

## **Hedgefonds und die Stabilität des internationalen Finanzsystems: Was können staatliche Regulierungen leisten?**

Von Margrit Seckelmann und Sikandar Siddiqui

### **Abstract**

The text at hand deals with the activities of hedge funds and their potentially disadvantageous implications for financial market stability. It shows that an enhanced market transparency, along with the introduction of centralised clearing houses for bilateral trades in derivatives, can make important contributions to the mitigation of such risks. Moreover, it recommends creating the legal preconditions for a compulsory governmental recapitalisation of financial institutes on the brink of insolvency, thus effectively preventing losses due to hedge fund defaults from spreading to uninvolved market participants.

### **Zusammenfassung**

Der vorliegende Text beschäftigt sich mit den Aktivitäten von Hedgefonds und ihren potenziell nachteiligen Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität. Er zeigt, dass eine Verbesserung der Markttransparenz und die Einführung zentraler Abwicklungsstellen für bilaterale Geschäfte im Derivatehandel bedeutende Beiträge zur Verminderung dieser Risiken leisten können. Empfohlen wird ferner, die rechtlichen Voraussetzungen für eine obligatorische staatliche Rekapitalisierung notleidender Finanzinstitute zu schaffen und so ein Übergreifen der Folgeverluste von Hedgefonds-Insolvenzen auf Unbeteiligte zu unterbinden.

*JEL-Classifikation: G28*

Received: June 22, 2010

Accepted: January 17, 2011

### **1. Einleitung**

Hedgefonds werden in der Öffentlichkeit oft als sehr intransparente, hochgradig spekulative Anlagevehikel wahrgenommen, die ihren Anteilseignern enorme Renditeaussichten offerieren, aber auch entsprechend hohe Verlustrisiken mit sich bringen. In diesem Kontext werden häufig Befürchtungen laut, die Aktivitäten einschlägiger Manager könnten

- Verwerfungen an den Wertpapier- und Devisenmärkten mit nachteiligen realwirtschaftlichen Folgen verursachen,
- Überschuldungsprobleme ganzer Staaten auslösen oder in fataler Weise verstärken oder
- im Falle ihres Scheiterns das System der internationalen Finanzmärkte insgesamt destabilisieren (vgl. hierzu Managerkreis der Friedrich Ebert-Stiftung, 2006).

Diese Befürchtungen haben in weiten Teilen der Öffentlichkeit den Ruf nach einer verstärkten, international koordinierten Regulierung und Überwachung dieser Anlageprodukte durch staatliche Aufsichtsbehörden laut werden lassen.

Vor diesem Hintergrund verfolgt die vorliegende Arbeit zwei zentrale Ziele: Einerseits gilt es zu klären, ob und in welcher Weise die Anlage- und Handelsaktivitäten von Hedgefonds sich tatsächlich nachteilig auf die Finanzmarktstabilität auswirken können; andererseits soll untersucht werden, in welcher Weise staatliche Regulierungen zu einer Verminderung derartiger Stabilitätsrisiken beitragen können. Hierzu werden zunächst (in Kapitel 2) eine Reihe grundlegender Fakten über die Arbeitsweise und das Instrumentarium von Hedgefonds rekapituliert sowie die damit verbundenen Risiken beschrieben. Darauf aufbauend werden in Kapitel 3 die Transmissionsmechanismen untersucht, mittels derer diese zunächst einzelwirtschaftlich verantworteten Unsicherheitsfaktoren möglicherweise die Stabilität der Finanzmärkte insgesamt beeinträchtigen können. Daran schließen sich in Kapitel 4 drei konkrete Vorschläge zur Verminderung derartiger Stabilitätsrisiken an. Diese Vorschläge zielen insbesondere auf eine verbesserte Transparenz eingegangener Risiken, auf die Vermeidung eines Übergreifens anfänglich akkumulierter Verluste auf zunächst unbeteiligte Marktteilnehmer und auf die Stärkung der Anreize für ein verantwortungsbewusstes Risikomanagement ab. Der Text endet in Kapitel 5 mit einer zusammenfassenden Schlussbemerkung.

