

Finanzmarktstabilität und Hedge Funds: wirksame und unwirksame Überwachungsansätze

Philipp M. Hildebrand

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Diskussionsforum in der Reihe Nachbarn Deutschland-Schweiz: Impulse für die Zukunft.

Alte Nationalgalerie, Berlin-Mitte, 9. November 2005

Einführung

In den letzten Jahren haben mich eine Vielfalt von Diskussionen zu den Themen *Globalisierung*, *Wirtschaftspolitik* und *Finanzmärkte* immer wieder nach Berlin geführt. In diesem Sinne fühle ich mich in Ihrer Hauptstadt besonders wohl. Es ist mir deshalb eine Ehre und ein grosses Vergnügen, meinen Vortrag heute Abend hier in der alten Nationalgalerie halten zu dürfen. Wie Sie aus dem Programm ersehen können, werde ich versuchen, die systemrelevanten regulatorischen Herausforderungen der in den letzten Jahren rasant gewachsenen Hedge Fund Industrie etwas näher zu beleuchten.

Waren im Jahr 1990 schätzungsweise 2'000 Hedge Funds mit verwalteten Vermögen von rund USD 40 Mrd. am internationalen Finanzmarkt tätig, so stiegen diese Zahlen in den letzten 15 Jahren markant an. Eine Auswertung führender Finanzindustriequellen ergibt, dass Ende 2004 in über 7'400 Hedge Funds ein Vermögen von rund USD 970 Mrd. verwaltet wurde (Grafik 1). Weitere rund USD 265 Mrd. lagen in privat verwalteten Depots unter der Leitung von Hedge Fund Managern. In diesen Statistiken sind die umfangreichen Mittel, welche von den führenden internationalen Investmentbanken über ihre Eigenhandelsabteilungen verwaltet werden, nicht enthalten. In der ersten Hälfte des Jahres 2005 blieben die Nettozuflüsse in die Hedge Fund Industrie in der Grössenordnung der zwei vorangegangenen Jahre. Somit betrug per Ende Juni dieses Jahres das von Hedge Funds direkt verwaltete Vermögen deutlich über USD 1'000 Mrd.

Trotz diesen beeindruckenden Zahlen belief sich der Anteil der Hedge Fund Industrie am weltweiten Finanzkapitalstock gemessen an der Kapitalisierung von Aktien, Anleihen und Bankeinlagen (USD 118'000 Mrd.) per Ende 2004 auf unter 1 Prozent. Hedge Funds verwalten rund 6% aller Aktiven von Anlagefonds. Auch wenn die Gesamtgrösse der Hedge Fund Industrie vor diesem Hintergrund relativ bescheiden erscheint, so macht sie ihre aktive Rolle auf den Märkten um so bedeutsamer. Ein wesentlicher Teil des Handelsvolumens in den Märkten für hochverzinsliche und Not leidende Anleihen, für Kreditderivative sowie für Anleihen von aufstrebenden Ländern, beruht auf den Aktivitäten von Hedge Funds.¹ Hedge Funds sind damit auch sehr attraktive Kunden für die grossen internationalen Investmentbanken. Gemäss einer jüngst erschienenen Schätzung stammten im Jahr 2004 rund USD 25 Mrd. der Erträge von Investmentbanken von Hedge Funds, was mehr als einem Achtel der Gesamterträge entspricht. Es wird geschätzt, dass von

¹ ECB, Occasional Paper Series No.34, Hedge Funds and their implications for financial stability, August 2005.

diesen Erträgen knapp USD 7 Mrd. durch *Prime Brokerage* realisiert werden. Der weitaus grössere Teil fällt demnach dem Handels- und Verkaufsgeschäft zu.²

Vor dem Hintergrund dieser Relationen überrascht es nicht, dass rund um das Thema Hedge Funds in vielen Ländern eine breite politische und regulatorische Debatte zu Stande gekommen ist. Besonders hier in Deutschland wurde diese Debatte durch aus meiner Sicht unglückliche und letztlich auch inhaltlich fragwürdige politische Äusserungen zusätzlich angeheizt.

Ein Teil der intensiv diskutierten Aspekte rund um das Thema Hedge Funds sind prudenzieller Natur. Hier geht es insbesondere um das Thema Anlegerschutz im Rahmen der von vielen Finanzinstituten angebotenen Dachfonds Strukturen. Solche und andere prudenzielle Themen sind zwar wichtig, aber in den meisten Fällen notenbankpolitisch kaum relevant. Ich werde deshalb in meinen heutigen Äusserungen nicht auf diese prudenziellen Aspekte eingehen.

