

## **Lehren aus der Kredit- bzw. Finanzmarktkrise**

Eine gekürzte Version ist erschienen in der Finanz und Wirtschaft vom Mittwoch, 22. Oktober 2008 – Nr. 84

Was im Jahre 2007 als relativ beschränktes Subprime-Problem begann, hat sich in der Zwischenzeit zu einem für das gesamte internationale Finanzsystem bedrohlichen Krebsgeschwür – einem bösartigen wohlgerückt – vergrössert. Noch nie seit 1929 sah sich der amerikanische Staat zu derart massiven Interventionen gezwungen, wie in den letzten Wochen. Die Notenbanken – nicht nur das FED – pumpen schon monatelang immense Summen ins Bankensystem, ohne dass sich der Interbankenmarkt sichtbar beruhigt hätte. Marktfeindlich Gesinnte frohlocken (noch!) über das Versagen der Finanzmärkte und begrüssen (möglichst strenge) staatliche Eingriffe – den Befürwortern freier Märkte bleibt nach ersten Verdrängungsversuchen (Lehman Brothers als Exempel gegen den Moral Hazard) kaum etwas anderes übrig, als die Staatskrücken zu akzeptieren und zu hoffen, dass sie das Vertrauen der Finanzmarktteilnehmer wiederherzustellen helfen. „Widerwillig bin ich zum Schluss gekommen, dass eine massive Intervention gerechtfertigt ist, um den unmittelbaren Kollaps des Finanzsystems zu verhindern, der die Weltwirtschaft in eine grössere Depression stürzen könnte.« (Gary Becker, Chicago-Oekonom und Nobelpreisträger). Die Katerstimmung ist gross, und man fühlt sich wie an einer Beerdigung des freien Finanzmarktes.

Obwohl niemand weiss, wie sich die aktuelle Krise weiterentwickeln wird, bleibt doch wohl die Annahme richtig, dass die Marktkräfte irgendwann wieder zur normalen Ordnung übergehen werden. Von allzu hitzigen Verfechtern freier Märkte wird geflissentlich übersehen, dass der Markt nicht immer, überall und unter allen Umständen perfekt arbeiten kann. Wir wissen seit langem – aus der Theorie wie aus der Erfahrung, dass die unsichtbare Hand auf dem Finanzmarkt dann Probleme hat, wenn die Erwartungen der Investoren allzu sehr miteinander korrelieren. Es ist dann selbst für rationale Anleger optimal, bei 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 es ihr Geschäftsmodell naturgemäss nicht erlaubt, alle Einlagen in kurzer Zeit zurückzuzahlen. Deshalb braucht es in solchen Situationen einen externen Impuls oder eine Kraft, die das Vertrauen in die Bank wiederherzustellen hilft. Alleine schafft sie es nie. Weil dem so ist, wurden die Notenbanken als sogenannte 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 in Blasen und Crashes verirren, so dass grundsätzlich auch dort von Zeit zu Zeit externe Impulse notwendig sind, um die realistische Beurteilung der bzw. das Vertrauen in die Marktkräfte wieder herzustellen.

### **Institutioneller Rahmen: optimale Regulierung**

Das ist im Uebrigen nicht nur eine Eigenschaft des Banken- und Finanzmarktes. Auch andere Märkte – wenn nicht sogar die meisten oder sogar alle – bedürfen eines institutionellen Rahmens, damit sie für den Konsumenten 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 uns direkt auf die Grenze baut. Auch sind wir alle daran interessiert, dass strenge Hygienevorschriften uns das Mahl im Restaurant nicht zum Albtraum werden lassen, wenn der skrupellose Beizer nur seinen Gewinn im Kopf hat. 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 uns bei jedem Gang zur Apotheke fürchten, irgendeine Giftpille eines unseriösen Produzenten zu erwischen.

Es leuchtet deshalb nicht unmittelbar ein, warum derivate Giftpillen oder Massenvernichtungswaffen (Warren Buffett) einfach so auf den Markt kommen können (dürfen). Wenn sich (unseriöse) Bank- und Hedge Fund Manager mit solchen Mitteln persönlich bereichern, dann muss die unsichtbare Hand versagen – wie beim giftmischenden Pillenproduzenten. Das hätte auch Adam Smith nie bestritten. Es ist deshalb grundsätzlich nicht die Frage, ob der Markt reguliert, sondern wie das möglichst gut gemacht werden soll.

