärkten werden dadurch tendenziell verstärkt.

Stabilität des Finanzsystems

Wohl auch aufgrund ihrer Schockanfälligkeit ist die Gefahr von Illiquidität und Insolvenz bei Hedge-Fonds größer als bei anderen finanziellen Unternehmen.⁶⁾ Der Ausfall einzelner Fonds ist als Teil des Marktmechanismus allerdings nur dann ein Problem, wenn dadurch die Bestandsfestigkeit des Finanzsektors in Frage gestellt wird („systemisches Risiko“). Dazu müssen die Probleme eines oder mehrerer großer Hedge-Fonds so stark auf den Bankensektor als Kern des Finanzsystems übergreifen, daß die Intermediationsfähigkeit des Systems und die reibungslose Abwicklung des Zahlungsverkehrs gefährdet werden.⁷⁾ Daher ist die finanzielle Verflechtung der Fonds mit dem Bankensystem in diesem Zusammenhang von entscheidender Bedeutung.

Dementsprechend ist das Destabilisierungspotential der Hedge-Fonds dann besonders groß, wenn sie einen hohen, über Bankkredite finanzierten „Kredithebel“ nutzen. Allerdings weisen offenbar nur relativ wenige Hedge-Fonds ein hohes Leverage auf (siehe Tabelle auf Seite 40). Rund ein Drittel der

*Systemrisiken
bei starker
Banken-
verflechtung, ...*

*...hohem
Leverage, ...*

⁶ Dies zeigt sich in relativ niedrigeren „Überlebensraten“ von Hedge-Fonds. Nach Brown/Goetzman/Ibbotson (Offshore Hedge Funds: Survival and Performance 1989–1995, NBER Working Paper Nr. 5909, Cambridge, MA, Januar 1998) existieren nur wenige Fonds länger als drei Jahre. Eichengreen et al. (a. a. O.) nennen eine durchschnittliche jährliche Ausfallrate von rund 7%. Allerdings verschwinden viele Hedge-Fonds aus Gründen, die nicht mit der Performance zusammenhängen.

⁷ Die gleichzeitige Insolvenz vieler Hedge-Fonds ist eher unwahrscheinlich, da die einzelnen Fondstypen sehr unterschiedlichen Risiken ausgesetzt sind und daher die Ausfallrisiken selbst in Turbulenzphasen relativ unabhängig sein dürften. Ein Beleg hierfür ist, daß nur zwei von achtzehn Fondsgruppen (Emerging Markets und Short Selling) im Krisenjahr 1998 in größerem Ausmaß Verluste hinnehmen mußten.

Leverage in einzelnen Hedge-Fonds-Kategorien *)

in % der Fondszahl je Kategorie

Kategorie	Kein Leverage	Kleiner als 2:1	Größer als 2:1
Macro	16,9	52,3	30,8
Emerging Markets	36,1	56,6	7,3
Market Neutral Arbitrage	18,2	22,7	59,1
Market Neutral Securities Hedging	31,5	42,5	26,0
Distressed Securities	61,0	35,6	3,4
Special Situations	19,9	73,0	7,1
Short Selling	22,2	75,0	2,8
Opportunistic	24,4	56,0	19,7
Value	35,7	61,0	3,3
Aggressive Growth	35,0	58,4	6,6
Funds of Funds	21,6	58,4	20,0
Alle Fonds	30,1	54,3	15,6

Quelle: Van Hedge Fund Advisors. — * Stand: Dezember 1997.

Deutsche Bundesbank

Fonds gibt an, nicht auf die Hebelwirkung fremdfinanzierter Positionen zu setzen. Die Hälfte aller Fonds betreibt ein Leverage von 2:1 oder weniger. Bei den restlichen Fonds liegt dieses Verhältnis nur in seltenen Fällen über 10:1; die mit einem hohen Fremdmittel-einsatz verbundenen Risiken konzentrieren sich folglich auf relativ wenige Fonds. Dabei wählen vor allem die gegenüber dem Marktrisiko weniger anfälligen Market Neutral Funds ein etwas höheres Leverage.

