

# „New Fashion in Finance“ und Finanzmarktstabilität

Hansjörg Herr  
Rainer Stachuletz

In jüngster Zeit häufen sich Hinweise auf Instabilitäten der Finanzmärkte. Nahm die Finanzindustrie im September 2006 den Untergang des Hedge-Fonds Amaranth mit einem Verlust von mehr als 6 Mrd. \$ noch achselzuckend zur Kenntnis, erscheinen heute Schief-lagen ominöser Zweckgesellschaften mit so reizvollen Namen wie Rheingold, Rhineland-Funding oder Ormond Quay, deren Verlustrisiken atemberaubend schnell in zweistellige Milliardenhöhe wuchsen, als Menetekel einer ernsten Krise. Wir werden uns zunächst auf allgemeiner Ebene mit dem Thema Finanzmarktstabilität beschäftigen, um dann die Frage zu stellen, ob die immer raschere Entwicklung smarter Finanzprodukte, die „New Fashion in Finance“, Instabilitäten von Vermögensmärkten reduziert oder erhöht hat.

## 1

### Preisbildung auf Vermögensmärkten

#### 1.1 ERWARTUNGSTHEORIEN

Gemeinsam ist Vermögensmärkten, dass ihr Preis von Erwartungen getrieben wird. Einige sind transparent, etwa der Aktien- oder Devisenmarkt, andere sind unübersichtlich, etwa der Immobilienmarkt. Gemeinsam ist allen Vermögensobjekten, dass sie im Unterschied zu gewöhnlichen Waren kurzfristig eine geringe Preiselastizität des Angebots haben. Gewöhnliche Waren haben einen Preisanker in ihren Kosten, wobei insbesondere die nominellen Lohnstückkosten eine wichtige Rolle spielen. Nur in extremen instabilen Situationen, bei Hyperinflationen oder Deflationen, verlieren normale Waren ihren Preisanker. Der Preisanker auf Vermögensmärkten wird durch Erwartungen bestimmt. Auf einer axiomatischen Ebene gibt es nur zwei Erwartungstheorien.

Im Rahmen des Modells „rationaler Erwartungen“ wird unterstellt, dass alle Wirtschaftssubjekte die Zukunft auf Basis objektiver Wahrscheinlichkeiten kennen und die Erwartungen mit den Gleichgewichtslösungen des jeweiligen Modells identisch sind. Bei rationalen Erwartungen sind Finanzmärkte in einer sogenannten starken Form effizient, da Vermögenspreise Fundamentalfaktoren des unterstellten theoretischen Modells widerspiegeln (Fama 1970). Spekulative Gewinne sind unter diesen Annahmen nicht möglich, da neue Informationen von *allen* Wirtschaftssubjekten in der gleichen Form verarbeitet wer-

den. Unseres Erachtens ist der Ansatz rationaler Erwartungen absurd. Er impliziert, dass die Ökonomie von Zeit und Gesellschaft unabhängig ist.

Sind nicht alle zukünftigen Ereignisse objektiv bekannt und können, selbst wenn sie bekannt sind, ihnen keine Wahrscheinlichkeiten zugeordnet werden, dann zerbricht das Modell: „We simply do not know“ (Keynes 1937, S. 214). Jede historische Entwicklung ist einmalig, sodass statistisch von der Vergangenheit für die Zukunft nichts gelernt werden kann. Auf einer axiomatischen Ebene müssen in diesem Fall Erwartungen als exogen angesehen werden (Hahn 1984).

Subjektive Wahrscheinlichkeiten helfen nicht weiter. Erstens hat in diesem Fall jedes Wirtschaftssubjekt individuelle Erwartungen, und diese müssen nicht von Fundamentalfaktoren beherrscht werden. Zweitens muss realistischerweise angenommen werden, dass Wirtschaftssubjekte davon ausgehen, dass sie *nicht* alle zukünftigen Ereignisse kennen und selbst bekannten Ereignissen *keine* Wahrscheinlichkeiten zuordnen können. In solchen Fällen ist der formale Apparat der Wahrscheinlichkeitsrechnung nicht anwendbar.

#### 1.2 MENSCHLICHE INFORMATIONSVERARBEITUNG

Die Rationalität ökonomischer Entscheidungen wird gewöhnlich mit den „Savage-Axiomen“ beschrieben (Savage 1954). Danach sind

- a) alle Individuen Nutzenmaximierer und
- b) alle Individuen in der Lage, unterschiedliche Handlungsalternativen erstens zu bewerten und zweitens entsprechend

ihrer Präferenzsysteme zu ordnen und es gelten

c) für alle Präferenzordnungen die Grundregeln der Konsistenz, d.h. Rangordnungen sind transitiv (aus  $A > B > C$  folgt, dass auch  $A > C$  gilt).

Vor allem die wegweisenden Arbeiten von *Kahneman/Tversky* (1979, S. 263ff.) und die darauf aufbauende empirische Entscheidungsforschung zeigen, dass menschliches Entscheidungsverhalten der Savage-Axiomatik widerspricht: Akteure benutzen bei der Aufnahme, Bewertung und Verarbeitung von Informationen vereinfachende, die Realität häufig nicht valide abbildende Heuristiken. Risikonutzenfunktionen sind nicht stabil, Alternativen können nicht transitiv geordnet werden, die Aufnahme und Verarbeitung von Bewertungsinformationen erfolgt selektiv, deren kognitive Verarbeitung greift auf erlernte oder spontan konstituierte Bezugssysteme als Ankerpunkte zurück und die Art und Weise der Datenpräsentation beeinflusst deren Weiterverarbeitung und Bewertung.