Bezüglich der Regulierung von Anlagefonds darf beispielsweise mit gutem Recht festgehalten werden, dass sie uns ein neues IOS erspart hat. Das Kürzel steht für einen Fund-of-Fund bzw. für ein Dachfonds-(!)Konstrukt, das von Bernie Cornfeld in den sechziger Jahren des letzten Jahrhunderts zu einem unüberschaubaren Gebilde aufgebaut wurde und später unter riesigem Getöse zusammenbrach und vielen (Klein)Anlegern schmerzhaft Verluste bescherte. Wäre es nicht auch möglich, beispielsweise das short selling (Leerverkäufe) so zu regulieren, dass es sich nicht mehr zu einer Systemkrise ausweiten kann? Die Schadenfreude, dass Banken vom Untergang bedroht werden, die just ihren short sellern Kredite gewährt haben, hat zu kurze Beine.

### **Ursachen der Krise**

Ueber die wahren Ursachen der aktuellen Krise werden wir möglicherweise in Jahrzehnten noch keine Klarheit haben. So streiten sich die Wissenschaftler denn auch 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 Fiskal- und Geldpolitik (mit dramatisch schrumpfender Geldmenge) zumindest mitverantwortlich war. Die heutigen Vorzeichen sind diesbezüglich eindeutig besser.

Trotz grosser Sympathie insbesondere aus Bankenkreisen (Politik des schwarzen Peters) kann mit erheblicher Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden, dass die angeblich zu laxen Geldpolitik von Alan Greenspan ursächlich für die Kredit- und Bankenkrise verantwortlich ist. Mit dem billigen Geld – so die Argumentation – habe er die Banken zu einer irrationalen expansiven und laxen Kreditvergabe verführt. Genauso wie die unzähligen Weinflaschen im Einkaufszentrum für den Alkoholiker, die vielfältigen und im Ueberfluss vorhandenen Zigarettenpakete am Kiosk für den Raucher und die an jeder Party reichlich verfügbaren Tabletten für den Drogensüchtigen verantwortlich sind. Wie hätten denn die Banken mit teurem Geld umgehen wollen – wenn sie es nicht einmal mit billigem konnten?

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 Banken beitrug. Deshalb aber eine schlechtere Geldpolitik zu fordern, wäre absolut irrational. Auch die zwar verständliche Forderung, die Geldpolitik in den Dienst der Blasenbekämpfung zu stellen, hätte die Notenbank letztlich zu einer schlechteren Geldpolitik veranlasst. Es ist für sie schon sehr schwierig, sich im

Zielbereich Inflation und Konjunktur optimal zu bewegen. Eine Bekämpfung der Spekulationsblase auf dem Immobilienmarkt hätte die Geldmengen- bzw. Zinspolitik des FED überfordert bzw. eines wichtigen Instrumentes für die eigentlichen Ziele beraubt.

Deshalb war die Entscheidung von Alan Greenspan, die Geldpolitik nicht in den Dienst der Blasenbekämpfung zu stellen, absolut richtig. Nicht richtig war jedoch, überhaupt nichts gegen die immer unseriösere Kreditvergabe auf dem Häusermarkt zu unternehmen. Es macht 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 allerdings, ob dies Versagen des Marktes oder des institutionellen Rahmens genannt werden soll. Giftmüll lässt man auch nicht einfach unkontrolliert entsorgen, geschweige denn produzieren. Alan Greenspan hat nie irgendwelche Regulierungen und/oder Massnahmen gegen diese Exzesse vorgeschlagen, was wohl an seinem sehr liberalen Credo in der Tradition einer Ayn Rand lag – einer sowjetisch liberalen Anarchistin!

Mit Belehnungs- und anderen Kreditvergabevorschriften hätte das FED sehr wohl etwas gegen die Blasenbildung am Häusermarkt unternehmen können. Ein Verbot von Provisions- und Retrozessionszahlungen bei zu verbriefenden Hypotheken, die nicht gewissen Mindeststandards genügen, wäre sehr wohl wirksam gewesen und wegen der involvierten Interessenkonflikte darüber hinaus auch berechtigt. Ob sich die Blasenbildung mittels Regulationen hätte vermeiden lassen, ist natürlich fraglich. Der Versuch hätte sich im Vergleich zum Nichtstun wahrscheinlich jedoch gelohnt; nur schon wenn eine gewisse Bremswirkung eingetreten wäre. Interessant ist jedenfalls, dass der Schweizer Immobilienmarkt trotz des lange Zeit ebenfalls 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. Nichts Offensichtliches spricht dagegen. Schade nur, dass vor allem eine unserer Grossbanken trotzdem in die US-Immobilienfalle getreten ist.

