



Standpunkt

März 2011

Traumwelten 2.0 – Irrungen und
Wirrungen der Re-Regulierung

©2011. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Traumwelten 2.0 – Irrungen und Wirrungen der Re-Regulierung

- ◆ Das globale Finanzsystem der letzten Jahrzehnte lenkte durch fehlerhafte Regularien, ungenügende Kontrollen und falsche Anreizsysteme die Gier und das Eigeninteresse der Finanzmarktteilnehmer auf falsche Bahnen und verleitete die Entscheidungsträger zum Eingehen von Risiken, die den damit verbundenen Gefahren völlig unangemessen waren. Dies galt gerade für den Finanzsektor, der durch seine Rolle in der Volkswirtschaft exponiert und einer Haftung für eigene Fehlentscheidungen entzogen war („Too Big and Too Connected To Fail“).
- ◆ In den letzten Jahren sind Staat und Aufsichtsbehörden verstärkt den Weg der Re-Regulierung gegangen. Wenn die Finanzmarktkrise durch fehlende Regularien und gierige Banker ausgelöst wurde, ist die Zeit gekommen, „mit neuen Regularien den Turbokapitalismus zu bändigen“.
- ◆ Leider ist die Wirklichkeit komplizierter. Es gibt zwar einen Bedarf, den Ordnungsrahmen der Marktwirtschaft so zu verbessern, dass der Kapitalismus zum Wohle aller funktioniert und die Entscheidungsträger auf Basis von Eigenverantwortung, der richtigen Anreizsysteme und des Verursacherprinzips agieren. Aber dies ist schwer in die Praxis umzusetzen.
- ◆ Es gibt unter den bisherigen Beschlüssen zur Re-Regulierung eine ganz Reihe von sinnvollen Maßnahmen, bisher sind aber keine Entscheidungen getroffen worden, die das Risiko einer erneuten Finanzmarktkrise wesentlich reduziert hätten.
- ◆ Das Problem des „Too Big To Fail“ im Finanzsektor und des kaum regulierten Schattenbanksektors wurden bisher kaum angegangen. Wenn Teile des Finanzsystems stärker reguliert werden, andere aber unreguliert bleiben, werden Geschäftsfelder vom regulierten in den unregulierten Sektor verlegt. Der Schattenbankenbereich könnte zum Nukleus einer Finanzmarktkrise werden.
- ◆ Die Grundgedanken von Basel III und Solvency II sind nachvollziehbar und sinnvoll. Die Umsetzung in einigen Details weckt aber Zweifel, ob durch diese neuen Gesetzeswerke wirklich Risiken reduziert werden. Die Prozyklik des Handelns der Entscheidungsträger wird eher verstärkt. Es wird schwieriger, liquide, breit diversifizierte Investments zu tätigen. Die Möglichkeit, Risiken zu nehmen, insbesondere der Realwirtschaft langfristig Kapital zur Verfügung zu stellen, wird stark in Frage gestellt.
- ◆ Dies könnte die Abhängigkeit vom Schattenbankensektor und vom Ausland erhöhen. Die generelle Tendenz von Politik und Intellektuellen, das Nehmen von Risiken, den Kapitalismus und die Märkte zu verteufeln, unterminiert die Akzeptanz der Sozialen Marktwirtschaft. Dies ist in Zeiten wachsender Bewunderung für die Handlungsfähigkeit autokratischer Systeme (China) ein falsches Signal.

Traumwelten 2.0 – Irrungen und Wirrungen der Re-Regulierung

Die Finanzmarktkrise der Jahre 2008-2009, mit deren Folgen wir auch heute noch zu kämpfen haben, ist eines der am meisten analysierten Ereignisse an den Kapitalmärkten in den letzten Jahrzehnten. Es gibt eine unendliche Fülle von Analysen, Büchern und akademischen Artikeln zu den Ursachen der Krise.¹ Wie immer ist die erregte Auseinandersetzung zwischen Wissenschaft, Politikern, Journalisten, Finanzanalysten und der breiten Öffentlichkeit von ideologischen Überzeugungen, Schuldzuweisungen und Eigeninteressen überlagert. Es geht eher um die Deutungshoheit (nicht nur über den Stammtischen) als um wirkliche Erkenntnis.

Es ist nicht überraschend, dass sich ein solch komplexes Ereignis wie eine Weltfinanzkrise nicht mit ein, zwei einfachen Ursachen erklären lässt. Aber wenn man den dominierenden Konsens über die Entstehung der Krise auf die grundlegendsten Feststellungen reduziert und viele Nebenkriegsschauplätze beiseite lässt, kann man folgendermaßen formulieren.