## 2. Hedgefonds: Strategien, Instrumente, Akteure

Hedgefonds<sup>1</sup> sind privatwirtschaftlich konstituierte Kapitalsammelstellen, die

- in handelbare Finanzaktiva investieren,
- über ein weitaus breiteres Spektrum an Instrumenten und Strategien verfügen als konventionelle Investmentfonds und

---

<sup>1</sup> Der Begriff „Hedgefonds“ ist insofern irreführend, als unter einem „hedge“ typischerweise die Absicherung von Finanzanlagen gegen Verluste verstanden wird. Derartige Absicherungsgeschäfte können von Hedgefonds zwar vorgenommen werden, stellen aber typischerweise nicht den Schwerpunkt ihrer Anlageaktivitäten dar.

- nur für einen begrenzten Kreis potenziell interessierter Investoren (zumeist institutionelle Anleger und sehr wohlhabende Privatpersonen) zugänglich sind.

Per Ende 2009 belief sich die Anzahl der Hedgefonds weltweit auf ca. 9.500 und das von ihnen insgesamt verwaltete Vermögen auf rund 1,7 Billionen US-\$<sup>2</sup>. Diese Zahlen erscheinen beeindruckend, doch ein Volumensvergleich mit den Märkten für Anleihen (Ende 2009: 80 Billionen US-\$ weltweit) und Aktien (32,6 Billionen US-\$)<sup>3</sup> verdeutlicht, dass dem Hedgefonds-Segment, gemessen an anderen Teilsegmenten des weltweiten Kapitalmarktes, eine größtmäßig eher untergeordnete Rolle zukommt.

Auf der Anbieterseite wird der Markt für Hedgefonds überwiegend von unabhängigen, einschlägig spezialisierten Kapitalanlagegesellschaften dominiert. Über die Rechtsform und den Geschäftssitz eines Hedgefonds wird oft auf der Grundlage steuerlicher Erwägungen entschieden. So sind etwa Hedgefonds, welche für außerhalb der USA steuerpflichtige Anleger aufgelegt werden, oft in sog. Offshore-Finanzzentren wie den Cayman Islands, den British Virgin Islands oder Bermuda angesiedelt. Damit wird erreicht, dass auf die erzielten Gewinne so lange nur die relativ niedrigen Steuersätze am jeweiligen Firmensitz angewendet werden, wie diese Gewinne vom Fonds einbehalten werden. Aber auch der Umstand, dass Hedgefonds im Falle einer Offshore-Domizilierung die umfangreichen Offenlegungspflichten für individuelle Positionen vermeiden können, die in einigen anderen Jurisdiktionen gelten, kann bei der Standortwahl eine wichtige Rolle spielen, weil auf diesem Wege eine Nachahmung der eigenen Investmentstrategien durch Konkurrenten erheblich erschwert wird (vgl. Kaiser, 2004, 27).

## 2.1 Spezifische Handelsinstrumente von Hedgefonds: Derivate und Leerverkäufe

### *Einsatz von Derivaten*

Unter dem Begriff „Derivate“ werden sämtliche Finanzinstrumente subsumiert, deren Wert aus mindestens einer zugrunde liegenden Bezugsgröße abgeleitet wird. Konkret gehören hierzu u. a. unbedingte Terminkontrakte („Futures“), bedingte Terminkontrakte (Optionen) und Kontrakte über den zukünftigen Austausch von Zahlungsströmen („Swaps“).

Innerhalb der letztgenannten Kategorie hat unlängst die Klasse der sog. *Credit Default Swaps (CDS)* erhebliche Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Ein CDS ist ein Kontrakt, in dem das Risiko der Zahlungsunfähigkeit eines bestimmten Referenzschuldners von einem Vertragspartner (dem Sicherungsneh-

---

<sup>2</sup> Quelle: International Financial Services, London.

