



Informationsbrief Weltwirtschaft & Entwicklung

Der Fachinformationsdienst für Globalisierung, Nord-Süd-Politik und internationale Ökologie

Unbehagen – aber keine Kontrolle: Die neue Debatte über die Hedgefonds

Vorab im Web - In den großen internationalen und regionalen Finanzinstitutionen gibt es erneut Unruhe über die Rolle der Hedgefonds im internationalen Finanzsystem. Auch die deutsche G8-Vorbereitung für Heiligendamm geht nicht ohne besorgte Bemerkungen über die Risiken, die von Hedgefonds ausgehen können, über die Bühne – und über ihre im übrigen positive Rolle beim Management von Risiken und für die Finanzstabilität. Eine Analyse von **Jörg Huffschmid**.

Die Unruhe ist in den letzten beiden Jahren größer, aber auch diffuser geworden. Beides liegt daran, daß man einerseits nichts Genaues weiß, andererseits aber Gefahren ahnt. Da die genaue Form der Bedrohung nicht bekannt ist, weiß auch keiner, ob und wie man sie kontrollieren kann. Alarmrufe über die Gefahren, Entwarnungen und Loblieder über die Vorteile der Hedgefonds wechseln sich ab. Kontrollen und Regulierungen in unterschiedlichem Masse werden vorgeschlagen und prompt verworfen.

* Zweite Welle der Diskussion

Wir erleben gegenwärtig die zweite Welle der öffentlichen Diskussion über Hedgefonds, und es ist zu befürchten, daß sie wie die erste endet: ohne irgendwelche greifbaren Ergebnisse. Die erste Welle hatte Ende des vergangenen Jahrzehnts stattgefunden. Damals stand nach Mexiko- und Asienkrise das Thema „Reform der internationalen Finanzarchitektur“ hoch auf der Tagesordnung der Weltwirtschaftspolitik. Im September 1998 rückte der US-amerikanische Hedgefonds Long Term Capital Management (LTCM) in die Schlagzeilen, dessen Manager sich verspekuliert hatten. Nur eine schnelle und massive Rettungsaktion unter Führung der amerikanischen Zentral-

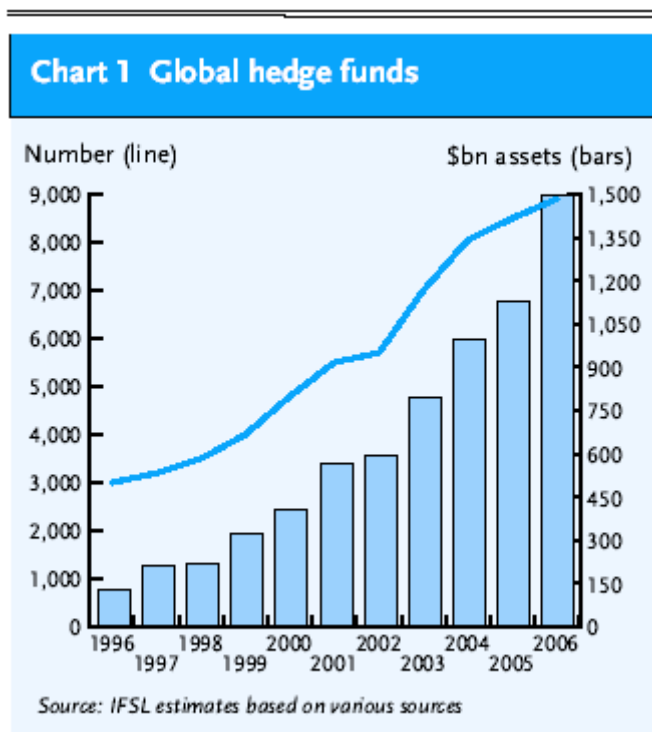
bank konnte verhindern, daß die Pleite von LTCM verheerende Folgen für das amerikanische und weltweite Finanzsystem hatte.

Aus diesem Vorfall wollten die Regierungen der G7-Länder lernen. Sie gründeten im Februar 1999 das „Financial Stability Forum“ (FSF, www.fsforum.org), das im April 2000 einen Bericht über „Highly Leveraged Institutions“ vorlegte. Darin empfahlen die Autoren, die Hedgefonds besser zu kontrollieren und insbesondere die Kreditvergabe an diese Spekulationsfonds zu regulieren und gegebenenfalls zu beschränken. Als der Bericht erschien, zeichnete sich aber bereits ab, daß die Asienkrise keine gravierenden Folgen für die großen Finanzzentren der Welt haben würde. Für diese war die Reformdiskussion damit uninteressant geworden. Der Bericht des FSF verschwand in der Versenkung. Geschehen ist nichts.

