ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Die Redaktion der Zeitschrift "Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)"

Article

Reregulierung der Finanzmärkte - nicht ohne Hedgefonds

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

Provided in Cooperation with:
Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

Suggested Citation: Die Redaktion der Zeitschrift "Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)" (2009) : Reregulierung der Finanzmärkte - nicht ohne Hedgefonds, Wirtschaft und Gesellschaft (WuG), ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 35, Iss. 1, pp. 3-11

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/332774

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Editorial

Reregulierung der Finanzmärkte – nicht ohne Hedgefonds

Zu den größten weißen Flecken auf der Landkarte der Finanzwirtschaft zählen *Private Equity-* und Hedgefonds. Als weitgehend unregulierte Marktteilnehmer werden sie oft auch unter dem Begriff „*alternative investments*“ zusammengefasst.

Außerbörsliches Beteiligungskapital *(Private Equity)* ist eine Form des Beteiligungskapitals, bei der die vom Kapitalgeber eingegangene Beteiligung nicht an geregelten Märkten (Börsen) handelbar ist. Die Kapitalgeber können private oder institutionelle Anleger sein; häufig sind es auf die Beteiligungsform spezialisierte Kapitalbeteiligungsgesellschaften oder Wagnisfinanzierungsgesellschaften (Beteiligung an als besonders riskant geltenden Unternehmungen).

Hedgefonds lassen sich nicht positiv, sondern nur residual definieren: Es handelt sich dabei um Investmentfonds bzw. -gesellschaften, die v. a. derivative Finanzinstrumente (z. B. Optionen, *Futures*) auch zu spekulativen Zwecken einsetzen, Leerverkäufe vornehmen, durch Kreditfinanzierung eine höhere Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften versuchen (Hebel- bzw. *Leverage*-Effekt) und ein relativ hohes Mindestanlagevolumen und lange Haltefristen voraussetzen. Hedgefonds zielen unter anderem darauf ab, auch bei sinkenden Preisen eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen (*„absolute return“*). Die Bezeichnung Hedgefonds ist irreführend insofern, als Risikoabsicherung (*Hedging*) nicht im Mittelpunkt steht. Aufgrund der großen Hebelwirkung der derivativen Instrumente gelten Hedgefonds – wie sich nun zeigt, zu Recht – als besonders risikoträchtige Anlageform.

Die Branche zeichnete sich vor allem um die Jahrtausendwende, als auf den Finanzmärkten übertriebene Zuversicht vorherrschte, durch ein rasantes Wachstum aus: So stieg die Zahl der Hedgefonds von etwa 3.500 weltweit im Jahr 1997 auf rund 10.000 im Jahr 2007, und das verwaltete Kapital lag laut Schätzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2007 bei rund 1.900 Milliarden USD – in etwa das Zehnfache des Wertes von 1997. Die systemische Relevanz dieses Schattenbanksystems wird aber durch diese Werte noch eher unterschätzt, weil es erstens die enormen Hebelwirkungen des eingesetzten Kapitals und zweitens auch den Umstand, dass aus Liquiditätsproblemen relativ schnell ein systemisches Risiko erwachsen kann, nicht berücksichtigt.

2007 kam es bei einigen Marktteilnehmern zu ersten Problemen, und 2008 setzte eine breitere „Bereinigung" ein, die sich 2009 noch beschleunigte. *Alternative investments* kamen zweifach unter Druck: Investoren mussten aufgrund von Verlusten auf anderen Märkten „Geld" machen, und der simultane Verkaufsdruck führte auf manchen Märkten zu massiven Liquiditätsproblemen, einige kamen völlig zum Erliegen. So wurde auch das systemische Risiko sichtbar, das in den in den mikroorientierten Risikomodellen nicht abgebildet ist.

