

## Heuschrecken oder globale Feuerwehr?

G-7-Finanzminister diskutieren über den Umgang mit Hedgefonds

Stormy Mildner / Caroline Silva-Garbade

Bundeskanzlerin Angela Merkel hat Transparenz und Regulierung von Hedgefonds zu einer Top-Priorität ihrer wirtschaftspolitischen G-8-Agenda gemacht. Die von ihr gestartete Initiative scheint auf den ersten Blick alles andere als radikal: Durch mehr Transparenz soll Risiken für die Stabilität des internationalen Finanzsystems vorgebeugt und sollen Anleger besser geschützt werden. Doch über die konkreten Maßnahmen besteht kaum Einigkeit unter den G-8-Ländern. Beim ersten Treffen der G-7-Finanzminister am 10. und 11. Februar 2007 beauftragten die Finanzminister und Notenbankgouverneure der sieben führenden Industriestaaten daher zunächst nur das »Forum für Finanzstabilität« (FSF), ihren im Jahr 2000 verfassten Bericht über Hedgefonds bis zum nächsten Treffen im Mai 2007 zu aktualisieren und eine Bestandsaufnahme durchzuführen. Ob die Staats- und Regierungschefs auf dem G-8-Gipfel Anfang Juni in Heiligendamm konkrete Beschlüsse verkünden können, bleibt indes ungewiss.

Hedgefonds sind zu bedeutenden Akteuren geworden, die einen erheblichen Einfluss auf Funktionsweise und Stabilität der internationalen Finanzmärkte haben. Allein in den vergangenen acht Jahren hat sich ihre Zahl mehr als verdreifacht (auf über 9000), ebenso wie das von ihnen verwaltete Vermögen (auf rund 1,05 Billionen Euro). Ins Augenmerk der Öffentlichkeit rückten Hedgefonds erstmals mit dem spektakulären Niedergang des Fonds Long Term Capital Management (LTCM) 1998: Die New Yorker Federal Reserve Bank konzertierte eine private Rettungsaktion im Umfang von 2,6 Mrd. Euro, um die Stabilität des Finanzmarkts zu sichern. Ende 2006 schürte der Zusammenbruch des Hedgefonds Amaranth

Advisors LLC, der binnen weniger Tage mehr als die Hälfte seines rund 7,1 Mrd. Euro großen Vermögens mit Wetten auf künftige Erdgaspreise verlor, die Angst vor einem systemischen Finanzmarktrisiko. In Deutschland gerieten Hedgefonds zuletzt ins Kreuzfeuer der Kritik, als 2005 unter anderem der Hedgefond TCI die Übernahme der London Stock Exchange durch die Deutsche Börse verhinderte, die Ausschüttung der zu diesem Zweck gefüllten Kriegskasse durchsetzte und den Rücktritt des damaligen Vorstandschefs erzwang. Die daraufhin von Franz Müntefering angestoßene »Heuschrecken-Debatte« hat vor allem eines gezeigt: Es gibt kaum ein anderes Finanzmarktinstrument, dessen Funktions-

weise so wenig bekannt ist und dessen Auswirkungen auf die Finanzmärkte mehr Sorge bereitet. Oftmals werden Hedgefonds mit hohem Risiko und im Extremfall auch Totalverlust assoziiert. Dieses Negative-Image wird ihnen jedoch nicht gerecht. Denn schließlich gibt es auch »risikoaverse« Hedgefonds-Strategien. Und auch dem Eindruck, es handle sich um komplett unregulierte Finanzmarktinstrumente, für die keinerlei Rechenschaftspflicht besteht und deren Nutzer nur an kurzfristigen Gewinnen interessiert sind, muss teilweise widersprochen werden.