Im Widerspruch zu der idealisierenden Annahme, Menschen seien in der Lage, objektiv existierende, verborgene Wahr-

Prof. Dr. Hansjörg Herr, Fachhochschule für Wirtschaft Berlin. Arbeitsschwerpunkte: Supranationale Integration, Entwicklungstheorie und -politik.  
e-mail: [hansherr@fhw-berlin.de](mailto:hansherr@fhw-berlin.de)

Prof. Dr. Rainer Stachuletz, Fachhochschule für Wirtschaft Berlin. Arbeitsschwerpunkte: Corporate Finance, Kapitalmarkttheorie und -politik.  
e-mail: [ballou@fhw-berlin.de](mailto:ballou@fhw-berlin.de)

scheinlichkeiten nicht nur zu entdecken, sondern auch noch problemlos zu verarbeiten, zeigt die empirische Urteilsforschung, dass selbst professionelle Akteure nur sehr unvollkommen mit Wahrscheinlichkeiten umgehen. Es gibt also gute Gründe für die Annahme, dass menschliche Akteure nicht rational im Sinne der Savage-Axiome handeln. Insgesamt wissen wir wenig über Erwartungsbildung. Aufgrund des Prognoseproblems gibt es erstens keine befriedigenden Modelle zur Bestimmung „fairer“ Preise, zweitens erfüllen die Marktakteure aufgrund ihrer systemisch wirksamen Rationalitätsbeschränkungen kaum die an effiziente Märkte im Sinne rationaler Erwartungen gestellten Anforderungen. Ist dies der Fall, dann wird der Verweis auf die Effizienz von Finanzmärkten fragwürdig. Insbesondere sind Aussagen zu hinterfragen, nach denen „moderne“ Finanzmarktinstrumente (wie etwa Kreditderivate) oder sogenannte „alternative“ Investitionsstrategien (wie z. B. diverse Hedge-Fonds-Strategien oder Private Equity-Modelle) systemische Risiken reduzieren, die Effizienz der Kapitalallokation durch neue Produkte und die intelligentere Nutzung bislang unentdeckter Arbitrage-Möglichkeiten steigern etc. (Krahn 2005).

Zweifel an der theoretischen Kraft des Konzeptes rationaler Erwartungen hatte bereits *Keynes*. Er sah im „Zustand des Vertrauens“ einen Anker der Erwartungen und damit auch der Vermögenspreise, wobei „a priori nicht viel über den Zustand des Vertrauens gesagt werden kann“ (*Keynes* 1936, S. 125). Dies führt uns auf das Gebiet der Verhaltenstheorie, die versucht, das Verhalten von Wirtschaftssubjekten in spezifischen historischen Situationen im Rahmen historisch gegebener Institutionen zu beschreiben. Erstens bewerten Wirtschaftssubjekte oftmals die gegenwärtige und damit bekannte Situation als entscheidend für die künftige Entwicklung, obwohl eine seriöse historische Analyse deutlich machen würde, dass die aktuelle Entwicklung kein guter Ratgeber für die Zukunft sein muss. Zweitens gehen Wirtschaftssubjekte davon aus, dass die aktuellen Vermögenspreise die Zukunft korrekt widerspiegeln. Drittens entwickelt sich aus einer historischen Situation eine allgemeine Stimmungslage (*Keynes* 1937).

Insbesondere der dritte Punkt wird von Forschungen im Bereich der „Behavioural Finance“ untermauert. *Shiller* (1984) be-

legte, dass Anleger als soziale Gruppe agieren, bei Gerüchten gleichgerichtet handeln und bei ihren Handlungen sich gegenseitig oder Marktführern folgen. Professionelle Anleger, um ein anderes Beispiel zu nennen, folgen in ihren Entscheidungen in extremer Weise Indizes, um das Risiko einer schlechteren individuellen Performance als vom Marktdurchschnitt vorgegeben zu minimieren (*Lakonishok et al.* 1992).

Angesichts der Unsicherheit der Zukunft ruhen Stimmungslagen auf keiner soliden Basis. Sie können sich aufgrund einer Vielzahl von Faktoren, die im Bereich der Ökonomie, jedoch auch im Bereich der Politik und gesellschaftlichen Entwicklung liegen können, schnell und weitreichend ändern. In diesem Fall verschiebt sich der Erwartungsanker oder löst sich in Situationen hoher Verunsicherung temporär auf.

### 1.3 SYSTEMISCHE RISIKEN

Typisch für Vermögensmärkte sind Rückkopplungseffekte. Die berühmten Vermögensmarktblasen der Geschichte laufen nach dem Muster ab, dass eine Phase steigender Vermögenspreise eine gute Stimmungslage weiter verbessert und auf dieser Grundlage weitere Käufe ausgelöst werden. Oft ergeben sich Preisblasen vor dem Hintergrund spektakulärer Veränderungen, etwa der Ausbau der Eisenbahnen in den Jahren 1845/46 und 1873, die Entstehung der Massenproduktion in den 1920er Jahren oder die Internet-Blase in den 1990er Jahren (*Shiller* 2000). Vermögensmarktinflationen werden durch Spekulation verstärkt. Spekulanten interessieren sich nicht für fundamentale Unternehmensdaten. Vielmehr versuchen sie, zu erraten, was die Masse der anderen Marktteilnehmer, ebenfalls Spekulanten, kurzfristig erwartet. Schließlich sind es diese Erwartungen, die den Aktienkurs bestimmen. Wenn Spekulanten erwarten, dass andere Spekulanten steigende Kurse erwarten, dann werden sie Aktien kaufen und den Kurs weiter nach oben treiben und dies selbst dann tun, wenn sie von mittel- und langfristig fallenden Kursen ausgehen. Orientieren Wirtschaftssubjekte ihr Handeln an technischen Analyseverfahren, etwa Charttechniken, die implizit auf einer adaptiven Erwartungstheorie fußen, oder gibt es computergestützte und damit automatisierte Formen des Handels, hat das Marktgeschehen ebenfalls jeglichen Kontakt zu Fundamentalfaktoren welcher Art auch immer verloren.

Auch wenig transparente Märkte können von Übertreibungen erfasst werden. *Goodhart/Hofmann* (2007, S. 89ff.) zeigen für die westlichen Länder, dass es zwischen der Entwicklung der Immobilienpreise und der Kreditexpansion der Banken einen Rückkopplungseffekt gibt. Steigende Immobilienpreise führen zu positiveren Erwartungen und spekulativen Aktivitäten auf den Immobilienmärkten, da steigende Immobilienpreise den Wert der Sicherheiten und das Kreditangebot erhöhen.