Hedgefonds haben mit ihrem Modell der Hebel-Finanzierung und der Forderung nach zweistelligen Renditen aber auch massive Auswirkungen auf die Realwirtschaft, deren Wachstumsraten regelmäßig (weit) unter solchen Renditen liegt. Es bedarf daher eines breiten Zugangs zum Problem, welcher auch die Auswirkungen der Geschäftsmodelle der Hedgefonds auf die Realwirtschaft umfassen muss.

Bis die gegenwärtige Finanzkrise, die damals schon rund sieben Quartale „alt" war, durch den Konkurs von Lehman Brothers in voller Wucht die ganze Welt erfasste, waren maßgebliche Politiker, Aufseher und Regulatoren in der EU wie in den USA offenbar der Meinung gewesen, dass es das Beste sei, im Bereich des außerbörslichen Beteiligungskapitals und der Hedgefonds voll auf die Rationalität bestens informierter Marktteilnehmer zu vertrauen, die dann das beste Ergebnis erzielen könnten, wenn sie das in voller Freiheit, ohne störende Einflüsse von staatlichen Regeln, tun. Umschrieben wurde diese Nichtregulierung mit Selbstregulierung oder *„light touch regulation"*. Wenn uns die gegenwärtige Krise eines zeigt, dann ist dies das Scheitern dieses Systems der Selbstregulierung.

Nachdem auch Alan Greenspan, der ehemalige Vorsitzende der US-Notenbank, dieses blinde Vertrauen in die Verantwortung der Akteure und die Beherrschbarkeit der Risken als Fehler erkannt hat, scheint nun auch die Europäische Kommission das Thema ernster zu nehmen und hat mit einem Konsultationsprozess zum Thema Hedgefonds einen ersten Schritt in Richtung Regulierung eingeleitet.

Dabei sollte spätestens nach der LTCM-Krise im Jahr 1998 (Konkurs des „Long Term Capital Management"-Fonds, bei dem nur durch eine Rettungsaktion unter der Regie von Alan Greenspan der Kollaps des US-amerikanischen Bankensystems abgewendet werden konnte) klar gewesen sein, dass die enormen Hebel, mit denen diese Fonds großteils im Verborgenen agieren, zu einem erheblichen Anstieg des systemischen Risikos führen. Zudem zeichnet sich die Branche durch eine große Artenvielfalt und rasch wechselnde Akteure und Typen aus. Die „Sterblichkeitsrate" der Branche liegt damit sehr hoch, was einerseits deren Risikoneigung zeigt und sich andererseits in einer verzerrten Branchenrendite (*„survivor bias"*) niederschlägt. Der zunehmende

Einstieg von institutionellen Investoren, die dieses Risiko aber großteils an ihre Endkunden (z. B. Pensionsfonds) weitergaben, führte ebenso wie die Finanzierung von *alternative investments* durch Banken zu einer stärkeren Anfälligkeit gegenüber diesen Risiken auch bei anderen Marktteilnehmern.

Die gegenwärtige Situation auf den Finanzmärkten ist geprägt von massiven Vertrauensverlusten, einer hohen Informationsasymmetrie und Liquiditätsproblemen auf zahlreichen Märkten, auf denen vor Ausbruch der Krise eher Überschussliquidität herrschte. Diese Überschussliquidität kam etwa dadurch zum Ausdruck, dass manche Märkte durch zum Teil irrational niedrige Risikoprämien gekennzeichnet waren. Nachdem manche Märkte zum Erliegen gekommen sind und auch im achten Quartal nach Ausbruch der Krise bei manchen Marktteilnehmern weder der tatsächliche Abschreibungsbedarf noch der tatsächliche Liquiditätsbedarf bekannt ist, muss die derzeitige Preisbildung noch immer als gestört bewertet werden. Hedgefonds sind dabei nicht die einzigen Marktteilnehmer, auf die das zutrifft. Aber aufgrund ihrer mangelnden Transparenz ist hier das Problem besonders groß, und sie sind dabei sowohl aktiv als auch passiv betroffen.

