



Herdentrieb

Wenn zwei Nobelpreisträger und ein ehemaliger Vizepräsident der amerikanischen Notenbank einen Hedgefonds managen, kann eigentlich nicht viel schief gehen ... glaubte man zumindest bis zum September 1998. Dann bewies die Beinahepleite des „Long Term Capital Management (LTCM)“-Fonds, dass auch geballter ökonomischer Sachverstand nicht vor dem Bankrott schützt. Die Schiefelage von LTCM sandte Schockwellen durch das weltweite Finanzsystem, die nur durch eine konzertierte Aktion der US-Notenbank und mehrerer internationaler Großbanken eingedämmt werden konnten.

LTCM war ein Hedgefonds der Superlative. Sein Initiator, John W. Meriwether, sammelte bei der Gründung des Fonds Anfang 1994 von 80 Investoren die Rekordsumme von fast 1,3 Milliarden US-Dollar ein. Dieser Vertrauensvorschuss der „financial community“ dürfte nicht zuletzt auf den Umstand zurück zu führen sein, dass sich bei LTCM die Crème de la Crème der Investment-szene ein Stelldichein gab: Neben Meriwether, einem ehemaligen Star-Trader von Salomon Brothers, befanden sich so illustre Persönlichkeiten wie der Harvard-Professor Eric Rosenfeld oder David Mullins, ein ehemaliger Vizepräsidenten der Federal Reserve Bank, mit an Bord. Last but not least konnten auch Myron S. Scholes und Robert C. Merton für das Projekt gewonnen werden, die als Koryphäen auf dem Gebiet der Finanzwissenschaften galten und für ihre Beiträge zur Optionspreistheorie im Jahr 1997 den Nobelpreis erhielten.

Die Staubsauger-Strategie

Wie viele Hedgefonds verfolgte auch LTCM die Strategie, Arbitragegewinne durch die Ausnutzung von Bewertungsdifferenzen zu erzielen, die sich kurzfristig zwischen unterschiedlichen Märkten (z. B. in Europa und Fernost), unterschiedlichen Wertpapieren (z. B. kurz- und langlaufenden Anleihen desselben Schuldners) und im historischen Vergleich ergaben. Solch kurzfristige Abweichungen einzelner Wertpapiere von ihrem „wahren“ Wert bzw. ihren objektiv gerechtfertigten Kursverhältnissen zueinander sind an sich nichts Außergewöhnliches. Gemäß der festen Überzeugung der Hedgefonds-Manager handelt es sich hierbei jedoch um irrationale Verschiebungen, die sich langfristig wieder aus-

gleichen ... daher auch der Name „Long Term“ Capital Management. Typische Geschäfte, die LTCM einging, waren u. a. der Kauf italienischer Staatsanleihen bei gleichzeitigem Verkauf deutscher Bundesanleihen oder der Kauf von 30-jährigen US-Treasuries, mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren und der gleichzeitige Aufbau einer Short-Position von frisch emittierten 10-jährigen US-Staatsanleihen.

Myron S. Scholes fasste die Strategie des Fonds in einer einfachen Metapher zusammen: „LTCM ist das Vakuum, das die Nickels [Fünf-Cent-Stücke, Anm. d. Verf.] von der Straße aufsaugt, die sonst keiner sehen kann.“ In diesem Satz kommt gleichzeitig eine Besonderheit vieler Hedgefonds zum Ausdruck, die sich letztlich auch im Falle von LTCM als fatal erweisen sollte: Der prozentuale Gewinn, der mit einem einzelnen Geschäft realisiert werden kann, ist im Allgemeinen relativ gering – eben nur „Nickels“. Um ausreichende Erträge zu erwirtschaften, sind also sehr große Volumina erforderlich. Hedgefonds nehmen daher in der Regel hohe Kredite auf, um die entstehende Hebelwirkung (Leverage) zu nutzen. In der Branche war es damals nicht unüblich, dass ein Fond das 30- bis 40-fache seiner tatsächlich vorhandenen Einlagen investiert. LTCM operierte mit einem Leverage-Faktor von ungefähr 30. Falls die Anlagen des Fonds also eine Rendite erzielten, die einen Prozentpunkt höher war als seine Finanzierungskosten, konnte er – stark vereinfacht ausgedrückt – für das Eigenkapital seiner Anleger eine Verzinsung von über 30 Prozent realisieren. Zudem profitierte LTCM auch von extrem niedrigen Kapitalkosten. Da sich der Fond schon bald den Ruf einer „Geldmaschine“ erworben hatte, hohe Provisionen für