Systemische Risiken existieren, wenn die Zahlungsunfähigkeit von Schuldern Rückkopplungseffekte erzeugt, welche die Zahlungsunfähigkeit weiterer Schuldner nach sich zieht und das Finanzsystem weiter destabilisiert. Der Kollaps von Vermögenspreisen in einer Panik führt alleine nicht zu einer systemischen Krise. Erst wenn Preiseinbrüche zur Zahlungsunfähigkeit von Schuldern führen, entfaltet eine Finanzmarktkrise ihre destruktive Kraft. Typische Merkmale einer systemischen Finanzmarktkrise sind das Reißen von Kreditketten, eine hohe Nachfrage nach Krediten seitens notleidender Schuldner und ein Versiegen des Kreditangebots. Systemische Finanzmarktkrisen zerstören die Kohärenz marktwirtschaftlicher Ökonomien und stoßen die gesamte Ökonomie in eine tiefe Krise.

Die Gefahr systemischer Krisen wird durch die Kombination von Vermögenspreisinflation und exzessiver Kreditexpansion aufgebaut. Da Stimmungen die Tendenz haben, sich auf alle Akteure auszubreiten, wird eine Phase überschwänglicher Erwartungen eine Vermögenspreisinflation mit einer Expansion des volkswirtschaftlichen Kreditvolumens und einer starken realökonomischen Expansion verbinden. So werden Aktien- und Immobilienpreise ansteigen, wobei auch spekulative Aktivitäten über Kredite finanziert werden. Hohe Vermögensmarktpreise erhöhen den Wert von Sicherheiten und stimulieren darüber die Kreditexpansion. Typischerweise steigen die Fremdkapitalquoten aller Wirtschaftssubjekte in einer solchen Situation an. Spekulation im engen Sinne bildet nicht das Rückgrat eines solchen Prozesses, kann jedoch entscheidend zu Übertreibungen beitragen. Das Finanzsystem zieht sich in einer solchen Phase durch steigende Vermögensmarktpreise und schnell anwachsende Kredite wie eine Ziehharmonika auseinander. Unternehmen, spekulative Fonds, private Haushalte etc. werden mit

steigenden Verschuldungsquoten anfälliger für alle Arten von Schocks. Dies gilt von steigenden Zinssätzen über Einbrüche der Umsatzerlöse, Abwertungen bei Verschuldung in Fremdwährung bis zum Risiko der Arbeitslosigkeit eines verschuldeten Privathaushaltes.

Zieht sich das Kreditvolumen dann wie eine Ziehharmonika zusammen, kann es zu systemischen Krisen kommen. Denn die realökonomische Abkühlung kann Unternehmen und Haushalte in Zahlungsprobleme bringen, insbesondere bei der Existenz hoher Fremdkapitalquoten. Schneller und gewalttätiger entwickelt sich eine Finanzmarktkrise, wenn eine Vermögensmarktdeflation zur Zahlungsunfähigkeit führt. Dann müssen Fonds, Privatleute etc. ihr Vermögen liquidieren, was die Vermögensmarktdeflation anheizt. Da der Wert der Sicherheiten in diesem Prozess reduziert wird, kann sich das Bankensystem dem Abwärtsstrudel nicht entziehen. Der Kreditmarkt wird rationiert, denn Liquidität ist alles, was jetzt zählt. Die marktmäßige Kreditrationierung kann in einer Krisensituation so hart ausfallen, dass eine allgemeine Kreditklemme entsteht (Stiglitz/Greenwald 2003). Bewirkt die Zerrüttung des Finanzsystems eine realökonomische Krise, dann kann sich aufgrund des Überschussangebots auf Güter- und Arbeitsmärkten eine Nachfrage- und Kostendeflation ergeben. Diese schafft einen zusätzlichen zerstörerischen Rückkopplungseffekt, da sinkende Gütermarktpreise die Realschulden ansteigen lassen (Herr/Stachuletz 2005). So oder ähnlich haben *Minsky* (1990), *Fisher* (1933) oder *Kindleberger* (1978) den Prozess einer Vermögensmarktdeflation mit nachfolgender Finanzmarktkrise beschrieben.

Für wenig hilfreich halten wir mikroökonomische Beiträge zur Problematik systemischer Risiken. Als systemisches Risiko gilt in diesem Kontext ein durch rationales Portfoliomanagement nicht weiter diversifizierbares Marktrisiko. Je niedriger dieses Marktrisiko, umso stabiler sei das Finanzsystem. Wir halten diese Sichtweise für makroökonomisch und politisch unfruchtbar, weil das mikroökonomische Problemverständnis eng mit den Voraussetzungen und Ergebnissen der neoklassischen Kapitalmarkttheorie, namentlich den Modellen Capital Market Line (CML), der Security Market Line (SML) bzw. dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), ver-

knüpft ist (Sharpe 1970). Die dort beschriebene Modellwelt hat einen durchweg problematischen Aussagenstatus: Sie enthält keine Aussagen über die Realität und bleibt folglich für empirische Prüfungen oder gar politische Diskussion mit Gestaltungszielen unbrauchbar.<sup>1</sup>

Weiter glauben wir, dass die mikroökonomisch angelegte Sicht des systemischen Risikos eng und eher problemverschleiern wirkt. Sie ist eng, weil sie den Gedanken des systemischen Risikos auf Wertpapiermärkte im engeren Sinne beschränkt, problemverschleiern, weil vor diesem Hintergrund jeder Transfer von Finanzrisiken an Akteure außerhalb des Finanzsystems als begrüßenswerte Reduzierung systemischer Risiken angesehen wird.

## 2

### **New Fashion in Finance – Entwicklungen auf den Finanzmärkten**

#### **2.1 HEDGE-FONDS – CAMERA OBSCURA DER FINANZMÄRKTE?**

Hedge-Fonds zählen zu den wenig verstandenen, aber viel diskutierten Institutionen sogenannter „Alternativer Investments“. Anfang der 1990er Jahre bei einem Volumen von nur 50 Mrd. \$ nahezu unbekannt, verwalten sie heute ein Anlagevolumen von rund 1,6 Bio. \$. Ob dieses Wachstum an „natürliche“ Grenzen stößt, ist umstritten, in der Literatur wird eine Obergrenze von 2,5 Bio. \$ als maximale Kapazität diskutiert.