Evidenz für einen solchen Risikoanstieg liefert beispielsweise die Entwicklung auf den Rohstoffmärkten bis zum Sommer 2008. Hier kam es durch Indexspekulation – also die Verwendung von finanziellen Instrumenten auf Rohstoffe als neue Vermögensklasse in den Fonds – zu einem starken Anstieg von Volumen, Preisen und Volatilität. Dies hatte unmittelbare Folgen für Unternehmen und Haushalte und brachte auch die Wirtschaftspolitik durch das gleichzeitige Auftreten von Inflation und wirtschaftlichem Abschwung in ein Dilemma.

Hedgefonds haben diese Entwicklungen verstärkt, weil sie Treiber bei diesen Finanzinnovationen waren, hohe Summen akkumulieren konnten und mit hohen Hebeln das Risiko erhöhten. Vor allem das Liquiditätsrisiko von sehr komplexen Produkten wurde in der Hausse vernachlässigt.

Wie oben erwähnt, zeichnen sich Hedgefonds vor allem auch durch ihre Artenvielfalt aus. Sie weisen jedoch über diese Arten hinweg einige gemeinsame Charakteristika auf: Sie agieren ohne wesentliche Beschränkungen auf internationalen Kapitalmärkten. Ein nicht unerheblicher Teil davon ist in *offshore*-Zentren registriert. Sie betreiben auf diese Weise sowohl Regulierungsarbitrage als auch Steuervermeidung. Ihre hohe Fremdkapitalfinanzierung (Hebel), die vernünftigen Risikomanagementansätzen eigentlich zuwiderläuft, dient unter anderem dazu, aus kleinsten Preisdifferenzen hohe Eigenkapitalrenditen zu schlagen. Sie zeichnen sich durch hohe Intransparenz bezüglich Eigentum, Finanzierung, Geschäftsmodell und Investmentstrategien

gegenüber Publikum und Aufsicht aus. Die überdurchschnittlich hohen Renditen können nur durch überdurchschnittlich hohes Risiko erzielt werden. Oft wird argumentiert, dass diese Rendite unabhängig von z. B. Aktienmärkten durch geringe oder negative Korrelation ihrer Anlagen oder durch die besonders gut zeitlich abgestimmte Übernahme der Gegenposition erreicht werden kann. Die gegenwärtige Krise führte jedoch zu einer Kapitalvernichtung auf breiter Basis – es stieg also auch die Korrelation zwischen den Märkten an. Wo Transparenz fehlt, ist auch unklar, woher die Renditen tatsächlich stammen. Es ist nicht immer auszuschließen, dass kreative Bewertungsmethoden oder schlimmstenfalls Ponzi-Schemata (Pyramidenspiele) in großem Ausmaß dahinterstecken – die Berufung auf ein Betriebsgeheimnis à la Coca Cola würde von wenig Verständnis für die erforderliche Transparenz auf modernen Finanzmärkten zeugen und wäre nicht gerade zu den vertrauensbildenden Maßnahmen zu zählen.

Aufsichtsbehörden ist aufgrund der mangelnden Transparenz zum Teil nicht einmal das Ausmaß der Hebel bekannt, wodurch eine Einschätzung des tatsächlichen Risikos wesentlich erschwert wird. Die Forderung nach Transparenz – für die Anleger und die Aufsichtsbehörden – ist daher eine Mindestforderung. Alle Transaktionen müssen gegenüber Aufsichtsbehörden offengelegt werden. Aber auch die konkreten Ausgestaltungen der Finanzderivative sind in möglichst standardisierter Form zu dokumentieren, weil die Aufsichtsbehörden ohne Kenntnis der Transaktionen wenig über den Einfluss der Hedgefonds auf den Preisbildungsprozess sagen können.

Ein direkter Regulierungsansatz, der bei den Hedgefonds ansetzt, sollte also zumindest diese Charakteristika mit einbeziehen. Als Grundsatz sollte eine Art „TÜV“ für die Produkte des Finanzmarktes gelten: Jedes Produkt ist einer Zulassung zu unterziehen, muss also der Aufsicht gegenüber erklärbar sein.