In den folgenden Überlegungen werde ich zuerst kurz auf die Definition von Hedge Funds eingehen. Danach werde ich darzustellen versuchen, wie Hedge Funds und Finanzmärkte sich gegenseitig beeinflussen. Anschliessend werde ich den aus notenbankpolitischer Sicht zentralen Zusammenhang zwischen Hedge Funds und systemischen Risiken analysieren, bevor ich abschliessend aus dieser Analyse heraus den Versuch wage, wirksame und unwirksame Überwachungsansätze zu identifizieren.

Was sind Hedge Funds?

Definitionen von Hedge Funds können verwirrend sein. So wie sich die Industrie heute präsentiert, hat der Begriff *Hedge* (Absicherung) nur geringen definatorischen Wert. Oft führt er sogar zu Fehlschlüssen. Am einfachsten lassen sich Hedge Funds als private Anlagevehikel betrachten, die unter möglichem Einsatz von Fremdmitteln (*Leverage*) eine breite Palette von Anlagestrategien mit oft sehr weiten Spielräumen einsetzen, um möglichst hohe absolute Renditen zu erwirtschaften.

Typischerweise sind Hedge Fund Manager mit einem Teil ihres Privatvermögens an ihren eigenen Fondsvehikeln beteiligt, um unter anderem ihre eigenen Interessen mit jenen der Anleger in Übereinstimmung zu bringen. Bei diesen Beteiligungen handelt es sich oft um steueroptimierend einbehaltene Honorare. Die meisten Hedge Funds schreiben eine Mindestanlage von USD 500'000 vor. Häufig liegt die Untergrenze für Einzelanleger

² CSFB, Hedge Funds and Investment Banks, 9 March 2005.

jedoch deutlich höher. Mit anderen Worten: Einzelanlagen in Hedge Funds sind grundsätzlich sehr vermögenden Anlegern vorbehalten.

Im Weiteren ist bei Hedge Funds eine duale Gebührenstruktur üblich. Der Anleger bezahlt eine jährliche Verwaltungsgebühr (*Management Fee*), die sich auf 1% bis 5% beläuft. Daneben erheben Hedge Funds üblicherweise Gewinnbeteiligungsgebühren. Die Höhe dieser Anreizgebühren schwankt zwischen 20% und 50%. Eine zunehmende Anzahl von Hedge Funds kennt minimale Investitionsfristen (*Lock-in Periods*) von ein bis drei Jahren für ihre Investoren. Während dieser Frist können die Anleger ihr Kapital und häufig auch ihre Erträge nicht abziehen. Aus Sicht der Investoren wird die Liquidität zusätzlich dadurch eingeschränkt, dass auch bei Fehlen oder nach Ablauf dieser Sperrfristen der Kapitalrückzug nur mit einer Frist von drei bis sechs Monaten erfolgen kann.

Die Definition von Hedge Funds nach ihren Investitionsausrichtungen ist weit schwieriger als jene nach ihren strukturellen Eigenschaften. Erstens gibt es eine Vielfalt an klassischen Hedge Fund Strategien. Zweitens ist es oft schwierig, einen spezifischen Hedge Fund einer einzigen Anlagestrategie zuzuordnen. In der Realität verfolgen viele Hedge Funds mehrere Strategien gleichzeitig und zeichnen sich letztlich als Multi-Strategie Funds aus.

Entwicklung und Bedeutung der Hedge Fund Industrie

Nach der Definition von Hedge Funds komme ich nun zu deren Entwicklung und Bedeutung. Ich habe bereits erwähnt, dass Hedge Funds unter anderem durch zwei wichtige Merkmale charakterisiert werden können. Sie verfügen erstens über die Möglichkeit, bei ihrer Investitionstätigkeit Fremdkapital einzusetzen und damit eine entsprechende Hebelwirkung - Leverage - zu erzielen. Zweitens sind sie im Vergleich zu traditionellen Vermögensverwaltern viel flexibler im Einsatz von verschiedenen Anlageinstrumenten. Sie bewegen sich im Grossen und Ganzen in einem anlagepolitisch uneingeengten Umfeld. Diese Merkmale waren übrigens bereits bei der Geburt der ersten Hedge Funds mindestens teilweise existent.³

