

Jüngste Entwicklungen in der Hedge-Fonds-Branche

Philipp M. Hildebrand, Direktoriumsmitglied der Schweizerischen Nationalbank,
Zürich

1 Vorbemerkungen¹

Das starke Wachstum der Hedge-Fonds-Branche hat eine breite politische und regulatorische Diskussion entfacht. Zentralbanken interessieren sich insofern für die Tätigkeiten von Hedge Fonds, als diese die Stabilität des Finanzsystems stärken oder untergraben. Vertreter verschiedener Zentralbanken haben vor kurzem die Rolle von Hedge Fonds und deren Wirkung auf das Finanzsystem erörtert. Diese Diskussionen bilden den Rahmen für die vorliegende Studie.

Die Studie fasst die wichtigsten Entwicklungen in der Hedge-Fonds-Branche seit den späten 90er-Jahren zusammen und fokussiert dabei auf drei Aspekte. Zunächst befasst sie sich mit der Entwicklung der Vermögensbasis in dieser Branche und den Hauptanlagestrategien, in welche die Anlagemittel alloziert werden. Als Zweites geht sie der Frage nach, ob die Tätigkeit von Hedge Fonds zu übermässiger Volatilität im Markt führen kann. Drittens erfolgt eine Diskussion der potenziellen systemischen Risiken, die durch überhöhten Einsatz von Fremdmitteln (*Leverage*) bei Hedge Fonds entstehen können. Schliesslich wird der Frage einer Branchenregulierung nachgegangen.

¹ Mein Dank geht an Vincent Crettol und Antoine Veyrassat (Schweizerische Nationalbank) für ihre Unterstützung bei den Recherchen sowie Chris Aylmer (BIZ) für seine Kommentare. Zudem bedanke ich mich bei verschiedenen Mitarbeitenden der US Federal Reserve, der Europäischen Zentralbank, der Bank of Japan und De Nederlandsche Bank für ihre Anmerkungen.

2 Definition

Definitionen von Hedge Fonds und verwandten Begriffen können Anlass zur Verwirrung geben. So wie sich die Branche heute präsentiert, hat der Begriff *Hedge* (Absicherung) nur geringen definitiven Wert.² Er kann sogar zu Fehlschlüssen führen. Im Grunde genommen lassen sich Hedge Fonds am besten als private Anlagevehikel betrachten, die unter potenziellem Einsatz von Fremdmitteln eine breite Palette von Anlagestrategien mit relativ weiten Spielräumen einsetzen, um hohe absolute Renditen (Alpha) zu erwirtschaften.

Typischerweise sind Hedge-Fonds-Manager mit einem Teil ihres Privatvermögens an ihren eigenen Fondsvehikeln beteiligt, um ihre eigenen Interessen mit jenen der externen Anleger in Übereinstimmung zu bringen. Bei diesen Beteiligungen handelt es sich häufig um aufgeschobene Honorare. Die meisten Hedge Fonds schreiben eine Mindestanlage von USD 500 000 vor. Häufig liegt die Untergrenze für Anlagen jedoch deutlich höher. Eine duale Gebührenstruktur ist bei Hedge Fonds üblich. Der Anleger bezahlt eine jährliche Verwaltungsgebühr (*Management Fee*), die sich auf 1% bis 5% beläuft. Zudem erheben Hedge Fonds üblicherweise Gewinnbeteiligungsgebühren, oft berechnet auf Kapitalgewinnen, welche über eine im Voraus festgelegte Schwelle wie beispielsweise die Verzinsung auf Treasury Bills hinausgehen. Die Sätze dieser Anreizgebühren schwanken innerhalb der Branche zwischen 20% und 50%. Einige Fondsmanager belasten hingegen sämtliche Aufwendungen der Verwaltungsgesellschaft ihren Fonds. Eine zunehmende Anzahl von Hedge Fonds kennt Investitionssperrfristen (*Lock-in Periods*) von ein bis drei Jahren für ihre Investoren. Während dieser Fristen können die Anleger ihr Kapital und häufig auch ihre Erträge nicht aus dem betreffenden Fonds abziehen. Aus Sicht der Investoren wird die Liquidität zusätzlich dadurch eingeschränkt, dass auch bei Fehlen oder nach Ablauf von Sperrfristen der Kapitalrückzug nur mit einer (Ausführungs-)Frist von drei bis sechs Monaten erfolgen kann.

² Alfred Winslow Jones gilt als Vater des ersten Hedge Fonds (1949). Seine Strategie bestand darin, *Long*-Positionen in unterbewerteten Titeln mit *Short*-Positionen in überbewerteten Titeln zu kombinieren, um die Auswirkungen von Bewegungen der Börse insgesamt zu minimieren. Um die Rendite seines Portfolios zu steigern, baute Jones auf *Leverage* (Hebelwirkung durch Einsatz von Fremdkapital). Siehe L'habitant (2002)

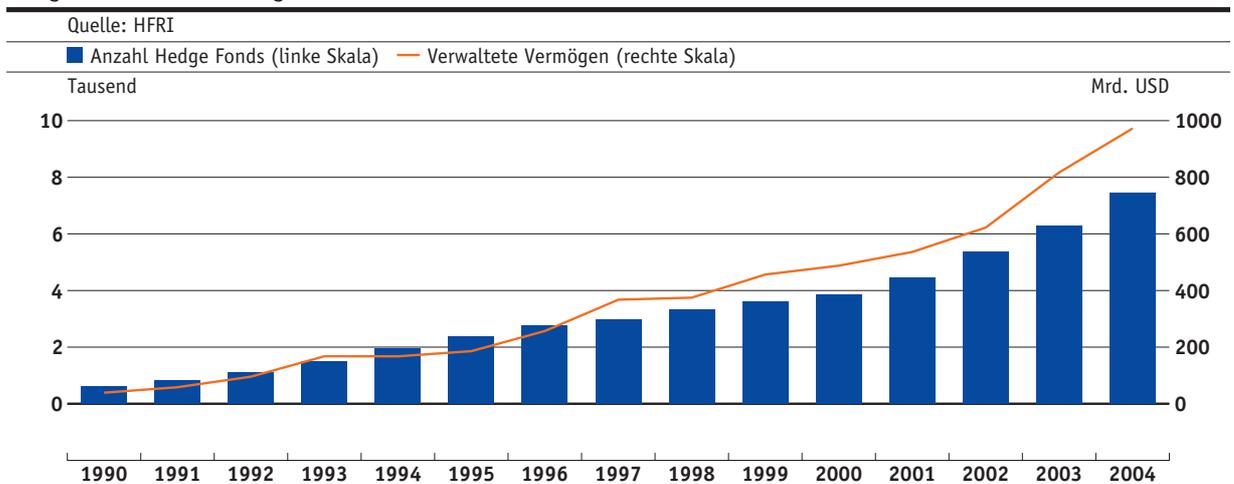
3 Wachsender Mittelzufluss

Im vergangenen Jahrzehnt ist die Hedge-Fonds-Branche ständig gewachsen. Eine Auswertung mehrerer Quellen ergab, dass Ende 2004 in über 7400 Hedge Fonds ein Vermögen von rund USD 970 Mrd. verwaltet wurde (Grafik 1)³. Weitere USD 265 Mrd. lagen in privat verwalteten Depots unter der Leitung von Hedge-Fonds-Managern. In diesen Statistiken sind die umfangreichen Mittel, welche von den globalen Investmentbanken über ihre Eigenhandelsabteilungen verwaltet werden, nicht enthalten. Obwohl die Verwaltung solcher Mittel formal nicht mit einer Hedge-Fonds-Struktur verknüpft ist, bildet dieser Eigenhandel die Anlagetätigkeit von Hedge Fonds

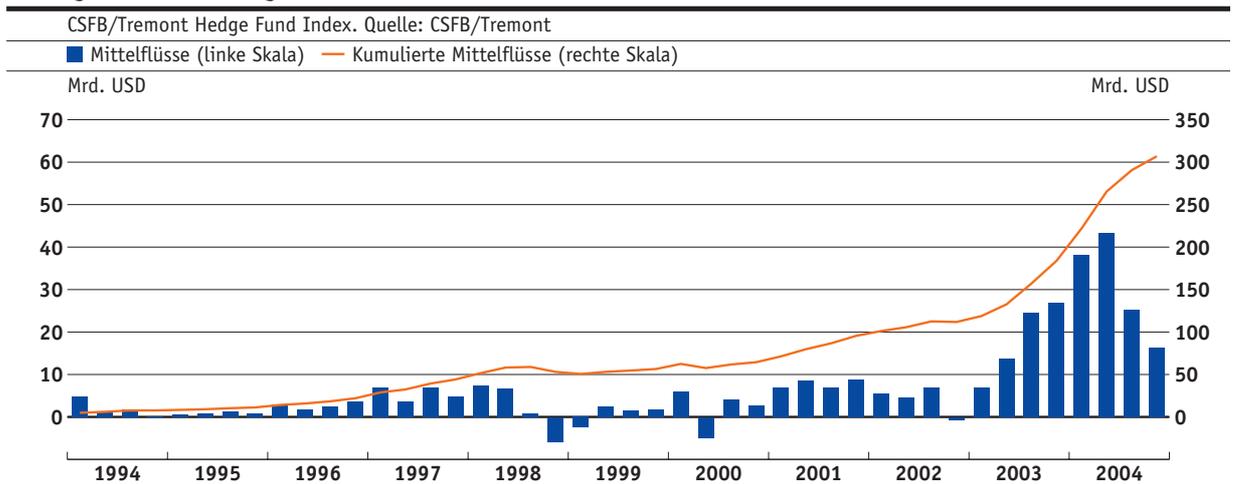
weitgehend nach. Ferner haben sich auch die Entschädigungsstrukturen der Eigenhandelsabteilungen von Investmentbanken denjenigen von Hedge Fonds zusehends angenähert.