Mittlerweile hat sich die Zahl der Hedgefonds von gut 3000 in 1998 auf heute rund 9000 fast verdreifacht (s. Grafik). Über die Hälfte (55%) ist *offshore* angesiedelt, also in Territorien ohne solide Finanzaufsicht, vier Fünftel davon auf den Cayman-Inseln, den britischen Virgin-Inseln und Bermuda.

Die Hälfte der *Onshore*-Fonds ist in den USA registriert, vor allem in Delaware; die dortigen äußerst großzügigen Aufsichtsregeln machen den Bundesstaat faktisch zu

einer *Offshore*-Region. Fast neun Zehntel der Hedgefonds-Manager arbeiten in den USA (zwei Drittel) und in Großbritannien (ein Fünftel).



Das von Hedgefonds weltweit verwaltete Vermögen ist gegenüber 1998 auf das Sechsfache gestiegen und liegt heute bei über 1,5 Billionen US-Dollar. Es kommt zu knapp zwei Dritteln aus den USA und zu einem guten Viertel aus Europa. Dieses schnelle Wachstum ist das Resultat einer jahrzehntelang andauernden und in den letzten fünf Jahren besonders rabiaten Umverteilung von Einkommen und Vermögen von unten nach oben sowie der Ausdehnung von kapitalgedeckten Rentensystemen. Beides hat zu einem Überangebot an renditesuchendem Finanzvermögen geführt. Für die traditionellen institutionellen Finanzinvestoren – Versicherungen, Investmentfonds, Pensionsfonds – wird es immer schwieriger, die Gewinnansprüche der Geldgeber zu befriedigen.

* Strategien der Gewinnrealisierung

In dieser Situation bieten Hedgefonds für das obere Einkommenssegment innovative Alternativen der Kapitalanlage. Ihre Stra-

tegien zur Realisierung schneller und großer Gewinne lassen sich in drei Gruppen unterteilen:

+ **Arbitragegeschäfte:** Mit Arbitragegeschäften nutzen sie Preisdifferenzen auf verschiedenen Märkten aus, kaufen billig ein und verkaufen teurer. Jüngstes Beispiel ist der sog. Carry-Trade: Die Fonds nehmen in Japan billige Kredite auf und kaufen dafür in der Schweiz oder in London höher verzinsliche Wertpapiere. Diese Geschäfte unterliegen allerdings dem Währungsrisiko: Wenn der japanische Yen gegenüber dem Schweizer Franken oder dem englischen Pfund aufwertet, kann der aus der Zinsdifferenz entspringende Gewinn beim Rücktausch verschwinden.

+ **Finanzspekulationen:** Dies sind Transaktionen, die in der Erwartung von Preisänderungen an den Finanzmärkten vorgenommen werden. Besonders riskant sind dabei sog. Leerverkäufe: Wenn die

Fondsmanager erwarten, daß die Kurse fallen, verkaufen sie auf Termin zu jetzt festgesetzten Preisen Aktien, die sie gar nicht besitzen. Sie spekulieren darauf, diese Aktien bei Fälligkeit des Geschäfts billiger als zum festgesetzten Verkaufspreis einkaufen zu können. Wenn die Preise allerdings fallen statt zu steigen, entstehen Verluste. Letzteres war beispielsweise im Juni 2006 bei dem Hedgefonds Amaranth der Fall, der innerhalb einer Woche 6 Mrd. Dollar verlor.

Auch traditionelle Investoren verfolgen diese beiden Strategien. Hedgefonds geben ihnen aber durch zwei Varianten einen besonderen Kick – und machen sie damit besonders riskant: Zum einen setzen sie nicht nur das von den Geldgebern kommende Kapital, sondern zusätzlich in sehr großem Umfang – das Zehnfache des Eigenkapitals ist keine Seltenheit – Kredite ein. Dies ist der Weg, die Eigenkapitalrendite der Geldgeber weit über die Profitrate des insgesamt eingesetzten Kapitals anzuheben – solange letztere höher als die Kreditkosten ist. Zum anderen kaufen Hedgefonds üblicherweise keine Wertpapiere und Währungen, sondern – zu einem sehr viel niedrigeren Preis – Ansprüche auf diese (Derivate). Hierdurch vervielfacht sich der Umfang der späteren Geschäfte und Gewinne – aber auch der möglichen Verluste. Wenn letztere eintreten, sind hiervon nicht nur die Fonds, sondern auch die kreditgebenden Banken betroffen. Es entsteht eine Kettenreaktion, die das gesamte System gefährden kann.