<sup>3</sup> Quelle: International Financial Services, London.

mer) auf einen anderen (den Sicherungsgeber) übertragen wird. Als Entgelt hierfür verpflichtet sich der Sicherungsnehmer zur periodischen Zahlung einer Prämie. Falls der Referenzschuldner während der Kontraktlaufzeit zahlungsunfähig wird, muss der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer einen Verlustausgleich gewähren, dessen Höhe und Beschaffenheit in den Kontraktbedingungen geregelt ist.

Allen Derivaten ist gemeinsam, dass sie von risikobereiten Marktteilnehmern – also auch Hedgefonds – dazu verwendet werden können, mit relativ geringem Einsatz von Eigenmitteln überproportional an einer für sie vorteilhaften Entwicklung der jeweiligen Referenzgröße teilzuhaben. Dieses Charakteristikum wird als „Hebelwirkung“ des Derivateeinsatzes bezeichnet. Die Kehrseite dieser Eigenschaft ist, dass sie bei Nichteintreten der erwarteten Preisentwicklung einem entsprechend positionierten Investor auch überproportional hohe Verluste einbringen können, deren Ausmaß im Extremfall bis zum Totalverlust aller für den Erwerb eingesetzten Eigenmittel gehen können.

Andererseits bieten Derivate risikoscheuen Kontrahenten die Möglichkeit, sich gegen für sie unvorteilhafte Marktentwicklungen zu tragbaren Konditionen abzusichern. Die in der Presse mitunter als „Zockermentalität“<sup>4</sup> gescholtene Risikobereitschaft mancher Akteure am Derivatemarkt ist daher zu einem sehr erheblichen Teil lediglich das notwendige Komplement zu der Risikoscheu anderer Marktteilnehmer.

### *Leerverkäufe*

Als Leerverkauf wird eine Transaktion bezeichnet, bei der ein Marktteilnehmer sich ein Wertpapier von einem Vertragspartner leiht, um dieses in der Erwartung am Markt zu verkaufen, es später zu einem niedrigeren Preis zurückkaufen zu können. Erfüllt sich diese Erwartung, kann der Leerverkäufer damit einerseits seine Rückgabeverpflichtung erfüllen und andererseits einen Gewinn erzielen.

Leerverkäufe ermöglichen es den jeweiligen Marktteilnehmern – also etwa Hedgefonds – im Erfolgsfall, mit zunächst vergleichsweise geringem Einsatz eigener Mittel von fallenden Kursen des jeweils betreffenden Wertpapiers zu profitieren. Sie setzt diese aber andererseits einem zumindest theoretisch unbegrenzt hohen Verlustrisiko aus, falls der Kurs des geliehenen Wertpapiers während der Zeitspanne bis zur vereinbarten Rückgabe über sein anfängliches Niveau hinaus ansteigen sollte. Dennoch wäre es verfehlt, Leerverkäufe als ausschließlich „aggressive“ Spekulationsgeschäfte anzusehen, da sie – etwa im Kontext des Optionshandels – auch zur Risikobegrenzung eingesetzt werden und folglich auch wesentlich zur kostengünstigen Realisierbarkeit „defensiver“ Anlagestrategien beitragen.

---

<sup>4</sup> Vgl. hierzu etwa von Robert von Heusinger, *Fluch der Derivate*, *DIE ZEIT* 15. 12. 2005.

### *Kreditaufnahme*

Im Vergleich zu konventionellen Investment-Sondervermögen nehmen zumindest einige Hedgefonds in weitaus höherem Maße Kredite auf. Eine Motivation für ein solches Verhalten ist immer dann gegeben, wenn die zu erwartende Rentabilität der so finanzierten Investitionen höher liegt als die aus der Kreditaufnahme resultierende Zinslast, weil die Differenz zwischen diesen beiden Größen den Anteilseignern des jeweiligen Fonds zugute kommt.