Gemäss dem CSFB/Tremont Hedge Fund Index waren seit 1994 nur in wenigen Quartalen Netto-Mittelabflüsse zu verzeichnen (Grafik 2)⁴. Diese Perioden fielen zusammen mit dem Zahlungsausfall Russlands, der Asienkrise und dem Platzen der Technologieblase. Seit 2002 erfuhren die Mittelzuflüsse in Hedge Fonds eindeutig eine Beschleunigung. Im zweiten Quartal 2004 erreichten sie ein Hoch von USD 43 Mrd., fielen im dritten Quartal jedoch wieder auf USD 25 Mrd. zurück.

Grafik 1
Hedge-Fonds-Entwicklung



Grafik 2
Vermögensflüsse in Hedge Fonds



3 Daten gemäss Hedge Fund Research Inc, Dezember 2004. Eine Studie des Internationalen Währungsfonds (IWF, 2004) zitiert Van Hedge Fund Advisors International, wonach rund 8800 Hedge Fonds rund USD 970 Mrd. verwalten.

4 Beim CSFB/Tremont Hedge Fund Index handelt es sich um den grössten nach Vermögenswerten gewichteten Hedge-Fonds-Index. Die Performance-Berechnung erfolgt nach Abzug der Gebühren. Dieser Index ist breit diversifiziert und umfasst

rund 400 Fonds in zehn nach Anlagestilen aufgeteilten Sektoren. Er gilt als repräsentativ für die gesamte Hedge-Fonds-Branche. Die im CSFB/Tremont Hedge Fund Index erfassten Vermögenswerte beliefen sich im September 2004 auf USD 615 Mrd.

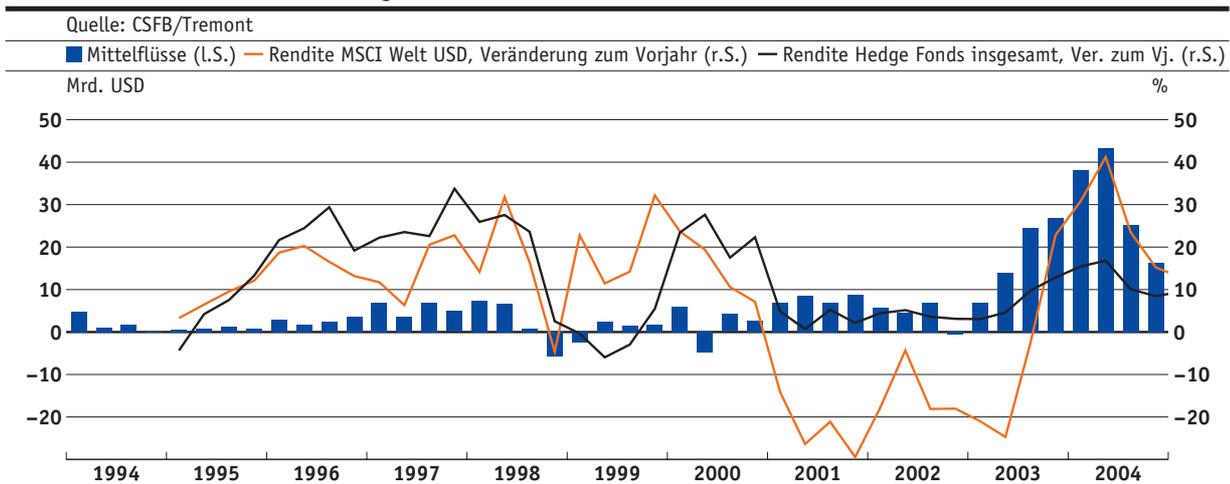
Bis in die zweite Hälfte der 90er-Jahre fanden Hedge Fonds vor allem bei sehr vermögenden Privatpersonen Anklang. Während der zweiten Hälfte des letzten Jahrzehnts wandten sich jedoch auch Pensionskassen, Stiftungen und andere institutionelle Anleger den Hedge Fonds zu und allozierten einen kleinen Prozentsatz ihres Kapitals in diese Vehikel. Die Vermarktung von Dachfonds (Funds of Funds)⁵ zog in jüngster Zeit zusätzliche Mittel an. Auch wenn Datenflüsse aus der Hedge-Fonds-Branche darauf schliessen lassen, dass die Allokationen von institutionellen Investoren in jüngster Zeit rascher wuchsen als die gesamte Kapitalbasis der Branche, bilden sehr vermögende Privatanleger weiterhin das grösste Kundensegment. Sie agieren entweder als Direktanleger oder über Dachfondsvehikel.

Die hohen relativen Renditen trugen entscheidend zu diesen erheblichen Mittelzuflüssen bei (Grafik 3). Bei der Interpretation dieser Zahlen ist indessen grosse Sorgfalt angebracht. Es besteht keine definitive und umfassende Quelle für Hedge-Fonds-Daten. Die meisten Datenbankanbieter stützen sich auf die von den Hedge Fonds freiwillig publizierten Angaben. Zahlreiche grosse Hedge Fonds, die keine Neugelder mehr akzeptieren, geben keine Daten an diese Anbieter weiter. Zudem stellen Hedge Fonds, deren Performance zu wünschen übrig lässt, häufig ihre Berichterstattung an Datenbanken ein (wodurch die Datensätze dem *Survivor Bias* unterliegen). Die vorhandenen Daten geben zwar nützliche Einblicke in das Wachstum und die Trends innerhalb des Hedge-

Fonds-Universums, sollten aber nicht als verlässlicher Gradmesser für die Branchen-Performance dienen.

Die positive Beziehung zwischen relativen Renditen und Mittelzuflüssen zeigte sich insbesondere zwischen 1995 und 1998. Im Jahr 1999 schnitt die Hedge-Fonds-Branche schlechter ab als der MSCI (Morgan Stanley Capital International) World USD Index, wodurch sich der Mittelzufluss verlangsamte. Von 2000 bis 2002 konnten erneut umfangreiche Zuflüsse verzeichnet werden, die zwar von bescheidenen Renditen angetrieben waren, aber im Vergleich zu den Verlusten des MSCI World USD Index günstig abschnitten. Im Jahr 2003 war ein Anstieg der Hedge-Fonds-Renditen zu beobachten, allerdings schnitt der MSCI weitaus besser ab. Nichtsdestotrotz flossen in diesem Zeitraum den Hedge Fonds Mittel in Rekordhöhe zu. Insgesamt erregten die Renditen in den letzten Jahren deutlich weniger Aufsehen als in den 90er-Jahren. Selbst im Jahr 2003 waren die meisten Hedge-Fonds-Manager nicht in der Lage, die Erfolge von 1995 bis 1998 zu erreichen. Dieser Rückgang der relativen Renditen ging mit einer raschen Beschleunigung der Zuflüsse einher, wodurch die Gewinnchancen offensichtlich reduziert wurden. Für 2004 zeichnet sich ein ähnliches Muster ab: Rekordhohe Zuflüsse waren gepaart mit deutlich abnehmenden Renditen. Lag die durchschnittliche Rendite der Hedge Fonds im vierten Quartal 2004 auf Jahresbasis bei weniger als 10%, wies der MSCI World USD Index eine entsprechende Rendite von 12,5% aus.

Grafik 3
Mittelzuflüsse und Renditen von Hedge Fonds



5 Dachfonds sind Anlage-Pools, die durch Investitionen in mehrere Hedge Fonds Nutzen aus Diversifikationseffekten zu ziehen versuchen. Im Allgemeinen werden Dachfonds von Privatbanken, Vermögensverwaltungsfirmen oder institutionellen

Vermögensverwaltern (Pensionskassen und Stiftungen) geführt. Sie sind in fast allen Strategie-segmenten von Hedge Fonds zu finden, wobei normalerweise mehrere Strategien in einem Dachfonds vertreten sind. Die Manager dieser Dachfonds ver-

handeln mit den einzelnen Hedge Fonds (Zielfonds) über die Höhe der Allokationen und die Gebührenstruktur. Diese Gebühren werden auf die Anleger überwälzt; zusätzlich wird eine Verwaltungsgebühr für den Dachfonds selbst erhoben.

4 Hedge-Fonds-Strategien

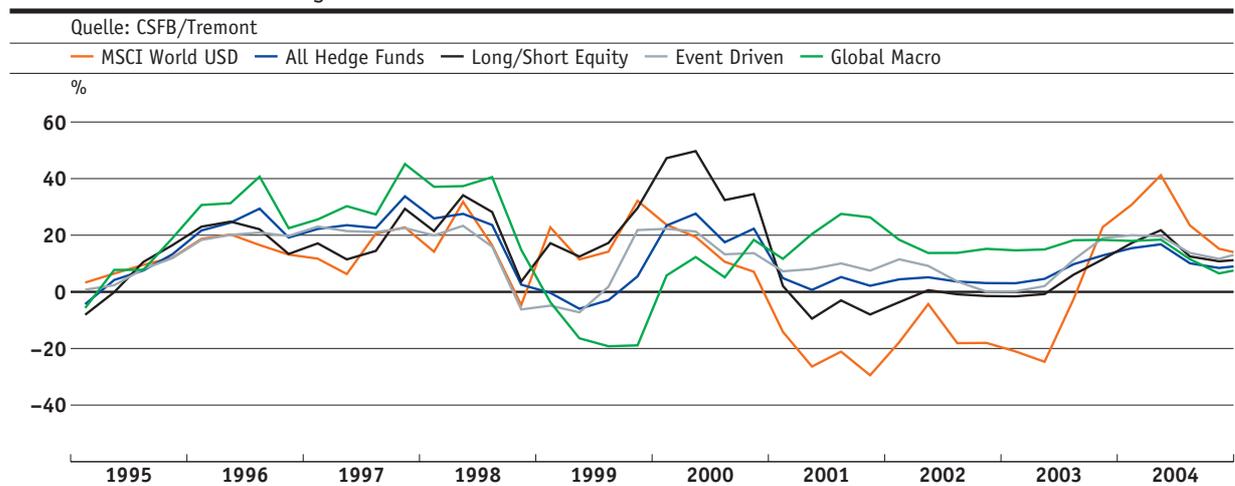
Die einzelnen Hedge-Fonds-Strategien und -Renditen gemäss CSFB/Tremont stehen im Zentrum der folgenden Abschnitte. Im Allgemeinen werden Hedge Fonds nach ihrer dominanten Strategie kategorisiert. Der Einsatz dieser Strategien beschränkt sich keineswegs auf Hedge Fonds, da auch Pensionskassen, universitäre Stiftungen, so genannte *Family Offices* (Verwaltung privater Gesamtvermögen) und andere Vermögensverwalter auf sie von Zeit zu Zeit zurückgreifen. Grafik 4 zeigt die Performance der einzelnen Sektoren.