+ **Aktionärsaktivismus:** Eine dritte Strategie ist der „Aktionärsaktivismus“. Dabei kaufen sich Hedgefonds mit kleinen Anteilen in große börsennotierte Unternehmen ein, deren Eigentum breit gestreut ist. Sie üben dann Druck auf das Management aus, die Geschäftspolitik stärker auf die kurzfristigen Gewinninteressen der Aktionäre auszurichten: steigende Kurse und höhere Ausschüttungen. Dies geht zu Lasten anderer Gruppen, insbesondere der Beschäftigten. Es setzt auch die traditio-

nellen institutionellen Investoren unter Druck, ihre Politik stärker auf den kurzfristigen „shareholder value“ statt auf die Stärkung der langfristigen Ertragskraft „ihrer“ Unternehmen auszurichten. Besonders problematisch ist es, daß Pensionsfonds vermehrt dazu übergehen, die ihnen anvertrauten Rentenbeiträge in Hedgefonds anzulegen. Weltweit kommen stammen bereits 11% des Hedgefonds-Vermögens von Pensionsfonds. In der EU arbeiten Lobbygruppen daran, die in einigen Mitgliedsländern der EU bestehenden Beschränkungen für Investitionen von Pensionsfonds in Hedgefonds abzuschaffen.

Die Unruhe bei den Finanzinstitutionen ist erneut aufgebrochen, Rufe nach Regulierung werden laut. Das FSF hat den Auftrag erhalten, seinen Bericht von 2000 zu aktualisieren. Er soll noch - vor dem G8-Gipfel - im Mai 2007 erscheinen. Gleichzeitig machen jedoch die Regierungen der USA und Großbritanniens, also der Länder, aus denen der größte Teil des Geldes kommt und in denen die Hedgefonds-Manager arbeiten, klar, daß sie keinerlei Reformbedarf sehen. Wenn sich diese Position nicht ändert, wird als möglicher Akteur einer dann notgedrungen regional begrenzten Reform nur die Europäische Währungsunion bleiben.

* **Möglichkeiten des Gegensteuerns**

Sinnvolle Mittel gegen die Destabilisierung des Finanzsystems durch Hedgefonds wären:

- * die gesetzliche Verpflichtung zur Offenlegung der Mittelherkunft und Investitionsschwerpunkte von Hedgefonds gegenüber der Finanzaufsicht,
- * die Beschränkung der Kreditvergabe an Hedgefonds durch Banken,
- * das Verbot von Leerverkäufen, sowie insbesondere
- * ein Verbot für Pensionsfonds und Versicherungen, in Hedgefonds zu investieren.

Gegen die einseitige Ausrichtung der Unternehmenspolitik an der schnellen Ausschüttung hoher Gewinne könnten helfen

- * eine stärkere Mitbestimmung der Beschäftigten bei der Unternehmenspolitik sowie
- * die Bindung des Stimmrechts für Aktionäre an eine Mindesthaltedauer (z.B. ein Jahr) der Aktien.

Langfristig wäre es allerdings erforderlich, die Wurzel des Übels durch eine Veränderung der Verteilungsverhältnisse anzugehen. Denn es ist die Umverteilung von unten nach oben, die dazu führt, daß sich an der Spitze der Gesellschaft große Vermögensmassen ansammeln, die nicht produktiv reinvestiert werden, sondern stattdessen auf den Finanzmärkten vagabundieren. Eine Umverteilung zugunsten der Masseneinkommen durch Lohn-, Steuer- und Sozialpolitik könnte hier Abhilfe schaffen und das Problem der Hedgefonds weitgehend erledigen. Natürlich würden derartige Regulierungen die Attraktivität der Eurozone für Hedgefonds drastisch vermindern. Dies ist jedoch deshalb nicht problematisch, weil Europa nicht an Kapitalknappheit leidet.

Prof. Jörg Huffs Schmid lehrte bis zu seiner Emeritierung Politische Ökonomie an der Universität Bremen und ist Mitbegründer der Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik (Memorandumsgruppe).

Hinweise:

- * IFSL, International Financial Services, *Hedge Funds*, City Business Series, London, April 2007. Im Internet unter: www.ifsl.org.uk
- * Banque de France, *Financial Stability Review, Special Issue: Hedge Funds*, Paris, April 2007. Im Internet unter: www.banque-france.fr
- * IMF, *Global Financial Stability Report*, Washington DC, April 2007. Im Internet unter: www.imf.org

Empfohlene Zitierweise: Jörg Huffs Schmid, Heuschrecken: Die neue Debatte über die Hedgefonds, in: *Informationsbrief Weltwirtschaft & Entwicklung*, W&E-Hintergrund Mai 2007 (www.weltwirtschaft-und-entwicklung.org)