Autor
**Dr. Roland
Franz Erben**

ist Chefredakteur der
RISKNEWS

Hedge-Fonds
unterliegen im Gegensatz zu klassischen Investmentfonds kaum Regularien oder Anlagebeschränkungen. Dementsprechend können sie mit einer Vielzahl von Wertpapieren und Finanzinstrumenten operieren. Die Anlagestrategien, die Hedgefonds verfolgen, sind dementsprechend vielfältig. Das Spektrum reicht von der (relativ risikolosen) Nutzung von Arbitragemöglichkeiten bis zur (vielfach kreditfinanzierten) Investitionen in hochspekulative Derivate. Seit 2004 sind Hedgefonds auch in Deutschland zugelassen.

seine Geschäfte bezahlte und ein immenses Kreditvolumen beanspruchte, lockten viele Bank mit entsprechend günstigen Konditionen.

Hybris und Katharsis

Zu Beginn schien die Strategie von LTCM aufzugehen – der Fonds legte einen Traumstart hin. In den ersten drei Jahren seines Bestehens konnten sich die Anleger über Renditen von 30 bis 40 Prozent (nach Abzug aller Kosten und Provisionen) bei einer vergleichsweise geringen Volatilität ihres Investments freuen. Die beeindruckenden Erfolge führten in der Folge zu stetigen Mittelzuflüssen, die ihrerseits wiederum die Grundlage für immer höhere Kreditaufnahmen bildeten. Auf seinem Höhepunkt Anfang 1998 verfügte LTCM über Eigenmittel von 7,3 Milliarden US-Dollar. Unter Einbeziehung der aufgenommenen Kredite verwaltete der Fonds ein Portfolio von insgesamt etwa 125 Milliarden US-Dollar. In Anbetracht dieser beeindruckenden Anfangserfolge schüttete LTCM Ende 1997 sogar 2,7 Milliarden an seine Teilhaber aus – allerdings ohne sein Anlagevolumen entsprechend zu reduzieren. Diese Maßnahme diente also primär dem Ziel, die Hebelwirkung zu erhöhen und dadurch die Rendite auf das Eigenkapital der Investoren zu verbessern. Darüber hinaus beschränkte sich LTCM nicht mehr auf die ursprünglichen Arbitragegeschäfte, sondern investierte zunehmend auch in Aktien von übernahmefähigen Unternehmen, Index-Optionen und spekulative Wertpapiere in so genannten „Emerging Markets“.

Die Erfolgsgeschichte von LTCM fand jedoch ein jähes Ende, als die Weltbörsen extrem nervös ins Jahr 1998 starteten – eine Entwicklung, die im Sommer in eine ausgeprägte Baisse überging. Als im August 1998 der russische Finanzmarkt zusammenbrach, die russische Regierung den Rubel abwertete und außerdem ein Schuldenmoratorium verkündete, brachte dies LTCM in ernste Schwierigkeiten. Das Vertrauen der Anleger in die „Emerging Markets“ und die Kreditwürdigkeit der zweitklassigen Schuldner wurde zutiefst erschüttert. Als Reaktion kam es zu einer schlagartigen „Flucht in die Qualität“: Die Anleger zogen ihr Kapital Hals über Kopf aus Schwellenländern und Hochzinsanleihen ab und investierten es in sichere Anlagen, wobei natürlich insbesondere US-amerikanische Staatsanleihen die erste Wahl waren. Dabei konzentrierte sich der Run der Investoren auch noch auf die liquide Gattung dieser Wertpapierart, nämlich diejenigen Serien, die erst kürzlich emittiert worden waren (sog. „on-the-run“-Treasuries). Infolge der

sprunghaft steigenden Nachfrage nach diesen Papieren weitete sich die Zinsdifferenz zu den bereits früher ausgegebenen Bonds („off-the-run“-Treasuries) dramatisch aus. Obwohl letztere bereits vor der Russlandkrise (relativ gesehen) viel zu billig waren, wurden sie nun noch viel billiger.

Von dieser Entwicklung wurde LTCM auf dem falschen Fuß erwischt. Alle finanzmathematischen Modelle hatten nämlich signalisiert, dass sich die Zinsdifferenzen zwischen Staatsanleihen unterschiedlicher Bonität und unterschiedlicher Regionen, zwischen Staats- und Unternehmensanleihen sowie insbesondere zwischen „on-the-run“- und „off-the-run“-Treasuries verringern würden – für eine Ausweitung gab es schlichtweg keinerlei rationalen Gründe. Noch weniger erklärbar waren die Geschwindigkeit und das Ausmaß, indem sich diese Entwicklung nun vollzog. Aufgrund seiner völlig falschen Positionierung verlor LTCM allein im August 1998 etwa die Hälfte seines Eigenkapitals. Zudem taten sich die Manager äußerst schwer, ihre Positionen glatt zu stellen, da diese inzwischen ein Volumen erreicht hatten, das praktisch nicht mehr auf dem Markt platziert werden konnte, ohne einen weiteren Kursrutsch auszulösen. Schließlich waren inzwischen auch zahlreiche Marktteilnehmer über die prekäre Lage von LTCM informiert und begannen, gegen den Fonds zu spekulieren.

Als die Eigenmittel von LTCM Mitte September auf nur noch 600 Millionen US-Dollar zusammen geschrumpft waren, drohte das Debakel nicht nur den Fonds selbst in den Abgrund zu reißen. Vielmehr waren auch erhebliche makroökonomische Auswirkungen zu erwarten – nahezu jede größere Bank hielt nämlich Positionen gegenüber LTCM, ganz zu schweigen von den gewährten Krediten. Sollten diese nicht glatt gestellt bzw. getilgt werden können, hätte dies wohl schwerwiegende Konsequenzen für das gesamte Weltfinanzsystem. So meinte etwa Fed-Chef Alan Greenspan: „The failure of LTCM [...] could have potentially impaired the economies of many nations including our own“. Um den möglichen Dominoeffekt aufzuhalten, drang die amerikanische Notenbank auf eine Lösung. Zunächst legte jedoch eine Investorengruppe – bestehend aus Warren Buffets Berkshire Hathaway, dem Versicherungskonzern American International Group (AIG) und Goldman Sachs – ein Übernahmeangebot vor: Die Investorengruppe wollte die gesamten Fondsanteile für 250 Millionen US-Dollar kaufen und zusätzliches Kapital von 3,75 Milliarden US-Dollar bereit stellen. Dieser Vorschlag wurde vom LTCM-Management

Derivate (von lat. derivare = ableiten):
Von anderen Anlageinstrumenten (z. B. Aktien, Anleihen, Devisen, Rohstoffe etc.) abgeleitete handelbare Finanzprodukte, deren Bewertung vom Preis sowie den Preisschwankungen und -erwartungen des zugrunde liegenden Basisinstrumentes abhängen, wie z. B. Optionen, Futures, Swaps.

Emerging Markets:
Märkte in Schwellenländern, wie z. B. Südostasien, Lateinamerika oder Osteuropa.

allerdings abgelehnt, Die offizielle Begründung war, dass man vor der Annahme eines solchen Angebots erst noch längere Verhandlungen mit den Anteilseignern führen müsse, was unter dem herrschenden Zeitdruck aber nicht möglich wäre. Es darf allerdings gemutmaßt werden, dass die Ablehnung in Wirklichkeit durch die Hoffnung der Fondsmanager auf eine für sie vorteilhaftere Lösung motiviert war. Ihre Rechnung sollte auch aufgehen, denn ein von der Fed koordiniertes Konsortium aus 14 prominenten Finanzinstituten stellte unmittelbar danach 3,65 Milliarden US-Dollar zur Verfügung und erhielt dafür 90 Prozent der Anteile an LTCM. Ein Grossteil der Banken, die sich an der Rettungsaktion beteiligten, waren gleichzeitig auch Kreditgeber und Gegenparteien der Derivatgeschäften des Fonds. De facto handelte es sich also um eine Übernahme des Schuldners durch eine Gruppe seiner Gläubiger, was ja bei Konkursverfahren nicht unüblich ist.

Mit der neuen Eigentümerstruktur konnte LTCM zumindest weiterarbeiten. Nachdem sich die Märkte wieder beruhigt hatten, schien es sogar so, als würde der Fonds wieder an seine alten Erfolge anknüpfen können. Bereits im Dezember 1998 wies LTCM wieder einen Nettogewinn von knapp 400 Millionen US-Dollar auf. Im Juli des folgenden Jahres zahlte der Fonds schließlich weitere 300 Millionen US-Dollar an seine Anteilseigner sowie 1 Milliarde US-Dollar an die Mitglieder des Rettungskonsortiums zurück. Trotz dieser Erfolge hinterließ das LTCM-Debakel tiefe Spuren in den Bilanzen vieler Banken. Besonders betroffen war die Schweizerische Großbank UBS, die allein fast 700 Millionen US-Dollar abschreiben musste. Weitere Geschädigte waren u. a. die Société Générale, Merrill Lynch und die Dresdner Bank.

Lessons Learned

Obwohl es sich bei LTCM um einen Finanzdienstleister mit relativ exotischem Geschäftsmodell handelte, lassen sich aus dem Fall auch zahlreiche Lehren für „normale“ Unternehmen ziehen.

Market value matters: Die Strategie von LTCM basierte darauf, dass eventuelle Abweichungen, die kurzfristig zwischen dem aktuellen Marktwert eines Wertpapiers und seinem wahren bzw. „fairen“ Wert auftreten können, langfristig wieder geschlossen werden. Dementsprechend war der Fond auf „geduldiges Kapital“ angewiesen, d. h. Investoren, die ebenfalls der Ansicht waren, dass eventuelle Über- oder Untertreibungen

an den Märkten früher oder später wieder korrigiert werden. Erfahrungsgemäß verlieren die Anleger aber immer genau dann ihre Geduld, wenn man sie am Nötigsten braucht: nämlich in Zeiten der Krise. Dann fragen sie nach dem Marktwert ihrer Anlagen bzw. Sicherheiten und nicht nach einem abstrakten „fairen“ Wert, den ein komplexes, undurchschaubares Gleichungssystem ausspuckt.

Der Hinweis auf die Tatsache, dass es sich bei der aktuellen Entwicklung um eine außergewöhnliche Übertreibung handelte, die rational nicht zu rechtfertigen sei und sich daher in absehbarer Zeit wieder korrigieren werde, half LTCM ebenso wenig wie die Feststellung, dass die gehaltenen Positionen nach allen kapitalmarkttheoretischen Modellen derzeit als völlig unterbewertet gelten mussten. Die Kreditgeber sahen den (Markt-)Wert des LTCM-Portfolios dahin schmelzen, verfielen in Panik und forderten umfangreiche Nachschüsse von LTCM – Geld, das der Fond aber nicht mehr hatte. Somit bewahrheitete sich wieder der berühmte Satz von John Maynard Keynes: „Markets can remain irrational, longer than you can remain solvent.“

Unzureichendes Risikomanagement bei LTCM:

Die Anlagestrategie von LTCM basierte fast ausschließlich auf theoretischen Modellen zum Marktrisiko. Andere Risiko-Kategorien wie beispielsweise Liquiditätsrisiken bzw. Methoden zur Risiko-Abschätzung, wie etwa Simulationen, wurden demgegenüber nur unzureichend berücksichtigt.

LTCM hatte zwar Stress-Tests für sein Portfolio durchgeführt, diese beschränkten sich allerdings auf die jeweils zwölf größten Positionen bei den zwanzig wichtigsten Gegenparteien. In einem auf diese Weise ermittelten „worst case“-Szenario hatte sich ein Maximalverlust von ungefähr drei Milliarden US-Dollar ergeben. Mitte August 1998 betrug die tatsächlichen Verluste aus den betrachteten 240 Posten allerdings schon über fünf Milliarden US-Dollar, wobei noch eine Unzahl weiterer Positionen hinzukam – viele davon in hochspekulativen und wenig liquiden Märkten.

Ein derartiges Marktszenario war in den Value-at-Risk-Modellen (vgl. hierzu auch die RISKNEWS 02/2004, S. 50 f.) von LTCM jedoch nicht erhalten. Offensichtlich hatten die Fondsmanager bei ihren Berechnungen ein falsches Konfidenzniveau zugrunde gelegt. Extreme Szenarien (der berühmt-berüchtigte „Long-tail“ der Verteilungsfunktion) waren nicht ausreichend berücksichtigt worden. Dies erscheint umso unverständ-



Arbitrage
(von lat. *arbitrium*
= die Entscheidung):
Ausnutzung von Preisunterschieden zwischen verschiedenen Märkten, z. B. durch den Kauf eines Wertpapiers an Börsenplätzen mit niedrigerem und gleichzeitigem Verkauf an anderen Börsenplätzen mit höherem Kurs.

Bond:
Englischer Begriff für festverzinsliches Wertpapier/Anleihe.

„Markets can remain irrational, longer than you can remain solvent.“

John Maynard Keynes (1883-1946), britischer Volkswirtschaftler, Publizist und Diplomat.

licher, als dass die Entwicklung der Finanzmärkte im Spätsommer 1998 im historischen Vergleich gar nicht so außergewöhnlich verlief, wie dies auf den ersten Blick erscheinen mag. So wies der Renditeverlauf von Unternehmensanleihen unterschiedlicher Bonität Anfang/Mitte 1998 beispielsweise eine Korrelation von ca. 80 Prozent auf, während diese Mitte der neunziger Jahre noch bei 90 bis 95 Prozent gelegen hatte (jeweils bei Betrachtung eines 2-Jahreszeitraums). Allerdings hatte diese Kennziffer bereits im Jahr 1992 Werte erreicht, die mit etwa 75 Prozent noch niedriger lagen als zu Zeiten der Russlandkrise. Wäre diese Entwicklung im Rahmen der Stress-Tests angemessen berücksichtigt worden, hätte zumindest der Leverage auf solche Geschäfte deutlich niedriger ausfallen müssen.



Unzureichendes Risikomanagement der Banken: „Für die Wall Street war LTCM ein blinder Fleck.“ [Shirreff o. J., S. 7.] Der Fond unterlag praktisch keiner Aufsicht, da in den USA z. B. wesentliche aufsichtsrechtliche Bestimmungen nicht gelten, solange höchstens 100 Aktionäre an einem Unternehmen beteiligt sind. Was LTCM genau machte, welche Geschäfte abgeschlossen wurden, welche Positionen in den Büchern standen und wie hoch das Exposure des Fonds war, wusste praktisch keiner der Anteilseigner und Kreditgeber. Die beeindruckenden Anfangserfolge des Fonds, sein guter Ruf und die hohen Provisionen, die er zahlte, machten ihn zum Darling der Wall Street. Da jeder dabei sein wollte, wurden bei Geschäften mit LTCM auch gerne beiden Augen zugedrückt und die Bestimmungen für die Stellung von Sicherheiten nicht ganz so rigide ausgelegt, wie dies bei anderen Marktteilnehmern der Fall war. Allein die guten Namen der LTCM-Führungsmannschaft (insbesondere natürlich Merton und Scholes) schienen als Sicherheit ausreichend. Und erst diese üppige Kreditversorgung durch die Banken ermöglichte es LTCM, seine Positionen immer weiter aufstocken zu können. Zudem waren nicht nur die Banken selbst auf vielfache Weise mit LTCM verstrickt (als Kreditgeber oder Gegenparteien für seine Geschäfte). Vielmehr hatten auch viele der Top-Manager (u. a. Sandy Weill von der Citigroup, Donald Marron von PaineWebber und mehrere Vorstände von Bear Stearns) erhebliche

Teile ihres Privatvermögens in den Fonds investiert – ein Umstand, der wahrscheinlich nicht unbedingt dazu beitrug, eventuelle Interessenskonflikte zu minimieren.

Schließlich mussten die Finanzinstitute auch die schmerzliche Erfahrung machen, welche tragische Auswirkungen das in der Bankenwelt nach wie vor weit verbreitete „Silodenken“ haben kann. LTCM war ja bei weitem nicht das einzige Opfer der Russlandkrise. Vielmehr hinterließ diese Entwicklung bei praktisch allen internationalen Banken tiefe Spuren. Viele Institute waren dabei ziemlich überrascht, welches Exposure sich in den unterschiedlichen Geschäftsbereichen weitgehend unbemerkt aufgebaut hatte: So hielt beispielsweise die Handelsabteilung russische Staatsanleihen in ihren Beständen, die Kreditabteilung vergab Fremdkapital an russische Unternehmen und über ihr Investment in LTCM war die betreffende Bank auch noch indirekt von der Krise betroffen. Wenn nun jeder Bereich nur auf seine eigene Risiko-Struktur achtet, ist der tatsächliche Umfang des gesamten Risk Exposure kaum zu erfassen. Nur ein ganzheitlicher Risikomanagement-Prozess ist in der Lage, derartige Verbindungen und Interdependenzen ex ante zu identifizieren, zu bewerten und schließlich eine möglicherweise fatale Abhängigkeit von einem einzigen Risiko-Faktor zu reduzieren.

Fazit

Die entscheidende Lehre aus dem LTCM-Debakel dürfte darin bestehen, dass auch das ausgeklügeltste und komplexeste theoretische Modell niemals in der Lage sein wird, das Verhalten der Welt im Allgemeinen und das der Finanzmärkte im Besonderen adäquat zu beschreiben. Insofern können Unternehmen nur davor gewarnt werden, ihre Entscheidungen ausschließlich auf derartige Modelle zu stützen und die Irrationalität menschlichen Verhaltens auszublenden. In turbulenten Zeiten wie der unsrigen sind die Nobelpreisträger des Jahres 1997 (Merton und Scholes) offensichtlich schlechtere Ratgeber als die Nobelpreisträger des Jahres 2002 (Kahneman und Tversky), die das Bild vom „homo oeconomicus“ als rationalem Entscheider gehörig relativiert haben. ■

Quellenverzeichnis und weiterführende Literaturangaben: Basel Committee on Banking Supervision (Hrsg.): Sound practices for bank's interactions with highly leveraged institutions, Basel 1999 / Dowd, K.: Too big to fail? – Long-Term Capital Management and the Federal Reserve (CATO Institute Briefing Papers No. 52), o. O. 1999, elektronisch veröffentlicht unter: www.cato.org / Dunbar, N.: Inventing Money – The Story of Long-Term Capital Management and the Legends behind it, New York 2000 / Köllgen, R.; Martin, P.; Duss, A.: Investieren in Hedge Fonds. Chancen und Risiken im deutschen Hedge-Fonds-Markt, Weinheim 2004 / Lowenstein, R.: When genius failed – The rise and fall of Long-Term Capital Management, New York 2002 / Luther, T.: Die Schiefelage des LTCM-Fonds – Drei Spieler gegen Börsen und Banken, in: Luther, T.: Die 30 verhängnisvollsten Skandale der Finanzgeschichte, Frankfurt am Main 2003, S. 105-113 / Shirreff, D.: Lessons from the Collapse of Hedge Fund Long-Term Capital Management, o. O., o. J., elektronisch veröffentlicht unter: www.riskinstitute.ch.