

Sind Hedge funds eine Gefahr für die Finanzmärkte?

Hedge funds verhelfen dem Markt zu Liquidität – Marktmanipulationen

unwahrscheinlich – Wachsende Bedeutung der Branche

Von **Manuel Ammann**
und **Markus Schmid**

Zweistellige Zuwachsraten der Vermögen über die letzten Jahre sowie der weit verbreitete Einsatz von Fremdkapital und Derivaten ermöglichen es Hedge funds, Positionen in bestimmten Wertschriften oder Märkten aufzubauen, die das investierte Kapital deutlich übersteigen. Die hohen historischen Renditen und die attraktive Kompensationsstruktur lassen zudem vermuten, dass die Hedge-funds-Industrie auch in Zukunft neue Anlagegelder sowie talentierte Manager anziehen wird. Somit sollte sich die Diskussion um Hedge funds auch mit der Frage nach möglichen Risiken der rasch wachsenden Branche auseinandersetzen. Sie werden unter anderem am aktuellen Fall des Hedge fund Amaranth deutlich, der innerhalb weniger Wochen 5 Mrd. \$ mit Spekulationen auf Erdgaspreise verloren hat. Die Positionen von Amaranth wurden allerdings von einer amerikanischen Investmentbank und einem anderen Hedge fund übernommen. Somit wurden grosse Effekte auf den Erdgaspreis und daraus resultierende negative Auswirkungen auf andere Marktteilnehmer frühzeitig abgewendet.

Im Gegensatz dazu zeigte der Beinahezusammenbruch des Hedge fund Long-Term-Capital-Management (LTCM) im Jahr 1998 die systemischen Risiken von Hedge funds auf eindrückliche Weise. Es wird immer wieder der Vorwurf laut, Hedge funds würden Märkte absichtlich zu ihren Gunsten manipulieren, wie im Zusammenhang mit dem hohen Ölpreis oft gehört, oder gar ganze Länder in eine Finanzkrise stürzen, wie bei der Asienkrise von 1997 behauptet.

Liquidität für Finanzmärkte

Unbestritten sind die vorteilhaften Effekte von Hedge funds auf die Finanzmärkte. Durch das Einnehmen von Contrarian-Positionen versorgen Hedge funds die Märkte mit Liquidität und senken die Volatilität. Den Hedge funds wird auch eine aktive Rolle im Preisfindungsprozess und in der Elimination von Marktineffizienzen zugeschrieben. Auf Grund der alternativen, teilweise systematischen Risiken weisen Hedge funds zusätzliches Diversifikationspotenzial auf und erweitern das Anlageuniversum. Schliesslich übernehmen sie vielfach Risiken in neuen Märkten, wo die Quantifizierung der Risiken schwierig ist und Hedge-fund-Manager dank ihrer Überlegenheit in quantitativen Belangen einen komparativen Vorteil haben.

So wird beispielsweise geschätzt, dass Hedge funds als Käufer und Verkäufer von Kreditderivaten rund 15% des Gesamtmarkts ausmachen. Auch in den Märkten für Hochrisikoanleihen, Emerging-markets-Anleihen, Collateralised debt obligations und Leveraged loans wird Hedge funds ein Anteil von 15 bis 30% zugeschrieben. Im Geschäft mit notleidenden Krediten (so genanntes Distressed debt) sollen es gar rund 80% sein.

Systemrisiken

Diese grossen Marktanteile in gewissen Segmenten sind es, die von vielen Marktteilnehmern, Zentralbanken und internationalen Finanzorganisationen mit Besorgnis beobachtet werden. Schliesslich weisen Hedge funds auch Gefahren für die Finanzmärkte auf, wie insbesondere der Beinahezusammenbruch von LTCM eindrucksvoll verdeutlicht hatte.

Für diese so genannten systemischen Risiken von Hedge funds zeichnen vorwiegend zwei Charakteristika der Branche verantwortlich: Leverage und Illiquidität. Der



(teilweise exzessive) Einsatz von Fremdkapital ermöglicht es Hedge funds, Positionen aufzubauen, die das investierte Kapital deutlich übersteigen. Damit werden einerseits die Gewinnmöglichkeiten vergrössert, andererseits aber natürlich auch das Verlustpotenzial bei einer nachteiligen Entwicklung der Märkte. Trifft letzteres ein, führen die Verluste wegen der durch den Einsatz von Fremdkapital und Derivaten erzielten Hebelwirkung schnell zu Liquiditätsengpässen und Zwangsliquidationen. Letzteres ist bei illiquiden Anlagepositionen besonders problematisch und vor allem teuer. Folglich kann die Hebelwirkung auf die eingegangenen Marktrisiken zur Folge haben, dass den Verpflichtungen gegenüber den Prime brokers und anderen Finanzinstituten nicht mehr nachgekommen werden kann.