Richteten sich Hedge-Fonds ursprünglich primär an wohlhabende Privatiers, so verwalten die heute im Markt befindlichen ca. 9.000 Fonds zwar auch Einlagen vermögender Privatpersonen – die Angaben schwanken zwischen 50 % und 75 % (Greenwich Associates 2004). Inzwischen treten allerdings vermehrt auch Pensionsfonds (bis zu 15 %), Stiftungen (bis zu 10 %) sowie bilanziell ausgelagerte Zweckgesellschaften der Banken- und Versicherungswirtschaft (bis zu 25 %) als Investoren auf.

Hedge-Fonds gelten als schwarze Löcher des Weltfinanzsystems oder als Plage im bildhaften Vergleich mit Heuschreckenschwärmen. Sie spielten eine maßgebliche Rolle bei größeren Finanzmarktkrisen

(etwa die LTCM-Krise im Jahre 1998) oder waren verantwortlich für Allzeit-Rekordverluste (Amaranth verlor zwischen dem 11. und 19. 09. 2006 ca. 6 Mrd. \$ mit ungesicherten Spekulationen). Den einen sind sie Totengräber des Weltfinanzsystems, den anderen eine hoch entwickelte Königsdisziplin der Kapitalanlage (Romeike 2007, S. 5). Tatsächlich sind Hedge-Fonds alles das nicht, sondern vielmehr ein technisch wenig originelles Spektrum von Investitionsstrategien, die sich lediglich in ihren Charakteristika von den Anlagestrategien „normaler“ Investmentfonds unterscheiden.

Hedge-Fonds verfügen über die Möglichkeit des unbegrenzten Fremdkapitaleinsatzes,<sup>2</sup> unterliegen (als Nicht-Banken) keinen Mindestkapitalanforderungen, sind häufig auf Fondsebene steuerfrei (Offshore) und regelmäßig aufgrund ihrer Rechtsform bzw. ihres Offshore-Sitzes nicht publikationspflichtig. Sie können ihrem Portfolio in beliebigem Umfang Derivate beimischen und beliebige Short-Positionen einnehmen.

Das heute zwar beachtliche Volumen der Hedge-Fonds muss im Kontext anderer Vermögensanlagen relativiert werden: Im Jahre 2003 betrug das gesamte durch Hedge-Fonds verwaltete Vermögen (800 Mrd. \$) gerade mal 1,1 % der Marktkapitalisierung aller gehandelten Aktien und Anleihen (73,7 Bio. \$, Loeys/Fransolet 2004) und auch die heute durch Hedge-Fonds verwalteten ca. 1,6 Bio. \$ dürften nur einen geringen Teil des globalen Wertpapiermarktes ausmachen. Es ist nicht die Größe der Fonds, sondern es sind die Spezifika ih-

1 Roll (1977, S. 129ff.) hat ausführlich dargelegt, dass die auf der Basis des CAPM gewonnenen Tests tautologischen Charakter haben, also nicht geprüft werden können. CAPM-basierte Forschung hat insofern den erkenntnistheoretischen Status eines Glasperlenspiels. Die Verwendung der Ergebnisse solcher Forschung in politischen Begründungszusammenhängen wäre nicht hilfreich. Gleichwohl findet sich in der Literatur häufig die mikroökonomisch fundierte Auffassung, dass z. B. Hedge-Fonds aufgrund ihrer vermeintlich gegen die Marktrichtung gerichteten Investitionsstrategien insgesamt zu einer Reduzierung systemischer Risiken beitragen (z. B. Eichengreen/Mathieson 1999, S. 8; Schuhmacher 2001; Garbaravicius/Dierick 2005). Eine vermehrte Aktivität solcher Fonds erscheint damit als Segen für die Systemstabilität und äußerst wünschenswert.

2 Aktivgeschäfte der Hedge-Fonds müssen nicht mit Eigenkapital hinterlegt werden und sind damit theoretisch beliebig erweiterbar.



rer „regulationsfreien“ Investitionsstrategien, die das Destabilisierungspotenzial ausmachen (Deutsche Bundesbank 1999, S. 30): Da ist der kreditfinanzierte Leverage, mit dem Fonds ihre Positionen weit über ihr Einlagevolumen hinaus gestalten. So verfügte LTCM bei einem Eigenkapital von 5 Mrd. \$ über Fremdkapital in Höhe von 125 Mrd. \$. Dieses Kapital war ausreichend, Marginkonten meist ungesicherter, spekulativer Derivate-Positionen mit einem Gesamtkontraktvolumen von 1,25 Bio. \$ zu finanzieren. Jede Milchmädchenrechnung kann zeigen, dass solche Konstruktionen bei nur geringen Volatilitäten des Portfoliowertes zu Milliardenverlusten führen müssen (EZB 2004, S. 129).

Die Insolvenz von Fonds birgt neben dem Kreditausfallrisiko die Gefahr, über Herden-Verhalten und Panikreaktionen zu einem unkontrollierbaren systemischen Risiko zu werden. Begünstigt wird dies dadurch, dass Hedge-Fonds i.d. R. keinen Offenlegungs- oder Berichtspflichten unterworfen sind, das System also für alle Akteure undurchschaubar bleibt.

Insgesamt sehen wir unter den gegenwärtigen Bedingungen bei Hedge-Fonds ein schwer auszurechnendes Gefährdungspotenzial für die Stabilität des ökonomischen Gesamtsystems. Hedge-Fonds sind aufgrund ihrer besonderen Merkmale und Privilegien im Wettbewerb um Anlagekapital unangemessen bevorteilt. Nur ein geringer Teil ihrer Investitionstätigkeiten (reine Arbitrage-Strategien) dürfen als systemstabilisierend bewertet werden. Kern der Erfolgsgeschichte solcher Fonds ist ihre regulatorische Sonderstellung, mit deren Hilfe es gelingt, extreme Rendite-Risiko-Profile zu konzipieren, die sich bei „normalen“, aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für andere Wettbewerber im Rahmen des Finanzsystems nicht realisieren ließen. In einer weiterhin unregulierten Teilnahme der Hedge-Fonds am Investitionsgeschäft sehen wir den nicht zu rechtfertigenden Versuch, die Risiken spekulativ hoher Renditeerwartungen weit über den Kreis der Investoren hinaus an unbeteiligte Akteure zu transferieren. In eher zynischer Weise darf dann von einer höheren Effizienz der Risikoallokation gesprochen werden.