### Was sind Hedgefonds?

Hedgefonds sind flexible Anlageformen und -strategien insbesondere für Großinvestoren. Im Vergleich zu gewöhnlichen Investmentfonds zeichnen sie sich durch die substanzielle Kapitalbeteiligung ihrer Manager und deren erfolgsorientierte Bezahlung, performancebasierte Gebühren, hohe Mindestinvestitionen, deutlich freiere Anlagestrategien und weniger staatliche Regulierungen aus. Außerdem wird durch Aufnahme und Investition von Fremdkapital versucht, die Eigenkapitalrendite zu steigern (der sogenannte Leverage-Effekt). 2002 nutzten knapp drei Viertel aller Hedgefonds den Leverage-Effekt, bei knapp 30% dieser Fonds lag der Fremdkapitalanteil bei über 200% des Eigenkapitals.

Hedgefonds unterscheiden sich voneinander in Größe, Eigenkapitalanteil und vor allem in ihrer Anlagestrategie. Die Bezeichnung leitet sich von *Hedging* ab, dem Absichern einer Transaktion gegen Risiken. Das ist allerdings insofern irreführend, als dies nicht mehr die vorrangige Strategie von Hedgefonds ist. Mittlerweile versuchen sie mit einer Vielzahl von Strategien, unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung möglichst hohe Renditen zu erzielen: An erster Stelle ist die »Long/Short Equity«-Strategie zu nennen, bei der in Erwartung einer positiven Entwicklung als unterbewertet angesehene Aktien gekauft (Long-Position) werden. Analog

dazu werden als überbewertet angesehene Aktien verkauft, die sich jedoch nicht im Eigentum des Fonds befinden. Erst wenn die Übergabe der Aktien an den Käufer notwendig wird, kauft der Hedgefondsmanager sie tatsächlich – ist deren Wert in der Zwischenzeit gefallen, geht die Differenz als Gewinn an den Fonds (Short-Position, Leerverkäufe). Hedgefonds setzen damit im Vergleich zu herkömmlichen Investmentfonds sowohl auf steigende wie auch auf sinkende Preise. Rund ein Drittel der in Hedgefonds angelegten Mittel entfallen auf diese Kategorie. Die ereignisbezogene Strategie, die bei knapp 20% der Transaktionen angewandt wird, zielt dagegen auf Kursbewegungen, die von erwarteten Ereignissen wie Übernahmen, Fusionen, Restrukturierungen oder Sanierungen von Unternehmen ausgelöst werden. Bei der »Global Macro«-Strategie setzt der Hedgefondsmanager auf die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen von Märkten, beispielsweise die Entwicklung von Rohstoffpreisen oder auch Währungen. Schließlich sind noch die sogenannten marktneutralen Strategien zu nennen, die Marktunvollkommenheiten wie Preisunterschiede und -ineffizienzen zwischen gleichen und ähnlichen Anlagen ausnutzen, um Erträge zu erzielen. Dabei kann es sich um Arbitragen zwischen Wertpapieren unterschiedlicher Typen, Handelsplätze oder Zeithorizonte handeln.

Je nach Strategieschwerpunkt variiert die Art der eingesetzten Instrumente, und auch das eingegangene Risiko hängt sehr von der verfolgten Anlagestrategie und vom Anteil an Fremdkapital ab. Der Bank of Japan zufolge erwirtschaften Hedgefonds durchschnittlich einen höheren Ertrag als Anleihen, jedoch einen niedrigeren als Aktien. Ihre Volatilität lag in der Vergangenheit über jener von Anleihen und war geringer als die von Aktien. Insofern ist dem Vorurteil entgegenzutreten, bei Hedgefonds handle es sich generell um eine sehr ertragreiche Anlagemöglichkeit im Hochrisikosektor.

## Hedgefonds – Schafe im Wolfspelz?

Hedgefonds können durchaus positive Effekte haben: Sie sind eine bedeutende Liquiditätsquelle für Unternehmen, tragen zur Rettung angeschlagener Unternehmen bei und können aufgrund der geringeren Korrelation mit allgemeinen Marktentwicklungen einen höheren Diversifizierungsgrad im Portfolio von Investoren und ein besseres Ertrags-Risiko-Verhältnis bewirken. Zudem bieten Hedgefonds durch ihre ausgeprägte Risikobereitschaft die Möglichkeit, dass für bestimmte Risiken liquide Märkte entstehen und diese Risiken damit besser gestreut werden. Die von Hedgefonds verfolgten marktneutralen Strategien, also das Ausnutzen von Arbitragemöglichkeiten, tragen außerdem zu einer größeren Kapitalmarkteffizienz bei. In Zeiten erhöhter Unsicherheit können Hedgefonds durch das Wetten gegen den Markttrend schließlich stabilisierend auf fallende Preise wirken.

