

Die Risikopositionen von Banken gegenüber Hedgefonds in Österreich und regulatorische Aspekte

Eleonora Endlich,
Markus S. Schwaiger,
Gabriele Stöffler

Das expansive Wachstum der Hedgefonds-Industrie in der Vergangenheit und die damit im Zusammenhang stehenden politischen Diskussionen, diese schwach bzw. nicht regulierte Anlageklasse einem strengen Rechtsrahmen zu unterwerfen, veranlasste das Banking Supervision Committee des Europäischen Systems der Zentralbanken, eine europaweite Umfrage zu den Risikopositionen von Banken gegenüber Hedgefonds durchzuführen. Im vorliegenden Beitrag werden die österreichischen Umfrageergebnisse dargestellt und mögliche Maßnahmen zur Regulierung der Hedgefonds-Branche beleuchtet.

Einleitung

Hedgefonds¹ etablierten sich infolge ihres starken Wachstums in den vergangenen Jahren zu bedeutenden Teilnehmern auf dem internationalen Finanzmarkt.² Weltweit existieren nach Schätzungen derzeit rund 8.000 Hedgefonds mit einem Gesamtvolumen von über 1.000 Mrd USD,³ wobei das Volumen in der EU rund ein Viertel beträgt. Damit hat sich das Gesamtvermögen der Hedgefonds seit dem Jahr 2001 verdoppelt. Da Hedgefonds jedoch meist keinen oder nur geringen Regulierungsvorschriften unterliegen und die öffentlich verfügbaren Informationen aus Datenbanken stammen bzw. die Selbstdarstellung der Fonds unvollständig sind, ist ihre Entwicklung nur eingeschränkt nachvollziehbar.

Ursache für das Wachstum der Hedgefonds-Branche war u.a. eine Erweiterung der Investorenbasis auf neue Gruppen von institutionellen sowie Retail-Kunden. Dieses Umfeld führte sowohl auf nationaler als auch internationaler Ebene vermehrt zu Diskussionen, ob Hedgefonds neben ihren positiven Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte auch eine Bedrohung für die Finanzmarktstabilität darstellen und eine (stärkere) Regulierung dieser alternativen Anlageform notwendig ist.

Der vorliegende Beitrag ist in zwei Teile gegliedert. Im ersten Teil werden die Zusammenhänge zwischen Hedgefonds und Banken in Österreich auf Basis einer im Frühjahr 2005 durchgeführten Befragung von ausgewählten österreichischen Kreditinstituten untersucht. Darüber hinaus werden die Risikomanagementsysteme dieser Banken im Hinblick auf ihre Geschäftstätigkeiten mit Hedgefonds qualitativ näher beschrieben. Da in einem bankendominierten Finanzsystem das von Hedgefonds ausgehende Risiko für die Systemstabilität vor allem über das Bankensystem transmittiert wird, liefert diese Untersuchung damit einen direkten Beitrag zur Debatte einer möglichen umfassenderen Regulierung von Hedgefonds. Im zweiten Teil werden mögliche Regulierungsmaßnahmen diskutiert, die einerseits zur Sicherung der Systemstabilität beitragen und andererseits einen verbesserten Investorenschutz bewirken können.

Datenbasis

Das Banking Supervision Committee (BSC) des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) initiierte aufgrund des regen Wachstums der Hedgefonds-Industrie und des zunehmenden öffentlichen Interesses im Frühjahr 2005 eine EU-weite Umfrage

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Walter Waschiczek,
OeNB.

¹ Derzeit existiert keine einheitliche Definition von Hedgefonds. Am ehesten können sie als wenig bis gar nicht regulierte Anlagealternativen bezeichnet werden, die eine Vielzahl von Strategien verfolgen, eine auf Gewinnbeteiligung ausgerichtete Gebührenstruktur aufweisen und keinerlei Anlagerestriktionen (z.B. Leverage-Beschränkungen) unterliegen.

² Siehe dazu EZB (2004).

³ Siehe dazu Counterparty Risk Management Policy Group (2005).

