

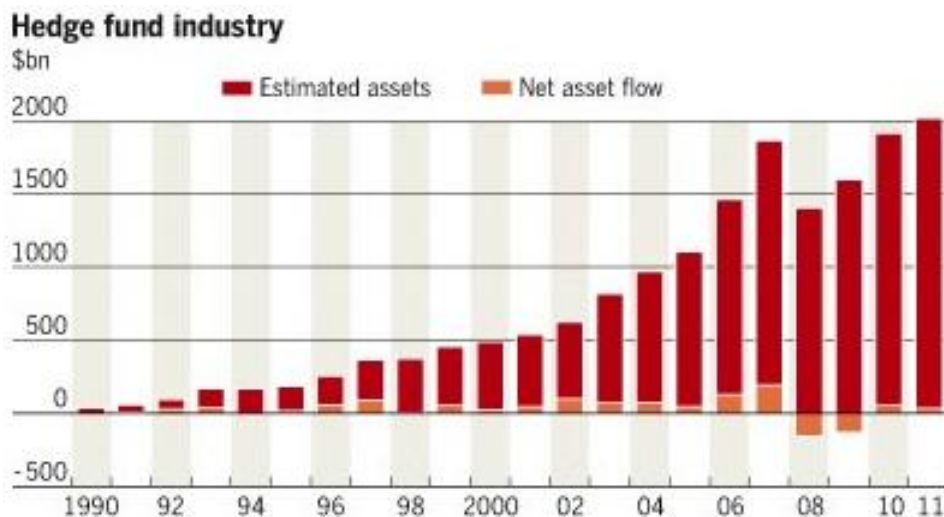
Hedgefonds: Eine kurze Geschichte der Ungleichheit

Wenn man über das Thema Gleichheit diskutiert, so spricht man auch immer über das Thema Ungleichheit – beides ist untrennbar miteinander verbunden. Dieser Beitrag beschäftigt sich mit Ungleichheit, im Besonderen mit extremer Ungleichheit. Ich vertrete hierin die These, dass man den Erfolg und den Einfluss von Hedgefonds nur durch den Begriff der Ungleichheit verstehen und erklären kann. Extreme Ungleichheit spielt in dreierlei Hinsicht eine ganz entscheidende Rolle für Hedgefonds:

- 1) Ungleichheit der Einkommensverteilung in erster Linie in den USA, aber auch Europa
- 2) Ungleichheit der gesetzlichen Rahmenbedingungen zwischen laxen „Offshore“-Finanzzentren und strengeren „Onshore“-Staaten
- 3) Ungleichheit der Regulierung von Hedgefonds vis-à-vis anderen Finanzmarktakteuren

Hedgefonds – Zahlen und Entwicklung

Die ersten Hedgefonds entstanden zwar bereits in den USA in den späten 1940er Jahren, doch bis in die frühen 1990er Jahren fanden sie praktisch keine Beachtung – weder von Investoren noch von der Wissenschaft. Anfang der 1990er Jahre jedoch begann das explosionsartige Wachstum der Hedgefonds-Branche. 1990 gab es ungefähr 500 Hedgefonds, die zusammen geschätzte 40 Mrd. US-Dollar verwalteten. 2007 waren es bereits ca. 10.000 Hedgefonds, die geschätzte 1.800 Mrd. US-Dollar anlegten. Der Rückgang durch die Finanzkrise von 2008 ist inzwischen wieder aufgeholt und im ersten Quartal 2011 erreichte die Hedgefonds-Branche ein neues Allzeithoch von knapp über 2.000 Mrd. US-Dollar „assets under management“.