Ein systemisches Risiko dürfte von der Insolvenz großer und eng mit Kreditinstituten verflochtener Hedge-Fonds dann ausgehen, wenn das Risikomanagement der Banken als Kreditgeber und Anteilseigner von Hedge-Fonds derart unvorsichtig wäre, daß sie durch den Abschreibungsbedarf auf ihre Hedge-

Fonds-Positionen selbst in Solvenzprobleme gerieten. Zu einer Gefährdung der Finanzmarktstabilität kann es daher vor allem dann kommen, wenn der Ausfall eines Hedge-Fonds das Bankensystem in einem bereits labilen Zustand trifft.

Liquiditätsprobleme einzelner großer Hedge-Fonds können aber auch gravierende Marktstörungen auslösen, wenn der schlagartige Abbau sehr umfangreicher „gehebelter“ Positionen dazu führt, daß einzelne Segmente ansonsten liquider Märkte „austrocknen“ und andere Akteure ihre Positionen nicht mehr schließen können. Ähnliche Effekte können auftreten, wenn Hedge-Fonds auf ohnehin engen Märkten große Preisbewegungen auslösen. Die Liquidation großer Positionen kann über weit gestreute „Domino-Effekte“, die wechselseitige Zunahme von Kredit- und Marktpreisrisiken und Vertrauensverluste dazu führen, daß Störungen der Marktintegrität eine systemweite Krise auslösen oder verstärken.

Finanzmarkteffizienz

Hedge-Fonds weisen typischerweise hohe, volatile und mit der allgemeinen Marktentwicklung nur wenig oder sogar negativ korrelierte Erträge auf (siehe Tabelle Seite 41). Aufgrund dieses spezifischen Ertragsprofils bieten Einlagen bei Hedge-Fonds grundsätzlich eine Möglichkeit zur Portfoliodiversifikation für sehr vermögende Privatanleger und institutionelle Investoren, denn über die Beimischung solcher Anlagen lassen sich günstigere Ertrags-Risiko-Verhältnisse und somit effizientere Portfolios erreichen. Aus diesem Blick-

... und Funktionsstörungen auf Finanzmärkten

Günstigere Ertrags-Risiko-Verhältnisse ...

... unzureichendem Risikomanagement der Kreditinstitute ...

Anlageerfolg der Hedge-Fonds

Die hohe Flexibilität verleiht den Hedge-Fonds einen komparativen Vorteil gegenüber manchen traditionellen Finanzinstituten, die in der Regel bestimmte Anlagevorschriften beachten müssen und mehrstufigen Entscheidungsprozessen unterliegen. Das Ertragsprofil in den einzelnen Kategorien deutet darauf hin, daß Hedge-Fonds diese Vorteile im Durchschnitt tatsächlich ausnutzen konnten.

Von 1988 bis 1998 erzielten mit einer Ausnahme (Short Selling Funds) alle Fondsklassen höhere Ertragsraten als bei einer „Buy-and-hold“-Strategie mit weltweit diversifizierten Aktien- oder Anleiheportfolios. (siehe Tabelle). Diese Überlegenheit bleibt auch bestehen, wenn die Volatilität der Erträge berücksichtigt wird. Zwar gehen hohe Ertragsraten in der Regel mit hoher Volatilität

einher; die Sharpe-Ratio – eine Ertrags-Risiko-Relation – ist jedoch ebenfalls nur bei den Short Selling Funds niedriger als bei den weltweiten Aktien- beziehungsweise Anleiheportefeuilles. Aber gerade dieser Fondstyp weist einen spezifischen Vorteil auf, der ihn aus Sicht der Risikodiversifikation besonders attraktiv macht: Seine Ertragsraten sind mit der Performance aller anderen Kategorien einschließlich des MSCI-Aktienindex stark negativ korreliert und mit dem Anleiheindex unkorreliert. Für die übrigen Fondskategorien sind die Marktkorrelationen in der Regel nur schwach positiv. Dieses spezifische Ertrags-Risiko-Profil einzelner Typen macht es prinzipiell auch für herkömmliche institutionelle Investoren interessant, ihre Portfolios zum Beispiel durch eigene Kapitaleinlagen bei Hedge-Fonds zu ergänzen.