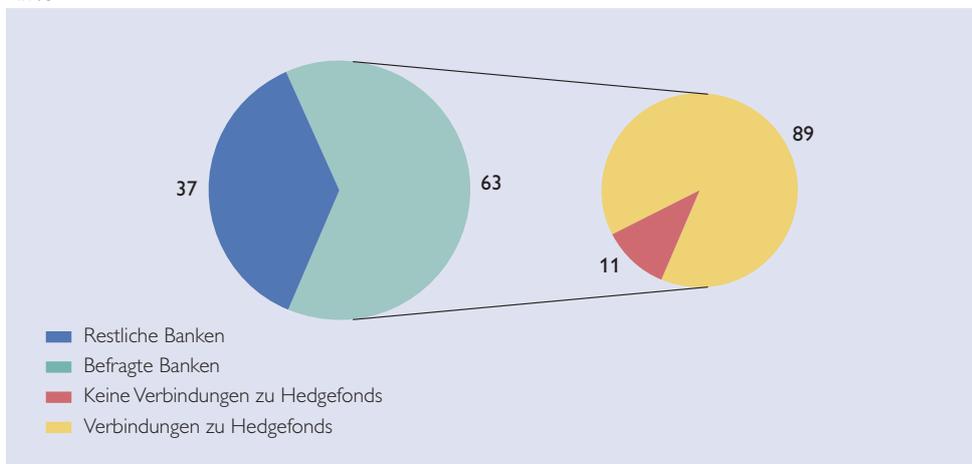
zu qualitativen und quantitativen Aspekten der Verbindungen von Banken zu Hedgefonds.⁴ Darüber hinaus diente diese Befragung auch dazu, mögliche Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität besser beurteilen zu können, denn neben den Expositionen von Banken gegenüber Hedgefonds wurden in der Befragung insbesondere auch Informationen zum Risikomanagement der Banken erhoben. Die Ergebnisse der EU-weiten Befragung wurden von der Europäischen Zentralbank (EZB) gesondert veröffentlicht.⁵

In Österreich führte die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) die Umfrage auf freiwilliger Basis im Mai 2005 durch und wählte als Teilnehmer die gemessenen an der unkonsolidierten Bilanzsumme 22 größten österreichischen Banken aus, die mehr als 63% Bilanzsumme des gesamten österreichischen Bankensystems per Jahresende 2004 repräsentierten. Sieben Banken gaben an, derzeit keinerlei Geschäftsaktivitäten mit Hedgefonds zu unterhalten. Gemessen an der Bilanzsumme wiesen somit 11% der befragten Banken keinerlei Beziehungen zu Hedgefonds aus (Grafik 1).

Grafik 1

Datenüberblick (gemessen an den unkonsolidierten Bilanzsummen)

in %



Quelle: OeNB.

⁴ Die Umfrage basierte auf zwei Fragebögen. Im qualitativen Fragebogen wurden mittels offener Fragen folgende Bereiche erfasst: Beweggründe für Engagements in Hedgefonds; Definition von Hedgefonds durch die Befragten; Schwerpunktsetzung der Hedgefonds-Aktivitäten (Finanzierung, Beteiligung, Trading); allgemeine Fragen zum Risikomanagement (Due Diligence, Limit-Setzung, Besicherung, Monitoring etc.). Der quantitative Fragebogen eruierte u.a. die Höhe der Hedgefonds-Aktivitäten der befragten Banken, Umfang und Art der Besicherung, verfolgte Investmentstrategien und die Periodizität bestimmter Überprüfungen im Rahmen des Risikomanagements.

⁵ Siehe EZB (2005).

Ergebnisse der Bankenbefragung

Definitionen von Hedgefonds und Motive für Geschäftsbeziehungen

Hedgefonds werden von den befragten Banken zwar unterschiedlich definiert und klassifiziert, in den wesentlichen Aspekten jedoch übereinstimmend abgegrenzt. So gelten Hedgefonds als wenig oder nicht regulierte Anlagealternativen, die ihren Sitz meist in Offshore-Zentren haben, ein breites Spektrum an Investmentstilen

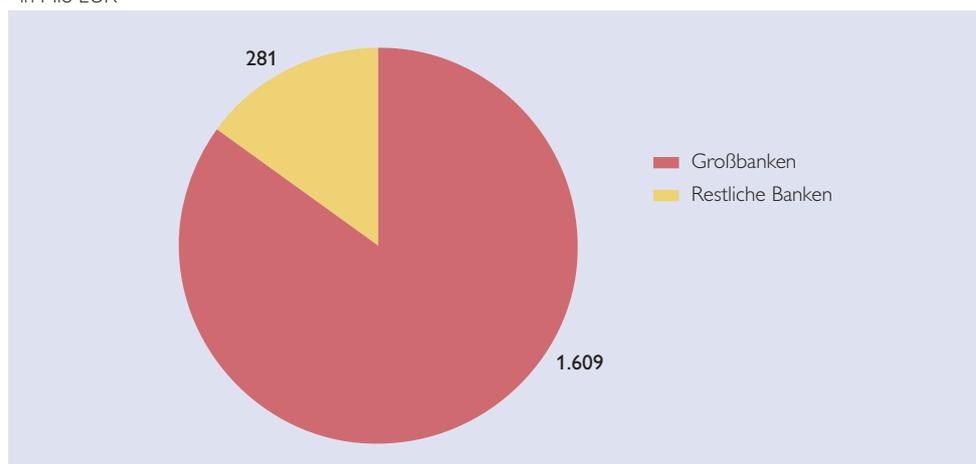
verfolgen, eine auf Gewinnbeteiligung ausgerichtete Gebührenstruktur aufweisen sowie keinen Anlagebeschränkungen unterliegen. Der Einsatz derivativer Finanzinstrumente und die Möglichkeit, Leerverkäufe („short selling“) zu tätigen bzw. Geschäfte auf Kredit aufzubauen (Leverage), sollen die Generierung überdurchschnittlicher und/oder von den Marktbewegungen unabhängiger Erträge („absolute return“) optimieren.