Heute verfolgen Hedge Funds eine Vielfalt von Strategien. Gleichzeitig bleiben Flexibilität und Leverage Kernelemente praktisch jeder modernen Hedge Fund Strategie. Für den

³ Alfred Winslow Jones, der allgemein als Vater des ersten Hedge Fund im Jahr 1949 gilt, bemühte sich mit seiner Strategie, Long-Positionen in unterbewerteten Titeln mit Short-Positionen in überbewerteten Titeln zu kombinieren, um die Auswirkungen von allgemeinen Bewegungen der Börse zu minimieren. Dazu baute Jones auf Leverage, um die Rendite seines Portfolios zu steigern.

Anleger hat diese Art Vermögensverwaltung ohne Einschränkungen generell höhere Renditen zur Folge gehabt, was angesichts des breiteren Risikouniversums aber nicht weiter erstaunen sollte. Gemäss dem CSFB-Tremont Index erreichte die Hedge Fund Industrie im Durchschnitt eine jährliche Rendite von über 10% seit 1994, eine sehr vorteilhafte Entwicklung, wenn man sie mit der Entwicklung der Aktien- oder Bond-Renditen vergleicht (Grafik 2). Allerdings gibt es Anzeichen, dass diese Überperformance in den letzten Jahren nachgelassen hat und dass sich die Korrelation mit der Entwicklung der Aktienrenditen erhöht hat. Dies hat die Attraktivität der Hedge Funds als Anlageklasse etwas reduziert.⁴

Für die internationalen Finanzmärkte insgesamt hat das Wachstum der flexibilitätsorientierten Hedge Fund Industrie positive Folgen. Befreit von den engen Beschränkungen traditioneller Anlagerichtlinien und unterstützt von sich stetig weiterentwickelnden Technologien sind Hedge Funds zu einer wichtigen Innovationsquelle in den internationalen Finanzmärkten geworden. Die attraktiven Gebühren- und Vergütungsstrukturen ziehen neue Talente an und sorgen in diesem Sinne ebenfalls für einen kontinuierlichen Innovationsfluss. Die Hedge Funds machen die Finanzmärkte liquider, effizienter und im Endeffekt flexibler.

Hinzu kommt die Tatsache, dass der Erfolg der Hedge Fund Industrie auch die traditionelle Vermögensverwaltung beeinflusst hat. Zwar bleibt ein Grossteil des traditionellen Vermögensverwaltungsgeschäfts durch Richtlinien geregelt und grundsätzlich frei von Fremdkapitaleinsatz. Trotzdem hat die Innovation vor der traditionellen Vermögensverwaltung nicht halt gemacht. So werden heute auch in vielen traditionellen Bereichen komplexe und innovative Finanzmarktinstrumente eingesetzt, um möglichst flexibel auf Marktereignisse reagieren zu können. Man kann also durchaus behaupten, dass die Hedge Fund Industrie indirekt auch die Flexibilität des traditionellen Anlagegeschäfts gesteigert hat. Somit ergeben sich dank der Entwicklung in der Hedge Fund Industrie sowohl direkt wie auch indirekt für den Anleger grössere Diversifikationsmöglichkeiten.

Gesamtwirtschaftlich betrachtet bedeutet dies, dass der Erfolg und das Wachstum der Hedge Fund Industrie eine positive Rolle bei der Flexibilisierung und Effizienzsteigerung der globalen Finanzmärkte gespielt hat. Durch die erhöhte Liquidität und Flexibilität der

⁴ Die Datenbanken zur Berechnung der Hedge Funds Renditen weisen jedoch verschiedene Mängel auf, die tendenziell zu einer Überschätzung der Gesamtperformance der Industrie führen (Survivorship bias, selection bias, liquidation bias, etc.). Erläuterungen dazu findet man beispielsweise in Malkiel, B.G. and A. Saha (2004), Hedge Funds: Risk and Return.

Finanzmärkte, welche sich auch in der Erschliessung neuer Märkte äussert, stehen heute allen Wirtschaftsakteuren wesentlich mehr Möglichkeiten zum Vermögens- und Risikotransfer sowohl untereinander als auch über die Zeit zur Verfügung als früher. Der moderne globale Finanzmarkt leistet damit einen wichtigen Beitrag an das reibungslose Funktionieren der globalen Wirtschaft.