### **Krisenbewältigung – Notfallmassnahmen**

Seit Monaten pumpen die Notenbanken Milliardenbeträge ins Bankensystem – ohne sichtbare Normalisierung des Interbankenmarktes. Wäre es da für die Lender 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. Letzteres mit dem Vorteil, dass die eigentliche Geldpolitik durch die Interventionen nicht gestört würde. Landläufig herrscht nämlich die Meinung vor, die Notenbanken seien viel zu expansiv – mit den entsprechenden Folgen für die zukünftige Inflationsraten. 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 jedenfalls nicht eindeutig gegen eine solche Interpretation.

Mit einer Interbanken-Garantie würden die Notenbanken nicht jede Bank zwangsläufig vor einem Untergang bewahren. Beim Zusammenbruch eines Instituts hätten sie aus dem Netting der Interbanktransaktionen auch gewisse Verluste zu riskieren. Allein, das wäre ökonomisch wahrscheinlich effizienter als monate- oder möglicherweise jahrelang ohne sichtbaren Erfolg

mit monetären Grossinfusionen zu hantieren, um letztlich gewisse Institute mit allenfalls noch grösseren Verlusten retten zu müssen.

Dass in einer solch heiklen Situation eine Bank (Lehman Brothers) zur Bekämpfung des Moral Hazard ganz bewusst fallen gelassen wird, ist für den Patienten (Finanzsystem) auf dem Sterbe- oder zumindest Krankenbett alles andere als gesundheitsfördernd. Vieles deutet darauf hin, dass der (internationale) Vertrauensverlust die Kosten einer Rettungsaktion um ein Weites übersteigt. Auch die Wirkungen der bisherigen Mammutprogramme werden zumindest konterkariert. Abgesehen davon sind die Verantwortlichen nicht aus dem Verkehr gezogen und von den geschädigten Kleinanlegern auch aus der Schweiz kann man nicht erhoffen, dass sie durch ihr Voting by Feet ein effizienteres Finanzsystem herbeiführen werden. Der Moral Hazard muss in der Boomphase bekämpft werden – und zwar durch geeignete Regulationen. Jetzt ist der absolut falsche Zeitpunkt für entsprechende Experimente, weil der Patient sonst möglicherweise noch stirbt.

Besonders gefährlich ist auch die Anreizstruktur, die mit dem Untergang der Washington Mutual bzw. mit der staatlich zugelassenen Rosinenpickerei durch JP Morgan (schon wieder!) geschaffen wurde. Wer von den noch nicht an Krücken gehenden und aasgeiernden Banken sollte denn wohl noch ein Interesse daran haben, eine in Not geratene Bank zu retten, wenn sie nur auf deren Untergang zu warten (oder sogar aktiv mit short sales darauf zu spekulieren) braucht, um sich alsdann die schönsten Filetstücke (Aktiva) zu Schrottpreisen einzuverleiben, ohne die gesamten Verpflichtungen übernehmen zu müssen. Zusammen mit den Vermögensverlusten der nicht geschützten Gläubiger und der offensichtlichen Einladung für Leerverkäufe wird dadurch der Flächenbrand eher geschürt, denn eingedämmt.

Obschon es in der heutigen Situation grundsätzlich zu begrüßen ist, dass der US-Staat USD 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 Aepfelmarkt zu stützen? Das geht doch in letzterem viel einfacher und mit viel weniger Geld. Warum haben die Notenbanken im Crash von 1987 Obligationen gekauft und nicht Aktien? Die Hong Kong Monetary Authority (HKMA) war m.W. die einzige Notenbank, die das preistheoretisch naheliegende Interventionsmedium im Jahre 1998 genutzt hat. Und zwar mit überwältigendem Erfolg. Sie konnte die systemschädigende Spekulation (short selling) gegen den Aktien- und Devisenmarkt mit einem Husarenstreich abwehren, indem sie für relativ bescheidene USD 15 Mrd. Aktien (8% der Hang Seng Marktkapitalisierung) kaufte und gleichzeitig auch auf dem Futuresmarkt intervenierte. Die Diversifikation in Aktienanlagen (etwas mehr als 10% der Aktiva) ist grundsätzlich ja ohnehin nicht abwegig und sie erfolgte erst noch mit beträchtlichen Gewinnen für den Steuerzahler. Bis zum April 2001 hatte die HKMA Aktien im Umfange des ursprünglichen Investments wieder verkauft – die verbleibende Aktienposition war immer noch USD 14 Mrd. wert. Wahrlich eine erfolgreiche Intervention und Investition! Genauso wäre es für die Bank of England im Jahre 1992 möglich (keine Budgetrestriktion) bzw. angezeigt gewesen, den Devisenspekulationen eines 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 persönlich auf Kosten der Allgemeinheit 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 USD 700 Mrd. hätte das FED bzw. der US-Staat rund 3.5 Mio.