## **2.2 Investmentstrategien von Hedgefonds**

Mit Jorion (2005, 390 ff.) lassen sich die Strategien von Hedgefonds in drei zentrale Kategorien einordnen:

- (1) *Direktionale Strategien* zielen darauf ab, die Entwicklungsrichtung ausgewählter Marktpreise zu antizipieren und durch eine entsprechend gewählte Positionierung von deren Eintreten zu profitieren.
- (2) Bei *Relative Value-Strategien* werden Käufe von unterbewertet erscheinenden Aktiva und Leerverkäufe von überbewertet erscheinenden Aktiva so kombiniert, dass aus der erwarteten Wiederannäherung der Kurswerte – unabhängig von der Entwicklung des Gesamtmarktes – Gewinne resultieren.
- (3) Im Falle *ereignisgetriebener Strategien* wird angestrebt, von Kursbewegungen zu profitieren, die mit bestimmten Einzelereignissen – also etwa Unternehmensübernahmen, aber auch Solvenzkrisen – im Zusammenhang stehen.

## **2.3 Finanzwirtschaftliche Risiken von Hedgefonds**

Die wesentlichen (unter anderem) von Hedgefonds eingegangenen Risiken lassen sich im Einklang u. a. mit Jorion (2005) fünf Klassen einteilen:

- Unter *Marktpreisrisiken* werden mögliche Verluste subsumiert, die eintreten, wenn sich die Marktpreise handelbarer Aktiva zu Lasten des jeweils betroffenen Akteurs verändern
- Als *Ausfallrisiken* werden diejenigen Verluste bezeichnet, die aus der möglichen Zahlungsunfähigkeit anderer Marktteilnehmer resultieren können. Hedgefonds können sich als potenzielle Anleihekäufer oder Darlehensgeber einerseits selbst Ausfallrisiken aussetzen; andererseits nehmen die Transaktionspartner von Hedgefonds ihrerseits das Risiko einer Zahlungsunfähigkeit des jeweiligen Fonds in Kauf. Abgemildert werden können diese Risiken durch bilaterale Vereinbarungen über die Stellung von Sicherheiten, deren Mindesthöhe parallel mit dem Marktwert der besicherten Positionen steigt oder fällt. Die Gefahr einer gleichzeitigen Entwertung von Sicherhei-

ten und besicherten Positionen – und damit ein durchaus nennenswertes Restrisiko – besteht jedoch auch in diesem Fall fort.

- *Finanzierungsbezogene Liquiditätsrisiken* sind Verlustpotenziale, die daraus resultieren, dass ein Akteur die zur Fortführung seiner Tätigkeit erforderlichen liquiden Mittel nicht mehr oder nur noch zu prohibitiv hohen Kosten aufbringen kann.
- Als *marktbezogene Liquiditätsrisiken* werden Verluste bezeichnet, die daraus resultieren können, dass die Handelsintensität in den relevanten Märkten stark abnimmt und Transaktionen nur noch zu sehr nachteiligen Konditionen möglich sind.
- Als *operationelle Risiken* werden sämtliche Verlustpotenziale bezeichnet, die durch Prozessmängel, Systemfehler, menschliches Versagen bzw. Fehlverhalten oder externe Faktoren bedingt sind.

### 3. Implikationen für die Stabilität der Finanzmärkte

#### 3.1 Mögliche Wirkungen spekulativer Finanzmarkttransaktionen

Mitunter wird argumentiert, Hedgefonds seien schon aufgrund der Tatsache, dass nicht wenige von ihnen spekulative Transaktionen mit großen Volumina vornehmen, eine potenzielle Bedrohung für makroökonomische Stabilität. Anhänger dieser Hypothese behaupten unter anderem, das Ausscheiden des britischen Pfund Sterling aus dem europäischen Wechselkursverbund im September 1992<sup>5</sup> oder die (vorläufig abgewendete) Zahlungskrise des griechischen Staates im Frühjahr 2010 seien maßgeblich das Ergebnis spekulativ agierender Hedgefonds wie etwa des von George Soros geleiteten Quantum Fund.