Long/Short Equity

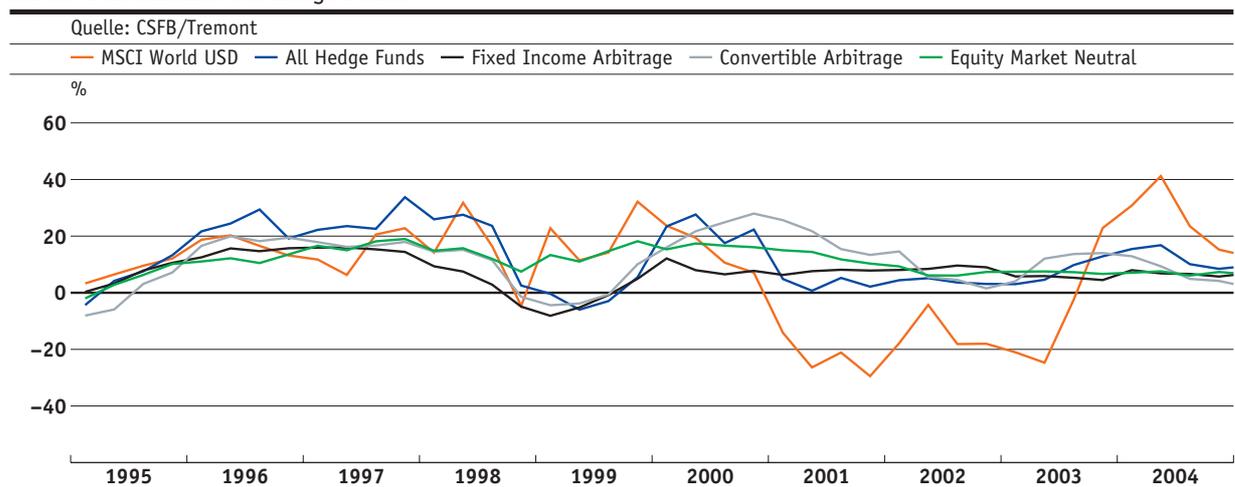
Long/Short Equity Manager tätigen Aktienkäufe (*Long*-Positionen) und/oder (Leer-)Verkäufe (*Short*-

Positionen), was aber nicht zwangsläufig bedeuten muss, dass ihre Gesamtposition marktneutral ist. Diese Kategorie konzentriert derzeit rund einen Drittel der in Hedge Fonds angelegten Mittel auf sich. *Long*- und *Short*-Positionen werden eingenommen bei Aktien, die im Vergleich zum Substanzwert als moderat bewertet erscheinen (*Value Stocks*), Wachstumsaktien (*Growth Stocks*), Aktien mit hoher Börsenkapitalisierung (*Large Caps*) und Aktien mit geringer Börsenkapitalisierung (*Small Caps*). Mit Ausnahme eines bedeutenden Abflusses im vierten Quartal 2002 verzeichnete diese Strategie im Grossen und Ganzen stetige Mittelzuflüsse. Wie in den übrigen Hedge-Fonds-Kategorien stiegen die Zuflüsse im Jahr 2003 deutlich an; mit USD 13,5 Mrd. wurde im zweiten Quartal 2004 der grösste sektorspezifische Zufluss seit Auflegung des CSFB/Tremont Index

Grafik 4a
Sektor-Performance der Hedge Fonds



Grafik 4b
Sektor-Performance der Hedge Fonds



erreicht. Die Rendite lag in den 90er-Jahren im Durchschnitt bei 16%, fiel in den Jahren 2001 und 2002 vorwiegend negativ aus, verbesserte sich 2003 wieder und glitt 2004 wiederum ab. Insgesamt lag die Rendite leicht über dem CSFB/Tremont Hedge Fund Index (11%) und wies zudem die höchste Korrelation mit dem MSCI Index auf.

Event-driven

Fonds der zweitgrössten Kategorie (*Event-driven*) zielen darauf ab, aus Preisschwankungen aufgrund von bestimmten unternehmensspezifischen Ereignissen Gewinn zu ziehen, die der Markt noch nicht völlig antizipiert hat (z. B. Restrukturierungen, Übernahmen, Fusionen, Liquidationen oder Konkurse). Unterkategorien sind *Merger/Risk Arbitrage* (Fusionen/Risiko-Arbitrage), *Distressed Securities* (Wertpapiere, deren Emittenten mit gegebenenfalls existenzbedrohenden Schwierigkeiten zu kämpfen haben), *Regulation D* (in den USA nicht gemäss dem *Securities Regulation Act* registrierte Wertpapiere) und *High-Yield* (hochverzinsliche Anlagen). Die regelmässigen Zuflüsse erfuhren gegen Ende des Jahres 1998 sowie gegen Ende des Jahres 2002 eine Unterbrechung. Die Zuflüsse erfuhren im dritten Quartal 2003 eine markante Belebung. Die Renditen lagen insgesamt nahe beim Durchschnitt des CSFB/Tremont Index.

Global Macro

Global-Macro-Strategien stützen sich auf die Analyse von Trendverschiebungen makroökonomischer Art, um in sämtlichen Märkten, Anlageklassen und Finanzinstrumenten Gewinn aus direktionalen

Bewegungen zu ziehen. Die Ansichten des Managers werden in Form von Positionen in Aktien, Anleihen, Devisen, Rohstoffen oder Derivaten implementiert. Diese Anlagestrategie schnitt mit einer kumulierten jährlichen Rendite von rund 14% von Januar 1994 bis Dezember 2004 am besten von allen Strategien ab. In den letzten Jahren erwirtschafteten *Global-Macro*-Strategien durchwegs höhere Renditen als der Durchschnitt der Hedge Fonds, ohne aber die Niveaus vom Ende der 90er-Jahre zu erreichen. Dennoch hat der Anteil an Mitteln, die in diese Strategie investiert sind, seit ihrem Höhepunkt im Jahr 1994 um 35% abgenommen. Seit Anfang 2003 sind die Zuflüsse in diese Anlagestrategie allerdings wieder markant am Wachsen. In den ersten drei Quartalen 2004 wurden USD 16 Mrd. in diese Kategorie investiert.

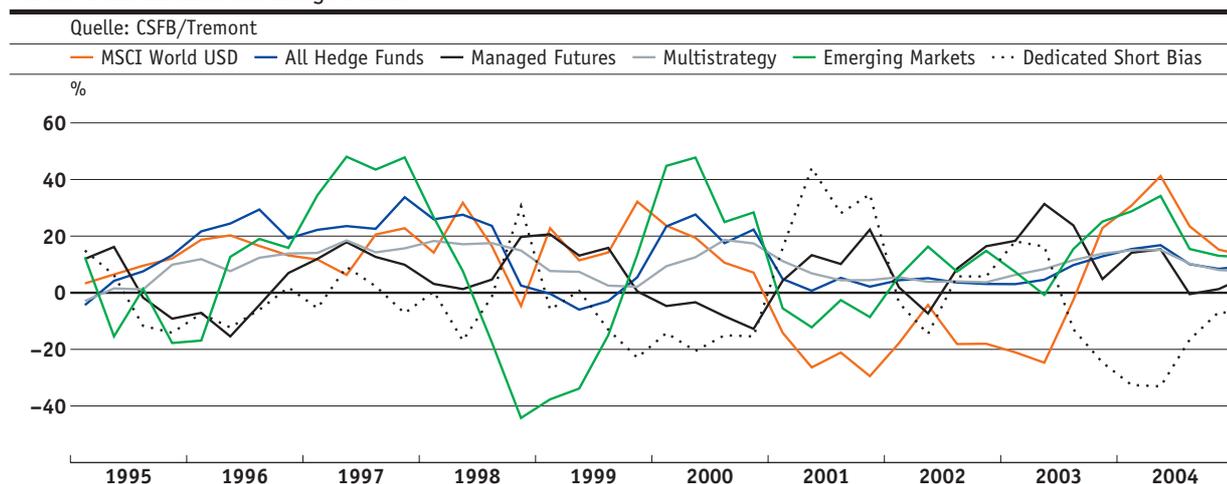
Fixed Income Arbitrage

Fixed-Income-Arbitrage-Strategien zielen darauf ab, aus Preisanomalien zwischen verwandten Zinsinstrumenten Nutzen zu ziehen. Typische Instrumente dabei sind etwa Zins-Swaps, Staatsanleihen, die Forward-Renditekurve und durch Hypotheken besicherte Wertpapiere (*Mortgage-backed Securities*). Seit 1994 erzielte diese Strategie relativ konstante Renditen um 7%. Seit dem Jahr 2003 verzeichnet sie markant höhere Mittelzuflüsse.

Convertible Arbitrage

Convertible-Arbitrage-Strategien versuchen, aus Preisunterschieden zwischen Wandelanleihen und Aktien ein- und desselben Emittenten Gewinn zu ziehen. Im Allgemeinen erwirtschafteten sie positive Renditen mit Ausnahme der Jahre 1998 und 1999. Die

Grafik 4c
Sektor-Performance der Hedge Fonds



Mittelzuflüsse waren in den letzten Jahren volatil, während die Renditen aufgrund geringerer Arbitrage-Chancen nach unten zeigten.