## 2.2 PRIVATE EQUITY ODER VOM „VENTURE CAPITALISM“ ZUM „LEVERAGED-BUY-OUT“

Ursprünglich verstanden als außerbörsliche Bereitstellung haftenden Kapitals zur Finanzierung des Aufbaus, Wachstums oder auch der Sanierung nicht gelisteter Unternehmen gewährleisteten Private Equity (PE)-Fonds als Venture Capital die Zuführung liquider (Eigenkapital) Mittel und schafften Fremdfinanzierungspotenziale durch Verbesserung der Kapitalstruktur. Grundidee des PE-Investments ist eine Wertsteigerung der Beteiligung durch den Transfer von Know-How und Kapital, die sich schließlich mittelfristig in einem erfolgreichen „Exit“ manifestiert. In dieser Funktion sind PE-Investoren zweifellos von großer Bedeutung.

Für die gegenwärtige Einschätzung der Rolle von Private Equity ist ein in den letzten Jahren zu beobachtender Strategiewechsel bedeutsam: Waren PE-Investments traditionell eigenkapitalfinanzierte, beratungsintensive Finanzierungen mit hohem operativen Risiko, so sind sie heute überwiegend fremdkapitalfinanzierte „Leverage-Buyout“-Transaktionen (LBOs) ohne längerfristige unternehmerische Ambition mit hohem finanzwirtschaftlichen Risiko. Entfielen 1996 in Deutschland nur rund 22 % der gesamten PE-Investitionen auf LBOs, so war im Jahre 2006 dieser Investitionstyp mit einem Anteil von mehr als 70 % oder absolut 2,6 Mrd. € klar dominierend (BVK 2007).

Es ist nicht das grundsätzliche PE-Investitionsmodell, sondern eher die besondere Charakteristik seiner aktuellen Gestaltung, die Heuschreckendebatten auslöst. Ursache hierfür ist die aktuell favorisierte LBO-Variante des PE-Investments mit einem primär an kurzfristiger Renditemaximierung orientierten Kapitalstrukturmanagement in einem Bezugssystem steuersparend strukturierter Investitions-, Verwaltungs- und Finanzierungsgesellschaften.

Die Protagonisten der PE-Industrie reklamieren gerne deren wichtige Rolle bei der Kapitalisierung und sogenannten Restrukturierung modernisierungsbedürftiger Unternehmen und betonen darüber hinaus den zentralen Beitrag der Branche bei der Gründung bzw. Weiterentwicklung innovativer Unternehmen, vorzugsweise im High-Tech-Sektor. Naturgemäß ist die Branche von ihrem volkswirtschaftlichen Nutzen überzeugt und hält „kollaterale“

Schäden für vernachlässigbar. Mit Blick auf die ertragssteuerliche Behandlung „vermögensverwaltender“ PE-Fonds argumentieren Vertreter der Branche gar, dass Deutschland das Geld der PE-Fonds dringend benötige, und dies auch zum Preis der Steuerfreiheit der Investoren. Die Gegenseite vermutet stattdessen hinter den Aktivitäten der PE-Fonds oft pauschal ein gesamtökonomisch verantwortungsloses, kurzfristig renditeorientiertes Finanzfeuerwerk mit beträchtlichem realwirtschaftlichen Zerstörungspotenzial.

Im ersten Schritt finanzieren Investoren das Eigenkapital einer als Fonds organisierten PE-Gesellschaft. Als nicht gewerblich tätiger Vermögensverwalterin bleiben Kapitalgewinne hier steuerfrei. Die PE-Gesellschaft gründet ihrerseits diverse Holding- oder Managementgesellschaften, die als Akquisitionsgesellschaften mit einem extremen Verschuldungsgrad nicht börsennotierte Zielunternehmen aufkaufen. Wie auch immer die Akquisition strukturiert wird (als Downstream-Merger oder Merger-Buy-Out), am Ende findet man die zur Durchführung der Akquisition extrem gehebelte Kapitalstruktur der PE-Akquisitionsgesellschaft als dauerhaftes Kapitalstrukturrisiko des Zielunternehmens wieder – das gekaufte Unternehmen finanziert also seinen Kauf am Ende größtenteils selbst.

Der beschriebene Vorgang ist aus Sicht des PE-Investors attraktiv:

Zunächst gelingt es, durch den Tausch von „teurem“ Eigenkapital in „billiges“ Fremdkapital bei extremer Hebelung der Kapitalstruktur die durchschnittlichen Kapitalkosten zu senken. Bei unverändertem bzw. kurzfristig zur Bereitstellung der aufgrund der Verschuldung erheblich gestiegenen Finanzierungskosten sogar gesteigertem EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortisation) ergibt sich als „technische“ Folge ein höherer Unternehmenswert, ein zentrales Element der Renditeplanung des Fonds.

Zweitens ist die extrem verschuldete Zielgesellschaft bei steuerlicher Abzugsfähigkeit des Zinsaufwandes im Inland häufig steuerfrei und erreicht damit einen bemerkenswerten Wettbewerbsvorteil auf dem Markt für Unternehmensbeteiligungen.

Drittens gelingt den PE-Investoren häufig eine schnelle, sogenannte „Rekapitalisierung“ der eingesetzten Eigenkapitalmittel: Die Investoren erhöhen die Ver-

schuldung der Gesellschaft und schütten die zufließende Liquidität an sich selbst bzw. den „verwaltenden“ Fonds aus. Ist die PE-Gesellschaft im Inland als „vermögensverwaltend“ anerkannt, bleiben solche „Sonderausschüttungen“ steuerfrei.