Diese Auffassung erscheint jedoch bei näherer Betrachtung wenig plausibel: Zwar können Marktteilnehmer tatsächlich – mittels Devisenverkäufen am Terminmarkt – auf die Abwertung einer bestimmten Währung spekulieren, und ebenso ist es möglich, durch die Einnahme von Sicherungsnehmerpositionen in Credit Default Swaps auf die Zahlungsunfähigkeit eines bestimmten Schuldners zu „wetten“. Doch nur, wenn es auch Indizien dafür gibt, dass spekulativ motivierte Finanzmarkttransaktionen die Eintrittswahrscheinlichkeit des fraglichen Ereignisses selbst nennenswert beeinflussen, lässt sich die Behauptung einer potenziell destabilisierenden Wirkung der Spekulation *per se* begründen. Wenig spricht dafür, dass dies der Fall ist: Zwar können ungewöhnlich großvolumige Kauf- oder Verkaufsaufträge in Märkten mit ansonsten geringeren Handelsvolumina in der Tat temporäre Nachfrage- oder Angebotsüberhänge und entsprechende Preisreaktionen nach sich ziehen. Allerdings ist in solchen Fällen aber auch zu erwarten, dass die spätere, mit dem

---

<sup>5</sup> Vgl. hierzu etwa die Diskussion in Bertram / Heuser (1998).

Ziel der Gewinnerzielung erfolgende Auflösung einer spekulativ motivierten Position einen entgegengesetzten Preiseffekt auslöst. Nur dann, wenn ein spekulativ motivierter Akteur nicht befürchten muss, dass dieser zweite Preiseffekt den erhofften Gewinn wieder zunichte macht, ist es für ihn sinnvoll, eine entsprechende Position überhaupt einzugehen. Die Wahrscheinlichkeit für die Erfüllung dieser Bedingung ist wiederum vor allem dann nennenswert, wenn es außerhalb des Einflussbereichs dieses Akteurs gewichtige Faktoren gibt, die das Eintreten des gewinnauslösenden Ereignisses stark begünstigen. Diese Überlegung lässt den Schluss zu, dass spekulativ motivierte Transaktionen allein allenfalls als Reaktionsbeschleuniger, nicht aber als wesentliche Ursache von Wechselkurskrisen oder Überschuldungsproblemen ganzer Staaten oder Währungsgebiete in Betracht kommen.

### 3.2 Stabilitätsrisiken möglicher Zusammenbrüche von Hedgefonds

Jede Finanzmarkttransaktion kommt nur deswegen zustande, weil zusätzlich zu der sie initiierten Vertragspartei ein anderer Marktteilnehmer (oder eine Anzahl von Marktteilnehmern gemeinsam) dazu bereit ist, die entsprechende Gegenposition einzunehmen. Dabei bleibt die Gesamtsumme der von allen beteiligten Kontrahenten erzielten Gewinne (oder Verluste) gleich; nur ihre Verteilung auf die beteiligten Akteure fällt, je nach dem, welches der möglichen Ereignisse tatsächlich eintritt, unterschiedlich aus (vgl. hierzu auch Jungbluth, 2010). Dies lässt zwar einerseits erkennen, dass Finanzmarkttransaktionen eine erhebliche Umverteilung von Gewinnen und Verlusten zwischen den beteiligten Akteuren bewirken können; andererseits lässt dieser Umstand so lange keine Bedrohung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität erwarten, wie sichergestellt ist, dass alle beteiligten Transaktionspartner ihren Zahlungsverpflichtungen fristgerecht nachkommen können und die von ihnen möglicherweise akkumulierten Verluste folglich nicht auf Unbeteiligte überwältzt werden.