Häuser (bei einem Medianpreis per September 2008 von rund USD 200'000.-) kaufen und damit den grössten Teil des Angebotsüberhangs auf dem Immobilienmarkt (4.3 Mio. leerstehende Häuser im September 2008 nach einer Spitze von 4.55 Mio. im Mai 2008) mit einem Streich beseitigen können. Jeder Spekulant weiss, dass mit dem Auftritt eines grossen Käufers die à la baisse-Strategie riskanter wird und er wohl besser die Seite wechselt oder zumindest die Position schliesst. Dies umso mehr als er auch weiss, dass das FED, weil ohne eigentliche Budgetrestriktion, die Kaufsumme jederzeit erhöhen kann.

Man mag einwenden, was das FED dann mit all den Häusern machen soll; die würden doch mit der Zeit verfallen. Warum sie nicht einfach unter all jenen US-Bürgern verlosen, die noch kein Eigenheim besitzen, die aber über ein Mindesteinkommen verfügen, das ihnen Zins- und Unterhaltszahlungen erlaubt und die ein bestimmtes Einkommens- bzw. Vermögensniveau nicht überschreiten. Das wäre zwar – leider – nicht ein reines Armutsprogramm – aber immerhin ein entsprechender Impuls für die immer stärker ausgedünnte (untere) Mittelschicht unter gleichzeitiger Wahrung des Immobilienkapitalstockes. Versehen mit einer Hypothek des FED (oder einer anderen staatlichen Institution) von 90% der Kaufsumme, einem festen Zinssatz von rund 4% (10 Jahres Treasury Zinssatz plus 10% Marge) und einer Gewinnpartizipation des FED von 50% bei einem allfälligen Verkauf über dem Einstandspreis lägen die Chancen gut, dass die Steuerzahler ohne grosse Verluste davonkämen.

Ein politischer Konsens für ein solches Paket wäre wohl auch bedeutend einfacher zu erreichen gewesen, sind direkte Rettungsgelder an die Wall Street doch in weiten Kreisen sehr verpönt. Natürlich wäre die Stabilisierung des Häusermarktes auch den Banken zu gute gekommen, aber eben nicht direkt, sondern bloss indirekt. Als eigentliche Ursachen- und nicht Symptombekämpfung hätte die Operation - im medizinischen Terminus – wohl mehr Aussicht auf Erfolg gehabt als die laufende Zuführung immer höherer Morphin-Dosen.

### **Krisenprävention**

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 insbesondere die Prävention von Finanzkrisen im Vordergrund. Dies geschieht durch eine regelmässige Analyse und Beurteilung des Bankensektors (sogenannte makroprudentielle Ueberwachung), durch die Ueberwachung 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 Ueberwachung der Nationalbank ergänzt jene der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK), welche für die Aufsicht der Banken auf individueller bzw. mikroprudentieller Ebene zuständig ist.“ (Die Schweizerische Nationalbank – Ein Kurzporträt Homepage SNB).

Weil die UBS an sich einen beträchtlichen Teil des schweizerischen Finanzsystems ausmacht, lässt sich aus den vorgenannten Statements eine Pflicht der SNB ableiten, die Grossbank im Falle eines Falles zu retten oder zumindest für eine Rettung zu sorgen. Die UBS (und die CS) sind einfach too big to fail (wer denn sonst?). Die SNB wird sich nie mit dem – da und dort