Quelle: Financial Times (2011)

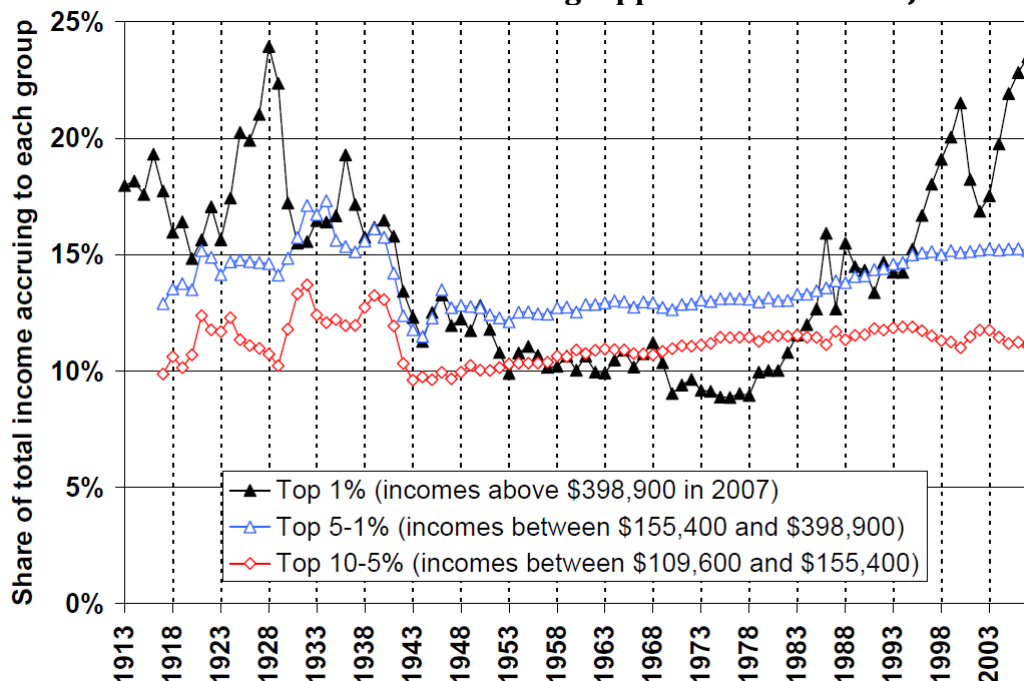
Im Vergleich zu den gesamten Finanzmitteln, die in den globalen Finanzmärkten investiert sind, stellen die zwei Billionen US-Dollar der Hedgefonds-Branche allerdings immer noch einen relativ geringen Anteil von ungefähr fünf Prozent dar.

1) Ungleichheit der Einkommensverteilung

Extreme Einkommens- und Vermögensungleichheit, hauptsächlich in dem Mutterland der Hedgefonds – den USA –, hat maßgeblich zum rasanten Wachstum von Hedgefonds beigetragen. Superreiche US-Bürger, sogenannte „high net worth individuals“ (HNWIs), die über mehr als eine Million US-Dollar an investierbarem Vermögen verfügen, waren von Beginn der Hedgefonds-Branche die bedeutendste Investorengruppe. Nur durch das enorme Vermögen, das die HNWIs angesammelt haben und ihre dadurch gestiegene Risikobereitschaft für die Anlage eines Teils dieses Vermögens konnten Hedgefonds derart rasch wachsen.

Die folgende Tabelle zeigt die Anteile der obersten Einkommensgruppen in den USA. Das oberste Prozent der Bevölkerung vereinte 2007 also fast 24 Prozent des Gesamteinkommens der US-Bevölkerung auf sich. Die obersten ein bis fünf Prozent dementsprechend 15 Prozent und die obersten fünf bis zehn Prozent ungefähr zwölf Prozent. Insgesamt verdienten die obersten zehn Prozent der US-Bevölkerung im Jahr 2007 also circa 50 Prozent des gesamten Einkommens. Diese Zahl drückt eine extreme Ungleichheit der Gesellschaft der USA aus – besonders, da der Anteil des obersten einen Prozents deutlich am stärksten gestiegen ist.

