

Lehren aus der Kredit- und Finanzmarktkrise – Änderungen am institutionellen Rahmen sind nötig – Hedge Funds in der Kritik Suche nach dem richtigen Mass an Regulierung

Christoph Zenger

Von hitzigen Verfechtern freier Märkte wird geflissentlich übersehen, dass der Markt nicht immer und überall perfekt arbeiten kann. Die unsichtbare Hand auf dem Finanzmarkt hat Probleme, wenn die Erwartungen der Investoren miteinander korrelieren. Es ist dann selbst für rationale Anleger optimal, in einer Spekulationsblase mitzumachen, um alsdann das sinkende Schiff noch vor den Lemmingen zu verlassen. Selbst die beste Bank muss bei einem Anlegersturm die Segel streichen – weil sie ex definitione ihres Geschäftsmodells niemals alle Einlagen sofort zurückzahlen kann. Deshalb braucht es in solchen Situationen einen externen Impuls oder eine Kraft, die das Vertrauen in die Bank wiederherzustellen hilft. Weil dem so ist, wurden die Notenbanken als sogenannter Lender of Last Resort auch geschaffen – damit sie einer betroffenen, eigentlich soliden Bank mit Krediten zu Hilfe eilen. Die Anleger an der Börse können sich ebenfalls verirren, sodass grundsätzlich auch dort von Zeit zu Zeit externe Impulse notwendig sind, um das Vertrauen wiederherzustellen.

Warum es Regulierung braucht

Das ist nicht nur eine Eigenschaft der Finanzwelt. Auch andere Märkte bedürfen eines institutionellen Rahmens, damit sie für die Beteiligten gute Resultate liefern. So sehr wir uns über die Bauvorschriften im Einzelfall auch aufregen – grundsätzlich schützen sie uns davor, dass uns das Dach auf den Kopf fällt oder der Nachbar direkt auf die Grenze baut. Wir sind daran interessiert, dass strenge Hygienevorschriften uns das Mahl im Restaurant nicht verderben, wenn der skrupellose Beizer nur an seinen Gewinn denkt. Wenn unser Eigentum nicht vor Diebstahl und Raubrittertum geschützt wäre, würde sich der freie Tausch als Basis jeder Marktwirtschaft nicht mehr lohnen, weil es «billiger» wäre, die Ware zu stehlen.

Wenn der Medikamentenmarkt frei von jeglicher Regulierung wäre, müssten wir fürchten, irgendeine Giftpille eines unseriösen Produzenten zu erwischen. Es leuchtet deshalb nicht

ein, warum derivate «Giftpillen» oder «Massenvernichtungswaffen» (Warren Buffett) auf den Markt kommen können (dürfen). Wenn sich (unseriöse) Bank- und Hedge-Fund-Manager mit solchen Mitteln persönlich bereichern, dann muss die unsichtbare Hand versagt haben. Es ist deshalb grundsätzlich nicht die Frage, ob der Markt reguliert, sondern, wie das gemacht werden soll.

Über die wahren Ursachen der aktuellen Krise werden wir möglicherweise in Jahrzehnten noch keine Klarheit haben. So streiten sich die Wissenschaftler heute noch über die Gründe für die grosse Depression des letzten Jahrhunderts. Einigkeit herrscht einzig insofern, als eine verfehlte, weil restriktive, den vielen Bankzusammenbrüchen tatenlos zusehende Geldpolitik (mit dramatisch schrumpfender Geldmenge) zumindest mitverantwortlich war. Heute sind die Vorzeichen diesbezüglich eindeutig besser.

Mit erheblicher Wahrscheinlichkeit kann ausgeschlossen werden, dass die angeblich zu laxen Geldpolitik von Alan Greenspan ursächlich für die Kredit- und Bankenkrise verantwortlich ist. Mit dem billigen Geld – so lautet die Argumentation – habe er die Banken zu einer irrational expansiven und laxen Kreditvergabe verführt. Genauso wie die unzähligen Weinflaschen im Einkaufszentrum für den Alkoholiker und die vielfältigen und im Überfluss vorhandenen Zigarettenspakete am Kiosk für den Raucher verantwortlich sind. Gemessen an der Inflations- und Konjunkturperformance war die Geldpolitik von Alan Greenspan wohl die erfolgreichste überhaupt. Möglich, dass sie zu den überschwänglichen Erwartungen der Hauseigentümer und der Banken beitrug. Deshalb aber eine andere Geldpolitik zu fordern, wäre irrational. Die (verständliche) Forderung, die Geldpolitik in den Dienst der Blasenbekämpfung zu stellen, hätte die Notenbank zu einer schlechteren Geldpolitik veranlasst. Es ist für sie schon sehr schwierig, sich im Zielbereich Teuerung und Konjunktur zu behaupten. Eine Bekämpfung der Spekulationsblase auf dem

Immobilienmarkt hätte die Geldmengen- bzw. Zinspolitik des Fed überfordert bzw. eines wichtigen Instruments für die eigentlichen Ziele beraubt.