Equity Market Neutral

Equity-Market-Neutral Fonds (aktienmarktneutrale Fonds) versuchen, Ineffizienzen in den Aktienmärkten zu nutzen. Zu diesem Zweck halten sie typischerweise gleichzeitig *Long*- und *Short*-Positionen in übereinstimmenden Aktienportfolios. Häufig setzen sie Fremdkapital ein, um ihre Rendite zu steigern. Mittelzuflüsse und Renditen fielen bis anhin relativ stabil aus. In jüngster Zeit waren die Renditen jedoch ausgesprochen gering. Der Grund liegt möglicherweise in der Abnahme von Arbitrage-Chancen aufgrund der umfangreichen Mittelzuflüsse im ersten Quartal 2004.

Managed Futures

Managed-Futures-Fonds handeln in Futures und Derivaten auf finanziellen Vermögenswerten und Rohstoffen weltweit, wobei sie entweder systematische, automatisierte Trendfolge-Systeme einsetzen oder einen diskretionären Ansatz verfolgen. Die *Commodity Trading Advisors* (CTAs oder Rohstoffhandelsberater) unterschieden sich ursprünglich von Hedge Fonds darin, dass ihre Tätigkeit auf den Handel mit *Futures* beschränkt war. Heute sind die Grenzen zwischen den beiden Kategorien unscharf, da Manager von *Managed-Futures* häufig mit nicht kotierten Derivaten (OTC-Derivaten) handeln. Bis im Jahr 2002 war der Mittelzufluss gering, zog dann aber erheblich an und erreichte USD 8,2 Mrd. im Jahre 2003 und USD 8,5 Mrd. während der ersten drei Quartale 2004.

Die Renditen von *Managed-Futures*-Fonds sind typischerweise sehr volatil. So schwankten z.B. ihre Quartalsrenditen im Jahr 2004 zwischen -10% und +12% bei einem Durchschnitt von 6%.

Sonstige Strategien

Dedicated-Short-Bias-Fonds (auf *Short*-Positionen ausgerichtete Fonds) halten Netto-*Short*-Positionen, und zwar meistens in Aktien und Aktienderivaten. *Emerging-Markets*-Fonds (Schwellenländer-Fonds) gehen breit diversifizierte Positionen in Wertpapieren aus Schwellenländern ein. Häufig gleichen ihre Strategien denjenigen von *Long/Short-Equity*- oder *Global-Macro*-Fonds.

Gemäss der breitesten Klassifizierung der verschiedenen Strategien von Fung und Hsieh (1999) werden zwei Ansätze unterschieden: Strategien mit einem *Market-Timing*-Ansatz (direktionaler Ansatz) und solche mit einem ungerichteten Ansatz (*Relative-Value*-Ansatz). *Market-Timing*-Strategien versuchen, die Richtungen der Märkte zu ihren Gunsten zu nutzen. Die einfachste Form einer solchen Strategie besteht aus *Long*- oder *Short*-Positionen in bestimmten Märkten. Zu den typischen direktionalen Strategien zählen *Global Macro*, *Managed Futures*, *Emerging Markets* und *Dedicated Short Bias*. Nichtgerichtete Strategien versuchen Arbitrage-Chancen, die sich aus Marktanomalien und -ineffizienzen ergeben, gewinnbringend zu nutzen. Ein Hedge-Fonds-Manager, der eine nichtgerichtete Strategie einsetzt, hält *Long*- und *Short*-Positionen in vergleichbaren Wertpapieren und ist in dem Sinne marktneutral, als er systematische Marktrisiken zu beseitigen versucht. Typische marktneutrale Strategien sind *Convertible*

Hedge-Fonds-Strategien

nach Anteil am Gesamtvermögen der Branche in %

Tabelle 1

	1994 1. Q.	2002 1. Q.	2004 3. Q.
Long/Short Equity	26,8	42,8	32,3
Event-driven	11,5	20,1	18,5
Global Macro	34,6	9,3	10,5
Fixed Income Arbitrage	5,8	5,6	7,1
Convertible Arbitrage	1,8	8,4	6,8
Equity Market Neutral	1,2	6,7	5,6
Managed Futures	6,0	2,9	5,1
Sonstige	12,3	4,2	14,1

Quelle: CSFB/Tremont

Arbitrage, Equity Market Neutral und Fixed Income Arbitrage.

Seit Beginn des CSFB/Tremont Hedge Fund Index hat sich die Zusammensetzung der Anlagestile deutlich verändert (Tabelle 1). Generell erfolgte eine Verschiebung aus den gerichteten Strategien hin zu Arbitrage- bzw. marktneutralen Strategien. Diese Verschiebung lässt sich grundsätzlich auf den Markteintritt von institutionellen Anlegern zurückführen, die auf risikoadjustierte Renditen fokussiert sind. Gleichzeitig ermunterten der technologische Fortschritt und die gesteigerte Rechnerleistung (z.B. bei der Modellierung von Preisschwankungen) die Verschiebung zu *Managed-Futures-Fonds*. Auch *Global-Macro-Fonds* verzeichneten seit einem Tiefpunkt im Jahr 2001 wieder bedeutende Zuflüsse.

Eine kontinuierliche Herausforderung für die Hedge-Fonds-Branche sind die Stilabweichungen. Unter einer Stilabweichung wird die Tatsache verstanden, dass ein Fonds seine festgelegte Strategie nicht mehr vollständig umsetzt. Wenn sich beispielsweise die Emissionstätigkeit bei Wandelanleihen in Grenzen hält, könnte ein entsprechend spezialisierter Hedge Fonds Mühe bekunden, für seine Anleger adäquate Renditen zu erwirtschaften, für sich selbst genügend Gebühren zu generieren und Neugelder anzuziehen. In diesem Fall ist es für den Hedge Fund Manager verlockend, eine andere Strategie einzusetzen, um die Renditen zu steigern.

5 Hedge Fonds und Marktvolatilität

In den letzten zwanzig Jahren ist die Verknüpfung zwischen Hedge Fonds und extremer Marktvolatilität schon fast sprichwörtlich geworden. Herkömmlicherweise lag das Augenmerk auf dem *Global-Macro*-Segment und, in jüngster Vergangenheit, auf *Managed-Futures*-Strategien. Diese haben typischerweise eine Präferenz für ähnliche Instrumente. Wichtiger ist, dass beide Strategien denselben gerichteten Ansatz verfolgen: *Global-Macro-Fonds* setzen aufgrund von fundamentalen wirtschaftlichen Entwicklungen auf Preisbewegungen in bestimmte Richtungen, während *Managed-Futures-Fonds* versuchen, systematische Markttrends durch technische Marktsignale zu identifizieren.⁶

Obwohl sich beide Strategien unterscheiden, wirken sich lang anhaltende Markttrends im Allgemeinen für beide positiv aus. Für *Global-Macro*-Manager besteht ein Anreiz, Trends zu identifizieren, die für Fonds im Bereich *Managed Futures* von Nutzen sein können. Daher nehmen zahlreiche *Global-Macro-Fonds* einige Anstrengungen auf sich, um von *Managed-Futures-Fonds* ausgelösten Markttrends zu folgen oder diese gar zu antizipieren. Tatsächlich sind einige *Global-Macro-Hedge-Fonds* im Begriff, eigene *Managed-Futures-Fonds* zu lancieren, um so typische Auslöserpunkte für Handelsaktivitäten aufzuspüren.

Das grundlegende Argument für den Zusammenhang zwischen Hedge Fonds und übermässiger Marktvolatilität gründet auf der Hypothese, dass Hedge Fonds die Marktpreise kurz- bzw. mittelfristig aus dem Gleichgewicht bringen. Nicht neu ist auch das Gegenargument, wonach es sich bei Hedge Fonds um Marktteilnehmer mit stabilisierendem Einfluss handelt, da sie Arbitrage-Chancen aufspüren, diese unter Erzielung von Gewinn beseitigen und hierbei dem Markt Liquidität zuführen.

Die Forschung liefert Argumente für beide Hypothesen. Gemäss Devenow und Welch (1996) ziehen Anleger Schlüsse aus dem Verhalten von Hedge Fonds und kopieren es. Dies geschieht nicht zuletzt deshalb, weil Hedge Fonds als gut informiert gelten. Wenn Transaktionen von Leadern und Nachahmern zusammentreffen, können bedeutende Marktbewegungen ausgelöst werden (und damit die Volatilität steigern).

Umgekehrt zeigen Eichengreen et al. (1998), dass Hedge Fonds weniger zu Herdenverhalten neigen als andere Anleger, da sie die Offenlegung ihrer Positionen zu verhindern suchen. Zudem besteht wenig Grund zur Annahme, dass Hedge Fonds mehr

⁶ Die Arbeiten von Olson (2004) zeigen, dass es zunehmend schwieriger wird, mittels *Managed-Futures-Fonds* Überschussrenditen zu erzielen.

als andere grosse Händler einen Markt zu überrennen imstande sind, da sie im Vergleich zum Risikokapital anderer Grossinvestoren relativ klein sind. Eichengreen und Mathieson (2003) führen ebenfalls Argumente dafür an, dass Hedge Fonds in geringerem Mass als andere institutionelle Anleger dazu neigen, *Positive-Feedback-Trading* (Verkauf bei sinkenden Kursen, Kauf bei steigenden Kursen) zu betreiben, was die Volatilität im Markt erhöht. Im Unterschied zu den meisten Anlagefonds sind Hedge Fonds nicht gemäss ihren Prospekten daran gebunden, neu zufließende Mittel analog zu den bereits von ihnen verwalteten Vermögen zu investieren. Überdies besteht bei ihnen weniger die Gefahr, dass sie Verlustpositionen bei fallenden Kursen abtossens müssen und somit Abwärtstrends des Markts noch verstärken. Hedge Fonds können Fluktuationen besser «aussitzen», da ihre Anleger häufig auf relativ lange Zeit gebunden sind. Nicht selten wirken sie daher als stabilisierende Spekulanten, indem sie fundamental überbewertete Vermögenswerte verkaufen, während sie fundamental unterbewertete Vermögenswerte erwerben und somit den Markt mit Liquidität versorgen.