Umfassender Regulierungsansatz

Es spricht Vieles dafür, entsprechend der Komplexität und Vielschichtigkeit der Probleme unregulierter Instrumente und Marktteilnehmer diese Defizite auch auf allen relevanten Ebenen in Angriff zu nehmen, um die Risken möglichst gut zu isolieren und damit besser kontrollierbar zu machen – direkt beim Fonds, indirekt bei den Investoren und nicht zuletzt auch im Hinblick auf die Zielunternehmen und die verwendeten Instrumente.

Um starke Hebelwirkung zu erreichen, bedarf es einer finanzierenden Institution, wie Banken und Versicherungen. Hier wäre dafür Sorge zu tragen, dass die Eigenkapitalhinterlegung von Krediten an Hedgefonds

entsprechend höher anzusetzen ist.

Bei jenen institutionellen Investoren, die nicht Endnutzer der Instrumente sind, wie zum Beispiel Pensionskassen, sollten quantitative Obergrenzen für *alternative investments* gelten. Im Pensionskassensystem wird das Risiko zwischen Pensionskassenbetreibern, Arbeitgebern und Arbeitnehmern verteilt. Besteht eine Nachschusspflicht des Arbeitgebers im leistungsorientierten System, schlagen bei Problemen mit bestimmten Wertpapieren wie Hedgefonds oder *Private Equity*-Fonds diese auf die Bilanzen und das Eigenkapital der Unternehmen durch, und es kann auch über diese Kanäle ein Ansteckungsrisiko schlagend werden. Bei beitragsorientierten Systemen, in denen das Risiko fast gänzlich oder zu großen Teilen bei den Anwartschafts- und Leistungsberechtigten liegt, können fehlgeschlagene Investitionen in Hedgefonds und *Private Equity*-Fonds zu massiven Einkommenseinbußen führen und das Armutsrisiko bei Älteren erhöhen.

Im achten Quartal seit Ausbruch der Krise und nach massiven Stützungsmaßnahmen in Form von Rekapitalisierungsmaßnahmen und Haftungen durch die öffentliche Hand nutzen die Banken nach wie vor in hohem Ausmaß die Fazilitäten der Zentralbanken als Substitut für den Interbankenmarkt. Dies kann auch als ein Zeichen dafür interpretiert werden, dass die Unsicherheit über das Liquiditätsrisiko durch mögliche Nachschusspflichten und das *counterpart*-Risiko so groß ist, dass der Interbankenmarkt noch immer nicht zur Normalität zurückgefunden hat. Damit schwappt das Liquiditätsrisiko, bei dem Hedgefonds sowohl „Täter“ als auch Opfer sind, auch auf einen für die Refinanzierung der Banken zentralen Markt über.

Es bedarf aber auch einer direkten Regulierung und Kontrolle der Hedgefonds, sowohl auf der Ebene des Portfoliomanagements als auch auf der Ebene der Verwaltungsgesellschaften, welche die Fonds führen. Dies sind meist Gesellschaften mit beschränkter Haftung – *limited partnerships*, deren innere Organisationsstruktur keinerlei *Corporate Governance*-Standards unterliegt. Ziel muss ein EU-weites einheitliches Regelwerk sein in Bezug auf Registrierung sowie Verantwortlichkeiten und mit klaren Regelungen hinsichtlich Schuldenaufnahme und Eigenkapitalerfordernissen.

Freiwillige Verhaltenskodizes gewähren keine entsprechenden Sicherheiten für ihre umfassende Befolgung und sind besonders im Einzelfall leicht zu durchbrechen. Wie die Praxis zeigt (z. B. *Corporate Governance*-Kodex an der Wiener Börse), werden selbstverpflichtende Kodizes oft nicht eingehalten und sind zahnlos.