Hedge Funds und systemische Risiken

Die vorhergehenden Überlegungen zeigen, dass Hedge Funds eine zunehmend wichtige Rolle auf den globalen Finanzmärkten spielen. Die überdurchschnittlichen historischen Renditen und die Hedge Fund spezifische Kompensationsstruktur ziehen neue Anlagegelder und neue Anlagetalente an. Ob die somit stark wachsende Industrie auch in Zukunft im Vergleich zum Markt überdurchschnittliche Renditen erzielen kann, wird sich zeigen. Realität ist und bleibt weiterhin, dass viele traditionelle Vermögensverwalter und auch internationale Grossbanken permanent Gefahr laufen, ihre besten Mitarbeiter an die Hedge Fund Industrie zu verlieren. Dies erklärt auch, warum immer mehr Grossbanken den Versuch unternehmen, innerhalb ihrer eigenen Strukturen Hedge Funds aufzubauen oder anzusiedeln.

Diese Rahmenbedingungen lassen vermuten, dass die Hedge Fund Industrie sowohl ausserhalb wie auch innerhalb des traditionellen Bankensystems weiter wachsen wird.

Die Diskussion um Hedge Funds muss sich damit zwangsläufig auch mit der Frage nach möglichen Risiken im Zusammenhang mit der stark wachsenden Hedge Fund Industrie auseinandersetzen. Wie bereits eingangs erwähnt stehen dabei aus Sicht einer Notenbank potenzielle systemische Risiken im Vordergrund.

Diese Frage zu beantworten ist alles andere als einfach. Die systemischen Risiken, welche auf die Tätigkeit von Hedge Funds zurückzuführen sind, lassen sich nur schwer von den potenziellen systemischen Risiken der gesamten Vermögensverwaltungsindustrie trennen. Trotzdem gibt es Hedge Fund spezifische Aspekte, die besonders zu beachten sind. Der Gebrauch von Leverage – Fremdkapitalfinanzierung – steht für mich dabei im Vordergrund. Wie ich bereits zu Beginn ausführte, ist die Möglichkeit, Leverage einzusetzen, ein definierendes Charakteristikum der Hedge Fund Industrie, währenddem Leverage in der traditionellen Vermögensverwaltung mehrheitlich irrelevant ist.

Die Ermittlung des effektiven Ausmasses an Fremdkapitalfinanzierung in der Hedge Fund Industrie gestaltet sich schwierig. Zum Ersten besteht ein Problem bei der Aggregation der

Daten. Zweitens kann das Ausmass des Fremdkapitaleinsatzes selbst über eine kurze Zeitspanne stark variieren. Drittens – und vielleicht am Wichtigsten – existieren verschiedene Arten von Leverage, welche nicht alle gleich verlässlich von den aggregierten Branchendaten erfasst werden.

Die grundlegendste Form von Fremdkapitaleinsatz durch Hedge Funds ist der Gebrauch von Schulden zur Steigerung ihrer Investitionskapazität. Diese Art von Leverage wird üblicherweise durch Kreditfazilitäten der Investmentbanken bereitgestellt und bildet den Grundstein für die industrieweiten oder strategiespezifischen Leverage-Schätzwerte der Hedge Fund Industrie. Der gesamte Hebel in der Hedge Fund Industrie kann weiter erhöht werden, wenn auch Manager von Dachfonds, welche sich in letzter Zeit auch hier in Deutschland stark verbreiten, in ihren Produkten Fremdkapital einsetzen.

Eine komplexere Form von Leverage bei Hedge Funds ist die Hebelwirkung über Finanzinstrumente (*Instrument Leverage*). Finanzderivate, welche insbesondere in der Hedge Fund Industrie intensiv eingesetzt werden, zeichnen sich dabei durch eine besondere Hebelwirkung aus. Sie haben in den letzten Jahren eine aussergewöhnliche Entwicklung erfahren. Gemäss Zahlen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich hat sich der Basiswert von Futures, Swaps und Optionen auf Zinssätze, Devisen und Börsenindizes seit 1995 jährlich um 20% erhöht.⁵

Durch dieses rasante Wachstum, gekoppelt mit der hohen Komplexität von Derivatprodukten ergeben sich auch eine Reihe von operationellen Risiken. In einem vor kurzem unter der Leitung des früheren Präsidenten der Federal Reserve Bank von New York Gerald Corrigan publizierten Gutachten zum Thema Finanzmarktstabilität wird hervorgehoben, dass insbesondere bei der pünktlichen und effizienten Abwicklung der Transaktionen noch teilweise grosse Lücken bestehen.⁶ In Zusammenarbeit mit der amerikanischen Notenbank wurden daraufhin im *ISDA Novation Protocol* erste konkrete Schritte eingeleitet, um die bestehenden Probleme anzugehen. So werden nun auch Abtretungstransaktionen von Swaps lückenlos dokumentiert und es liegt für beide Parteien ein explizites schriftliches Einverständnis vor.