Anteile der obersten drei Einkommensgruppen in den USA im Jahr 2007

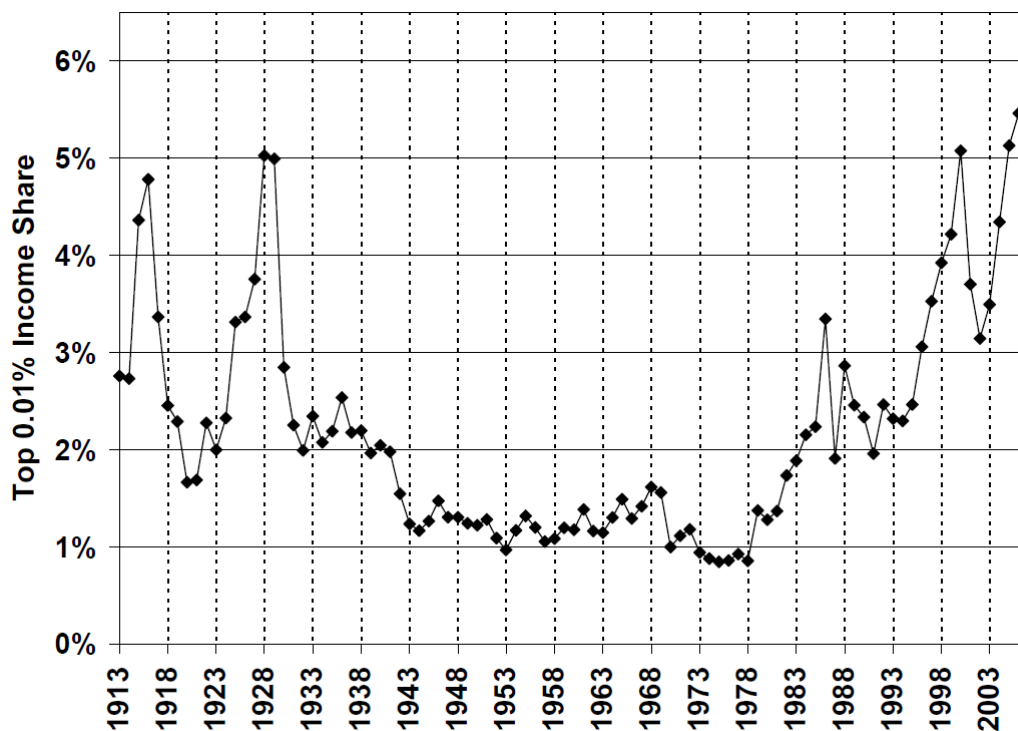


Quelle: Saez (2009)

Die Gruppe, die am meisten von Hedgefonds angesprochen wird, die superreichen „high net worth individuals“ sind in dieser Tabelle allerdings noch nicht präzise erfasst.

Die folgende Tabelle zeigt den Anteil der obersten 0,01 Prozent der US-Bevölkerung – also die reichsten 14.588 Familien mit je einem Jahreseinkommen von über elfeinhalb Mio. US-Dollar. Im Jahr 2007 hat diese extrem kleine Gruppe der Superreichen ganze sechs Prozent des gesamten Einkommens der USA verdient – der höchste Anteil seit 1913, dem Beginn der Datenerhebung. Bemerkenswert ist der extreme Anstieg des Anteils der Superreichen von unter einem Prozent Mitte der 1970er Jahre bis auf gewaltige sechs Prozent in 2007. (Die Einbrüche 1987 sowie 2001/02 lassen auf eine sehr hohe Quote von Einkommen schließen, welches auf Wertpapiermärkten generiert wurde und dementsprechend bei „Börsencrashes“ stark fällt.)

Anteil der obersten 0,01 Prozent am Gesamteinkommen der USA in 2007



Quelle: Saez (2009)