Die Spillover-Effekte auf die Finanzmärkte hängen von der relativen Grösse der Positionen eines in Schwierigkeiten geratenen Hedge fund im entsprechenden Marktsegment ab. Die Abwärtsspirale wird noch beschleunigt, wenn – wie im Fall von LTCM – zahlreiche Finanzinstitute ähnliche Positionen wie der schlingernde Hedge fund aufgebaut haben und ebenfalls hohe Verluste erleiden. Da diese Institute oftmals gleichzeitig als Gegenpartei in den derivativen Anlagen der Hedge funds auftreten, könnte sich die Insolvenz einiger einzelner, grosser Hedge funds auf Finanzinstitute und Banken ausweiten und somit im schlimmsten Fall eine globale Finanzkrise verursachen.

Asienkrise nicht ausgelöst

Vielfach wird Hedge funds bewusste Manipulation der Märkte vorgeworfen. Ein aktuelles Beispiel sind die Vorwürfe, dass Hedge funds wegen ihrer spekulativen Strategien mitschuldig am hohen Ölpreis seien. Allerdings ist der Einfluss von Hedge funds auf den Ölpreis alles andere als klar. Ein anderes, mittlerweile ausführlich dokumentiertes Beispiel ist die asiatische Währungskrise, im Rahmen deren die manipulative Rolle von Hedge funds von verschiedenen Seiten gerügt wurde. Der malaysische Premier beispielsweise machte George Soros und andere Hedge-fund-Manager für den Crash der asiatischen Währungen Ende 1997 verantwortlich.

Der Internationale Währungsfonds nahm das Thema auf und untersuchte ein Jahr nach der Asienkrise die Rolle, die Hedge funds dabei gespielt hatten. Er kam zum Schluss, dass die Krise durch gezielte Währungsattacken von Hedge funds weder ausgelöst noch verstärkt worden war. Eine im Jahr 2000 veröffentlichte Studie der Yale University kommt zu einem ähnlichen Ergebnis. Anhand eines ökonometrischen Schätzverfahrens ermittelten die Autoren per Ende Juni 1997 eine Short-Position der zehn grössten Global currency hedge funds von insgesamt ca. 100 Mrd. \$ im malaysischen Ringgit. Dabei zeigte sich, dass die Grösse dieser Position alles andere als unüblich war. Ausserdem konnten die Umschichtungen in den Portfolios der zehn Fonds nicht mit Veränderungen des Wechselkurses des Ringgits assoziiert werden, was verdeutlicht, dass Positionen dieser Grössenordnung problemlos vom Markt absorbiert werden können. Auch die Tatsache, dass keiner der «verdächtigsten» Funds im entsprechenden Zeitraum eine ungewöhnlich hohe Rendite auswies, spricht gegen eine erfolgreiche Währungsattacke der Hedge funds.

Eine schlüssige Abschätzung der mit Hedge funds verbundenen Systemrisiken sowie ihrer Möglichkeiten, gewisse Märkte zu manipulieren, ist allerdings nicht möglich. Daten zu Gegenparteirisiken, Leverage oder detaillierte Angaben zu den derivativen Anlagen der Hedge funds sind nicht verfügbar. Es ist nur schon schwierig, die Positionen in gewissen Wertschriften oder Märkten abzuschätzen, da Hedge funds – im Gegensatz zu regulierten Anlagefonds – keine Offenlegungspflichten kennen. Ausserdem sind ihre Positionen keineswegs statisch, sondern ändern sich in kurzen Intervallen. Somit geben selbst freiwillig veröffentlichte Informationen auf Quartals- oder Monatsbasis nur ein sehr unscharfes Bild der tatsächlichen Anlagen des entsprechenden Fonds.

Um diese Datenprobleme zu umgehen und die von Hedge funds in gewissen Wertschriften oder Märkten aufgebauten Positionen zu schätzen, existieren grundsätzlich zwei Ansätze. Der erste besteht darin, (informelle) Angaben von möglichst vielen Hedge-fund-Managern und

Prime brokers zu sammeln und abzugleichen. Der zweite Ansatz ist quantitativer Art und basiert auf ökonomischen Methoden, anhand deren versucht wird, die Datenprobleme zu umgehen oder zumindest zu verringern. Ein Beispiel dafür ist die auf den Wirtschaftsnobelpreisträger William Sharpe zurückgehende Methode, die den Anlagestil eines Hedge fund bzw. die aufgebauten Positionen in vorgegebenen Märkten oder Wertschriften anhand einer statistischen Korrelationsanalyse ermittelt. Dieses Vorgehen ist in der akademischen Literatur weit verbreitet und eignet sich für Hedge funds, da es auf den ausgewiesenen Renditezahlen und nicht auf den unbekanntenen Portfolio positionen basiert.

Kraft durch Hebelwirkung

Grosse Hedge funds können mit Hilfe der durch den Einsatz von Fremdkapital und Derivaten erzielten Hebelwirkung kleinere Märkte bewegen, wie andere grosse Marktteilnehmer auch. Für diese Feststellung braucht es keine empirischen Beweise. Dass Hedge funds dies beabsichtigen, darf in den meisten Fällen aber bezweifelt werden. Der Aufbau einer grossen Position führt nämlich zu steigenden Preisen, was die Transaktion verteuert. Sofern es dem Hedge fund nicht gelingt, das Verhalten anderer Marktteilnehmer zu beeinflussen, und keine neuen fundamentalen Informationen eintreffen, wird der spätere Verkauf der Position die Preise wieder senken. Somit werden generell Transaktionen viel eher so aufgestückelt, dass eine ungewollte Beeinflussung der Preise möglichst vermieden wird.