Das globale Finanzsystem der letzten Jahrzehnte war durch extreme Mängel gekennzeichnet in dem Sinne, dass fehlerhafte Regularien, ungenügende Kontrollen und falsche Anreizsysteme die vorhandene Gier und das Eigeninteresse der Finanzmarktteilnehmer auf falsche Bahnen gelenkt haben, weil diese zum Eingehen von Risiken verleitet wurden, die den damit verbundenen Gefahren für sich, für das Finanzsystem und für die Allgemeinheit völlig unangemessen waren.

Einen wichtigen Anteil an den Fehlentwicklungen hatte in diesem Zusammenhang die über Jahrzehnte überexpansive Geldpolitik der Zentralbanken („Brot- und-Spiele-Politik“), die zu permanenter Überliquidität an den Kapitalmärkten und im Bankensystem führte, was angesichts der Schwächen der Risikomanagementsysteme zu Überexpansion, zu über großem Leverage, Überinvestitionen und multiplen Assetpreisblasen führte. Dies galt in starkem Maße für den Finanzsektor, der durch seine besondere Rolle in der Volkswirtschaft besonders exponiert und einer

Haftung für eigene Fehlentscheidungen weitgehend entzogen war („Too Big and Too Connected To Fail“). Eine gewisse Hybris und eine Vernachlässigung von grundlegenden Bankregeln zur Begrenzung der Risiken kann die Finanzindustrie dabei nicht verleugnen.

Mit anderen Worten wurde die Finanzmarktkrise durch Mängel im Ordnungsrahmen der Volkswirtschaft, insbesondere der Finanzwirtschaft, verursacht, was dazu führte, dass die Triebkräfte des marktwirtschaftlichen Systems in die falsche Richtung gelenkt wurden. Es liegt kein Scheitern des Kapitalismus vor, sondern man hat den Kapitalismus falsch konfiguriert. Es gehört zum marktwirtschaftlichen System, dass alle Entscheidungsträger für die Folgen ihrer Entscheidungen haften müssen, damit die Kräfte des Wettbewerbs, das Wirken des „Trial and Error“, sich entfalten können. Dies ist im gegenwärtigen globalen Finanzsystem sicher nicht der Fall. Der Staat und die Regulatoren können die Gier, die dem Menschen eigen ist, nicht verhindern, müssen sie durch die Gestaltung des marktwirtschaftlichen Ordnungsrahmens aber in die richtigen Bahnen lenken.

Re-Regulierung

Seit dem Scheitern der Investmentbank Lehman Brothers Inc. im Herbst 2008 ist das Thema Re-Regulierung in den Vordergrund der Diskussion gerückt („Die Drachentöter sind unter uns.“). Wenn die Finanzmarktkrise durch fehlende Regularien und gierige Banker ausgelöst wurde, ist natürlich die Zeit gekommen, „mit neuen Regularien den Turbokapitalismus zu bändigen.“²

Wenn das mal so einfach wäre. Es gibt unbestritten einen Bedarf, den Ordnungsrahmen der Marktwirtschaft und die Regularien der Kapitalmärkte im Sinne des Ordoliberalismus so zu verbessern, dass der Kapitalismus wieder zum Wohle aller funktioniert und die Entscheider auf Basis von Eigenverantwortung, der richtigen Anreizsysteme und des Wissens um das

Verursacherprinzip agieren. Aber dies ist theoretisch leichter hingeschrieben als praktisch umgesetzt.

Es gibt im Rahmen der gesetzgeberischen Diskussion der letzten Jahre viele Einzelentscheidungen und Maßnahmen, die zielführend zur Verbesserung der Regularien sind, wie beispielsweise die Erhöhung des von Finanzinstituten in Abhängigkeit vom Risiko bereit zu haltenden Eigenkapitals, die stärkere Betonung des Risikomanagements, den Versuch, die Transparenz in Produkten, Prozessen und Institutionen zu erhöhen oder den Verbraucherschutz zu stärken. Aber aus unserer Sicht haben all diese Re-Regulierungsentscheidungen die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Krise in den nächsten Jahren so gut wie überhaupt nicht verändert. Wer anderes glaubt, lebt in einer Traumwelt.

Wir wollen auf einige Aspekte der gegenwärtigen Situation und mögliche Krisensymptome eingehen.