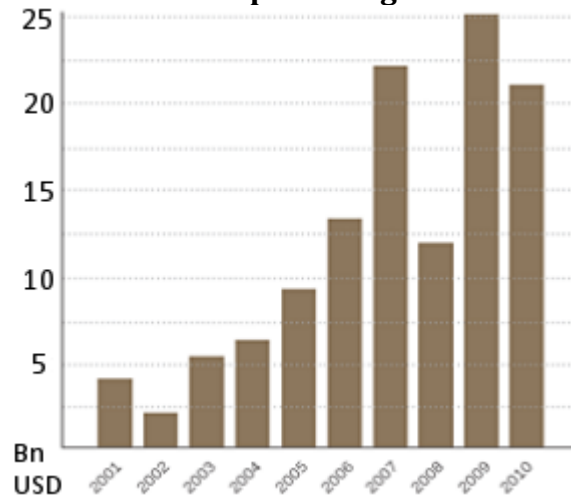
Zu Beginn der Wachstumsphase der Hedgefonds, die Anfang der 1990er Jahre einsetzte, stammten mehr als 80 Prozent des von diesen Fonds verwalteten Vermögens von wohlhabenden Privatpersonen – hauptsächlich aus den USA. Noch bis zum Jahr 2001 lag der Anteil von Individuen über 50 Prozent. Erst danach investierten verstärkt institutionelle Investoren und Unternehmen in Hedgefonds (IFSL 2004). Resümierend kann also festgestellt werden, dass das hohe Wachstum der Hedgefonds-Branche maßgeblich durch das seit Ende der 1980er Jahre extrem schnell wachsende Einkommen der Superreichen getrieben wurde.

Work in progress – Bitte nicht zitieren! – Kommentare sind sehr willkommen!

Im Umkehrschluss heißt dies, dass ohne die sich entwickelnde extreme Einkommensungleichheit in den USA Hedgefonds nicht so einen großen Erfolg haben hätten können.

Der Erfolg der Hedgefonds führt zu einer weiteren Verstärkung dieser extremen Einkommensungleichheit in den USA. Das kumulative Einkommen der top 25 Hedgefondsmanager ist von unter fünf Milliarden US-Dollar in 2001 auf über 25 Mrd. US-Dollar in 2009 gestiegen. Insgesamt haben die top 25 Hedgefondsmanager von 2001 bis 2010 fast 120 Mrd. US-Dollar verdient – eine gewaltige Konzentration von Vermögen in den Händen weniger Personen.

Einkommen der Top 25 Hedgefondsmanager



Quelle: Absolute Return+Alpha (2011)

2) Ungleichheit zwischen „Offshore“ und „Onshore“

Mehr als drei Viertel aller Hedgefonds haben ihr juristisches Domizil in „Offshore“-Finanzzentren, denn Intransparenz und laxe Regulierung sind für sie ein wichtiger Teil des Geschäftsmodells. Doch was bedeutet „offshore“ denn nun genau? Palan (1998) gibt eine sehr präzise und umfassende Definition:

„[...] offshore consists of a set of juridical realms marking differential degrees of intensity, by which states apply regulations, including taxation. Offshore is legal enclaves distinguished from their "on-shore" brethren, not necessarily because of their location, but because they define a territory or a realm of activities in which states choose to withhold some or all of their regulations and taxation. In that sense, offshore signals a profound fissure in the life of the state system: it denotes nothing less than the bifurcation of the juridical space of sovereignty into mutually dependent relative spaces.“

„Offshore“ hat also in erster Linie nichts mit Geographie zu tun, sondern stellt eine Zweiteilung des juristischen Staatsgebiets dar, durch die der Souverän einen Raum mit geringerer

Regulierung und Besteuerung schafft. Die für Hedgefonds als juristische Domizile bedeutendsten Gebiete und Territorien sind die Cayman Islands (37 Prozent), Delaware (27 Prozent), die British Virgin Islands (sieben Prozent) und Bermuda (fünf Prozent). Delaware ist ein Bundesstaat der USA und unterliegt somit letztendlich der Souveränität Washingtons. Die anderen Gebiete sind sogenannte „British Overseas Territories“; sie haben Autonomie, unter anderem in der Steuergesetzgebung, die Verteidigung und die Außenpolitik wird aber von London betrieben. Da sie direkt der Krone unterstehen sind sie nicht Teil der EU, letztendlich unterliegen sie aber der Souveränität Großbritanniens.

Diese Steuerparadiese dienen dabei als reine juristische Standorte. Hedgefonds beschäftigen dort praktisch kein Personal. Über drei Viertel aller Hedgefonds-Manager arbeiteten 2009 in lediglich zwei Großräumen: 14 Prozent in London und gewaltige 62 Prozent im Großraum New York-Connecticut-Boston – eine solche Ungleichheit bzw. Konzentration der Beschäftigung einer ganzen Branche in praktisch nur zwei Regionen der Erde dürfte sehr selten sein.