Die besondere Bedeutung des Instrument Leverage erklärt, weshalb eine Investmentbank ihr Gesamtexposure gegenüber Hedge Funds zum Beispiel nicht in Form einer

⁵ Im Jahr 2004 erreichte er bei börsengehandelten Wertpapieren USD 47'000 Mrd. und USD 221'000 Mrd. bei den Wertpapieren, die ausserbörslich gehandelt werden.

⁶ The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group II, Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective, 27 July 2005.

Obergrenze für das Verhältnis Fremdkapital zu Eigenkapital steuert, sondern in Form einer Value-at-Risk (VaR) Obergrenze. Alle offenen Positionen der Bank gegenüber einem bestimmten Fonds werden in dessen VaR-Limite einbezogen. Der maximal zulässige Umfang der Position wird dann von den für den VaR massgeblichen Variablen abhängen, beispielsweise von der Volatilität und der Korrelation der Erträge der einzelnen Instrumente. Um das Kreditrisiko unter Kontrolle zu halten, ist der VaR des betreffenden Hedge Fund durch Margen zu decken, welche in erster Linie aus Wertpapieren bestehen. Im Falle einer umfangreichen Reduktion des Nettovermögenswerts eines Hedge Fund wird auch die VaR-Limite gegenüber ihm automatisch herabgesetzt, so dass der Fund gezwungen sein kann, Positionen abzubauen oder zu schliessen. Obschon diese Risikokontrolle ein wesentlicher Fortschritt gegenüber einfacheren Methoden darstellt, ist das VaR-Konzept auch nicht ohne Mängel. So eignet sich diese Methode zwar für Perioden mit üblichen Preisbewegungen, aber kaum für Märkte unter Stress.

Wie gross ist das Ausmass an Leverage heute? Diese Frage wurde in jüngster Zeit von verschiedenen Seiten untersucht. So kommentierte die BIZ in ihrem jüngsten Jahresbericht: *"Ein verbessertes Risikomanagement für das Kontrahentenrisiko hatte zur Folge, dass – im Vergleich zu der Zeit des Beinahezusammenbruchs von LTCM 1998 – die Risiken der Prime Broker heute stärker überwacht werden und die Hebelwirkung der Fonds geringer ist. Angesichts der raschen Zunahme der verwalteten Vermögenswerte und des wachsenden Wettbewerbs um die Prime Brokerage ist jedoch das gesamte Engagement der Banken in diesem Sektor wohl höher und der Informationsfluss weniger transparent."* Auch der IWF kam in seinem Stabilitätsbericht dieses Frühjahrs zum gleichen Schluss, auch wenn er die Möglichkeit eines Anstiegs des Leverage in der letzten Zeit nicht ausschloss.

Angesichts der verschiedenen Arten von Leverage ist nicht auszuschliessen, dass einzelne oder gar eine Gruppe von Hedge Funds ein extremes Leverage-Niveau erreichen wie dies beispielsweise im Jahr 1998 mit dem LTCM der Fall war. Aus Sicht einer Notenbank geben solche extremen Leverage-Niveaus Anlass zur Besorgnis, da möglicherweise ein Kausalzusammenhang zwischen dem Fremdmiteinsatz in der Hedge Fund Industrie 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.

Mit anderen Worten, meine Damen und Herren, extreme Niveaus von Fremdkapitaleinsatz in der Hedge Fund Industrie stellen eine Art Achillesferse für das internationale Bankensystem dar. Im Klartext heisst dies, dass nicht ausgeschlossen werden kann, dass im Falle von fehlerhaftem Risikomanagement bei den grossen internationalen Investmentbanken eine Krise in der Hedge Fund Industrie auf eine einzelne oder im Extremfall gar auf mehrere Grossbanken überschwappen könnte. Aus diesem Blickwinkel betrachtet haben Hedge Funds also durchaus auch hierzulande systemische Relevanz, auch wenn gemäss dem jüngsten EZB-Bericht zur Stabilität im EU-Bankensektor das Prime Brokerage Geschäft durch die grossen US-Investmentbanken dominiert wird.⁷ Forderungen nach weiteren Überprüfungen des Verschuldungsgrads bzw. zumindest der Messmethoden für den Einsatz von Leverage bei Hedge Funds haben dementsprechend durchaus ihre Berechtigung.

