

## Vertrauen ist gut, aber ist Kontrolle besser? Zu den Regulierungserfordernissen von Hedge-Fonds

Von Oliver Arentz

Mit seiner Heuschreckenmetapher hat Franz Müntefering im April vergangenen Jahres eine zeitweise sehr emotional geführte Diskussion über die Rolle von Finanzinvestoren für die wirtschaftliche Entwicklung entfacht. Bei sachlicher Betrachtung der zugrunde liegenden ökonomischen Zusammenhänge zeigt sich jedoch schnell, dass Finanzinvestoren keineswegs eine biblische Plage darstellen, sondern im Allgemeinen positive Wachstums- und Beschäftigungsimpulse auslösen. Sie nutzen Arbitragemöglichkeiten und erhöhen so die Effizienz der Kapitalmärkte. Oftmals ermöglichen erst große internationale Finanzinvestoren innovative Projekte durch die Bereitstellung von Risikokapital, wo klassische Fremdkapitalgeber, bspw. die Banken, die damit verbundenen Risiken scheuen.

### Debatte um Aufsicht von Hedge-Fonds

In den letzten Wochen ist jedoch eine andere, wesentlich komplexere Debatte um die Regulierungsanforderungen von Hedge-Fonds entbrannt. Eine einheitliche Definition für den Begriff Hedge-Fonds existiert nicht.<sup>1</sup> Kennzeichnend für Hedge-Fonds ist jedoch, dass sie hinsichtlich ihrer Anlagestrategie keinen Beschränkungen unterworfen sind. Dabei arbeiten sie vorwiegend mit Leerverkäufen<sup>2</sup> (Short-Positionen) und hohen Fremdkapitalquoten (Leverage), um Marktlagen und Arbitragemöglichkeiten auszunutzen. Als Zielvorgabe dient eine absolute Rendite, die unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung angestrebt wird. Attraktiv für Anleger sind Hedge-Fonds, da sie aufgrund ihrer flexiblen Handlungsmöglichkeiten eine von der allgemeinen Marktentwicklung unabhängige Rendite versprechen. In aller Regel sind die Manager des Hedge-Fonds mit einem beachtlichen Anteil ihres Privatvermögens an dem Fonds beteiligt.

Für Unbehagen sorgt der Umstand, dass Hedge-Fonds im Gegensatz zu anderen Investmentfonds kaum regulatorischen Beschränkungen unterworfen sind. Kritisiert werden insbesondere die fehlenden Offenlegungspflichten und die dadurch bedingte Intransparenz, die die unbemerkte Akkumulation von Risiken

begünstige. Letztlich drohe Gefahr für die Stabilität des gesamten Finanzsystems, so diese Bedenken.

### Potenzielle Gefahren

Unbegründet sind die Befürchtungen nicht. Das große Finanzvolumen, der hohe Fremdkapitalhebel und die daraus resultierende Verflechtung mit dem Bankensektor sowie gleichgerichtete Aktivitäten mehrerer Fonds (Herdentrieb) können bei ungünstiger Marktentwicklung zu so genannten Ansteckungseffekten führen, die auch nicht direkt betroffene Finanzintermediäre und Unternehmen treffen und das internationale Finanzsystem destabilisieren können. Wie groß die Gefahr dieser systemischen Risiken ist, hat sich gezeigt, als der Fonds Long Term Capital Management (LTCM) 1998 aufgrund der negativen wirtschaftlichen Entwicklungen in Asien und Russland von Insolvenz bedroht wurde. Eine globale Finanzkrise konnte nur durch milliarden-schwere Kredite eines Konsortiums, bestehend aus den internationalen Gläubigerbanken, verhindert werden.

Seit 1998 hat sich die Anzahl der Hedge-Fonds verdoppelt und das von Hedge-Fonds verwaltete Kapital vervierfacht (Quelle: The VAN Companies, Financial Advisor: Their Need for Hedge Funds Accelerates, 2004). Es gibt Gründe zu der Annahme, dass die gestiegene Konkurrenz die Risikobereitschaft der Fonds-Manager weiter erhöht hat. So sind hohe Renditen Voraussetzung, um im Wettbewerb zu bestehen. Gleichzeitig sind aber immer riskantere Investments notwendig, um die entsprechenden Renditen zu realisieren. Die mit Hedge-Fonds verbundenen Risiken sind soweit unstrittig. Unklar ist jedoch, ob hieraus zusätzliche regulatorische Anforderungen abzuleiten sind.

### Regulatorische Anforderungen

Eine Einschränkung des Geschäftsfeldes oder der Anlagestrategien von Hedge-Fonds erscheint unangemessen. Die höhere Finanzmarktstabilität würde teuer erkaufte. Hedge-Fonds leisten mit ihren flexiblen Investitionsmöglichkeiten und Arbitragegeschäften einen wichtigen Beitrag zur Effizienzsteigerung der Kapitalmärkte. Durch zu rigide regulatorische Beschränkungen würden ihnen diese Möglichkeiten genommen.

Grundsätzlich sollte die Regulierung gewählt werden, die die geringsten Marktstörungen hervorruft. Hier bieten sich insbesondere Maßnahmen an, die bestehende Informationsasymmetrien zulasten der Fremdkapital-

geber und Anleger von Hedge-Fonds abbauen. Dadurch würde die Wirksamkeit der Kontrolle durch die Kapitalmarktteilnehmer erhöht. Allerdings sind auch hierbei Kosten und Nutzen der Vorschriften gegeneinander abzuwägen. Zu strenge Offenlegungspflichten könnten sich negativ auswirken, wenn sie die Fonds zwingen, strategische Informationen preiszugeben, die von konkurrierenden Marktteilnehmern ausgenutzt werden könnten.