Die USA und Großbritannien stellen also Gebiete mit extrem geringer Regulierung und Besteuerung unter anderem für Hedgefonds bereit und profitieren dadurch auf die Kosten anderer Staaten. Es sollte daher von einem „US-UK-Offshore Nexus“ gesprochen werden. Die bedeutendsten „Offshore“-Finanzzentren bzw. Steuerparadiese sind also nicht irgendwelche unkooperativen Zwergstaaten. Nein, Washington und London tolerieren die sehr geringen Standards in diesen Gebieten, da sie zu ihrem Nutzen sind – auch weil wohl immer noch die Mehrheit der Hedgefonds-Investoren aus den USA und Großbritannien kommt. Diese extreme Ungleichheit zwischen laxen „Offshore“-Finanzzentren und strengeren „Onshore“-Gebieten hat entscheidend zum Erfolg von Hedgefonds beigetragen.

3) Ungleichheit zwischen Hedgefonds und den anderen Finanzmarktakteuren

Es gibt keine universell gültige Definition eines Hedgefonds. Ganz allgemein gesprochen ist ein Hedgefonds ein privates, praktisch nicht reguliertes Investment-Vehikel für reiche Privatpersonen und institutionelle Investoren, welches alternative Anlagestrategien verfolgt. Besonders charakteristisch für Hedgefonds ist, dass sie kaum Restriktionen unterliegen:

„They can buy and sell whatever assets or financial instruments they want to, trade any kind of derivatives instrument, engage in unrestricted short-selling, employ unlimited amounts of leverage, hold concentrated positions in any security without restriction, set redemption policies without restriction, and can employ any fee structure and management compensation structure that is acceptable to their investors. In addition, hedge funds have very limited dis-

closure and reporting obligations, to regulators, the public, and their own investors“ (Edwards 2004).

Harmes (2002) betont die Rolle von Hedgefonds als „Anführer des Marktes“ (market leaders), die da herrührt, dass sie in der Lage sind, bisweilen unilateral Preise von Wertpapieren zu beeinflussen. Hedgefonds sind dazu in der Lage, da sie die einzigartige Möglichkeit haben, ihr ganzes Kapital in einigen wenigen Investments zu konzentrieren – und durch den Einsatz von viel Fremdkapital zu verstärken. Desweiteren kooperieren Hedgefonds bei sehr großen „Deals“; sie bilden sogenannte „Wolfsrudel“ (wolf packs). Nach Harmes besitzen Hedgefonds normative Autorität auf den internationalen Finanzmärkten, die zunehmend durch eine Herden-Mentalität von vielen Pensions- und Investmentfondsmanagern gekennzeichnet sind. Viele dieser Manager stützen sich stark auf die technische Analyse von Wertpapierkursen, was zu einem Anlageverhalten führt, welches Trends folgt und nicht in der Lage ist, Trends zu kreieren. Hedgefonds dagegen sind potentiell in der Lage, Trends zu erschaffen.

Hedgefonds profitieren also davon, dass sie einer wesentlich geringeren Regulierung unterliegen als andere Finanzmarktakteure, z.B. Pensionsfonds und Banken. Hedgefonds können ihr gesamtes Kapital in wenigen riskanten Anlagemöglichkeiten konzentrieren. Obwohl sie ein wichtiger Teil des sogenannten „Shadow Banking System“ sind, müssen Hedgefonds kein Eigenkapital vorhalten und können weiterhin ohne Beschränkungen mit Fremdkapital ihre Investments hebeln. Sämtliche Reformen der Regulierung von Hedgefonds seit Ausbruch der Finanzkrise zielen darauf ab, etwas mehr Transparenz in die Branche zu bringen, wirklich beschränkt werden die Fonds nicht. Viele Beobachter prognostizieren deshalb, dass Hedgefonds in den nächsten Jahren enorm davon profitieren werden, dass Banken mehr Eigenkapital vorhalten sowie riskante Geschäftsbereiche abgeben müssen.