Wirksame und unwirksame Überwachung

Sind solche potenziellen systemischen Risiken identifiziert, stellt sich die Frage, auf welche Art, mit welchen Ressourcen und mit welcher Effektivität diese reguliert werden können. Erst daraus leitet sich die optimale Regulierung ab.

Machen wir uns keine Illusionen, meine Damen und Herren. Die Regulierungsressourcen sind knapp und in vielen Bereichen mangelt es an technischem Know-how. Rein aus dieser Überlegung heraus muss die Regulierung und Überwachung in konzentrierter Form dort ansetzen, wo die grössten Risiken bestehen. Aus notenbankpolitischer Sicht liegt die Priorität dabei bei den Systemrisiken. Die Überwachung in diesen Bereichen sollte intensiviert werden. Meiner Meinung nach wäre es eine krasse Fehlentwicklung, wenn neue Überwachungsfelder in Bereichen eröffnet würden, die letztlich aus Systemoptik von sekundärer Bedeutung sind. Ebenso sollten die Überwachungsressourcen so eingesetzt werden, dass sie ein Maximum an Regulierungsertrag generieren.

In Bezug auf die Hedge Fund Industrie plädieren diese Grundsätze der Überwachungsökonomik für eine indirekte Überwachung, das heisst, für eine Konzentration der Überwachung auf die Risikomanagementsysteme und -prozesse der wichtigsten *Leverage Providers*, welches mehrheitlich die weltweit führenden Investmentbanken sind. Wenn diese Investmentbanken ein angemessenes Risikomanagement für Gegenpartei- und Liquiditätsrisiken unterhalten, sollte der Einsatz von Fremdkapital in der Hedge Fund Industrie nur ein marginales Stabilitätsrisiko für die

⁷ ECB, EU Banking Sector Stability, October 2005, S. 30.

globale Finanzwirtschaft darstellen. Das Augenmerk sollte sich deshalb vor allem auf das Risikomanagement der grossen Investmentbanken als wichtigste Handelspartner und Fremdkapitalgeber der Hedge Fund Industrie richten. Glücklicherweise handelt es sich bei den weltweit tätigen Investmentbanken um eine kleine und konzentrierte Gemeinschaft. Dies sollte es erleichtern zu untersuchen, ob die Risikomanagementsysteme und -prozesse der weltweit wichtigsten Finanzdienstleister deren Risikonahme bei den einzelnen Hedge Funds angemessen abbilden.

Andere mögliche und oft politisch attraktive Überwachungsfelder wie das Reporting von Positionen werden kaum neue Erkenntnisse generieren und sind möglicherweise sogar kontraproduktiv. Die Aggregation von Daten in Echtzeit ist mit grossen Problemen verbunden und erscheint unrealistisch. Ausserdem könnte ein Durchsickern von Positionen Marktteilnehmer zu einem Verhalten ermuntern, das mit dem Prinzip der Preisfindung über den freien Markt nicht vereinbar wäre. Mit einer solchen aufsichtsrechtlichen Initiative würden also Ressourcen verschwendet, die genauso wertvoll wie knapp sind.

Schlussfolgerung

Meine Damen und Herren, ich komme zum Schluss meiner Ausführungen. Wenn die Regulierungsdebatte rund um das Thema Hedge Funds nicht klar abgegrenzt wird, ergibt sich die Gefahr, dass erstens am Ziel vorbei geschossen wird, zweitens wertvolle regulatorische Ressourcen falsch zugeteilt werden, drittens das Systemrisiko somit nicht vermindert und möglicherweise sogar erhöht wird, und viertens die Flexibilität der Finanzmärkte, zu der die wachsende Hedge Fund Industrie einen wertvollen Beitrag geleistet hat, unterminiert wird.