Dennoch kommen Eichengreen und Mathieson (2003) hinsichtlich des Herdenverhaltens zum Schluss, dass die – allerdings spärlichen – ökonomischen Nachweise darauf hindeuten, dass Hedge Fonds tatsächlich zu Herdenverhalten neigen können, obwohl es kaum Nachweise dafür gibt, dass andere Anleger Hedge Fonds regelmässig nachahmen. Im Umfeld asymmetrischer Information kann es zu Herdenverhalten aufgrund von Informationskaskaden kommen, z.B. bezüglich geldpolitischer Entscheidungen. Für geldpolitische Entscheidungsträger folgt daraus, dass eine transparente Geldpolitik Investoren dazu bringt, aufgrund von Fundamentaldaten zu handeln anstatt der Herde zu folgen.

Fung und Hsieh (2000) liefern in einem vergleichbaren Ansatz eine ausführliche Übersicht über die Rolle der Hedge Fonds während der Marktverwerfungen in den 90er-Jahren. Sie legen quantitative Schätzungen der Auswirkungen von Hedge Fonds auf die Märkte vor, wobei sie sich auf eine umfassende Sammlung von Marktereignissen stützen. Die Autoren identifizieren mehrere Episoden, in denen Hedge Fonds bekannterweise aktiv waren und wahrscheinlich die Märkte massiv beeinflussten (Krise des Europäischen Währungssystems (EWS) von 1992, Rally im europäischen Anleihenmarkt von 1993 mit anschliessendem Kurszerfall im Jahr 1994). Zugleich gibt es aber auch Perioden, während deren Hedge

Fonds anscheinend nur einen geringen oder gar keinen Effekt auf den Markt ausübten (Börsenkrach von 1987, Krise des mexikanischen Peso 1994, Währungskrise in Asien 1997). In letzterem Fall fanden Fung und Hsieh keinerlei Evidenz dafür, dass Hedge Fonds die Märkte durch Manipulation von ihrem «natürlichen», durch wirtschaftliche Fundamentaldaten bestimmten «Pfad» abzubringen vermochten. Nachweise für *Positive-Feedback-Trading* (positive Rückkoppelungseffekte) blieben ebenfalls aus. Es macht den Anschein, als ob Hedge Fonds in den meisten Fällen nicht als geschlossene Gruppe agierten bzw. nur unkorrelierte Transaktionen tätigten. Für einige Perioden fanden Fung und Hsieh (2000) Nachweise von Stilkonvergenz, wenn sowohl *Global Macro* als auch Trendnachfolge-Fonds (d. h. *Managed Futures*) grosse Positionen hielten und die gleiche Richtung einschlugen. Allerdings konnten sie keine Herdenbildung zwischen Hedge Fonds und anderen Investoren feststellen. Anhand dieser beschränkten Übersicht von Untersuchungen lässt sich kein eindeutiger Nachweis führen, dass Hedge Fonds die Marktvolatilität in entscheidendem Mass beeinflussen.

Die direkte Beobachtung der Marktpreisbewegungen kann weitere Aufschlüsse geben. Im Einklang mit der Steigerung des Neugeldzuflusses in die Segmente *Global Macro* und *Managed Futures* sind einige Märkte, die zu den bevorzugten Aktionsfeldern von *Managed-Futures*-Strategien zählen, in jüngster Zeit liquider geworden. Dies gilt vor allem für Rohstoffmärkte, wie die zunehmende Umschlagshäufigkeit und der Anstieg der nichtkommerziellen Positionen in den Märkten für Gold- und Öl-*Futures* belegt (Grafik 5).

Es lässt sich nicht mit Sicherheit sagen, ob eine Korrelation zwischen dem Wachstum der Hedge-Fonds-Branche und einer Änderung in den Marktschwankungen besteht. Der Aufstieg der Branche ab 1994 war nicht von einer klaren Änderung hinsichtlich der Marktvolatilität begleitet (Grafik 6).⁷ Allerdings gab es Phasen (etwa zwischen 1996 und 1999 oder zwischen 2001 und 2004), in denen Mittelzuflüsse in Hedge Fonds (bzw. Mittelabflüsse aus Hedge Fonds) mit niedrigerer (bzw. höherer) Volatilität einherzugehen schienen.

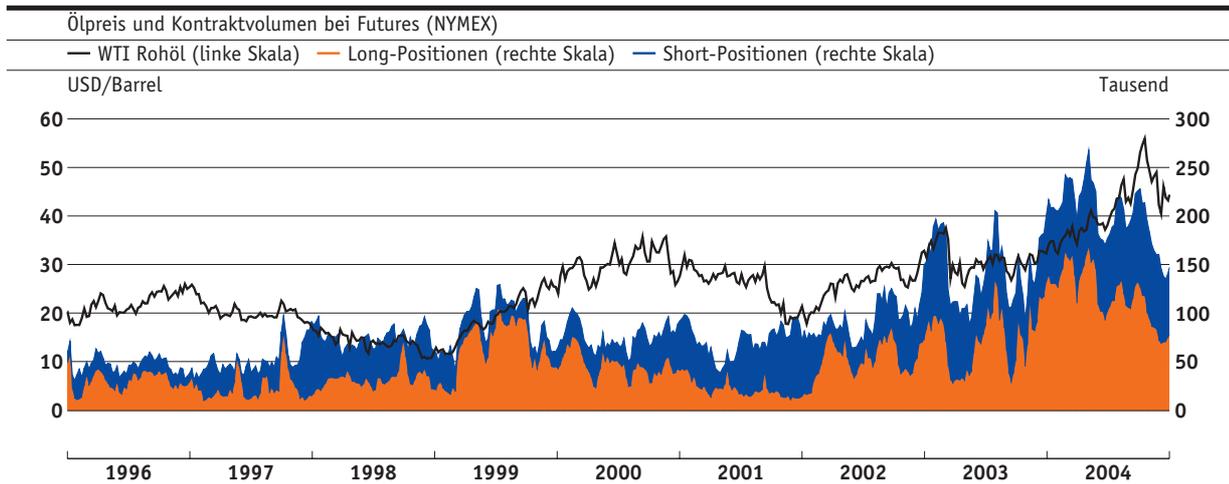
Zudem deuten Marktbeobachtungen darauf hin, dass zahlreiche technisch orientierte Hedge Fonds aufgrund ihrer Handelssysteme vergleichbare Positionen halten, welche durch verwandte *Trigger Points* hervorgerufen werden.⁸ Zumindest ex post sollte es daher möglich sein, dicht besetzte technische Auslöserpunkte im Markt zu identifizieren. In analytischer Hinsicht widerspiegeln diese Auslöserpunkte

7 Der in Grafik 6 dargestellte Index der impliziten Volatilität wird von normalisierten impliziten Volatilitäten von *At-the-Money*-Optionen in den Aktien-

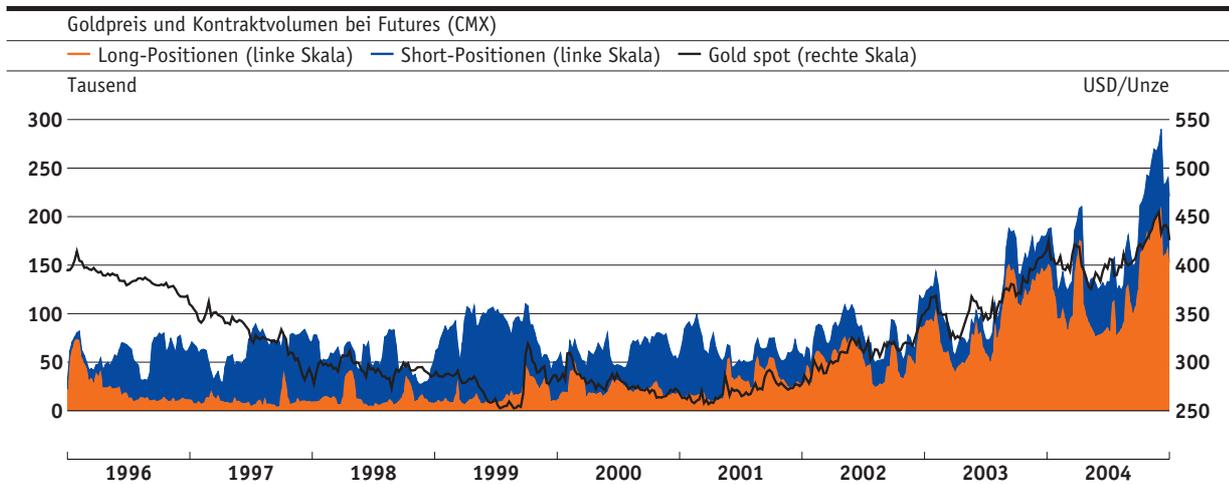
(S&P500), Devisen- (EUR/USD) und Anleihenmärkten (zehnjährige amerikanische Staatsanleihen) abgeleitet.