Grafik 2

Anteil der fünf Großbanken an den gesamten Risikopositionen

gegenüber Hedgefonds

in Mio EUR



Quelle: OeNB.

Der Großteil der befragten Banken nahm verhältnismäßig spät erste Geschäftsbeziehungen zu Hedgefonds auf. Lediglich zwei Kreditinstitute führten bereits vor dem Jahr 1999 Geschäfte mit Hedgefonds durch. Die Banken nennen die Möglichkeiten zur Diversifikation der Portfolios, der Einkommensgenerierung, des Outsourcings des Eigenhandels mittels Hedgefonds sowie die verstärkte Nachfrage diverser Bankkunden nach entsprechenden Produkten als Haupt-

motive für Engagements in diese Instrumente.

Volumina der Exponierung gegenüber Hedgefonds

Insgesamt verzeichneten die befragten Banken per Ende 2004 eine Exponierung gegenüber Hedgefonds (Kredite und Investments)⁶ in Höhe von 1,89 Mrd EUR. Gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich dieser Betrag damit um 19%. Mit 85% entfällt der überwiegende Anteil dieser Exponierung auf

⁶ Darunter sind Anteile bzw. Beteiligungen an Hedgefonds zu verstehen.

die fünf Großbanken⁷ (Grafik 2). Setzt man die Volumina in Relation zu den konsolidierten Bilanzsummen, so beträgt dieser Anteil im Jahr 2004 0,37%. Die befragten Banken wiesen dabei eine Bandbreite von 0,03% bis 0,95% aus. Gemessen an den konsolidierten anrechenbaren Eigenmitteln der betreffenden Banken ergibt dies eine Exponierung gegenüber Hedgefonds von 6,78% im Jahr 2004, wobei die Bandbreite zwischen 0,33% und 16,92% beträgt.

Die große Bandbreite der Ergebnisse zusammen mit der Tatsache, dass sieben befragte Banken keinerlei Verbindungen zu Hedgefonds eingegangen sind, lässt jedenfalls auf durchaus unterschiedliche Geschäftsstrategien in diesem Zusammenhang schließen. Auf Basis der freiwillig gemeldeten Daten ist anzunehmen, dass zum Zeitpunkt der Befragung keine Gefährdung des österreichischen Bankensystems aus den Hedgefonds-Investments vorliegt, wenngleich mögliche Verluste aus diesen Investments das Jahresergebnis und in weiterer Folge die Eigenmittelausstattung einzelner Banken durchaus spürbar belasten können.

Zum größten Teil handelt es sich bei den Risikopositionen um direkte Investitionen der Banken in Hedgefonds. Kredite an Hedgefonds haben im Vergleich zu den Investitionsvolumina mit rund 4% an der Gesamtexponierung nur eine untergeordnete Bedeutung und betragen im Jahr 2004 76,5 Mio EUR. Jedoch ist die Dynamik mit +18% im Vergleich zum Vorjahr ähnlich wie jene der Gesamtexponierung.

Vergleicht man die Risikopositionen österreichischer Banken mit den (vorläufigen) Ergebnissen der europaweiten Umfrage des BSC, so zeigt sich, dass das Volumen der vergebenen Kredite in Österreich eine vergleichsweise vernachlässigbare Größe darstellt, während die Investment-Exponierung österreichischer Banken teilweise deutlich über dem EU-Durchschnitt liegt.⁸

Die Bedeutung der Hedgefonds-Aktivitäten der österreichischen Banken für ihre Ertragslage ist im Jahr 2004 mit einem deutlich unter 1 Prozentpunkt liegenden Anteil der Gewinne aus Hedgefonds am Jahresgewinn derzeit gering.