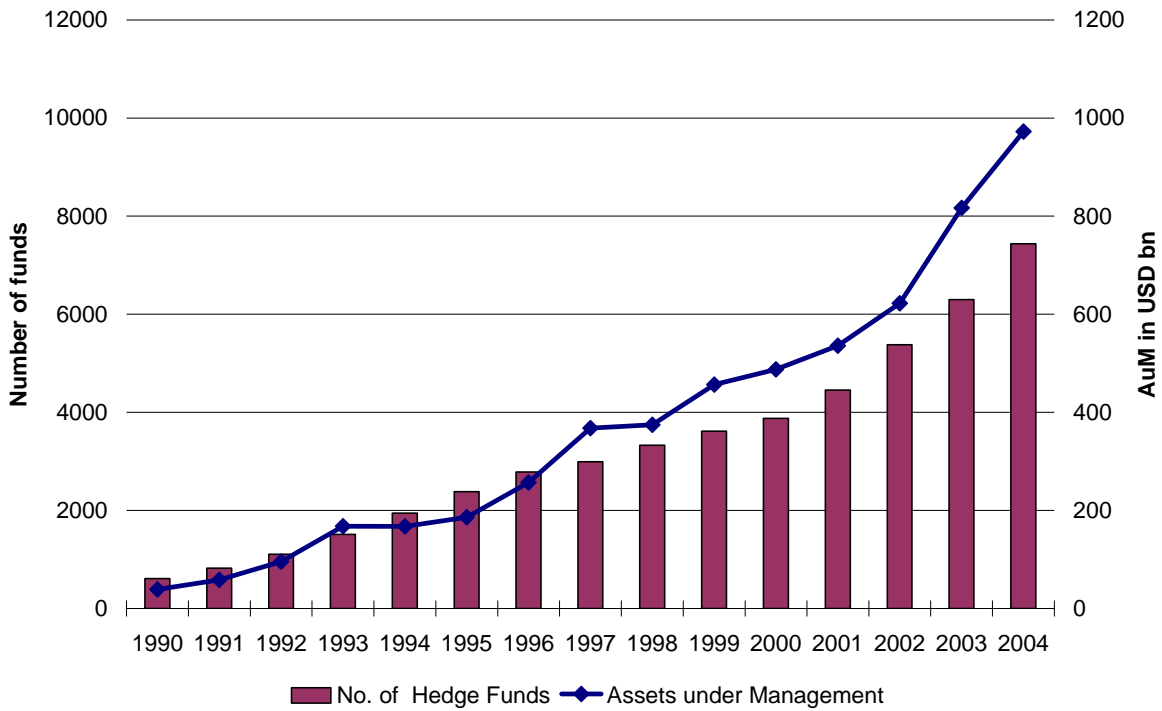
Ich will mit diesen Äusserungen die Komplexität der Überwachung von Hedge Funds nicht herunterspielen. Moderne Derivatprodukte sind hoch komplexe Finanzinstrumente. Die nicht zuletzt technologisch getriebene Flexibilisierung der globalen Finanzmärkte wird weiter fortschreiten, was zu begrüessen ist. Diese Entwicklung bedeutet aber auch, dass Finanzinstrumente und Handelsstrategien immer komplexer werden und somit auch die Anforderungen an die relevanten Überwachungsbehörden praktisch permanent steigen. Die nationalen Aufsichtsbehörden der grossen Finanzzentren sowie der Basler Ausschuss auf internationalem Niveau stehen im Rahmen ihrer Grossbankenüberwachung vor grossen Herausforderungen. Auch die Notenbanken sind gefordert, da es in vielen Fällen

keine klare Trennung zwischen finanzinstitutspezifischen und systemrelevanten Risiken gibt.

Wenn ich mit meinem heutigen Vortrag für einen ökonomischen Ressourceneinsatz in Sachen Hedge Fund Überwachung plädiere, dann nicht nur, weil dies grundsätzlich sinnvoll ist. Vielmehr tue ich es aus der Überzeugung heraus, dass es für eine nachhaltige Verminderung der Systemrisiken unabdingbar ist, die existierenden Überwachungsressourcen qualitativ zu stärken. Sie sollen konzentriert dort eingesetzt werden, wo die wahren Systemrisiken liegen, nämlich bei den Risikomanagementsystemen und -prozessen der grossen internationalen Investmentbanken.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

Entwicklung der Hedge Fund Industrie seit 1990



Grafik 2

Entwicklung der kumulierten Erträge