Zudem gibt es Evidenz dafür, dass veröffentlichte Anlagestrategien und Risikomanagementprozesse mit den tatsächlichen Strategien nicht immer übereinstimmen und es auch – vor allem, wenn die Fonds unter

Stress geraten – zu Strategiewechseln kommt. Das kann zu Situationen führen, in denen Investoren letztlich andere Risikopositionen halten als beabsichtigt. Das oben erwähnte Betriebsgeheimnis à la Coca Cola kann also fatale Folgen haben. Verschärft wird diese Problematik dadurch, dass es bei Hedgefonds-Beteiligungen in vielen Fällen keinen liquiden Markt mit transparenter Preisbildung gibt, anhand dessen die Anleger die Plausibilität der Bewertung prüfen können.

Risikomanagementprozesse, Bewertungsregeln und Transparenzvorschriften sollten daher durch gesetzliche Vorgaben geregelt werden, die sich an denen anderer Finanzinstitutionen, wie Banken und Versicherungen, orientieren. Vergütungs- und Anreizsysteme für Manager sollen längerfristig ausgerichtet sein und nicht zu überhöhter Risikoneigung führen.

Private Equity-Fonds operieren oftmals mit hohem Einsatz von Fremdkapital bei Finanzierung von Unternehmenskäufen. Das Zielunternehmen wird dann verstärkt in die Pflicht genommen, durch forcierte Dividendenausschüttung bei der Rückführung der Kredite mitzuwirken (Zielunternehmen muss sich selbst „kaufen"). Die Kreditfinanzierung und Sonderausschüttungen zu Lasten der Finanzkraft des Zielunternehmens sollten daher beschränkt werden.

Neben den internen Maßnahmen erscheinen daher auch Regulierungsmaßnahmen, welche die Zielunternehmen von Hedgefonds und *Private Equity*-Fonds betreffen, sinnvoll:

Was die Zielunternehmen von Hedgefonds betrifft:

- ➢ Doppelte Beschränkung des Anteilserwerbs – als Anteil am Portfolio und als Anteil am Zielunternehmen unter Zurechnung der Derivativpositionen.

Was die Zielunternehmen von *Private Equity*-Fonds betrifft:

- ➢ Stärkung des Zielunternehmens gegen unerwünschte Übernahmen:
  Zu denken wäre etwa an die von der EU-Kommission zurückgewiesenen *Golden Shares*, an das Ruhigstellen von Stimmrechten, Mehrfachstimmrechte bei langfristigen Investments. Die Kommission hat in einer Mitteilung grundsätzlich festgehalten, dass der freie Kapitalverkehr (natürlich) keinen absoluten, sakrosankten Schutz genießt, sondern in bestimmten Fällen beschnitten werden kann. Dazu gehören u. E. jedenfalls Gefährdungen der nationalen Sicherheit und die Bereiche der Daseinsvorsorge.
- ➢ Überprüfung der Betriebsübergangsrichtlinie unter besonderer Berücksichtigung von fremdfinanzierten Übernahmen *(Leveraged Buy-outs)*;
- ➢ Maßnahmen zum Schutz der Belegschaft: verstärktes Mitspracherecht, Konkretisierung der Mitspracherechte der Belegschaft

im Rahmen der Übernahmerichtlinie (vorstellbar wären auch Vetorechte bei undurchsichtigen Übernahmeversuchen).

- ➢ Denkbar wäre auch, bei einem Kontrollwechsel durch *Private Equity*-Fonds die Möglichkeit von Sonderprüfungen festzumachen (etwa durch eine Minderheit in der HV oder aber auch im *Board*) – jedenfalls dann, wenn ein Schaden für das Unternehmen befürchtet wird. Sollte bei dieser Prüfung festgestellt werden, dass der Fonds „gegen" das Unternehmen operiert, könnte auch überlegt werden, die Stimmrechte zu beschränken.
- ➢ Beschränkung der Übertragung der Schulden auf das Zielunternehmen zur Verhinderung der Aufzehrung von Eigenkapital.