vernehmbaren – Argument aus der Verantwortung stehlen können, die Grossbanken seien too big to save. Dann hätte sie – zusammen mit der EBK – ihren Auftrag nicht erfüllt. Sie 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 den Verschuldungsgrad sind zwar 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 übernommene Lohnsysteme (hohe Gewinn- ohne Verlustpartizipation) beschränkt, ist verständlich, aber wenig glaubwürdig und angesichts des Systemrisikos sogar gemeingefährlich. Leider hat der Markt die Lohnexzesse nicht korrigieren können. In den letzten 5 Jahren wurde den Topmanagern der 5 dominierenden – und jetzt in der reinen Form verschwundenen – Investmentbanken mehr als 3 Mrd. (!) an Löhnen und Boni ausgeschüttet. Da ist es kaum erstaunlich, wenn dieselben primär ihre eigene Bereicherung und nicht das Wohl ihrer Firma in den Vordergrund stellen – vor allem auch dann, wenn sie für das Eingehen übermässiger Risiken nicht persönlich zur Rechenschaft gezogen werden.

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, möglichst klaren sowie transparenten Regeln einen institutionellen Rahmen zu schaffen, in dem sich die Banken zu bewegen haben. Analoges gilt für andere Regulierungsbereiche.

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) die wildesten Auswüchse eindämmen – vor allem wenn es um die Vermittlung an nicht qualifizierte Anleger geht. Es kann und darf doch nicht sein, dass ein Vermögensverwalter für das Platzieren von CHF 10 Mio. in einem kapitalgeschützten Instrument auf einen Hedge Fund CHF 400'000.- kassiert. Auch bei den ebenfalls unregulierten strukturierten Produkten wäre ein solches Verbot überlegenswert. Denn ob mit einer staatlich überprüften Produktebeschreibung der Laie das notwendige Verständnis aufbringen würde, bleibt fraglich. Dennoch liesse sich wohl zumindest erreichen, dass der einfache Anleger bei einem kapitalgeschützten Produkt auf den ersten (und nicht erst den dritten) Blick erkennt, dass nicht die CS, sondern Lehman Brother für die Rückzahlung garantiert.

Es wird allerdings auch bei der besten Regulation illusorisch bleiben, jeden Anleger vor Dummheiten zu schützen. Ein gewisses Mass an Selbstverantwortung muss jeder selbst übernehmen. Da kann und darf nicht alles mittels MIFID oder einer andern Regel den Finanzintermediären überbürdet werden. Sonst dreht sich der Moral Hazard à la americaine um, indem der Anleger möglichst hohe Risiken eingeht, um bei allfälligen Verlusten gegen die Bank zu klagen – so ein amerikanischer CFO, der in ARS (auction-rate securities) investiert hatte.

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). Trotz teurer Ausbildungsprogramme wird kein Stiftungsrat je von sich behaupten können, dass er ihre Funktionsweise begriffen hat. Da haben selbst abgebrühte Investmentprofis Mühe. Nicht zuletzt weil die Hedge Fund Manager so wenig wie möglich offenbaren wollen; sonst würde allenfalls noch das wahre Risiko zum Vorschein treten.

Der Nachhaltigkeit verpflichtete Pensionskassen (und andere Anleger) sollten in Hedge Funds ohnehin nicht investieren, weil sich deren Manager mittels asymmetrischer Partizipationssystemen auf unethische Art und Weise bereichern und dabei ganz bewusst auch systemische Krisen in Kauf nehmen bzw. sie wie in den vergangenen Wochen sogar 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, welches 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 welcher weitere short sales ausgesetzt bzw. aufgeschoben werden müssten. Bei Lehman Brothers hatte man tatenlos zugesehen wie sich das Schneeballsystem verantwortungsloser Spekulanten gegen das machtlose Opfer in einen Blutrausch gesteigert hatte – alles nur zur persönlichen Bereicherung und ohne jedwelchen volkswirtschaftlichen Nutzen.

Ist das wirklich ein echtes 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 meistens gut – und ohnehin besser als jede Alternative – arbeitet. Wenn die Finanzmärkte dies – wenn auch mit temporären Staatskrücken – hoffentlich bald wieder tun werden, dann liegt es bei den Notenbanken und den Aufsichtsbehörden (EBK), den institutionellen Rahmen so zu verbessern, dass die Grenzen des Banken- und Finanzmarktes nicht mehr so schnell erreicht werden. Die jüngste Krise ist eben nicht nur eine Markt-, sondern ebenso eine Regulierungskrise. Den optimalen institutionellen Rahmen hatten und haben wir offensichtlich (noch) nicht gefunden.

Dr. Chr. Zenger

Oekonom, Vermögensverwalter und Geschäftsleitungsmitglied COVASYS AG, Zug

30. September 2008