Dennoch darf das von Hedgefonds ausgehende systemische Risiko nicht unterschätzt werden. Dabei stellt nicht so sehr der Zusammenbruch einzelner Hedgefonds eine Gefahr dar, sondern das Übergreifen einer Hedgefondskrise auf den Bankensektor und die Volkswirtschaft eines Landes. Riskant ist insbesondere ein hoher Fremdkapitalanteil, denn er kann bei ungünstigen Marktentwicklungen spektakuläre Verluste nach sich ziehen. Selbst bei moderaten Kursschwankungen müssen Hedgefonds möglicherweise Positionen auflösen, wenn sie beispielsweise aufgrund des Wertverlusts ihres Anlagevermögens zur Rückzahlung von Krediten aufgefordert werden. Bei einem hohen Fremdkapitaleinsatz kann dies verheerende Folgen haben und die negative Entwicklung nicht nur in diesem Marktsegment verstärken. Dies gilt insbesondere dann, wenn es zu Herdenverhalten kommt oder sich verschiedene Marktteilnehmer gleichgerichtet positionieren und ein ähnliches Risikomanagement betreiben. Geraten mehrere Finanzakteure gleichzeitig in Bedrängnis, können die Sicherheiten der Hedgefonds gegenüber den Banken unter Umständen

nicht mehr ausreichen – vor allem wenn das Risiko aufgrund mangelnder Transparenz und der Komplexität der Finanzinstrumente unterschätzt wurde. Die Verflechtung von Banken und Hedgefonds kann somit ein Risiko für den gesamten Bankensektor darstellen.

## Markt versus Staat

Sowohl aufgrund der gestiegenen Bedeutung von Hedgefonds als auch der mit ihnen verbundenen systemischen Risiken ist ein Regulierungsbedarf nicht von der Hand zu weisen. Maßgebend ist derzeit das Land, in dem der Hedgefonds ansässig ist.

In Deutschland ist es Kapitalanlagegesellschaften seit Januar 2004 gestattet, Hedgefonds aufzulegen, die strenge Mindestanforderungen unter anderem an das Risikomanagement und die Qualifikation der Manager erfüllen müssen. Die Anteile einzelner Hedgefonds dürfen zum Schutz unerfahrener Investoren nicht öffentlich vertrieben werden. Privaten Anlegern stehen mithin nur Investitionen in Dachhedgefonds offen, die sich aus einzelnen Single-Hedgefonds zusammensetzen und aufgrund der breiteren Streuung des Vermögens als risikoärmer gelten. Dennoch verpflichtet der Gesetzgeber die Betreiber von Dachhedgefonds zu einem Warnhinweis auf das Risikopotential.

Auch in den USA steht der Investorenschutz im Vordergrund. Allerdings ist der Markt weit weniger reguliert. Hedgefonds sind generell von der Registrierungspflicht befreit, wenn ihre Kunden ausschließlich erfahrene Investoren sind, das heißt über ein gewisses Vermögen, Einkommen bzw. in Wertpapieren angelegtes Kapital verfügen, und der Fonds nicht öffentlich vertrieben wird. Der Fondsmanager muss sich dann nicht registrieren, wenn er unter anderem während der vergangenen 12 Monate weniger als 15 Kunden hatte.

Auch in den USA wird das Thema Hedgefonds verstärkt diskutiert, da heute immer mehr Mittel von Pensionskassen und Versicherern in Hedgefonds fließen. Von einem

Hedgefonds-Zusammenbruch wäre deshalb eine Vielzahl von Investoren mittelbar negativ betroffen. In der Debatte setzt man aber eher auf marktbasierende Instrumente wie freiwillige Verhaltenskodizes oder Ratings.