Dem Deregulierungswettlauf entgegentreten

Den Erklärungen des Weltfinanzgipfels der G20 im letzten Herbst ist zuzustimmen, dass das grundlegende Ziel sein soll, dass kein Akteur auf den Finanzmärkten, kein Finanzprodukt und keine Weltregion mehr unreguliert oder ohne Aufsicht bleibt. Dies zu gewährleisten, solle in erster Linie eine nationale Angelegenheit sein, für den Fall der EU wäre darunter wohl die Gemeinschaftsebene zu verstehen.

Weil aber die Finanzmärkte inzwischen global sind, bedarf es enger Kooperation und gemeinsamer Standards. Marktdisziplin, Innovation und Dynamik sollen gefördert und negative Effekte für andere Länder vermieden werden. Unternehmen und Anleger sollen nicht von Regulierungsunterschieden zwischen Staaten („Regulierungsarbitrage") profitieren können.

Instrumente aus Ländern, die sich diesen Grundsätzen entziehen, könnten aus dieser Überlegung heraus durchaus Restriktionen oder einer Sonderbesteuerung unterworfen und die Finanzierung von *off-shore*-Fonds durch Banken mit einem höheren Faktor bei der Eigenkapitalhinterlegung belegt werden. Strengere Bilanzierungsvorschriften für außerbilanzielle Geschäfte von Banken können zudem die Effektivität der Regulierung auf Gemeinschaftsebene erhöhen.

Selbstverständlich wäre ein globaler Ansatz ideal, erscheint aber wenig realistisch. Die Kooperation zwischen den USA und der EU unter gleichzeitiger Restriktion des Verkehrs mit und der Finanzierung von *off-shore*-Zentren und Steueroasen erscheint aber sowohl dringend angezeigt als auch einigermaßen realistisch.

Eine effiziente Regulierung kann auch zur Vertrauensbildung beitragen und ein Qualitätsmerkmal darstellen. Angesichts der schmerzlichen Erfahrungen mit der gegenwärtigen Krise ist es nicht unwahrscheinlich, dass es nach dem allgemeinen Warten auf die Schritte des Ersten sehr rasch zu einem Nachziehen anderer Wirtschaftsräume kommt.

Restriktionen von Leerverkäufen?

Grundsätzlich gehört die Spekulation mittels *short selling* (darunter versteht man Spekulation durch Leerverkäufe) zu jenen Techniken, die irrationale Übertreibungen ins Positive eindämmen können und so – folgt man dem Lehrbuch – zu einer rationalen Preisbildung beitragen können.

Das Akkumulieren von hohen Summen, kombiniert mit Handelstechniken von *„absolute return"*-Strategien mittels IKT-gestütztem short *selling*, kann einen bestehenden Abwärtstrend verstärken und so eine Bodenbildung bei den Preisen weiter hinauszögern. Das heißt, Leerverkaufsstrategien können in einer Baisse zu irrational niedrigen Preisen führen und so falsche Preissignale aussenden. Treten solche Techniken zusammen mit der gezielten Streuung falscher Gerüchte auf, so ist der Marktmanipulation aufgrund der hohen Hebel mit relativ geringem Einsatz Tür und Tor geöffnet. Da Hedgefonds hohe Summen von Investoren akkumulieren und ihre Marktmacht aufgrund der Hebel weit über das verfügbare Volumen hinaus vervielfachen können, sollten durchaus sowohl direkt bei den Hedgefonds Maßnahmen gegen diese Praktiken ergriffen als auch die allgemeinen Marktmissbrauchsregeln überprüft werden.

Da bisher Hedgefonds geringeren Aufsichtsverpflichtungen unterliegen als etwa Banken oder Versicherungen, ist es notwendig, sie in diese Überwachungsmechanismen einzubeziehen, um Marktmissbrauch überhaupt erkennen und bekämpfen zu können.