Wir glauben nicht, dass PE-Investoren allein aufgrund eines akuten Kapitalmangels auf dem Finanzplatz Deutschland unersetzlich sind. Darüber hinaus ist klar, dass im Falle des LBO im Zuge der Transaktionen bewegtes Kapital nicht dem Zielunternehmen, sondern den Alteigentümern bzw. der PE-Gesellschaft zufließt. Eine ökonomisch nützliche Finanzierungsfunktion des Unternehmenssektors ist hierbei nicht zu entdecken.

Einen besonderen Zusammenhang zwischen der Innovationsdynamik einer Ökonomie und dem Aktivitätsniveau von PE-Fonds sehen wir nicht. PE-Investitionen sind deutlich stärker auf etablierte Unternehmen mit breitem Cash-Flow-Potenzial fokussiert, während junge „HighTechs“ nach wie vor zur Klientel staatlicher Förderbanken zählen bzw. verstärkt im Rahmen industrienaher Kooperationen finanziert werden.

Nicht unbeachtet bleiben darf ferner, dass die steuerliche Konstruktion der LBO-Transaktionen eine nur schwer überschaubare Erosion der Steuerzahlungen in Deutschland begünstigt. Wettbewerbspolitisch gewinnen PE-dominierte LBO-Investments damit ungerechtfertigte Vorteile im Prozess der Kapitalallokation.

Cum grano salis halten wir den Teil der PE-Aktivitäten, die LBOs in den Mittelpunkt ihrer Investitionsstrategie stellen, für finanzwirtschaftlich labil, realwirtschaftlich stabilitätsgefährdend und insgesamt verzichtbar. Labil, weil die mit hohem Fremdkapitaleinsatz strukturierten Finanzierungen die akquirierten Unternehmen mittel- bis langfristig unkalkulierbaren finanzwirtschaftlichen Risiken aussetzen. Uno actu werden Finanzinstitutionen und Finanzmärkte durch die erheblichen Umfänge syndizierter Kredite und deren meist zeitgleich stattfindende Refinanzierung bzw. Absicherung durch eine intransparente Einschaltung komplexer Strukturen außerbilanziell geführter Zweckgesellschaften einem unkalkulierbaren Zuwachs systemischer Risiken ausgesetzt. Realwirtschaftlich stabilitätsgefährdend sind solche Transaktionen, weil sich allein aufgrund ihrer extrem gehebelten Kapitalstruktur bereits bei geringen operativen Problemen

und/oder moderat steigenden Fremdkapitalkosten Insolvenzgefahr einstellt. Schließlich ist der hier diskutierte Investitionstyp fiskal-, wettbewerbs- und sozialpolitisch wenig erfreulich, lenkt er doch die erwirtschafteten Zinserträge, „Sonderdividen-den“ etc. äußerst steuerschonend an die Fondsinvestoren, verzerrt den Wettbewerb mit traditionellen Finanzierungsformen, beeinträchtigt damit eine langfristig effiziente Kapitalallokation und transferiert die Risikokomponente der teilweise absurden Renditeerwartungen der Fonds an Akteure außerhalb des Finanzsystems, im Zweifel die privaten Haushalte bzw. den Fiskus.

### 2.3 KREDITDERIVATE – „AKROBATEN IN DER ZIRKUSKUPPEL – RATLOS“<sup>3</sup>

Das Kreditgeschäft war lange Zeit von einer „Buy-and-Hold“-Strategie gekennzeichnet. Kredite fanden sich bis zu ihrer Rückzahlung in der Bankbilanz, Kreditrisiken wurden durch Wertberichtigungen sichtbar antizipiert, Refinanzierungen erfolgten bilanzwirksam über ein breites Instrumentarium von Passivgeschäften. Renditechancen und -risiken fanden sich institutionell ungetrennt in den Bilanzen.

Seit den 1970er Jahren, verstärkt gegen Ende der 1990er Jahre, entstand ein Marktsegment, auf dem die von der originären Forderung separierten Kreditrisiken gehandelt wurden. Zunächst von geringer Größe folgte nach dem Jahr 2000 eine stürmische Entwicklung des Kreditrisikomarktes. Schätzte *Krahnen* (2005, S. 4) für das Jahr 2002 das Volumen weltweit ausstehender Kreditderivate noch auf rund 1,95 Bio. \$, so wuchs das Nominalvolumen offener Kontrakte zum Ende des Jahres 2006 allein im Euro-Raum um mehr als 2.000 % auf überwältigende 34 Bio. \$ (ISDA 2007). Wenngleich aufgrund der besonderen Marktstruktur keine befriedigend auswertbaren Daten verfügbar sind, darf man wohl davon ausgehen, dass ein bedeutender Teil der Risiken des weltweiten Kreditportfolios inzwischen mehrfach verbrieft und transferiert ist. Vertreter der Finanzindustrie begrüßen diese Entwicklung ausdrücklich als wünschenswerte Disintermediation, als „direkte Anbindung von *remote investors*, also uninformierten (Klein-)Anlegern und Pensionsfonds als Kapitalgeber an das informationsintensive und beziehungsba-sierte Kreditgeschäft. Dies ist eine finanzakrobatische Meisterleistung“ (Krahnen

2005, S. 14). Eine Akrobatik indessen, die sich ihres Beifalls nicht sicher sein darf.

Gegen Ende der 1990er Jahre stand das Kreditsystem unter erheblichem Druck. Einerseits sorgte die weltweite Zunahme von Liquidität für einen rapiden Verfall der Zinsmargen, andererseits lösten die wegen immer riskanterer Kreditengagements zunehmenden Bestände fauler Kredite und die absehbare Verschärfung der Eigenkapitalregeln eine intensive Suche nach Lösungs- bzw. Umgehungsstrategien aus. Die Mitte der 1990er Jahre bekannt werdenden und seither rasch wachsenden Instrumente des Kreditrisikotransfers boten die Lösung: Sind Kreditrisiken erfolgreich transferiert, entfällt die Eigenkapitalhinterlegungspflicht, cash-cycles des Kreditgeschäfts verkürzen sich und knappes Eigenkapital wird frei für neue Kreditgeschäfte. Trotz aufsichtsrechtlicher Beschränkungen (Basel II, vgl. Springler in diesem Heft) würden sich auf diese Weise weite Ertragspotenziale erschließen.