Kennzahlen zum Anlageerfolg von Hedge-Fonds 1988 bis 1998

Kategorie	Jährliche Erträge 1)			Durchschnitt 1988 bis 1998			Korrelation 4) mit	
	1996	1997	1998	Ertrag 1)	Volatilität 2)	Sharpe Ratio 3)	MSCI 5)	LBABI 6)
Macro	14,6	19,9	5,8	18,7	11,3	1,2	0,30	0,28
Emerging Markets	25,4	- 5,9	- 28,4	15,8	23,1	0,5	0,44	- 0,14
Market Neutral Securities Hedging	24,1	18,3	8,3	16,9	4,5	2,7	0,28	- 0,05
Distressed Securities	18,8	13,0	- 0,2	22,1	13,3	1,3	0,24	- 0,01
Short Selling	- 9,0	7,7	- 14,8	2,4	30,3	- 0,1	- 0,65	0,00
Opportunistic	21,6	22,4	10,3	21,8	9,0	1,9	0,49	0,20
Income	7,8	7,4	0,3	10,6	5,2	1,1	0,42	0,41
Funds of Funds	15,8	4,9	3,0	12,9	5,8	1,4	0,37	0,15
Zum Vergleich:								
MSCI World Equity 5)	11,8	14,1	22,8	10,2	14,6	0,4	1,00	0,19
LBA Bond Index 6)	3,6	9,7	8,7	9,1	4,7	0,9	0,19	1,00

Quelle: Van Money Management Research. — 1 Geometrisches Mittel quartalsmäßiger Netto-Erträge (ohne Manager-Vergütungen) in % p. a. — 2 Standardabweichung des quartalsmäßigen Netto-Ertrags in % p. a. — 3 Durchschnittlicher Überschußertrag (Netto-Ertrag abzüglich Geldmarktzins) dividiert durch Standardabweichung. — 4 Korrela-

tionskoeffizient der quartalsmäßigen Ertragsraten von 1988 bis 1998. — 5 Morgan Stanley Capital International World Equity Index; mißt die Performance eines weltweiten Aktienportfolios. — 6 Lehman Brothers Aggregate Bond Index; mißt die Performance eines weltweiten Anleiheportfolios.

... und höhere
Markteffizienz

winkel leisten Hedge-Fonds einen Beitrag zur Vervollständigung der Finanzmärkte.⁸⁾ Daneben tragen Hedge-Fonds zu einer Steigerung der Informations- und Transaktionskosteneffizienz bei, wenn es ihnen über Arbitrage- oder Spekulationsgeschäfte gelingt, Finanzmarktpreise rascher in die Nähe ihres Fundamentalwertes zu bringen und dort zu stabilisieren.

Negative
Erwartungs-
effekte möglich

Allerdings besteht die Gefahr, daß Transaktionen von Hedge-Fonds insbesondere auf engen Märkten in Schwellenländern ihrerseits den Fundamentalwert von Finanzaktiva beeinflussen. So können sich die Erwartungen bedeutender Marktteilnehmer (wie etwa großer Macro Funds) selbst erfüllen, wenn ihre Transaktionen bestimmte Politikreaktionen (z. B. Zinsmaßnahmen der Notenbank, Währungsabwertungen) erst erzwingen. Volkswirtschaftlich kann dies zu Wachstumseinbußen führen.

Gesamt-
wertung offen

Zusammenfassend kann nicht eindeutig beurteilt werden, ob Hedge-Fonds gesamtwirtschaftlich einen nennenswerten Beitrag zu einer effizienteren Allokation von Finanzkapital leisten. Zwar spricht einiges dafür, daß Hedge-Fonds die Finanzmärkte grundsätzlich vervollständigen und preiseffizienter machen. Aus Sicht der Allokationseffizienz nationaler und internationaler Finanzmärkte könnte allerdings ihr relativ hohes Destabilisierungspotential nachteilig gewertet werden, das einer Entwicklung stabiler Finanzmarktverhältnisse und Finanzierungsbeziehungen vor allem in Emerging-Markets-Ländern hinderlich sein kann.

Regulierung und Politikoptionen

Angesichts der Finanzmarkturbulenzen der vergangenen Jahre ist der Ruf nach einer stärkeren Kontrolle von Hedge-Fonds laut geworden. Die Suche nach der angemessenen politischen Reaktion wirft jedoch eine ganze Reihe konzeptioneller und praktischer Probleme auf. Auf der konzeptionellen Ebene ist die Frage zu beantworten, ob vor dem Hintergrund der konkreten Rolle von Hedge-Fonds an den Finanzmärkten eine Regulierung zu befürworten ist, und, falls ja, wie weit diese gehen sollte. Auf der praktischen Ebene stellt sich die Frage, wie regulatorische Maßnahmen im Umfeld globalisierter Märkte und komplexer Anlagestrategien überhaupt wirksam gestaltet werden können.