### Mehr Transparenz durch Ratings

Wie hoch ist aber das optimale Niveau der Offenlegungsanforderungen? Theoretisch lässt sich dieses nicht ableiten. Es bietet sich daher an, nur ein Minimum vorzugeben und die Bewertung weitergehender Informationen dem Markt zu überlassen. Ein überdenkenswerter Vorschlag kommt von der Bundesbank: Diese fordert eine „freiwillige“ Bewertung der Hedge-Fonds durch Rating-Agenturen. Dieser Vorschlag hat besonderen Charme, da die Eingriffsintensität und der damit verbundene regulatorische Aufwand gering sind. Private Rating-Agenturen könnten geeignete Bewertungsinstrumente in Absprache mit den Aufsichtsbehörden entwickeln. Die Gründung einer neuen staatlichen Regulierungsstelle wäre nicht notwendig. Gleichzeitig ließe sich eine effektive Kontrolle durch den Kapitalmarkt erreichen. Sobald die ersten Hedge-Fonds sich dem Bewertungsverfahren unterziehen, werden die Kapitalgeber Fonds mit Misstrauen betrachten, die kein Rating vorweisen können. Da „Verweigerer“ mit schlechteren Refinanzierungskonditionen rechnen müssten, dürften sich nur wenige Fonds der Bewertung entziehen.

Auch von Seiten der Hedge-Fonds dürfte ein Interesse an mehr Transparenz vorliegen. So können transparente Strukturen helfen, Kapitalkosten zu senken. Aber wohl weitaus gewichtiger ist, dass freiwillige Transparenzbemühungen Kritikern Argumente für weiter gehende Regulierungsmaßnahmen nehmen. Daher verwundert es nicht, dass namhafte Vertreter der Investmentbranche unlängst Vorschläge unterbreitet haben, wie mehr Transparenz in Zusammenarbeit mit den Regulierungsbehörden zu erreichen ist. Die Empfehlungen sind unter [www.crmpolicygroup.org](http://www.crmpolicygroup.org) abrufbar.

### Indirekte Kontrolle durch die Bankenaufsicht

Gegen eine intensivere Kontrolle kann zudem eingewandt werden, dass Hedge-Fonds bereits heute indirekt durch die Bankenaufsicht erfasst werden. Insbesondere als Prime Broker<sup>3</sup> eines Hedge-Fonds geht eine Bank ein nicht unerhebliches Risiko ein. Diese Risikoposition wird im Rahmen des Bankenaufsichtsprozesses geprüft und ist entsprechend mit Eigenkapital zu hinterlegen. Die Bankenaufsicht erhält somit im Rahmen ihrer Tätigkeit auch einen Einblick in die Risiken von Hedge-Fonds. Die Banken haben ihrerseits ein vitales Interesse daran, die Risiken im Geschäft mit Hedge-Fonds zu begrenzen. Gerade als Prime Broker wären sie unmittelbar von den Zahlungsschwierigkeiten eines von ihnen betreuten Fonds betroffen.

Grundsätzlich ist bei allen Regulierungsmaßnahmen ein international abgestimmtes Vorgehen wünschenswert, wie dies z. B. im Rahmen der Bankenregulierung der Fall ist. Allerdings zeigen die jüngsten Unstimmigkeiten bei der Umsetzung der neuen Eigenkapitalvorschriften für Banken (Basel II), wie schwierig multilaterale Abkommen zu erreichen sind. Auch dies spricht dafür, die Regulierungsintensität möglichst gering zu gestalten, um die Konsensfähigkeit zu erhöhen.

### Fazit

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Transparenz von Hedge-Fonds zurzeit noch zu gering ist und dass hiervon nicht zu unterschätzende Gefahren für das internationale Finanzsystem ausgehen. Allerdings lassen sich die Gefahren weitgehend durch marktkonforme Regulierungen, wie z. B. die nachdrückliche Aufforderung, sich der Bewertung einer Rating-Agentur zu unterziehen, begrenzen. Eine geschickte Regulierung greift das Eigeninteresse der Marktteilnehmer an erhöhter Transparenz auf und nutzt dieses für die eigenen Interessen. So kann durch möglichst international einheitliche Minimalvorgaben die Effizienz der Kapitalmärkte weiter verbessert werden.

<sup>1</sup> Eine Legaldefinition für die deutsche Variante eines Hedge-Fonds, das Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, findet sich in § 112 InvModG.

<sup>2</sup> Bei Leerverkäufen verkauft der Hedge-Fonds gegen Gebühr geliehene Positionen (z. B. Wertpapiere) und spekuliert darauf, diese zu einem späteren Zeitpunkt zu einem geringeren Preis wieder zu erwerben. Er wettet also auf einen Wertverfall der entsprechenden Position.

<sup>3</sup> Prime Broker halten Hedge-Fonds Kreditlinien bereit und sind mit der Abwicklung der Transaktionen beauftragt.

8751 Zeichen

---

Dieser Ordnungspolitische Kommentar reflektiert die Meinung des Autors, nicht notwendigerweise die des Instituts für Wirtschaftspolitik. Der Inhalt kann vollständig oder auszugsweise bei Erwähnung des Autors zu Publikationszwecken verwendet werden. Für weitere Informationen und Rückfragen zum Inhalt wenden Sie sich bitte direkt an den Autor.

Dipl.-Volksw. Oliver Arentz ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von Prof. Dr. Johann Eekhoff an der Universität zu Köln - **Kontakt:** Tel. 0221-470 5680 oder email: [arentz@wiso.uni-koeln.de](mailto:arentz@wiso.uni-koeln.de)