8 Vgl. Osler (2003) zum Thema *Cluster*-Bildung (Häufungen) bzw. *Trigger-Points* (Auslöser) in den Devisenmärkten.

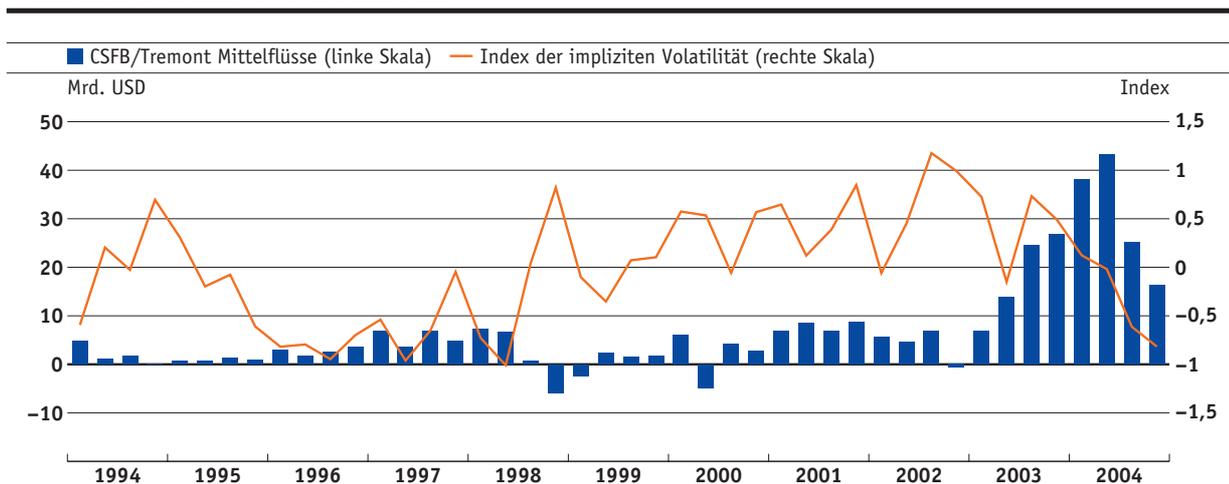
Grafik 5a
Nichtkommerzielle Positionen in den Futures-Märkten für Öl



Grafik 5b
Nichtkommerzielle Positionen in den Futures-Märkten für Gold



Grafik 6
Mittelflüsse und Gesamtmarkt-Volatilität



Momente aussergewöhnlicher Marktanspannungen. Die Beschleunigung eines Aufwärtstrends der Preise oder ein heftiger Rückschlag können Vorläufer eines neuen Marktgleichgewichts sein.

Es gibt einige Anzeichen dafür, dass diese Dynamik in den letzten Monaten verschiedene Anlageklassen erfasst hat.⁹ Betrachtet man spekulative Positionen im Markt zusammen mit Nachrichtenflüssen und verschiedenen Performance-Daten von Hedge-Fonds, erhält man zaghafte Anhaltspunkte dafür, dass erhöhte Marktvolatilität gelegentlich mit geballten Aktivitäten (*Clustering*) der Hedge Fonds zusammenfällt. Drei Beispiele zur Illustration dieser Dynamik seien hier angeführt:

- Während der Periode von Mai bis Juni 2003 scheinen die spekulativen *Long*-Positionen im amerikanischen Obligationenmarkt sehr umfangreich gewesen zu sein, da viele Marktteilnehmer davon ausgingen, die Federal Reserve (Fed) würde die Leitzinsen zur Abwehr von Deflationsrisiken auf unter 1% senken müssen. Verstärkt wurden diese *Long*-Positionen durch Spekulationen im Markt darüber, dass Akteure mit Konvexitäts-Hedge wie die Hypothekarinstitutione Fannie Mae und Freddie Mac früher oder später mehr *Duration* erwerben müssten und somit die Zinsen weiter nach unten drücken würden. Prompt sanken die Renditen auf zehnjährige Staatsanleihen bis Mitte Juni um über 80 Basispunkte. Dieser ausgeprägte Markttrend verhalf der Hedge-Fonds-Branche im Mai 2003 zu aussergewöhnlichen Erträgen. Vor allem CTAs in ihrer Eigenschaft als Trendnachfolger legten in diesem Monat ausgezeichnete Ergebnisse vor. Die Kombination einer geringer als erwarteten Leitzinssenkung der Fed im Umfang von 25 Basispunkten am 24. Juni 2003 und einer erkennbaren Änderung des Tonfalls im Begleitkommentar der Fed kam für den Markt überraschend. Die Verkaufswelle im Obligationenmarkt folgte umgehend. Die mehrheitlich negativen Hedge-Fonds-Ergebnisse im Juni belegen die Preissprünge im Gefolge der Zinsentscheidung durch die Fed.
- Daten zu spekulativen Positionen¹⁰ suggerieren, dass Engagements in Euros Mitte Juli 2004 nicht nur hoch, sondern auch im Anstieg begriffen waren, bevor der Vorsitzende der Fed, Alan Greenspan, dem Kongress in den USA seinen Bericht zur Geldpolitik vorlegte. In seinem mündlichen Bericht gab er eine Inflations- und Zinsaussicht bekannt, die von den Marktteilneh-

mern damals als überraschend «falkenartig» aufgefasst wurde. Sogleich nach Abschluss dieser Ausführungen wurden *Long*-Positionen in Euro in grossem Ausmass gedeckt und der Dollar wertete sich gegenüber der Vorwoche stark von EUR 1.245 zu EUR 1.20 auf.

- Ein anderes Beispiel ist die jüngste Entwicklung der Preise für Rohöl.¹¹ Daten zu spekulativen Positionen legen den Schluss nahe, dass nichtkommerzielle Händler wie Investmentbanken und Hedge Fonds seit 2003 sich vermehrt in Rohöl engagierten. Ihre Netto-*Long*-Positionen waren positiv mit den Preisbewegungen korreliert (vgl. Grafik 5), wodurch sich die Preisschwankungen gegebenenfalls verstärkt haben.¹²

Bei der Interpretation dieser Beispiele ist äusserste Vorsicht angebracht. Zunächst gibt es fast beliebig viele Faktoren, welche die Märkte zu neuen Gleichgewichten bewegen können. Zweitens bestimmt die Liquidität in einem bestimmten Marktsegment häufig, in welche Richtung die Preise tendieren. Auffällige Preisschwankungen treten tendenziell eher in Märkten mit dünnem Handel auf. Drittens hängen Preisbewegungen auch von der Art der zu einem bestimmten Zeitpunkt im Markt engagierten Teilnehmer ab. Wenn sich z. B. vor allem *Managed-Futures*-Mandate mit vergleichbaren Handelssystemen auf einen bestimmten Auslöserpunkt konzentrieren, besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit für ausgeprägte Preissprünge. Wenn andererseits viele verschiedene Hedge Funds mit unterschiedlichen Strategien, aber vergleichbaren Positionen sich auf einen bestimmten Auslöserpunkt konzentrieren, verläuft die Preisentwicklung gleitend, da die Reaktionen dieser Fonds ebenfalls unterschiedlich ausfällt. Hier greifen die individuellen Variationen in den Zeithorizonten, Verlusttoleranzen und Volatilitätsneigungen der einzelnen Hedge Fonds.

Es zeigt sich, dass die Analyse von Preisbewegungen keine exakte Wissenschaft ist. Reife Kapitalmärkte bestehen aus zu vielen unterschiedlichen Marktteilnehmern, um auf systematisches Marktverhalten schliessen zu können, von spezifischen Verhaltensweisen einer relativ kleinen Kategorie von Marktteilnehmern ganz zu schweigen. Dennoch lassen die vorangehenden Beispiele zumindest vermuten, dass vor allem im Bereich *Managed Futures* der Hedge-Fonds-Branche in jüngster Zeit grosse Vermögenspools in vergleichbaren Strategien eingesetzt wurden und somit zur Steigerung der Volatilität beigetragen haben mögen. In dieses Bild passt auch,

9 Nach Rankin (1999) und Yam (1999) lösten Hedge Fonds in einzelnen Märkten während der Asienkrise Verwerfungen aus.

10 Nichtkommerzielle Positionen auf den CME(Chicago Mercantile Exchange)-EUR/USD-Kontrakt gemäss Ausweis der Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

11 Nichtkommerzielle Positionen auf den NYMEX(New York Mercantile Exchange)-Ölkontrakt gemäss Ausweisen des CFTC

12 Für eine weitere Diskussion über Spekulation auf den Erdölmärkten siehe BIS (2004, S. 6).

dass die grössten systematischen Trendnachfolger im Segment *Managed Futures* zuletzt ähnliche Ergebnisse ausgewiesen haben. Bei sechs der grössten CTA-Trendnachfolgern betrug die Korrelation zwischen den ausgewiesenen Monatsrenditen seit Januar 2003 zwischen 0,5 und 0,9, wobei alle Fonds im zweiten Quartal 2004 aussergewöhnlich schlecht abschnitten.

Das Gegenargument liegt auf der Hand: Trotz der jüngsten Mittelzuflüsse ist der Bereich *Managed Futures* nicht gross genug, um in wichtigen Marktsegmenten einen signifikanten Einfluss auf die Preisbewegungen auszuüben. Dieses Argument greift in zweierlei Hinsicht zu kurz: Erstens sind, wie oben bemerkt, auch zahlreiche *Global-Macro*-Hedge-Fonds in vergleichbaren Positionen engagiert. Zweitens erweist sich die Evaluation möglicher Auswirkungen des Segments *Managed Futures* als unzureichend, wenn man ausschliesslich das in diese Strategie investierte Nominalkapital betrachtet. Informationen aus dem Markt und Umfrageergebnisse führen zu dem Schluss, dass das *Managed Futures* Segment eine deutlich grössere Hebelwirkung (*Leverage*) aufweist als andere Segmente der Hedge-Fonds-Branche. Daher liegt die Vermutung nahe, dass das in diesem Segment effektiv eingesetzte Kapital bedeutend höher liegt, als sich aus den reinen Mittelflüssen schliessen lässt. Mit anderen Worten: Eine blosser Betrachtung des investierten Nominalkapitals kann leicht zu einer groben Unterschätzung der tatsächlichen Auswirkungen einer bestimmten Hedge-Fonds-Strategie führen. Tatsächlich spielt der Einsatz von Fremdkapital (*Leverage*) bei der Einstufung von Auswirkungen von Hedge Fonds auf die Marktbedingungen eine nicht zu vernachlässigende Rolle.