Grundfragen

Weitgehende Einigkeit besteht darüber, daß eine Regulierung von Hedge-Fonds aus Gründen des direkten Anlegerschutzes nicht notwendig ist. Die Klientel der Hedge-Fonds besteht ausschließlich aus vermögenden Privatanlegern oder institutionellen Investoren. Deren Kapitaleinlagen werden im allgemeinen als nicht besonders schutzbedürftig angesehen. Ausgeprägte „Informationsasymmetrien“, wie sie etwa zwischen wenig informierten „Kleinanlegern“ und Banken unterstellt werden, bieten kaum eine Rechtfertigung für die Regulierung von Hedge-Fonds, deren Klientel in der Lage sein sollte, die Risiken ihres Handelns abzuschätzen. Aus diesem Grund fallen Hedge-Fonds zum Beispiel in

*Anlegerschutz
nicht zu
begründen*

⁸ Zur Definition des Begriffs „Finanzmarkteffizienz“ siehe: Deutsche Bundesbank, Strukturveränderungen am deutschen Kapitalmarkt im Vorfeld der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, April 1998, S. 64.

den USA und Großbritannien unter eine Reihe rechtlicher Ausnahmetatbestände, die es ihnen ermöglichen, in einer weitgehend unregulierten Marktstruktur zum Beispiel ohne Markteintrittsschranken zu operieren.

Sicherung der Marktintegrität

*Allgemeine
Ziele und Mittel*

Regulierungen können auch darauf abzielen, den Wettbewerb und damit die Funktionsfähigkeit eines Marktes stetig zu sichern. Er kann zum Beispiel dadurch eingeschränkt werden, daß einzelne Marktteilnehmer oder bestimmte Gruppen zumindest temporär einen beherrschenden Einfluß auf die Preisbildung ausüben. Um dies zu verhindern, kommen Maßnahmen in Frage, die entweder die Transaktionen einzelner Akteure an den Märkten offenlegen und damit deren Verhalten indirekt beeinflussen oder ihre Engagements direkt durch quantitative Restriktionen begrenzen.

*Maßnahmen
zur Ver-
besserung der
Transparenz
und direkte
Auflagen*

Hedge-Fonds unterliegen auf organisierten Wertpapiermärkten in der Regel den gleichen Verhaltensrichtlinien, die auch bei anderen großen Akteuren einen dominierenden oder manipulierenden Markteinfluß verhindern sollen (z.B. bestimmte Offenlegungs- oder Großbetragsmeldepflichten).⁹ Derartige Regelungen sind zwar prinzipiell geeignet, große Transaktionen von Hedge-Fonds transparent zu machen. Sie sind allerdings nicht umfassend und daher nicht ausreichend, um den Geschäftspartnern von Hedge-Fonds oder den Aufsichtsbehörden eine realistische Risikoeinschätzung zu ermöglichen. Aus diesem Blickwinkel wäre es grundsätzlich wünschenswert, wenn Hedge-Fonds im Sinne einer direkten Aufsicht erweiterten Berichts-

pflichten und gegebenenfalls Anlage- und Kapitalvorschriften nachkommen müßten. Voraussetzung hierfür ist allerdings, daß es gelingt, den äußerst heterogenen Hedge-Fonds-Sektor klar gegenüber anderen Finanzintermediären abzugrenzen. Zu beachten ist auch, daß solche Maßnahmen international abgestimmt werden, da sie sich auf die Wettbewerbsfähigkeit eines nationalen Finanzplatzes auswirken und die Hedge-Fonds zur Verlagerung ihrer Aktivitäten vor allem in Offshore-Zentren veranlassen könnten. Ferner würden die Informationen ohne internationale Koordination nur bruchstückhaft bleiben.

Für Emerging-markets-Länder wird von manchen Autoren die Besteuerung kurzfristiger Kapitalimporte vorgeschlagen, um Hedge-Fonds und anderen internationalen Investoren den Aufbau spekulativer Marktpositionen zu erschweren.¹⁰ Ob derartige Maßnahmen unter Berücksichtigung aller Kosten und Nutzen eines ungehinderten internationalen Kapitalverkehrs gerechtfertigt sind, ist jedoch umstritten. Grundvoraussetzung für die Vermeidung spekulativer Attacken ist, daß die betroffenen Länder den internationalen Investoren keine „sicheren Wetten“ durch eine inkonsistente, längerfristig unhaltbare Wirtschaftspolitik anbieten.