Eine Weitergabe von Kreditrisiken setzt eine Separierung von Kreditforderungen und die Einschaltung sogenannter „Special Purpose Vehicles“ (SPVs) voraus. Der Transfer der Risiken kann bilanzwirksam im Wege eines Verkaufs der Forderung oder synthetisch (nicht bilanzwirksam) geschehen, wenn nur die Ausfallrisiken an eine Zweckgesellschaft übertragen werden. Im zweiten Schritt übernimmt ein Sicherungsgeber gegen Verkauf z. B. eines „Credit Default Swaps“ das Ausfallrisiko der separierten Forderung bzw. des separierten Forderungspools. Kommt es zu einem Kreditausfall, dann leistet der Sicherungsgeber Ausgleichszahlungen. In einem letzten Schritt wird schließlich der zur Verbriefung vorgesehene Forderungspool in unterschiedliche Finanzierungstranchen zerlegt, deren Bedienung durch das emittierende SPV einem strengen Subordinationsprinzip folgt: Zunächst erfolgt die Befriedigung hochgerateter „Senior-Tranchen“ usw., die letzte Tranche, das nicht geratete „First Loss Piece“ (FLP) verbleibt beim SPV, besichert durch Garantien des Originators.

Grundsätzlich könnte auf diesem Weg das gesamte Kreditportfolio(risiko) transferiert werden. Unterstellt man eine Eigenkapitalhinterlegung von 8 % und den Verbleib eines maximalen FLP in der Größe

<sup>3</sup> Titel eines Spielfilms von Alexander Kluge, Deutschland 1968.

von 2 % des verbrieften bzw. transferierten Portfolios im Bankensystem, so würde bei unveränderter Eigenkapitalausstattung das Geschäftspotenzial im Kreditbereich mit einem Multiplikator von 4 erweitert werden. Dieser Prozess käme erst dann zum Stillstand, wenn die gesamte Bankbilanz mit FLP-Tranchen aufgefüllt wäre.<sup>4</sup> Ein solches Bankensystem würde seine Kreditportfolios (im Beispiel 98 %) direkt an den Kapitalmarkt vermitteln und nur einen geringen Teil in den eigenen Büchern halten. Kredit- und Investmentbanken wären am Ende ununterscheidbar, das System hätte hybriden Charakter: Banken würden darauf beschränkt, Umsätze (hier Kreditgeschäfte) zu generieren, und sie würden deren Risiken durch Emission strukturierter Produkte weiterreichen.

Die Idee scheint brilliant, ist aber mit einigen Informationsproblemen konfrontiert: Nur der Originator (die Bank) kennt die Kreditqualität des Kunden. Nur er wäre damit theoretisch in der Lage, einen fairen Risikopreis zu bestimmen. Eine marktorientierte Kontrolle solcher Preise kann aufgrund der mangelnden Sekundärmarktfähigkeit der Produkte nicht stattfinden. Daneben muss eine effiziente Tranchenallokation sichergestellt sein, beispielsweise muss die Ausplatzierung von FLPs ausgeschlossen bleiben, um nicht die Anreizstruktur der Gesamtkonzeption zu zerstören. Dies funktioniert nur bei zuverlässigen, vertrauensstiftenden Ratingsystemen, die die Qualität der gehandelten Kreditportfolios garantieren und als Basis einer möglichst fairen Preisbildung vermeiden können, dass Zweitrundeneffekte bei Wertberichtigungen der FLP-Tranche die „Senior“-Tranche erreichen und eine Marktkrise erzeugen, wie dies augenblicklich der Fall ist.

Gegenwärtig sehen wir diese Voraussetzungen nicht erfüllt. Eine faire Risikobewertung ist nicht erkennbar, vielmehr hat die stürmische Nachfrage von „remote investors“ eine unangemessene Unterbewertung von Risiken erzeugt. Marktkontrolle findet nicht statt, im Ergebnis sehen wir eine völlig intransparente Allokation von Kreditrisiken. Eine effiziente und transparente Tranchenallokation ist nicht in Sicht.

Die komplizierte Organisation, insbesondere die Rolle der SPVs und der letztendliche Verbleib der Kreditrisiken bleiben im Verborgenen. AAA-Ratings<sup>5</sup> scheinen wertlos. Die gegenwärtigen Preisabschläge für AAA geratete Senior-Tranches bzw. die anhaltend schwierige Liquiditätssituation als Folge der Wertberichtigungen von FLPs zeigen deutlich die Instabilität der Preisbildung auf diesem Vermögensmarktsegment.

### 3 Schlussfolgerungen

Institutionelles Umfeld und Regulierung von Vermögensmärkten sind zentral für die Stabilität von Finanzmärkten. Neuartige Asset-Klassen bzw. neue Investitionsstrategien haben die systemischen Gefährdungen der nationalen und internationalen Finanzmärkte erhöht. Die Gleichsetzung von Finanzinnovation mit einer verbesserten Finanzintermediation ist naiv. Oftmals ist nur das geschickte Aufspüren von Regulierungslücken, Steuerarbitrage und Informationsasymmetrie sowie das Ausnutzen unreflektierter Risikobereitschaft in Verbindung mit mangelhaftem Know-How und amateurhafter Renditeillusion der Hintergrund erfolgreicher Finanzinnovationen.

Re-Regulierungen des Finanzsystems im Interesse einer Reduzierung systemischer Risiken sind notwendig. Offshore-Zentren übernehmen keine erkennbar positive ökonomische Funktion, und bei Finanzinnovationen bzw. neuartigen Strategieansätzen ist jeweils im Einzelfall zu prüfen, ob sie negative oder positive Effekte für die Gesamtökonomie haben.

Bei Hedge-Fonds halten wir kurzfristig die Durchsetzung einer höheren Marktdisziplin bei den nationalen Kreditgebern für den ratsameren Weg. Hierzu gehören z. B. risikoangemessene Eigenkapitalanforderungen auf Seiten der Kreditgeber und eine umfassende Berichts- und Konsolidierungspflicht seitens der Finanzinvestoren, einschließlich der Hedge-Fonds.