Wegen des ausserordentlichen Wachstums der verwalteten Vermögen wird das Gewicht von Hedge funds in den meisten Märkten immer grösser (vgl. Grafik, die Zahlen ab 2006 beruhen auf Schätzungen). Der Anstieg von 58 Mrd. \$ im Jahr 1991 auf rund 1100 Mrd. \$ 2005 entspricht einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 27% pro Jahr. Ein Vergleich mit der Marktkapitalisierung des Dow-Jones-Weltaktienmarktindex zeigt allerdings, dass das heute in Hedge funds investierte Vermögen lediglich gut 4% der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung ausmacht (1991 rund 1%). Da der Aktien-

markt zwischen 1991 und 2005 durchschnittlich «nur» rund 10% pro Jahr gewachsen ist, suggeriert eine Extrapolation dieser historischen Wachstumsraten, dass das von Hedge funds verwaltete Vermögen im Jahr 2012 bereits über 10% der gesamten Aktienkapitalisierung entsprechen wird. Dank der durch Leverage erzielten Hebelwirkung lassen sich die effektiven Positionen von Hedge funds noch deutlich vergrössern.

Bedeutung nimmt zu

Gemäss aktuellen Schätzungen befindet sich der durchschnittliche Leverage momentan auf einem historischem Tiefst von ca. 2,5. Wird dieser Leverage-Faktor berücksichtigt, entspricht das gesamte Investitionsvolumen der Hedge funds bereits jetzt rund 10% der Aktienmarktkapitalisierung. Wird ein durchschnittlicher Leverage von 5 angenommen (ITCM beispielsweise erreichte durch einen selbst für Hedge funds ungewöhnlich hohen Einsatz von Fremdkapital und Derivaten einen Leverage-Faktor von 25), so wären es bereits rund 20%. Verschiedene Indikatoren lassen jedoch vermuten, dass der massive Kapitalzufluss in die Hedgefunds-Industrie zu tieferen Renditen führen und somit auch das Wachstum etwas bremsen wird.

Zu diesem Schluss kommt eine Untersuchung des Massachusetts Institute of Technology aus dem Jahr 2005. Die Studie versucht, die Datenprobleme mit einer Vielzahl ökonomischer Methoden zu umgehen, und prognostiziert zudem höhere Ausfallrisiken, höhere Illiquidität und schliesslich, infolge einer grösseren Abhängigkeit des Bankensektors von Hedgefunds-Risiken, auch höhere Systemrisiken. Eine andere Untersuchung der Europäischen Zentralbank zeigt zudem, dass in Stressperioden die Korrelation der Renditen einzelner Funds, insbesondere innerhalb eines Anlagestils, teilweise aber auch zwischen verschiedenen Anlagestilen, deutlich steigt. Dieselbe Untersuchung kommt allerdings auch zum Schluss, dass der Einsatz von Leverage in den letzten Jahren eher abgenommen hat und das Risikomanagement der Prime brokers seit dem Beinahezusammenbruch

von LTCM deutlich verbessert worden ist. Mittlerweile hat der Einsatz von Value-at-risk-Massen und Stresstests, die alle offenen Positionen einer Bank gegenüber einem bestimmten Hedge funds einbeziehen, weite Verbreitung erfahren.

Regulierung

Schliesslich stellt sich die Frage, ob und allenfalls wie den Systemrisiken von Hedge funds entgegengewirkt werden könnte. Hier scheint der Konsensus eine indirekte Lösung zu favorisieren, das heisst, nicht die Hedge funds selbst, sondern ihre Gegenparteien sollen stärker reguliert werden. Einer der Vorteile einer solchen Lösung ist die hohe Konzentration im Prime-brokerage-Geschäft, das durch einige wenige grosse Investmentbanken dominiert wird. Daher ist eine Regulierung der Prime brokers deutlich einfacher zu koordinieren und durchzusetzen als eine Regulierung der entsprechend aktuellen Schätz-

zungen über 8000 existierenden On- und Offshore hedge funds.

Im letzteren Fall wäre überdies nur eine international akzeptierte und durchsetzbare Regulierung erfolgversprechend, da Hedge funds sonst die Regulierung durch eine Verlegung ihres Sitzes einfach umgehen könnten. Somit fokussieren die meisten Vorschläge auf eine Regulierung beziehungsweise eine Überwachung der Risikomanagementsysteme und -prozesse der Prime brokers. Weitere Forderungen betreffen vorwiegend die von den Hedge funds – wenn auch nicht der Öffentlichkeit, so doch wenigstens ihren Gegenparteien – zur Verfügung gestellten Informationen. Zumindest das aktuelle Beispiel Amaranth zeigt, dass der Markt, anders als noch im Fall von LTCM, die Krise mit Erfolg zu meistern scheint.

Prof. Dr. Manuel Ammann ist Ordinarius und Dr. Markus Schmid Nachwuchsdozent an der Universität St. Gallen