Erfahrungswerte lassen jedoch befürchten, dass genau diese letztgenannte Bedingung insbesondere im Handel mit Derivaten nicht notwendigerweise erfüllt ist. So können etwa abrupte Wertminderungen der von einem (oder mehreren ähnlich agierenden) Hedgefonds gehaltenen Positionen zu einem so sprunghaften Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber den jeweiligen Vertragspartnern führen, dass die für ihre vertragsgemäße Besicherung oder Begleichung erforderlichen Mittel auch durch Notverkäufe eigener Aktiva nicht mehr aufgebracht werden können. Möglich ist daher, dass die Zahlungsunfähigkeit eines oder mehrerer Hedgefonds auf diese Partnerinstitute übergreift und anschließend eine Kettenreaktion von Folgeinsolvenzen auslöst, die auch im Nichtbankensektor schwerwiegende Störungen der Kreditversorgung und des Zahlungsverkehrs nach sich zieht. Es kann nicht als gesichert gelten, dass diese gesamtwirtschaftlichen Folgerisiken in den einzelwirtschaftlichen Kosten-Nutzen-Kalkülen von Fondsmanagern und Anteilseignern ausreichende

Berücksichtigung finden. Das Bestreben, Gefahren für die Stabilität der davon betroffenen Wirtschaftsräume vorzubeugen, ist angesichts dieser Situation grundsätzlich ein ökonomisch begründetes Motiv für regulierende Eingriffe staatlicher Akteure.

#### 4. Drei Vorschläge für mögliche regulatorische Eingriffe

##### 4.1 Einführung von Offenlegungspflichten

Eine höhere Transparenz der von Hedgefonds eingegangenen Risiken kann einen wesentlichen Beitrag zur Verbesserung der Krisenresistenz der internationalen Finanzmärkte leisten. Darum werden im Folgenden zwei Vorschläge unterbreitet, die einerseits mit dem Ziel vereinbar sind, die Fondsanbieter vor einer unautorisierten Imitation ihrer Strategien zu schützen, und andererseits problematische Informationsasymmetrien abmildern sollen:

- (1) Hedgefonds sollten dazu verpflichtet werden, auf täglicher Basis
  - den aktuellen Marktwert ihres jeweiligen Gesamtportfolios sowie
  - dessen um den Effekt von Mittelzu- und -abflüssen bereinigte Wertänderung gegenüber dem Vormonatsstichtag
 gemäß international standardisierten Bewertungsregeln zu ermitteln sowie diese ihren Anteilseignern, ihren Partnerinstituten und den jeweils relevanten Aufsichtsbehörden zugänglich zu machen. Als Vorbild für ein solches gemeinsames Regelwerk können beispielsweise die Global Investment Performance Standards (GIPS<sup>®</sup>) des CFA Institute<sup>6</sup> (2005) dienen. Die Einhaltung dieser Standards sollte mindestens einmal jährlich durch unabhängige, zur Verschwiegenheit verpflichtete Prüfer kontrolliert werden.
- (2) Ferner sollten Hedgefonds veranlasst werden, Aufsichtsbehörden, Anteilseignern und Transaktionspartnern tagesaktuelle Angaben über die Größenordnung der von ihnen eingegangenen Ausfall- und Marktpreisrisiken zugänglich zu machen. Bei der Festlegung der dabei anzuwendenden Kennziffern und der Vorgehensmethodik bei ihrer Ermittlung können die Vorgaben, welche der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht für international tätige Banken festgelegt hat, analog angewendet werden (vgl. hierzu Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2006). Auch hier ist eine Prüfungspflicht analog zu (1) ratsam.