6 Leverage

Die LTCM-Krise von 1998 löste innerhalb der Branche sowie bei den Aufsichtsbehörden eine breite Diskussion über den Einsatz von Fremdkapital (*Leverage*) aus.¹³ Das grundlegende Postulat war relativ einfach: Der Einsatz von *Leverage* ist für Hedge Fonds, die mit ihren Gebührenansätzen konforme absolute Renditen generieren wollen, von grosser Tragweite. Gleichzeitig kann *Leverage* zu einer Verstärkung der Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken führen.¹⁴

Mit dem raschen Wachstum der Hedge-Fonds-Branche richtete sich die allgemeine Aufmerksamkeit fast von selbst auf die Beziehung zwischen rekordhohen Mittelzuflüssen, rückläufigen Renditen und dem potenziellen Einsatz von übermässigem Fremdkapital. Das Hauptargument ist einfach: Höhere Renditen in der Vergangenheit haben eine grosse Anzahl neuer Anbieter angezogen. Diese neuen Marktteilnehmer und ihre Geschäftstätigkeit führen vermehrt zur Beseitigung von Marktineffizienzen, die in der Vergangenheit für die höheren Renditen sorgten. Bei rückläufigen Renditen kommen Hedge Fonds hinsichtlich ihrer höheren Gebühren unter einen gewissen Rechtfertigungsdruck. Um Gebührenansätze und Renditen wieder in Einklang zu bringen, könnte sich für manche Manager ein zunehmender Einsatz von Fremdkapital anbieten.

Die Datenlage zu Mittelflüssen und Renditen lässt vermuten, dass mindestens einige Elemente einer derartigen Dynamik derzeit greifen. Auf rekordhohe Zuflüsse in Hedge Fonds während des ersten Quartals 2004 folgten tatsächlich unbefriedigende Ergebnisse auf breiter Front im zweiten Quartal. Daten zu Fremdkapitaleinsatz sind wesentlich schwerer zu ermitteln und zu interpretieren als Daten zu Mittelflüssen und Wertentwicklungen. Eine neuere Studie der Bank of England kommt zum Schluss, dass keine markante Zunahme des *Leverage* in der Hedge-Fonds-Branche vorliegt und im Vergleich zu den Jahren 1997/1998 bescheiden ausfällt.¹⁵ Verschiedene Quellen im Markt und Datenanbieter teilen diese Einschätzung des Umfangs der zurzeit in der Hedge-Fonds-Branche eingesetzten Fremdmittel.¹⁶ Alles in allem sollte jedoch derartigen Verallgemeinerungen bezüglich des *Leverage* nicht zu viel Gewicht beigemessen werden: Erstens stellen sich bedeutende Probleme bei der Aggregation der Daten. Zweitens kann sich der Einsatz von Fremdkapital im Laufe der Zeit deutlich verändern. Drittens – und vielleicht das wichtigste Argument – gibt es verschiedene Formen von *Leverage*, die sich nicht alle zuverlässig über

13 Vgl. US President's Working Group on Financial Markets (1999); Counterparty Risk Management Policy Group (1999); Financial Stability Forum (2000); Managed Futures Association (2003).

14 Managed Futures Association (2003, S. 19)

15 Bank of England (2004)

16 Gemäss Van Hedge Fund Advisors wiesen *Fixed Income Arbitrage*, *Convertible Arbitrage* und *Global Macro* den höchsten und *Short Selling* den geringsten *Leverage* auf. Die Hebelwirkung bezogen auf das Gesamtvermögen der einzelnen Strategien lag in einer Spanne von 1,1 bis 8,3.

aggregierte Branchendaten erfassen lassen. Daher fallen die Art, die Höhe und der dynamische Charakter des *Leverage* stärker ins Gewicht.

Die einfachste Form des *Leverage* besteht darin, dass Finanzintermediäre (im Allgemeinen globale Investmentbanken) Kreditfazilitäten an Hedge Fonds vergeben, damit diese über ihre eigene Kapitalbasis hinaus Mittel investieren können. Derartige Fazilitäten bilden üblicherweise die Grundlage für Schätzungen der branchenweit bzw. in bestimmten Strategien eingesetzten Fremdmittel. Diese Art von *Leverage* stand nach dem Zusammenbruch von LTCM im Zentrum der aufsichtsrechtlichen Diskussionen. Dabei versuchte man, die Beziehungen zwischen Finanzintermediären und Hedge Fonds zu festigen, um das Risikomanagement im Umgang mit Gegenparteien zu verbessern.¹⁷

Eine zweite, jüngere Form von *Leverage* bei Hedge-Fonds bezieht sich auf die rasch wachsende Dachfonds-Branche. Einige Manager von Dachfonds haben damit begonnen, in ihren Produkten Fremdkapital einzusetzen, indem sie entweder ihre eigene Bilanz nutzen (im Falle von Grossbanken und Versicherungen) oder Kreditfazilitäten von anderen Finanzdienstleistern mit grossen Bilanzen in Anspruch nehmen. Typischerweise beträgt der Hebel Fremd- zu Eigenmitteln 2:1, obwohl dieses Verhältnis in manchen Fällen bis auf 4:1 gesteigert wird. Diese Art von *Leverage* wird, obschon sie wahrscheinlich immer noch nicht sehr weit verbreitet ist, kaum von Datenerhebungen zum Einsatz von Fremdmitteln in der Branche erfasst, da diese Erhebungen sich auf einzelne Hedge Fonds beziehen.

Die dritte und komplexeste Form von *Leverage* bei Hedge Fonds ist die Hebelwirkung über Finanzinstrumente (*Instrument Leverage*). Diese Art von Hebelwirkung resultiert aus dem Einsatz der meisten Derivate. Von einem ausgeprägten *Leverage* dieser Art sind systemische Auswirkungen nicht auszuschliessen.

Die Hedge-Fonds-Branche sowie die mit ihnen handelnden Investmentbanken berechnen und wenden das Leverage-Konzept nicht wie üblich an (d. h. als Wert von Positionen als ein Mehrfaches des Eigenkapitals). Hedge Fonds legen ein Ziel für den *Value-at-Risk* (VaR) bzw. für die Kapitalunterlegung jeder Position fest. Die betroffenen Investmentbanken kontrollieren diese Risiken auf ähnliche Weise, indem sie jedem Fonds insgesamt eine VaR-Limite zuweisen. Alle offenen Positionen gegenüber einem bestimmten Fonds – vor allem Derivate wie *Futures*, *Swaps*, *Swaptions* oder *Forwards* – werden in dessen VaR-

Limite einbezogen, wobei alle gegengerichteten Positionen in der Regel miteinander verrechnet werden. Der maximal zulässige Umfang der Positionen eines einzelnen Hedge Fonds hängt von den für den VaR massgeblichen Variablen ab, z.B. von der Volatilität und der Korrelation der Erträge der einzelnen Instrumente. Um das Risiko unter Kontrolle zu halten, ist der VaR des betreffenden Fonds durch Margen zu decken, welche in erster Linie aus Wertpapieren bestehen. Im Allgemeinen wenden die Investmentbanken das bekannte Margensystem der Futures-Börsen auf sämtliche Transaktionen mit Hedge Fonds an. Zudem existieren weitere Sicherheitsmassnahmen. So kann z.B. nach umfangreichen Reduktionen des Nettovermögenswerts die VaR-Limite automatisch herabgesetzt werden, so dass der Fonds gezwungen ist, Positionen abzubauen oder zu schliessen.

Dennoch sollte nicht vergessen werden, dass VaR-Masse keinen umfassenden Schutz bieten – sie beziehen sich auf Preisbewegungen in normalen Märkten und eignen sich kaum für Märkte unter Stress. Es ist möglich, dass der Einsatz von VaR zu Rückkopplungseffekten (*Feedback*) führen kann. Dem Vernehmen nach verkaufen z.B. Institutionen Optionen, um ihre Erträge zu erhöhen. Einerseits tragen sie so zum reibungslosen Funktionieren der Finanzmärkte bei. Andererseits mindern derartige Optionsverkäufe den Preis der Volatilität, wodurch die VaR-Schätzungen sinken. In einem solchen Fall haben Institutionen eventuell Zugang zu umfangreicheren Fremdmitteln als bei normalen Volatilitätsniveaus.

¹⁷ Vgl. Counterparty Risk Management Policy Group (1999).

7 Regulierung

In letzter Zeit wurden vermehrt Stimmen laut, die nach zusätzlichen Aufsichtsmaßnahmen für Hedge Fonds rufen. Bevor auf die aufsichtsrechtlichen Fragen eingegangen wird, sind in diesem Zusammenhang zwei Aspekte von Bedeutung: Erstens unterstehen Hedge Fonds bereits einer ganzen Reihe von indirekten Aufsichtsmaßnahmen. Sie agieren in regulierten Finanzmärkten, bedienen sich der Infrastruktur regulierter Finanzplätze und – noch wichtiger – handeln mit regulierten Finanzinstitutionen. Zweitens unterstehen zahlreiche Hedge Fonds bereits direkten aufsichtsrechtlichen Anforderungen. Eine neuere, informelle Umfrage eines der weltweit grössten Dachfondsanbieters ergab, dass 58% von den 220 Fonds, in die er investiert, bei der National Futures Association (NFA) registriert waren, 36% bei der Securities Exchange Commission (SEC), 30% bei der britischen Financial Services Authority (FSA) und 1% beim CFTC.¹⁸

Bezüglich der Notwendigkeit weiterer direkter Aufsichtsmaßnahmen sollte man zwischen drei möglichen Regulierungsansätzen unterscheiden: Vorsichtsmaßnahmen, Ausweis der Positionen und Einsatz von Fremdmitteln. Vorsichtsmaßnahmen beziehen sich auf das löbliche Ziel der Betrugsverhinderung. Wie bereits gezeigt, sind zahlreiche Hedge Fonds bereits Aufsichtsbehörden unterstellt, was Teil der Betrugsprävention ist. Tatsächlich ist es wohl eher notwendig, dass sich Aufsichtsbehörden nicht ins Gehege kommen und die Zuständigkeiten der einzelnen Behörden klargestellt werden. Die Bemühungen der FSA in London zur Sicherstellung adäquater Geschäftsstrukturen sowie angemessener Kontroll- und Preisfestlegungsmechanismen haben zweifelsohne zur Verminderung der Betrugsrisiken beigetragen. Für viele institutionelle Anleger bildet die Registrierung heutzutage ein wichtiges Kriterium für die Auswahl von Hedge Fonds.