Die Mehrheit der befragten Banken beabsichtigt, ihre Investitions-Exponierung gegenüber Hedgefonds künftig auszuweiten, während bei den meisten keine Verstärkung der Aktivitäten im Kreditbereich und im Prime Brokerage-Segment⁹ geplant ist. Vonseiten der Banken wird ferner erwartet, dass sie selbst bzw. andere Kreditinstitute vermehrt eigene Hedgefonds auflegen bzw. dass künftig ähnliche Strategien wie Hedgefonds für eigene Handelsaktivitäten einsetzen werden.

Risiken und Risikomanagement

Die befragten Banken führten als spezifische direkte Risiken ihrer (Investment-)Risikopositionen gegenüber Hedgefonds im Besonderen die operationalen Risiken in Bezug auf das Hedgefonds-Management und die technischen Systeme an. Darüber hinaus erachteten sie Liquiditäts-, Rechts-, Markt- sowie Modellrisiken

⁷ BA-CA, BAWAG P.S.K., Erste Bank, RZB und ÖVAG.

⁸ Der Ergebnisse des BSC beziehen sich auf die Meldungen von 16 Großbanken aus sechs EU-Mitgliedstaaten und sind somit aufgrund des beträchtlichen Größenunterschieds sowie eines unter Umständen differierenden Geschäftsmodells (Prime Brokerage) nicht direkt mit den österreichischen Daten vergleichbar.

⁹ Unter Prime Brokerage werden diverse Finanzierungs-, Handels- und Abwicklungstätigkeiten für Drittparteien verstanden.

als relevant und beklagten die geringe Transparenz der Hedgefonds-Branche. Ein weiteres Risiko entsteht für Investoren aus der Möglichkeit einiger Hedgefonds, die Rückzahlung unter gewissen Voraussetzungen zu verweigern.¹⁰

Die indirekten Risiken von Hedgefonds wurden von den ausgewählten Banken unterschiedlich bewertet. Nur wenige Banken erachten z.B. ein mögliches Gegenparteiisiko bezogen auf Kreditinstitute, die selbst eine hohe Exponierung gegenüber Hedgefonds aufweisen (z.B. einige Prime Broker), als problematisch. Die Auswirkungen von ähnlichen Handelsstrategien („crowded trades“) verschiedener Hedgefonds sowie ein möglicher Schock für den Finanzmarkt durch den Zusammenbruch eines größeren Hedgefonds wurden weiters von einigen Instituten als indirekte Risiken wahrgenommen.

Nicht zuletzt aufgrund dieser Risiken und der geplanten weiteren Ausweitung von Hedgefonds-Investments vieler Institute kommt einem adäquaten Risikomanagement besondere Bedeutung zu. Dieses erfordert insbesondere ein Mindestmaß an Streuung sowie eine sorgfältige Auswahl (Due Diligence) und Überwachung der Exponierung gegenüber Hedgefonds. Insgesamt zeigt sich, dass der Umfang der Risikomanagementaktivitäten der betroffenen Banken mit der Höhe ihrer Exponierung gegenüber Hedgefonds zunimmt, das Risikomanagement in einigen Fällen aber verbesserungsfähig sein dürfte. Die tatsächliche Qualität des Risikomanagements kann aus den Umfrageergebnissen allein jedoch nur unvollständig beurteilt werden.¹¹

Der Due Diligence-Prozess umfasst neben der quantitativen und qualitativen Analyse der Fonds insbesondere auch Managementgespräche sowie in einigen Fällen Vor-Ort-Besuche. Dabei spielen die Qualität der Hedgefonds-Manager sowie die Häufigkeit und Vollständigkeit der Informationsbereitstellung eines Hedgefonds für die befragten Banken eine wesentliche Rolle. Auch Due Diligence-Berichte von externen Organisationen werden zur Beurteilung eines Hedgefonds herangezogen.

Zum Monitoring von Hedgefonds-Positionen erhalten die befragten Banken zumeist monatliche Berichte zur Wertentwicklung und zu anderen Kennzahlen (z.B. Leverage) von Hedgefonds und oftmals einen Risikoreport, meist von einer Drittpartei (Administrator)¹². Teilweise werden auch wöchentliche Berichte vom Hedgefonds selbst und Ad-hoc-Berichte im Fall von außerordentlichen Ereignissen übermittelt. In diesem Zusammenhang ist jedoch zu hinterfragen, inwieweit die Unabhängigkeit der Administratoren von den jeweiligen Hedgefonds tatsächlich gewährleistet ist, da zumeist die Hedgefonds selbst die zugrunde liegenden Daten zur Verfügung stellen und sich aus der Entlohnungsstruktur der Hedgefonds-Manager mögliche, für den Investor adverse Anreize bei der Informationsbereitstellung ergeben.