Die Rolle von Hedgefonds in der Finanzkrise seit 2007

Hedgefonds haben – entgegen der vorherrschenden Meinung – doch eine zentrale Rolle für die Finanzkrise seit 2007 gespielt. Durch ihre symbiotische Beziehung mit ihren sogenannten „prime brokers“ – essentielle Dienstleister, die den Hedgefonds z.B. Wertpapiere leihen und Kredite vergeben – haben sie maßgeblich zur Herausbildung eines Marktes für die sich später als toxisch erweisenden „collateralized debt obligations“ (CDOs) beigetragen. Die großen US-Investmentbanken Goldman Sachs, JP Morgan Chase und Morgan Stanley sind die mit Abstand größten prime broker mit zusammen mehr als 50 Prozent Marktanteil.

Laut Lysandrou (2011) kann die Finanzkrise seit 2007 nur dadurch erklärt und verstanden werden, dass es auf der einen Seite eine große Gruppe von Personen in den USA gab, die ein äußerst geringes Einkommen hatten, und andererseits existierte eine Gruppe von extrem wohlhabenden Superreichen. Diese Superreichen fragten Finanzprodukte nach, die ihnen eine überdurchschnittliche Rendite versprachen. Seit dem dot.com Crash 2001/2 wurde dies jedoch immer schwieriger, da die Renditen in fast allen großen und liquiden Märkten – Aktien, Unternehmens- und Staatsanleihen – äußerst gering waren. Daher investierten sie einen immer größeren Teil ihres Vermögens in sogenannte alternative Anlagemöglichkeiten, also hauptsächlich in Private Equity und Hedgefonds, da sie sich davon überdurchschnittliche Renditen erhofften. Für die Hedgefonds selbst wurde es natürlich immer schwieriger eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen, je mehr Kapital sie verwalteten. Daher suchten sie – wie Lysandrou plausibel argumentiert – nach neuen Anlagemöglichkeiten und fanden neben Rohstoffen vor allem „collateralized debt obligations“ (CDOs). Für diese These spricht, dass Hedgefonds im Jahr 2006 fast die Hälfte aller ausstehenden CDOs hielten, obwohl Hedgefonds insgesamt nur unter zwei Prozent aller weltweiten Wertpapiere hielten. Dies ist eine gewaltige Diskrepanz – und eine gewaltige Konzentration des von Hedgefonds verwalteten Kapitals.

Hedgefonds übten – nach dieser Interpretation der Krise – also einen hohen Druck auf die Investmentbanken aus, mehr CDOs zu erschaffen, damit sie in diese investieren konnten. Die Investmentbanken ihrerseits gaben diesen Druck bzw. diese Nachfrage an Immobilienmakler weiter, die seit 2001 einen immer größeren Anteil an „sub-prime“ Krediten vergaben. Diese zu CDOs verpackten „sub-prime“ Kredite erwiesen sich dann letztendlich als toxischer Treibsatz für die Finanzkrise. Die meisten Hedgefonds schafften es dabei, rechtzeitig aus den zu Unrecht von den Ratingagenturen als AAA eingestuften CDOs auszusteigen und sie an inkompetente Investoren wie die deutschen Landesbanken weiterzureichen. Einige der größten Hedgefonds kooperierten dann sogar mit ihren prime brokers, um aktiv auf den Verfall der von ihnen in Koproduktion zusammengestellten Schrottpapiere zu wetten. Der große US-Hedgefonds Paulson & Co verdiente damit 2007 geschätzte gewaltige 15 Mrd. US-Dollar – von denen der Gründer John Paulson vier Mrd. als Erfolgsbeteiligung behielt (Zuckermann 2010).

Extrem reiche Privatpersonen waren also die größten Investoren in Hedgefonds; Hedgefonds wiederum waren die größten Investoren in CDOs. Toxische CDOs führten ab 2007 zur Finanzkrise. Dies ist – laut Lysandrou – der entscheidende Anhaltspunkt, dass extreme Einkommens- und Vermögensungleichheit die Finanzkrise maßgeblich bedingt hat.