Aufsichtsrechtliche Initiativen hinsichtlich des Ausweises von Positionen sind bestenfalls als unrealistisch einzustufen. Schlimmstenfalls könnte eine solche Auflage die Integrität der Finanzmärkte untergraben. Sie ist unrealistisch, da sich die mit der Aggregation in Echtzeit verbundenen Probleme in einer Branche, die heute rund 12% der gesamten Fondsbranche in den USA entspricht, praktisch nicht lösen lassen. Wichtiger noch ist, dass das Reporting von Positionen möglicherweise kontraproduktiv ist, weil unter anderem ein Durchsickern von Positionen Marktteilnehmer zu einem Verhalten ermuntern

könnte, das mit dem Prinzip der Preisfindung über den freien Markt nicht vereinbar wäre.

Die Regulierung des Einsatzes von Fremdmitteln in der Hedge-Fonds-Branche ist das komplexeste Problem. Extreme *Leverage*-Niveaus geben Zentralbanken Anlass zu Besorgnis, da ein potenzieller Kausalzusammenhang zwischen dem Fremdmiteleinsatz in der Hedge-Fonds-Branche und den Bonitätsrisiken im weltweiten Bankensystem besteht. Dieser Zusammenhang könnte besonders dann gefährlich werden, wenn eine weit verbreitete Kreditkrise mit einer weltweiten Liquiditätskrise auf den Kapitalmärkten zusammenfielen. Aus diesem Grunde sind die Forderungen nach weiteren Überprüfungen des Verschuldungsgrads bzw. zumindest der Messmethoden für den Einsatz von *Leverage* bei Hedge Fonds in gewisser Hinsicht berechtigt. Wie aber bereits angemerkt bestehen grosse Probleme bei der Aggregation der Daten, ähnlich wie beim Reporting von Positionen. Die Erwartungen in die Ergebnisse solcher aufsichtsrechtlichen Initiativen sollten daher realistisch sein. Fehlgeleitete Regulierungsansätze bringen das Risiko mit sich, dass sie ihr Ziel nicht erreichen können. Dennoch ist der Einsatz von Fremdmitteln durch Hedge Fonds ein Feld, das weiterer Studien bedarf.

Der kritischste Punkt dürfte jedoch in den Risiko-Management-Aktivitäten der weltweit wichtigsten Gegenparteien von Hedge Fonds liegen. Wenn die führenden Investmentbanken der Welt angemessene Risiko-Management-Systeme und -Massnahmen für Gegenparti- und Liquiditätsrisiken unterhalten, sollte der *Leverage* in der Hedge-Fonds-Branche nur ein marginales Stabilitätsrisiko für die globale Finanzwirtschaft darstellen. In der Frage des Einsatzes von Fremdmitteln in der Hedge-Fonds-Branche sollte sich deshalb das Augenmerk weltweit vor allem auf die Risiko-Management-Aktivitäten und -Massnahmen der grossen Investmentbanken richten. Diese sind die wichtigsten Handelspartner der Branche. Zudem stellen sie auch die Hauptquellen für Fremdmittel dar. Glücklicherweise handelt es sich bei den weltweit tätigen Investmentbanken um eine kleine und konzentrierte Gemeinschaft. Dies sollte es erleichtern zu untersuchen, ob die Risiko-Management-Systeme und -Ansätze der weltweit wichtigsten Finanzdienstleister die Risikopraxis bei den einzelnen Hedge Fonds angemessen abbilden.

¹⁸ Ein Direktor der SEC schätzte kürzlich in einer Rede im November 2004, dass 40% bis 50% der Hedge Fund Advisers sich freiwillig bei der SEC registrieren liessen.

8 Schlussfolgerungen

Seit der LTCM-Krise im Jahr 1998 hat sich die Hedge-Fonds-Branche stark gewandelt. Der Umfang der verwalteten Vermögen und die Zahl der tätigen Fonds sind markant gestiegen, obwohl die Branche weltweit nur 1,1% der gesamten Kapitalisierung der Obligationen- und Aktienmärkte darstellt (Stand: Ende 2003). Die Wachstumsdynamik der Branche wurde wesentlich durch die steigende institutionelle Nachfrage nach entsprechenden Anlagen getrieben. Die Mittelzuflüsse schwankten je nach Hedge-Fonds-Strategie.

Da Hedge Fonds ausserhalb der engen Rahmenbedingungen herkömmlicher Anlagerichtlinien agieren können, haben sie bedeutende Innovationen im Bereich des Asset Management hervorgebracht. Zudem haben sie die Liquidität an den Finanzmärkten erhöht, deren Effizienz gesteigert und letztlich deren Flexibilität erhöht. Insgesamt ging die zunehmende Bedeutung der Branche nicht mit einer deutlichen Veränderung der Marktvolatilität einher. Dennoch fällt das in letzter Zeit feststellbare rasche Wachstum sowohl der Anzahl Hedge Fonds als auch der von ihnen verwalteten Vermögen mit einer markanten Verringerung der Marktvolatilität zusammen. Gleichzeitig legt die Betrachtung des Markts nahe, dass gewisse Hedge-Fonds-Segmente in bestimmten Fällen die Marktvolatilität negativ beeinflussten, sei es durch Verstärkung bestehender Markttrends, durch ausgeprägte Trendwenden in den Preisen oder durch Kursprünge.

Leverage gehört zu den zentralen Eigenschaften der Branche. Der Einsatz von Fremdkapital und somit die Hebelwirkung der gesamten Branche lässt sich nur sehr schwer messen. Marktbeobachtungen und Umfragen führen zum Schluss, dass sich der *Leverage* derzeit im Rahmen hält. Allerdings sind diese Schätzungen mit grösster Vorsicht zu interpretieren, da sie kaum dem tatsächlichen Ausmass des *Leverage* in der Branche entsprechen. Hebelwirkungen sind in verschiedener Hinsicht von Bedeutung. Ein besonderer Grund zur Besorgnis ist, dass Fondsmanager bei rückläufigen Hedge-Fonds-Renditen aufgrund umfangreicher Mittelzuflüsse veranlasst sein können, auf sehr hohe Fremdmittel zurückzugreifen, um die Erträge mit der Gebührenstruktur ihrer Fonds in Einklang zu bringen. Es ist nicht auszuschliessen, dass dies systemische Risiken mit sich bringt, vor allem wenn es sich um bedeutende Kreditrisikotransfers in das globale Bankensystem handelt.

Letztlich führt *Leverage* zusammen mit ungeeigneten Vermögensverwaltungsstrategien bei Hedge Fonds zu Konkursen. Genau wie in der Vergangenheit lassen sich diese auch für die Zukunft nicht ausschliessen. Es ist nicht undenkbar, dass expansive Geldpolitik und die entsprechende Ausweitung der weltweiten Liquidität einen Nährboden für Aufstieg und Fall von Hedge Fonds darstellt. Bei Konkursen verlieren die betroffenen Anleger – zumeist vermögende Privatinvestoren – ihr Geld. Die Stabilität des Finanzsystems ist hierdurch aber nicht gefährdet und sollte daher für die Entscheidungsträger kein Anlass zur Sorge sein. Finanz- und wirtschaftspolitische Entscheidungsträger sollten sich vielmehr auf Zusammenbrüche bzw. Aktivitäten von Hedge Fonds konzentrieren, welche die Stabilität des globalen Finanzsystems unterminieren. Die stringente Umsetzung des Vorsichtsprinzips in Risiko-Management-Methoden, -Aktivitäten und -Ansätzen der weltweit tätigen Investmentbanken ist die beste Verteidigung gegen eine Erosion solider Kreditvergabeprinzipien. Dies bietet auch den wirksamsten Schutz gegen die potenziell hoch riskanten Folgen eines übermässigen Einsatzes von Fremdmitteln in der Hedge-Fonds-Branche, womit das Thema für zukünftige Studien gegeben wäre.

Literaturverzeichnis

Bank of England. 2004. Financial Stability Report, Juni.

BIS. 2004. *Quarterly Review*, September.

Counterparty Risk Management Policy Group. 1999. Improving Counterparty Risk Management Practices, Juni.

Devenow, Andrea und Ivo Welch. 1996. Rational Herding in Financial Economics. *European Economic Review* 40: 603–615.

Eichengreen, Barry J. und Donald J. Mathieson. 2003. Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy. In *Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies*, 429–452. London.

Eichengreen, Barry J., Donald Mathieson, mit Bankim Chadha, Anne Jansen, Laura Kodres, und Sunil Sharma. 1998. Hedge Funds and Financial Market Dynamics. International Monetary Fund Occasional Paper no. 166, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Financial Stability Forum. 2000. Working Group on Highly Leveraged Institutions.

Fung, William und David A. Hsieh. 2000. Measuring the Market Impact of Hedge Funds. *Journal of Empirical Finance* 7(1): 1–36.

Fung, William und David A. Hsieh. 1999. A Primer on Hedge Funds. *Journal of Empirical Finance* 6(3): 309–331.

Fung, William und David A. Hsieh. 1997. Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds. *Review of Financial Studies* 10(2): 275–302.

IMF (Internationaler Währungsfonds). 2004. Global Financial Stability Report, April.

L'habitant, François-Serge. 2002. *Hedge Funds, Myths and Limits*. John Wiley & Sons LTD.

Managed Futures Association. 2003. Sound Practices for Hedge Fund Managers, Juni.

Osler, Carol L. 2003. Currency Orders and Exchange Rate Dynamics: an Explanation for the Predictive Success of Technical Analysis. *Journal of Finance* 58(5): 1791–1819.

Olson, Dennis. 2004. Have Trading Rule Profits in the Currency Markets Declined Over Time? *Journal of Banking and Finance* 28(1): 85–105.

President's Working Group on Financial Markets. 1999. Report on Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management.

Rankin, Bob. 1999. The Impact of Hedge Funds on Financial Markets: Lessons from the Experience of Australia. Paper presented to the Reserve Bank of Australia 1999 Conference on Capital Flows and the International Financial System, Sydney, 9–10, August.

Yam, Joseph CK. 1999. Capital Flows, Hedge Funds and Market Failure: A Hong Kong Perspective. Paper presented to the Reserve Bank of Australia 1999 Conference on Capital Flows and the International Financial System, Sydney, 9–10, August.