Das Monitoring von Hedgefonds-Positionen erfolgt von den befragten Banken teilweise aggregiert nach den jeweiligen Hedgefonds-Strategien. Dabei werden etwa die Konzentration der Exponierung gegenüber bestimmten Märkten, Anlageklassen und Wäh-

¹⁰ Dies sollte andererseits jedoch für den Fonds die Vorhaltung von sehr hohen Liquiditätsreserven verhindern und dadurch die Rendite erhöhen (siehe dazu Chordia, 1996, bzw. Schwaiger, 2003, S. 62ff).

¹¹ Diese kann z.B. im Rahmen von Vor-Ort-Prüfungen bei den betroffenen Banken festgestellt werden.

¹² Der Administrator übernimmt die (Kunden-)Verwaltung für den Hedgefonds.

rungen, bestimmte Risikokennzahlen, die Ausnutzung von Limiten sowie die Wertentwicklung der Fonds beobachtet. Einige Banken führen darüber hinaus Stresstests bezüglich ihrer Investment-Exponierung differenziert nach Investmentstrategien der Fonds durch. Soweit aus der Umfrage ersichtlich dürfte das Monitoring der Exponierung gegenüber Hedgefonds von einigen Banken jedoch noch zu verbessern sein.

Insgesamt haben jedoch sowohl Hedgefonds als auch Banken und insbesondere Prime Broker ihr Risikomanagement in den letzten Jahren deutlich verbessert.¹³ Die befragten Institute hoben auch hervor, dass der Leverage von Hedgefonds im Vergleich zur Situation der Long-Term Capital Management (LTCM)-Krise im Jahr 1998 geringer sein dürfte, obwohl keine einheitliche Maßzahl zur Bestimmung des Leverage verwendet wird, da diese Berechnung methodisch komplex ist. Weiters wurde von einigen Banken eine Verlängerung der Mindestbehaltefristen, in denen die Investoren ihre Fondsanteile nicht ohne hohe Abschläge veräußern können, bis zu drei Jahren festgestellt.

Regulatorische Aspekte Rahmenbedingungen und Ziele

Hintergrund der derzeitigen Debatte über die Notwendigkeit einer (EU-weit einheitlichen) Regulierung der stark wachsenden Hedgefonds-Branche ist einerseits deren potenzielle

negative Auswirkung auf die Finanzmarktstabilität und andererseits Investorenschutzüberlegungen, da Hedgefonds vermehrt neue, teilweise auch weniger professionelle Investorenklassen ansprechen.¹⁴ Die bisher in den einzelnen Staaten verfolgten Regulierungsansätze unterscheiden sich dabei insbesondere in der Möglichkeit zur Auflegung inländischer Hedgefonds, den Anforderungen zum Management bzw. der Administration dieser Fonds sowie in den Bestimmungen zum Vertrieb von Hedgefonds.¹⁵ Insgesamt zeigen Analysen von Hedgefonds-Datenbanken, wie etwa die TASS- bzw. die CISDM-Datenbank,¹⁶ dass weltweit mehr als die Hälfte der Hedgefonds ihr Domizil aufgrund der geringen Regulierungsdichte in Offshore-Zentren hat, während mehr als drei Viertel der Manager in der EU bzw. in den USA ansässig sind, wobei die EU sowohl bezüglich des Fonds-Domizils als auch bezüglich des Manager-Domizils deutlich weniger Gewicht als die USA hat.

Die Beantwortung der Frage, inwieweit Hedgefonds die Finanzmarktstabilität positiv oder negativ beeinflussen, erfordert eine differenzierte Betrachtung. So steigern Hedgefonds einerseits die Liquidität in einigen Marktsegmenten und können damit zu einer effizienteren Risikoverteilung zwischen den Finanzmarktakteuren beitragen. Darüber hinaus ermöglichen Hedgefonds den Investoren eine Ausweitung ihrer vorhande-

¹³ Dies wurde u.a. auch vom Financial Stability Forum als eine der wesentlichen Maßnahmen zur Vermeidung von durch Hedgefonds ausgelösten systemischen Krisen gefordert. Siehe Financial Stability Forum (2000).

¹⁴ Siehe dazu OeNB (2005) und Europäische Kommission (2005a, 2005b).