Greenspan handelte richtig

Deshalb war die Entscheidung von Alan Greenspan, die Geldpolitik nicht in den Dienst der Blasenbekämpfung zu stellen, richtig. Falsch war jedoch, nichts gegen die immer unseriösere Kreditvergabe auf dem Häusermarkt zu unternehmen. Es ergibt auch aus sozialpolitischer Sicht keinen Sinn, Leuten Hypotheken zu gewähren, die den Zinsendienst nicht aus dem Einkommen, sondern nur aus den erwarteten Preissteigerungen bedienen können. Wenn das entsprechende Risiko des Hypothekengebers aber irgendwo auf dem Markt entsorgt (verbrieft) werden kann und die Vermittler sich dabei an fetten Provisionen und Retrozessionen laben können, dann muss die unsichtbare Hand – wie beim giftmischenden Arzneiproduzenten – versagen. Offen bleibt, ob es Versagen des Marktes oder des institutionellen Rahmens war.

Giftmüll lässt man auch nicht unkontrolliert entsorgen, geschweige denn produzieren. Mit Belehnungs- und anderen Kreditvergabevorschriften hätte das Fed etwas gegen die Blasenbildung am Häusermarkt tun können. Ein Verbot von Provisions- und Retrozessionszahlungen bei zu verbrieften Hypotheken, die nicht gewissen Mindeststandards genügen, wäre wirksam gewesen und wegen der involvierten Interessenkonflikte auch berechtigt. Interessant ist, dass der Schweizer Immobilienmarkt trotz des gleichfalls billigen Geldes nicht zu einer vergleichbaren Blasenbildung angesetzt hat. Vielleicht war es die (unsichtbare) Hand der EBK, die uns nach den bösen Erfahrungen der letzten Immobilienkrise davor bewahrt hat.

Notfallmassnahmen

Seit Monaten pumpen die Notenbanken Milliardenbeträge ins Bankensystem – ohne sichtbare Normalisierung des Interbankenmarktes. Wäre es da für die Lenders of Last Resort nicht effizienter, die Interbankausleihungen einfach zu garantieren? Da bräuchte es kein Vertrauen unter den Banken mehr, und die Geldinfusionen erübrigten sich – grösstenteils jedenfalls. Das hätte den Vorteil, dass die Geldpolitik durch die Interventionen nicht gestört wird. Denn landläufig herrscht die Meinung vor, die Notenbanken seien viel zu

expansiv – mit den entsprechenden Folgen für die Teuerung.

Was aber, wenn der kontraktive Impuls der Finanzkrise auf die Kreditgewährung durch die Geldinfusionen nur ungenügend kompensiert wird? Das Zinsgefüge und die konjunkturellen Indikatoren sprechen nicht eindeutig gegen eine solche Interpretation. Dass in einer solchen Situation eine Bank (Lehman Brothers) zur Bekämpfung des Moral Hazard ganz bewusst fallen gelassen wird, ist für den Patienten (Finanzsystem) auf dem Krankenbett alles andere als gesundheitsfördernd. Vieles deutet darauf hin, dass der (internationale) Vertrauensverlust die Kosten einer Rettungsaktion um ein Weites übersteigt. Der Moral Hazard muss in der Boomphase bekämpft werden – und zwar durch geeignete Regulationen.

Jetzt ist der falsche Zeitpunkt für entsprechende Experimente, weil der Patient sonst möglicherweise noch stirbt. Obschon es in der heutigen Situation zu begrüßen ist, dass der US-Staat 700 Mrd.\$ zur Verfügung stellt, um den derivaten Giftmüll zu entsorgen, beschleicht den Ökonomen – nicht nur den liberalen – ein ungutes Gefühl. Warum sollte man im Birnenmarkt mit Käufen intervenieren, um den Äpfelmarkt zu stützen? Warum haben die Notenbanken im Crash von 1987 Obligationen gekauft und nicht Aktien?