Insgesamt halten wir die von extrem gehebelten LBO-Transaktionen ausgehen-

den realwirtschaftlichen Gefährdungen für direkter und massiver als die Bedrohung, die von missglückten Hedge-Fonds-Strategien ausgeht. Zur Eindämmung unerwünschter Transaktionen mit einer fortschreitenden Ausweitung der Verschuldungsgrade empfehlen wir kurzfristig die vollständige Besteuerung von Fremdkapitalzinsen an der Quelle und ein Verbot bzw. eine selektive Besteuerung sogenannter Rekapitalisierungsvorgänge. Mit dem Wegfall extrem gehebelter LBO-Transaktionen in Deutschland erwarten wir keine negativen Wohlfahrtseffekte.

Als Folge komplizierter Zweckgesellschaftskonstruktionen haben sich intransparente Kreditmärkte etabliert. Niemand kann mehr sagen, wer welche Kreditrisiken trägt. Heute erleben wir, dass die Realisation ausplatzierten Risiken über Zweitrundeneffekte zu bedrohlichen Liquiditätsverknappungen und erheblichen Zinsvolatilitäten führt.

Man wird fragen müssen, ob es angemessen, förderlich und gemeinwohlverträglich ist, die Profitabilität einer ganzen Klasse smarter „Fashion Products“ mit der weitgehend ahnungslosen Risikobereitschaft und -tragfähigkeit uninformatierter „remote investors“ abzusichern und makroökonomische Systemschäden letztlich an das Kollektiv der Steuerzahler zu delegieren. Insgesamt glauben wir, dass ein effizienter Handel mit Kreditportfolios oder den separierten Risiken solcher Portfolios von einer deutlichen Neufassung der Eigenkapitalhinterlegungsvorschriften, einer drastischen Erweiterung des Konsolidierungskreises bei der Erstellung des Konzernabschlusses und schließlich von der Verpflichtung zur Sicherstellung ausreichender Sekundärmarktliquidität flankiert werden sollte.

4 FLPs müssen nach gegenwärtigem Regelungsstand zu 100 % mit Eigenkapital hinterlegt werden.

5 AAA (=triple a) steht als Ratingcode für höchste Bonität (Kreditwürdigkeit) eines Schuldners.

# LITERATUR

**Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)**

(2007): BVK Statistik 2006, Berlin

**Deutsche Bundesbank** (1999): Monatsbericht März 1999, Frankfurt

**Eichengreen, B./Mathieson, D.** (1999): Hedge funds: what do we really know?, IMF Economic Issues 19, S. 1–15

**Europäische Zentralbank (EZB)** (2004): Financial Stability Review, Frankfurt a. M.

**Fama, E.** (1970): Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, in: Journal of Finance 25, S. 383–417

**Fisher, I.** (1933): The debt-deflation theory of great depressions, in: Econometrica 1, S. 337–257

**Garbaravicius, T./Dierick, F.** (2005): Hedge funds and their implications for financial stability, Occasional Paper Series European Central Bank 34

**Goodhart C./Hofmann, B.** (2007): House prices and the macroeconomy: Implications for banking and price stability, Oxford

**Greenwich Associates** (2004): For hedge fund investors, new notes of caution, May

**Hahn, F.** (1984): Die Allgemeine Gleichgewichtstheorie, in: Bell, D./Kris-  
tol, I. (Hrsg.): Die Krise der Wirtschaftstheorie, Berlin u.a., S. 154–174

**Herr, H./Stachuletz, R.** (2005): Marktendogene Faktoren der Entstehung von Problemkrediten und Stabilisierungsstrategien, in: Jobe, C. J./Stachu-  
letz, R. (Hrsg.): Workout. Management und Handel von Problemkrediten, Frankfurt a. M., S. 41–95

**International Swaps and Derivatives Association (ISDA)** (2007): ISDA Market Survey 2007, London

**Kahneman, D./Tversky, A.** (1979): Prospect theory: An analysis of deci-  
sion under risk, in: Econometrica 47, S. 263–291

**Keynes, J. M.** (1936): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Berlin

**Keynes, J. M.** (1937): The General Theory of Employment, in: Quarterly Journal of Economics 51, S. 209–223

**Kindleberger, C. P.** (1978): Manias, panics, and crashes. A history of financial Crises, New York

**Krahnen, J. P.** (2005): Der Handel von Kreditrisiken: Eine neue Dimension des Kapitalmarktes, Working Paper Series: Finance and Accounting, 152, Department of Finance, Goethe University, Frankfurt a. M.

**Lakonishok, J./Shleifer, A./Vishny, T.** (1992): The structure and perfor-  
mance of the money management industry, in: Brookings Papers on Eco-  
nomic Activity Microeconomics, S. 339–391

**Loeys, J./Fransolet, L.** (2004): Have Hedge Funds eroded market oppor-  
tunities, in: J. P. Morgan Securities Ltd. (Hrsg.): Market strategy, 1.10.

**Minsky, H. P.** (1990): John Maynard Keynes. Finanzierungsprozesse, Investitionen und Instabilität des Kapitalismus, Marburg

**Romeike, F.** (2007): Hedge Funds: Entmystifizierung einer Anlageklasse, in: Risiko Manager, 21.3.2007, S. 5ff.

**Roll, R.** (1977): A critique of the asset pricing theory's tests", in: Journal of Financial Economics 4, S. 129–176

**Savage, L. J.** (1954): The foundations of statistics, New York

**Schuhmacher, F.** (2001): Hedge-Fonds: Performance und Erklärungs-  
ansätze, Working Papers Betriebliche Finanzwirtschaft der TU Aachen

**Sharpe, W.** (1970): Portfolio theory and capital markets, New York u. a.

**Shiller, R.** (1984): Stock markets and social dynamics, in: Brookings  
Papers on Economic Activity 2, S. 457–498

**Shiller, R.** (2000): Irrationaler Überschwang. Warum eine lange Baisse auf  
den Aktienmärkten unvermeidlich ist, Frankfurt a. M.

**Stiglitz J. E./Greenwald, B.** (2003): Towards a new paradigm in monetary  
economics, Cambridge