Wesentlich ist, dass Options- und *Future*-Positionen denselben Meldeverpflichtungen wie die jeweils zugrunde liegenden Positionen unterliegen. In Fällen, in denen der Handel mit den zugrunde liegenden Wertpapieren allgemeinen oder spezifischen Beschränkungen unterliegt, muss dies also auch für die entsprechenden Derivativposition gelten.

Das Aussetzen des Handels von derartigen Finanzvehikeln/-instrumenten kann bei hoher Informationsunsicherheit auf den Finanzmärkten, wie sie derzeit gegeben ist, temporär sinnvoll sein. Es gibt derzeit keine Hinweise darauf, dass die momentanen Liquiditätsschwierigkeiten auf einzelnen Märkten auf die Restriktionen für Leerverkäufe zurückgehen.

Neben diesem Ansatz könnte der Einsatz von Transaktionssteuern in Abhängigkeit von Volatilitätsmaßen stabilisierend wirken.

Vorsicht auch bei regulierten Hedgefonds

Nachdem auch Großinvestoren mit spezifischem Know-how nicht unerheblich von den schlagend gewordenen Risken betroffen waren, ist eine stärkere Verbreitung von Hedgefonds kritisch zu beurteilen. Die komplexe Natur und die hohen Hebel machen diese Instrumente zu einer für das allgemeine Anlagepublikum nicht empfehlenswerten Anlageklasse, deren Gesamtperformance darüber hinaus noch dadurch verzerrt wird, als nur die Ergebnisse der Überlebenden erfasst werden *(survivor bias)*. Hohe Einstiegsschwellen durch eine große Stückelung, die einen Einstieg erst ab z. B. € 50.000 ermöglichen, sind deshalb sinnvoll. Eine klare und unmissverständliche Kennzeichnung sollte gewährleisten, dass es zu keiner Verwechslung mit herkömmlichen Investmentfonds kommt.

Auch die indirekte Hereinnahme dieser Risken in private Portfolios über Pensionskassen ist über ein stark beschränktes Ausmaß hinaus abzulehnen. Die langfristige Natur von Pensionskasseninvestitionen macht Pensionskassenvermögen besonders anfällig für hohe Hebel. Auch ist der Bedarf an gehebelten Instrumenten bei derartig langfristigen Veranlagungen nicht unmittelbar einsichtig. Die angeblich geringe Korrelation mit anderen Wertpapierklassen als Argument für eine bessere Diversifikation muss im Lichte der jetzigen Krise revidiert werden (so zum Beispiel bei Rohstofffonds). Besondere Vorsicht sollte vor allem dort gelten, wo LetztverbraucherInnen direkt oder indirekt von Risken betroffen sind, die nicht an Börsen gehandelt werden und daher einem besonderen Liquiditäts- und Bewertungsrisiko unterliegen. Allfällige *Hedging*-Instrumente sollten – um ihrem Namen auch gerecht zu werden – bei Pensionskassen vor allem zu Sicherungszwecken verwendet werden.

Es sollte klar sein, dass der regulatorische Rahmen für die Finanzmärkte, ihre Institutionen und Instrumente nach der Krise anders aussehen muss als vor der Krise. Mit den *alternative investments* ist ein Schattenbanksystem entstanden. Die gegenwärtige Krise ist zwar anderenorts ausgelöst worden, zum Anstieg des systemischen Risikos hat aber der Boom an Finanzinnovationen geführt, der wiederum vor allem von der *alternative investment*-Branche vorangetrieben worden war, ebenso wie makroökonomische Ungleichgewichte und prozyklische Bewertungsregeln und asymmetrische Anreizstrukturen. Ohne die Einbeziehung von *Private Equity*- und Hedgefonds in eine Reregulierung des Finanzsektors – die selbstverständlich viel weiter greifen muss – bleibt der Regulierungsarbitrage Tür und Tor geöffnet – die nächste Krise wäre vorprogrammiert.