Die Hong Kong Monetary Authority (HKMA) war die einzige Notenbank, die das preistheoretische Interventionsmedium 1998 genutzt hatte – mit überwältigendem Erfolg. Sie konnte die systemschädigende Spekulation (Short Selling) gegen den Aktien- und den Devisenmarkt mit einem Husarenstreich abwehren, indem sie für relativ bescheidene 15 Mrd.\$ Aktien (8% der Hang-Seng-Marktkapitalisierung) kaufte und gleichzeitig auf dem Futures-Markt intervenierte. Die Diversifikation in Aktienanlagen (etwas mehr als 10% der Aktiva) ist nicht abwegig, und sie brachte erst noch beträchtlichen Gewinn für den Steuerzahler mit sich.

Krisenprävention

Genauso wäre es der Bank of England 1992 möglich bzw. angezeigt gewesen, den Devisenspekulationen von George Soros entgegenzuhalten und ihn in die Armut zu verbannen – als Mahnmal gegen volkswirtschaftlich schädliche Anlagepraktiken. So aber hatte er mit seinem (unverdienten) Ruhm als Vorbild für viele Hedge-Fund-Manager gedient, die in der

heutigen Krise jede weitere Verschärfung in Kauf nehmen, nur um sich zu bereichern.

Warum hat das Fed bzw. der US-Staat den einfachen Gedanken der HKMA nicht aufgenommen und direkt auf dem Häusermarkt interveniert (möglicherweise schon viel oder zumindest etwas früher)? Mit 700 Mrd.\$ hätten rund 3,5 Mio. Häuser gekauft werden können. Damit wäre der grösste Teil des Angebotsüberhangs auf dem Immobilienmarkt (4,3 Mio. leerstehende Häuser im September 2008) mit einem Streich beseitigt worden.

Wie alle Notenbanken der Welt hat auch die SNB neben der Inflationsbekämpfung den gesetzlichen Auftrag, zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen. «Ein stabiles Finanzsystem zeichnet sich dadurch aus, dass dessen einzelne Komponenten – Finanzintermediäre und Finanzmarktinfrastrukturen – ihre jeweilige Funktion erfüllen und sich gegenüber möglichen Schocks als widerstandsfähig erweisen. Als konkreter Beitrag zur Bewahrung der Finanzstabilität steht für die Nationalbank neben einer stabilitätsorientierten Geldpolitik besonders die Prävention von Finanzkrisen im Vordergrund. Dies geschieht durch eine regelmässige Analyse und Beurteilung des Bankensektors, durch die Überwachung von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen und durch die Mitgestaltung der Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Schweiz. Schliesslich kann die Nationalbank das Instrument der ausserordentlichen Liquiditätshilfe zur aktiven Krisenbewältigung einsetzen. Die makroprudentielle Überwachung der Nationalbank ergänzt jene der Eidgenössischen Bankenkommission, welche für die Aufsicht der Banken auf individueller bzw. mikroprudentieller Ebene zuständig ist.» (Die Schweizerische Nationalbank – Ein Kurzporträt, Homepage SNB.)

Zur UBS-Rettung verpflichtet

Weil die UBS an sich einen beträchtlichen Teil des schweizerischen Finanzsystems ausmacht, lässt sich daraus eine Pflicht der SNB ableiten, die Grossbank zu retten oder zumindest für eine Rettung zu sorgen. Die UBS (und die CS) sind «too big to fail». Die SNB könnte sich nie mit dem Argument aus der Verantwortung stehlen, die Grossbanken seien «too big to save». Dann hätte sie – mit der EBK – ihren Auftrag nicht erfüllt. Beide haben dafür zu sorgen, dass die Gross(?)banken nicht zu gross und zu riskant für das System werden. Deshalb

ist es erstaunlich, dass beide tatenlos zusahen, wie die UBS mehr und mehr zu einem Hedge Fund mutierte und die Manager sich auch entsprechend bedienten. Strengere Eigenmittelvorschriften und Obergrenzen für die Verschuldung sind sinnvoll, solange sie nicht dem kranken, sondern dem gesunden Patienten verordnet werden.

Das wird allerdings bei weitem nicht ausreichen, solange nicht auch die Anreizstrukturen fundamental geändert werden. Dass sich Grossbankmanager mit zweistelligen Millionengehältern gegen alles wehren, was ihre von den Hedge Funds übernommenen Lohnsysteme (hohe Gewinn- ohne Verlustpartizipation) beschränkt, ist wenig glaubwürdig und angesichts des Systemrisikos sogar gemeingefährlich.

Mit ihrer impliziten (leider nie explizit kommunizierten) Staatsgarantie trägt die SNB das Systemrisiko der Grossbanken mit einem Teil unseres Volksvermögens mit – also kann und muss sie dasselbe präventiv auch kontrollieren (können). Ob sie das direkt oder über die EBK macht, ist nicht entscheidend. Entscheidend ist, mit möglichst wenigen klaren sowie transparenten Regeln einen institutionellen Rahmen zu schaffen, in dem sich die Banken zu bewegen haben.