### **Alleingänge sind nicht sinnvoll**

Eines ist unumstritten: Nationale, regulative Alleingänge sind nicht geeignet, das systemische Risiko durch Hedgefonds einzudämmen. Insofern ist es sinnvoll, über den Umgang mit Hedgefonds im Rahmen der G-8-Staaten zu diskutieren.

Von deutscher Seite wird insbesondere die Verbesserung der Transparenz gefordert: Da die Hedgefondsbranche international kaum Meldepflichten unterliegt, spiegeln die verfügbaren Schätzungen die Lage der Branche nur unvollständig wider. Informationen darüber, wie viele Hedgefonds wo aktiv sind und über welche Finanzmittel sie verfügen, sind aber notwendig, um die systemischen Risiken adäquat einschätzen zu können. Die vollständige Offenlegung der Anlagestrategie ist aus Sicht der Hedgefonds jedoch problematisch, da dies deren Wettbewerbsvorteil erheblich verringern würde. Im schlimmsten Fall könnten gleichgerichtete Strategien von Hedgefonds intensiviert und damit das systemische Risiko erhöht werden. Nur bei vertraulicher Behandlung und Geheimhaltung der Informationen ist daher eine vollständige Offenlegung empfehlenswert.

Ein weiteres Element des deutschen G-8-Vorschlag ist die allgemeine Einführung einer Registrierungspflicht für Hedgefondsmanager, wie sie in der Bundesrepublik besteht. Allerdings könnte dies zu Abwanderungen in Staaten mit weniger strengen Aufsichtsregimen führen. Schon jetzt sind etwa zwei Drittel aller Hedgefonds in sogenannten Offshore-Finanzzentren wie den Cayman oder Virgin Islands angesiedelt, die sich internationalen Regulierungsversuchen entziehen. In der Konsequenz würde dies die Aufsicht von Hedgefonds noch erschweren, ohne dass die syste-

mischen Risiken für die internationalen Finanzmärkte vermindert wären.

Die indirekte Regulierung von Hedgefonds über Banken in ihrer Eigenschaft als Kreditgeber würde indes eine Möglichkeit bieten, Einblick in den Fremdkapitalanteil von Hedgefonds zu gewinnen. Dabei bliebe es zwar schwierig, eine Gesamtübersicht der Risikolage eines Hedgefonds zu erhalten, weil die größeren Hedgefonds in der Regel mit mehreren Banken zusammenarbeiten. Dennoch ließe sich das systemische Risiko durch das systematische Sammeln und Aufbereiten von Kreditinformationen weitaus besser einschätzen, als dies heute möglich ist.

Der sowohl in technischer wie politischer Hinsicht erfolgversprechendste Vorschlag sieht freiwillige Hedgefonds-Bewertungen durch anerkannte Ratingagenturen im Rahmen eines erweiterten Kreditratings vor, wie dies bei traditionellen Investmentfonds bereits üblich ist. Kriterien wären unter anderem die Finanzstruktur eines Hedgefonds, die Struktur und Diversifizierung der Risiken und die Qualität des Risikomanagements. Schon heute haben einige große Hedgefonds ein externes Rating eingeführt und sehen dies für ihre Reputation und ihre Geschäftsmöglichkeiten als durchaus vorteilhaft an. Und trotzdem wird auch diese Maßnahme allein das systemische Risiko nicht hinreichend reduzieren können. Denn die Aktiva und damit das Risikopotential von Hedgefonds können sich in kurzer Zeit ändern, so dass eine Risikobewertung in Echtzeit kaum möglich ist.

Letztlich stellt daher eine Kombination aus einer gezielteren Überwachung der Banken unter dem Fokus ihrer Kreditempfänger und der Einführung eines allgemeinen Ratings die sinnvollste Lösung dar. Dies würde auch eine größere Transparenz mit sich bringen, ohne automatisch eine Abwanderung der Hedgefonds in Offshore-Finanzmärkte zur Folge zu haben. Der Bundesregierung fällt nun die schwierige Aufgabe zu, für dieses Konzept bis Juni eine konsensfähige Formulierung zu finden.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2007  
Alle Rechte vorbehalten

**SWP**  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
www.swp-berlin.org  
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364