¹⁵ In Österreich ist beispielsweise im Gegensatz zu Deutschland das Auflegen von inländischen Single-Hedgefonds gesetzlich nicht erlaubt. Mit der jüngsten Novellierung des Investmentfondsgesetzes können nach § 20a jedoch Dach-Hedgefonds als „andere Sondervermögen“ von österreichischen Kapitalanlagegesellschaften aufgelegt werden.

¹⁶ TASS (Trading Advisors Selection System) Tremont und CISDM (Center for International Securities and Derivatives Markets) sind zwei von drei großen Hedgefonds-Datenlieferanten.

nen Anlagemöglichkeiten und bieten damit Diversifizierungsvorteile gegenüber traditionellen Aktien- bzw. Anleiheportfolios. Andererseits verstärkt der mögliche Einsatz von Leverage auch ein Liquiditätsrisiko für die Fonds selbst, das betroffene Marktsegmente, in denen Hedgefonds besonders stark vertreten sind, erheblich belasten kann. Infolge von Übertragungseffekten können daraus resultierend auch andere Finanzintermediäre in Mitleidenschaft gezogen werden.¹⁷

Eine Regulierung von Hedgefonds ist also vor dem Hintergrund einer potenziellen Gefährdung der Finanzmarktstabilität sowie zum Schutz weniger professioneller Investoren zu diskutieren. Eine bedeutende Rolle in diesem Zusammenhang kommt der Selbstregulierung der Hedgefonds-Branche über Standards – etwa bezüglich der Informationsbereitstellung oder des Risikomanagements – zu. Darüber hinaus sind sowohl direkte als auch indirekte Regulierungsmaßnahmen vonseiten der Aufsicht zu diskutieren.

Regulierungsoptionen zum Investorenschutz

Regulierungsmaßnahmen aus Investorenschutzüberlegungen können z.B. Beschränkungen bezüglich zugelassener Investorengruppen und Mindestinvestitionsvolumina in Hedgefonds umfassen. Um fundierte Investorenentscheidungen zu ermöglichen, sind aber – unabhängig von eventuellen Vertriebsbeschränkungen – bessere Informationen über Hedgefonds erforderlich. Neben der freiwilligen

Informationsbereitstellung der Fonds selbst, kommt in dieser Hinsicht dem (Wertpapier-)Anlageberater eine zentrale Rolle zu. Diese bezieht sich insbesondere auf Aufklärungspflichten zu den möglichen Risiken von Hedgefonds-Investitionen. Zusätzlich erscheint es geboten, die Allgemeinbildung der Investoren über grundlegende Marktzusammenhänge zu verbessern.¹⁸

Regulierungsoptionen zur Sicherung der Finanzmarktstabilität

Bezüglich der zur Verfügung stehenden aufsichtlichen Regulierungsmöglichkeiten kann grundsätzlich zwischen direkten, d.s. am Hedgefonds selbst ansetzenden, und indirekten, d.s. an beteiligten Parteien ansetzenden, Maßnahmen unterschieden werden.

Direkte Regulierungsmaßnahmen im Zusammenhang einer Sicherung der Finanzmarktstabilität können z.B. eine grundsätzliche Registrierungs- pflicht von Hedgefonds¹⁹, Meldepflichten und/oder Prüfungen von Hedgefonds durch die Aufsichtsbehörden umfassen. Eine international koordinierte Vorgehensweise ist dabei geboten, um eine effektive Wirkung zu erzielen und eine weitere Konzentration in Offshore-Zentren zu vermeiden. Eine Beschränkung der Aktivitäten von Hedgefonds in Bezug auf bestimmte Handelsstrategien wäre ebenfalls möglich, beschneidet jedoch die Flexibilität von Hedgefonds erheblich. Damit ginge auch ein wesentlicher Teil des positiven Beitrags, den Hedgefonds zur Finanzmarktstabilität leisten können, verloren.

¹⁷ Eingehende Ausführungen zu Aspekten der Finanzmarktstabilität im Zusammenhang mit Hedgefonds finden sich z.B. in EZB (2004), SEC (2003), Baghai-Wadji et al. (2005) oder Brealey und Kaplanis (2001).

¹⁸ Siehe dazu z.B. auch Donaldson (2003).

¹⁹ Eine Registrierungs- pflicht von Hedgefonds besteht derzeit z.B. in Deutschland. Hier wurde durch eine Änderung des Investmentgesetzes die Möglichkeit einer Auflage von Single-Hedgefonds sowie Dach-Hedgefonds geschaffen.