Ein offensichtlicher Vorteil der oben skizzierten Regelungen wäre ihre Praktikabilität, da ihre Umsetzung bei konventionellen Investment-Sondervermögen und in vielen international tätigen Banken bereits gängige Praxis

---

<sup>6</sup> Das in CFA Institute ist eine globale berufsständische Vereinigung von Finanzmarktanalysten und Portfoliomanagern mit Hauptsitz in Charlottesville, Virginia.



ist und Fondsanbieter bei ihrer Umsetzung auf erprobte Lösungsansätze einer Vielzahl einschlägig spezialisierter Dienstleister zugreifen können. Die Vielfalt und Komplexität der an die Adressaten zu kommunizierenden Daten wird zudem durch die Konzentration auf einige wenige, aber aussagekräftige Indikatoren begrenzt. Da insbesondere die Handelsabteilungen großer Bankhäuser, die oft heute schon entsprechenden Regularien unterliegen, mitunter auch als Konkurrenten von Hedgefonds am Markt agieren, wäre die hier vorgeschlagene Neuregelung auch ein Schritt zur Angleichung der maßgeblichen Wettbewerbsbedingungen für unterschiedliche Marktteilnehmer.

#### **4.2 Einführung von Clearingstellen für bilateral gehandelte Derivate**

Insbesondere im Handel mit Derivaten kann die mögliche Zahlungsunfähigkeit eines der beteiligten Akteure bei seinen Transaktionspartnern schwerwiegende Verluste nach sich ziehen und im Extremfall sogar die Stabilität der Finanzsystems insgesamt gefährden. Bei börsengehandelten Derivaten wird die Gefahr derartiger Ansteckungseffekte allerdings durch die Zwischenschaltung börseneigener Verrechnungs- und Abwicklungsstellen weitestgehend gebannt.

Ein ausgesprochen naheliegender Lösungsansatz wäre daher, die Marktteilnehmer zu verpflichten, auch bislang nicht börsengehandelte Geschäfte mit Derivaten künftig über derartige Clearingstellen abzuwickeln. Auf diesem Wege könnte verhindert werden, dass unerwartet hohe Verluste eines Transaktionspartners auf andere übergreifen. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass die Risikotragfähigkeit dieser Clearingstellen hoch genug ist, um selbst in Krisensituationen keinerlei Zweifel an ihrer Solvenz aufkommen zu lassen. Ferner müssen die qualitativen und quantitativen Anforderungen an die zu stellenden Kreditsicherheiten so streng und die zur Positionsbewertung eingesetzten Verfahren so verlässlich sein, dass ihr risikomindernder Effekt auch bei extremen Marktverwerfungen erhalten bleibt.

Dabei kann das Problem auftreten, dass nicht bei allen bislang außerbörslich gehandelten Derivaten jederzeit genügend unabhängige Preisquellen für eine marktkonforme Wertermittlung verfügbar sind. In solchen Fällen bietet es sich an, marktkonforme Wertansätze für die betreffenden Produkte aus finanzmathematischen Bewertungsmodellen abzuleiten, die vom Träger der Clearingstelle und deren Wirtschaftsprüfer anerkannt sind. Ist ein Konsens über das dabei anzuwendende Verfahren zwischen den Beteiligten nicht herstellbar, dürfte eine Unterbindung des Handels in dem entsprechenden Produkt letztlich einen geringeren gesamtwirtschaftlichen Schaden implizieren als die damit verbundenen ökonomischen Unwägbarkeiten.

### 4.3 Unterbindung von Ansteckungseffekten bei Bankinsolvenzen

Die Auswirkungen des Zusammenbruch eines oder mehrerer Hedgefonds kann auf andere Marktteilnehmer übergreifen und einen Domino-Effekt mit schwerwiegenden gesamtwirtschaftlichen Folgeschäden zur Folge haben. Dennoch erscheint es mit den Prinzipien einer sozialen Marktwirtschaft unvereinbar, Insolvenzen von Finanzdienstleistern generell durch staatliche Eingriffe verhindern zu wollen. Der Grund hierfür ist, dass die Furcht vor einem Vermögensverlust durch Insolvenz für die Anteilseigner eines Unternehmens den vielleicht wirksamsten Anreiz dazu darstellt, sich für eine wirksame Kontrolle ökonomischer Risiken seitens der Unternehmensleitung einzusetzen. Fällt ein solcher Anreiz infolge staatlich gewährter Bestandsgarantien weg, dann fördert dies einen fahrlässigen Umgang mit diesen Risiken und macht so eine tatsächliche Inanspruchnahme der Garantieleistungen zu Lasten der Allgemeinheit wahrscheinlicher.