Auch wenn aus der Sicht der Schweiz eine Regulierung der Hedge Funds im Alleingang illusorisch ist, könnte doch zumindest ein Verbot von Vermittlungsprovisionen und Retrozessionen für diesen unregulierten Bereich (im Unterschied zu den regulierten Anlagefonds) Auswüchse eindämmen – vor allem wenn es um die Vermittlung an nicht qualifizierte Anleger geht. Es kann und darf nicht sein, dass ein Vermögensverwalter für das Plazieren von 10 Mio. Fr. in einem kapitalgeschützten Instrument auf einen Hedge Fund 400'000.- Fr. kassiert. Auch bei den ebenfalls unregulierten strukturierten Produkten wäre ein solches Verbot überlegenswert. Denn auch mit einer staatlich überprüften Produktbeschreibung kann der Laie das notwendige Verständnis nicht aufbringen.

Kein Schutz vor Dummheit

Dennoch liesse sich erreichen, dass der einfache Anleger bei einem kapitalgeschützten Produkt auf den ersten Blick erkennt, dass nicht die CS, sondern Lehman Brothers für die Rückzahlung garantiert. Es wird allerdings auch mit der besten Regulation illusorisch

bleiben, jeden Anleger vor Dummheiten zu schützen. Ein gewisses Mass an Selbstverantwortung ist nötig. Bei den Pensionskassen ist diese Anforderung an die Selbstverantwortung u.a. so gelöst, dass der Stiftungsrat grundsätzlich verstehen sollte, wie die eingesetzten Anlagen funktionieren. Es ist deshalb erstaunlich, dass Vorsorgeeinrichtungen Hedge Funds überhaupt einsetzen (dürfen). Kein Stiftungsrat wird behaupten können, dass er ihre Funktionsweise begriffen hat. Da haben selbst Investmentprofis Mühe, nicht zuletzt weil die Hedge-Fund-Manager möglichst wenig offenbaren wollen.

Der Nachhaltigkeit verpflichtete Pensionskassen (und andere Anleger) sollten in Hedge Funds ohnehin nicht investieren, weil sich deren Manager mit asymmetrischen Partizipationssystemen auf unethische Art und Weise bereichern und dabei bewusst auch systemische Krisen in Kauf nehmen bzw. sie wie in den vergangenen Wochen noch forcieren, um sich persönlich zu bereichern. Wo bleibt die stabilisierende und liquiditätsfördernde Funktion, mit der die Hedge Funds von ihren Apologeten hochgejubelt werden? Nirgends, im Gegenteil: Ein positiver volkswirtschaftlicher Produktivitätsbeitrag ist im Gegensatz zur Aktienanlage nicht erkennbar.

Um den systemischen Gefahren der Hedge Funds zumindest etwas entgegenzusetzen, verzichten verantwortungsvolle Pensionskassen auf das Securities Lending, das als Basis für Leerverkäufe dient. In diesem Bereich

könnte sich die Schweiz sogar im Alleingang überlegen, für Schweizer Aktien eine Limite (x% des Float) einzuführen, ab der weitere Short Sales ausgesetzt bzw. aufgeschoben werden müssten.

Zum Thema Leerverkäufe

Im Falle von Lehman Brothers hatte man tatenlos zugesehen, wie sich das Schneeballsystem verantwortungsloser Spekulanten gegen das machtlose Opfer in einen Blutrausch gesteigert hatte – alles nur zum persönlichen und ohne jedwelchen Nutzen für die Volkswirtschaft. Ist das wirklich Marktversagen? Muss der Finanzmarkt und der Markt im Allgemeinen wirklich dem Anspruch genügen, immer und unter allen Umständen alles perfekt zu erledigen? Wohl kaum. Es genügt aus ökonomischer Sicht, wenn er meist gut – und besser als jede Alternative – arbeitet.

Wenn die Finanzmärkte das, wenn auch mit temporären Staatskrücken, hoffentlich bald wieder tun, liegt es bei den Notenbanken und den Aufsichtsbehörden, den institutionellen Rahmen so zu verbessern, dass die Grenzen des Banken- und Finanzmarkts nicht mehr so schnell erreicht werden. Die Krise ist eben nicht nur eine Markt-, sondern auch eine Regulierungskrise. Den optimalen institutionellen Rahmen haben wir offensichtlich (noch) nicht gefunden.

Dr. Christoph Zenger ist Ökonom, Vermögensverwalter und Geschäftsleitungsmitglied der Covasys in Zug