Indirekte Regulierungsmaßnahmen können beispielsweise eine nationale Registrierungspflicht von Hedgefonds-Managern²⁰, stärkere Offenlegungsvorschriften, ein verbessertes Risikomanagement der Gegenparteien und Investoren (z.B. Banken, Prime Broker) von Hedgefonds sowie ex ante festgelegte Maßnahmen zum Krisenmanagement umfassen.

Eine Registrierungspflicht von Hedgefonds-Managern, die derzeit bereits in einigen Ländern praktiziert wird, erscheint leichter umsetzbar als eine Registrierung der Fonds selbst, da derzeit wesentlich mehr Manager als Fonds „onshore“ sind. Werden zudem umfangreichere Meldungen an die Aufsicht an die Registrierung gekoppelt, sind die Aufseher nicht mehr auf Informationen von externen Quellen abhängig und gewinnen einen besseren Einblick in die Aktivitäten der Manager. Generell ist jedoch eine Meldung an die Aufsicht aufgrund der Zeitdiskrepanz zwischen den zugrunde liegenden Aktivitäten und den entsprechenden Meldungen, der schwierigen Aggregation inhomogener Daten und der komplexen Risikoerfassung²¹ nicht immer aussagekräftig bzw. angemessen. Jedenfalls kann eine Registrierung von Hedgefonds-Managern dazu führen, die Anzahl von allenfalls nicht geeignet erscheinenden Personen als Manager

zu reduzieren und damit Betrugsfälle zu verringern.

Ein verbessertes, zielgerichtetes Risikomanagement der Gegenparteien und Investoren von Hedgefonds, insbesondere Prime Broker, Banken, Versicherungen und Pensionskassen, könnte zu einer stärkeren Sicherung der Systemstabilität beitragen. Diesbezügliche regulatorische Maßnahmen können in spezifischen Vorgaben für das Risikomanagement sowie einer verstärkten unmittelbaren Aufsichtstätigkeit bestehen.²² Ein verstärktes Monitoring und EU-weit harmonisierte Meldepflichten dieser Marktteilnehmer in Bezug auf ihre Exponierung gegenüber Hedgefonds erhöhen weiters nicht nur den Informationsstand der Aufsicht über Hedgefonds, sondern stärken auch die Marktdisziplin. Da zahlreiche Gegenparteien bzw. Investoren bereits einer Regulierung unterliegen, dürfte dieser Ansatz auch verhältnismäßig einfach umsetzbar sein.

Danielsson et al. (2004) schlagen zusätzlich vor, ex ante definierte Prozessabläufe als Krisenmanagement zur Entschärfung von durch Hedgefonds ausgelösten systemischen Krisen zu definieren (z.B. die Einbindung der Aufsicht als „Moderator“ wie im Fall des Beinahe-Zusammenbruchs von LTCM).²³ Dieser Ansatz lässt jedoch viele Fragen offen, z.B. wel-

²⁰ Eine Registrierungspflicht von Hedgefonds-Managern besteht derzeit z. B. in den USA und im Vereinigten Königreich.

²¹ Während die Erhebung von Parametern, wie Wertentwicklung, Kapitalausstattung, Gebührenstruktur, gewählte Strategie etc., durch die Aufsicht als sinnvoll erachtet werden kann, ist die Erhebung von aggregierten Risikomaßen, wie Value-at-Risk (VaR), problematischer, da diese Maßzahl für die komplexen, inhomogenen und sich schnell ändernden Portfolios von Hedgefonds nur beschränkt aussagekräftig ist. Unerwartete Ereignisse, die mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit eintreten und eine systemische Krise verursachen können („long-tail events“), können nicht zuverlässig abgebildet werden. Siehe auch Danielsson et al. (2004).

²² Diesbezüglich ist zu erwähnen, dass durch einige Brancheninitiativen bereits Standards zur Verbesserung des Risikomanagements entwickelt wurden.

²³ Dabei muss jedoch sichergestellt sein, dass öffentliche Mittel zur Krisenbewältigung nicht zur Verfügung stehen. Diese Forderung findet jedoch insofern eine Grenze, als öffentliche Mittel sehr wohl im Fall einer Bankenkrise zum Einsatz kommen.

che Parteien im Anlassfall den Krisenmanagementplan aktivieren können bzw. wie der Aufteilungsschlüssel möglicher Verluste festgelegt wird.

Abschließend sollte daher bedacht werden, dass aufgrund der von Hedgefonds ausgehenden, auch positiven Effekte auf die internationalen Finanzmärkte bei der Frage der Regulierung stets eine genaue Abwägung zwischen den Kosten der Regulierung für die Hedgefonds-Branche und dem Nutzen zur Sicherung der Finanzmarktstabilität bzw. dem Investorenschutz erwogen werden sollte. Weiters sollte die Schaffung einer Scheinregulierung vermieden werden, die bei den Investoren den (falschen) Eindruck einer relativen Sicherheit durch die Einbindung der Aufsicht erwecken könnte.