Um zu verhindern, dass die Zahlungsunfähigkeit eines Finanzinstituts eine Kettenreaktion von Folgeinsolvenzen auslöst, erscheint daher eine Lösungsansatz ratsam, der sich stark an dem Vorgehen der schwedischen Regierung während der dortigen Finanzkrise im Jahr 1992 orientiert (siehe Buiter, 2009). Er besteht darin, dem Staat ein Recht darauf einzuräumen, akut von der Zahlungsunfähigkeit bedrohte Finanzinstitute auch ohne Zustimmung der Geschäftsleitung und der jeweiligen Organe zu rekaptalisieren. Hierzu müsste die öffentliche Hand vorübergehend so viele neu auszugebende Anteile am Stammkapital der betroffenen Gesellschaft zum Nennwert erwerben, wie für die Erreichung einer qualifizierten Mehrheit der Stimmrechte notwendig sind. Die so verbesserte Kapital- und Liquiditätsausstattung würde einerseits ein Übergreifen der Verluste auf weitere Institute unterbinden. Im Vergleich zu bedingungslosen Bestandsgarantien hätte ein derartiges Vorgehen zwei weitere vorteilhafte Konsequenzen:

- Indem der Staat die neuen Gesellschaftsanteile zum Nennwert erwirbt, wird eine Verlagerung der infolge überhöhter Risiken akkumulierten Verluste von den bisherigen Eigentümern auf den Staatshaushalt weitgehend verhindert. Dies verstärkt den Anreiz zu einem verantwortungsbewussten Risikomanagement.
- Als vorübergehender Mehrheitseigentümer kann die öffentliche Hand auf die Wiederherstellung der Marktfähigkeit des betroffenen Instituts hinwirken und dieses anschließend reprivatisieren. Die erzielten Verkaufserlöse können zumindest wesentliche Teile der zunächst akkumulierten Kosten wieder ausgleichen.

## 5. Schlussbemerkung

Hedgefonds können aufgrund ihres vielfältigen Instrumentariums und ihrer hohen Flexibilität eine wesentliche Bereicherung des Produktangebots für private und institutionelle Anleger darstellen. Das Augenmerk staatliche Akteure sollte daher vor allem darauf gerichtet sein, ein unkontrolliertes Übergreifen der Verluste, die aus mit einer möglichen Zahlungsunfähigkeit von Hedgefonds resultieren, auf unbeteiligte Marktteilnehmer zu verhindern. Eine verbesserte Transparenz der von Hedgefonds eingegangenen Risiken sowie die Einführung zentraler Verrechnungs- und Abwicklungsstellen für den außerbörslichen Handel mit Derivaten die Gefahr derartiger Ansteckungseffekte deutlich reduzieren. Dieser Bedrohung kann wirksam begegnet werden, indem die öffentliche Hand in die Lage versetzt wird, akut insolvenzbedrohte Finanzinstitute bei Bedarf zu rekapitalisieren.

## Literatur

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (2006): Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel.
- Bertram, Ch. / Heuser, U. J.* (1998): „Das ist wie ein Flächenbrand“, *Die Zeit*, 29. Januar 1998, 17.
- Buiter, Willem H.* (2009): Time to take the banks into full public ownership. Online verfügbar unter <http://www.ft.com/maverecon>, 16. Januar 2009.
- CFA Institute* (2005): GIPS – Global Investment Performance Standards, Charlotteville (WA).
- Jorion, P.* (2005): *Financial Risk Manager Handbook*, Hoboken / New Jersey.
- Jungbluth, R.* (2010): Kurz und gut, *Die Zeit*, 20. Mai 2010, 35.
- Kaiser, D. G.* (2004): *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden.
- Managerkreis der Friedrich Ebert-Stiftung* (2006): *Finanzinvestoren in Deutschland*, mimeo, Bonn.