*Zweifelhafter
Nutzen von
Kapital-
verkehrsbe-
schränkungen*

Begrenzung systemischer Risiken

Regulatorische Schritte zur Begrenzung systemweiter Risiken im Finanzsektor zielen

*Allgemeine
Ziele*

⁹ Zu detaillierten Angaben für die USA und Großbritannien siehe: Eichengreen et al., a. a. O., S. 12–14.
¹⁰ Ebenda, S. 22.

auf die Internalisierung externer Effekte des Handelns einzelner Akteure ab. Das von Hedge-Fonds als Nichtbanken ausgehende systemische Risiko hängt – wie erwähnt – insbesondere von ihrer finanziellen Verflechtung mit dem Bankensystem ab. Maßnahmen zur Begrenzung des Destabilisierungspotentials von Hedge-Fonds können folglich entweder wieder direkt bei den Fonds oder mittelbar bei den Kreditinstituten ansetzen.

*Marktdisziplin
nicht
ausreichend*

Im Gegensatz zu aufsichtlichen Maßnahmen wird auch vorgeschlagen, auf die Lerneffekte des Marktes zu vertrauen. Dies erscheint einerseits plausibel, da die Verluste einiger Hedge-Fonds das blinde Vertrauen in die Kompetenz ihrer Manager beschädigt haben sollten, so daß die Hedge-Fonds zur Aufrechterhaltung oder Steigerung ihres Geschäftsvolumens in Zukunft verstärkt auf das Wettbewerbsinstrument „Transparenz“ angewiesen sein dürften. Dies würde durch verbesserte Überwachungsmöglichkeiten der in Hedge-Fonds engagierten Banken und die Stärkung der Marktintegrität helfen, systemische Risiken einzudämmen. Andererseits ist nicht sicher, daß die zuletzt teilweise beobachtbaren Lerneffekte im Laufe der Zeit nicht wieder in Vergessenheit geraten. Darüber hinaus kann ein effizientes Risikomanagement auch bei verbesserter Transparenz durch den Interessenkonflikt behindert werden, der entsteht, wenn Banken gleichzeitig Einleger und Kreditgeber eines Hedge-Fonds sind. Von daher kann kaum allein auf die disziplinierenden Wirkungen des Marktes gesetzt werden.

Maßnahmen zur Begrenzung des von Hedge-Fonds ausgehenden systemischen Risikos

können auch bei den Banken ansetzen. Ein Schritt in diese Richtung sind die im Januar 1999 vom Baseler Ausschuß für Bankenaufsicht bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich veröffentlichten Wohlverhaltensempfehlungen für Geschäfte von Banken mit Hedge-Fonds beziehungsweise allen nicht oder wenig regulierten Finanzinstituten mit hohem Leverage.¹¹⁾ Die Richtlinien zielen auf eine realistischere und vorsichtigeren Einschätzung der Kreditrisiken insbesondere durch eine sorgfältigere und umfassendere Risikoanalyse, -steuerung und -kontrolle ab. Dies sollte indirekt zu einer Begrenzung des Leverage der Hedge-Fonds und somit ihres Ausfallrisikos führen. In diesem Zusammenhang ist auf den Gedanken der Errichtung einer internationalen Evidenzzentrale hinzuweisen, der größere Engagements der Kreditinstitute gemeldet werden müßten. Solche Meldungen sind in Deutschland auf nationaler Ebene bereits Praxis. Dies würde den Banken ein effizienteres Monitoring erlauben, das in Verbindung mit einer realistischeren Risikoeinschätzung zur Krisenprävention beitragen könnte. Entscheidende Voraussetzung für jedes wirksame „Warnsystem“ sind allerdings angemessene Transparenzstandards, die für Hedge-Fonds und andere große, wenig regulierte Marktteilnehmer zu etablieren wären. Im Rahmen einer indirekten Aufsicht ist schließlich auch denkbar, die Kapitalanforderungen für Engagements der Banken in Hedge-Fonds einem erhöhten Risiko entsprechend anzupassen.

*Indirekte
Regulierung
über
verschärfte
Bankenaufsicht*

¹¹ Basle Committee on Banking Supervision, Sound Practices for Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions, (Bank for International Settlements), Basel, Januar 1999.