Schlussfolgerungen

Vor dem Hintergrund der weiterhin stark wachsenden Hedgefonds-Branche wird derzeit auf internationaler Ebene diskutiert, ob Hedgefonds neben ihren positiven Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte auch eine Bedrohung für die Finanzmarktstabilität darstellen und eine stärkere Regulierung dieser alternativen Anlageform notwendig ist.

Das Ergebnis einer Umfrage bei österreichischen Kreditinstituten zeigt, dass diese im Verhältnis zu ihrer Bilanzsumme Ende 2004 nur eine relativ geringe Exponierung gegenüber Hedgefonds aufweisen, wenngleich

große Unterschiede bezüglich der befragten Banken festzustellen sind. Insbesondere in Bezug auf ihre Eigenmittel weisen einige Banken jedoch erhebliche Risikopositionen auf. Die begleitenden Maßnahmen im Risikomanagement scheinen aufgrund der Ergebnisse der Befragung in den meisten Fällen als derzeit ausreichend, wobei bei einigen Banken Verbesserungspotenziale erkennbar sind. Insgesamt ist anzunehmen, dass damit zum Zeitpunkt der Befragung keine Gefährdung des österreichischen Bankensystems aus Hedgefonds-Aktivitäten vorliegt

Bei der Frage einer stärkeren Regulierung der Hedgefonds-Branche ist stets auf eine vernünftige Abwägung zwischen Kosten und Nutzen möglicher Regulierungsschritte zu achten. Regulatorische Maßnahmen sollten international koordiniert werden, um ein weiteres Ausweichen in weniger regulierungsintensive Finanzplätze zu verhindern und somit tatsächlich effektiv sein zu können. Aus heutiger Sicht erscheint zumindest eine höhere Transparenz der gesamten Hedgefonds-Branche (Stichwort Corporate Governance) in Verbindung mit einer Stärkung der finanziellen Bildung der Investoren sowie ein sorgfältiges Management der Exponierung vonseiten der Gegenparteien bzw. Investoren gegenüber Hedgefonds auf Basis aussagekräftiger Informationen jedenfalls erforderlich.

Literaturverzeichnis

- Baghai-Wadji, R., R. El-Berry, S. Klocker und M. S. Schwaiger. 2005.** Wie konsistent sind Eigenangaben von Hedgefonds über ihren Anlagestil? Eine renditebasierte Analyse mittels Self-Organizing Maps. In: Finanzmarktstabilitätsbericht 9. Wien: OeNB. Juni. 6–81.
- Brealey, R. A. und E. Kaplanis. 2001.** Hedge Funds and Financial Stability. An Analysis of their Factor Exposures. In: Journal of International Finance 4(1). 161–187.
- Chordia, T. 1996.** The Structure of Mutual Fund Charges. In: Journal of Financial Economics 51. 3–39.
- Counterparty Risk Management Policy Group. 2005.** Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective. 15. September. <http://www.crmpolicygroup.org>
- Danielsson, J., A. Taylor and J.-P. Zigrand. 2004.** Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds be Regulated? London School of Economics. FMG Discussion Paper dp 518.
- Donaldson, W. H. 2003.** Testimony Concerning Investor Protection Implications of Hedge Funds Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. 10. April.
- Europäische Kommission. 2005a.** Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds.
- Europäische Kommission. 2005b.** Annex to the Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds. Commission Staff Working Paper.
- EZB – Europäische Zentralbank. 2004.** Growth of the Hedge Fund Industry: Financial Stability Issues. In: Financial Stability Review. EZB. 123–132.
- EZB – Europäische Zentralbank. 2005.** Large EU Banks' Exposure to Hedge Funds. EZB. November.
- Financial Services Authority. 2005.** Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement. London.
- Financial Stability Forum. 2000.** Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions. 5. April 2000. http://www.fsforum.org/publications/Rep_WG_HLI00.pdf (28. Juli 2005).
- OeNB – Oesterreichische Nationalbank. 2005.** Finanzmarktstabilitätsbericht 9. Wien: OeNB. Juni.
- Schwaiger, M. S. 2003.** Intertemporale Mittelreallokationen im delegierten Portfoliomanagement. Wien: Facultas Verlag.
- SEC – Securities and Exchange Commission. 2003.** Implications of the Growth of Hedge Funds. Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission.