

v. agarwal • G. O. Aragon • Z. Shi

Liquidity transformation and financial fragility: evidence from funds of hedge funds

CFR working paper 15-12

In dieser Arbeit untersuchen die Autoren Umfang und Einfluss von Ungleichgewichten in der Liquidität von Dachhedgefonds. Diese sind großen Finanzierungsrisiken ausgesetzt, wenn Investoren unerwartet und in großem Umfang ihre Gelder aus dem Fonds abziehen. Diese Risiken sind umso bedeutsamer, wenn die Liquidität auf der Assetseite (Hedgefonds, in die der Dachhedgefonds investiert ist) und auf der Passivseite (Mittelabflüsse der Investoren) nicht ausgeglichen ist. Die Liquidität wird dabei auf beiden Seiten daran gemessen, wie häufig Investoren ihre Anteile zurückgeben können. Um das Ungleichgewicht abzubilden, entwickeln die Autoren ein innovatives Maß, die Illiquidity Gap, definiert als Differenz aus den Liquiditätsbedingungen von Aktiv- und Passivseite.

Die Autoren gehen in diesem Papier der Frage nach, ob Hedgefonds im Portfolio eines Dachhedgefonds leiden, wenn der Dachhedgefonds von extremen Mittelabflüssen getroffen wird. Welche Rolle spielen dabei die Ungleichgewichte in der Liquidität und welche Konsequenzen ergeben sich für die Investoren des Dachhedgefonds?

Zunächst zeigt die Studie, dass Dachhedgefonds bei starken Mittelabflüssen ihre Investitionen in Hedgefonds teilweise oder komplett auflösen. Dabei reduzieren sie ihre Positionen besonders stark in liquideren Hedgefonds. Interessanterweise stoßen sie eher ihren besten liquiden Hedgefonds als den schlechtesten illiquiden Hedgefonds ab. Die liquideren Hedgefonds, die aufgrund des Finanzierungsschocks des Dachfonds verkauft werden, weisen in den folgenden vier Quartalen eine signifikant geringere Performance auf, gerade dann, wenn der Dachfonds ein größeres Liquiditätsungleichgewicht vorweist. Dies lässt sich dadurch erklären, dass Dachfonds mit größerer Illiquidity Gap weniger liquide Hedgefonds halten, um die Liquiditätsnachfrage der Dachfondsinvestoren abzudecken. Der Verkaufsdruck auf diese liquiden Hedgefonds ist daher größer. Die illiquideren Hedgefonds, die von den Dachfonds abgestoßen werden, zeigen hingegen keine unterlegene Performance.

In einer weiterführenden Analyse untersuchen die Autoren, ob ein höheres Ungleichgewicht das Liquiditätsrisiko des Dachhedgefonds abbildet, sodass es zu unterschiedlicher Performance in ruhigen und Krisenzeiten kommt. Tatsächlich deuten die Ergebnisse darauf hin, dass eine größere Illiquidity Gap auf größere Finanzierungsrisiken hinweist. So zeigen Dachfonds mit einer größeren Lücke gerade in Krisenzeiten eine unterlegene Performance. Zudem scheinen die Dachfondsinvestoren das Ungleichgewicht in der Liquidität und seine Konsequenzen zu antizipieren. So reagieren Investoren von Dachfonds mit hoher Illiquidity Gap sehr viel stärker auf eine schlechte vergangene Performance.