“Much Too Big To Fail”

Wirklich Konsens ist nach den Erfahrungen der Finanzmarktkrise, dass extreme Fehlanreize dadurch geschaffen werden, dass die Banken wegen ihres „Too Big To Fail“-Statuses den unbegrenzten Schutz des Steuerzahlers haben, um sie vor den Folgen eigener Fehlentscheidungen zu schützen. Dies hebt die Wirkungsprozesse und den Sanktionsmechanismus der Marktwirtschaft aus.

An dieser Situation hat sich trotz aller Diskussionen über Sonderregelungen für systemrelevante Finanzinstitute und die Notwendigkeit einer makroprudenziellen Aufsicht nach der Finanzmarktkrise aber nichts geändert. Während der Krise waren die Banken wegen ihrer grundlegenden Rolle für den erneuten Aufschwung letztlich sakrosankt. Seitdem hat man in Ländern wie Island oder Irland gewisse Marktberichtigungen nicht verhindern können, und auch in der Schweiz drängt man die Großbanken dazu, kleiner zu werden, Eigenkapital zu erhöhen oder Aktivitäten zu verkaufen. In den meisten anderen Regionen ist aber so gut wie nichts passiert, sondern in vielen Fällen sind die systemrelevanten Institute sogar noch größer geworden, und „Zombiebanken“ werden künstlich am Leben erhalten. Jeder Versuch, die Bedeutung des überdimensionierten Finanzsystems für die Volkswirtschaft zu verringern, ist in die unbestimmte Zukunft vertagt worden.³

In den USA ist das Trennbankensystem im Zuge der Rettungsmaßnahmen während der Finanzkrise verschwunden in dem Sinne, dass Corporate Banking, Private Banking und Investment Banking zu noch größeren und intransparenteren Instituten verschmolzen wurden. In vielen Geschäftsbereichen, wie zum Beispiel der Finanzierung von Gewerbeimmobilien, ist die Zahl der Wettbewerber stark geschrumpft und die Konzentration auf einige Großunternehmen gewachsen. In Europa haben viele Institute paneuropäisches Geschäft als Randaktivität beendet und sich auf die Steigerung der Stellung im eigenen Land konzentriert, was aber einem offenen gesamteuropäischen Wettbewerb eher zuwider läuft. Zu einer grundlegenden Veränderung des Bankensystems oder gar zu einer Aufspaltung von Banken fehlt der politische Mut. Aus „Too Big to Fail“ wurde nach der Finanzmarktkrise „Much Too Big to Fail“.

Schattenreiter

Allerdings ist nicht ganz klar, ob die Banken das eigentliche Problem sind. Das waren sie in gewissem Sinne auch schon während der Finanzmarktkrise nicht. Mitauslöser der Krise war nämlich in starkem Maße das sogenannte Schattenbankensystem aus Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles, SPVs), Structured Investment Vehicles (SIVs), Hedge Funds, Private Equity, Beteiligungsgesellschaften, Rohstoffhändlern und anderen Offshore-Unternehmen, die (durchaus im gesetzlichen Rahmen) Finanzgeschäfte betreiben, aber keine Banken sind und daher der Bankenregulierung weitgehend entzogen sind. Diese Schattenbanken hatten in den letzten Jahrzehnten bis zur Finanzmarktkrise enorm expandiert, zum Teil als Reaktion auf die neuen Wachstumsmöglichkeiten im Zuge der Deregulierung mancher Teile des Finanzmarktes, aber auch als Abwehrreaktion auf verstärkte Eigenkapitalregeln im stärker regulierten Bankensegment.

Im Zuge der Re-Regulierung der Banken und Finanzmärkte steigt das Risiko, dass risikoreiche Aktivitäten aus dem regulierten Bankensystem herausgedrängt werden und das Schattenbankensystem weiter wächst. Kaum regulierte Finanzdienstleister scheinen beispielsweise im Vorgriff auf die Etablierung von Basel III auf Kosten des stark regulierten Bankensystems immer mehr Geld anzuziehen. Das Risiko einer erneuten systemischen Krise wird eher größer statt kleiner,

wenn Aktivitäten wie der Eigenhandel („Prop Trading“) aus Risikouberlegungen aus den Banken ausgegliedert und auf unregulierte SPVs oder Hedge Funds verlagert werden. Auch die jüngste Verschiebung von immer mehr Wertpapiergeschäft von den Börsen auf alternative Handelsplattformen („Dark Pools“, „Crossing Networks“) und andere außerbörsliche Systeme fragmentiert den Markt, reduziert die Transparenz und erhöht das (nicht wahrgenommene) Risiko.

Wenn Teile des Finanzsystems stärker reguliert werden, andere Teile aber weitgehend unreguliert bleiben, ist es aus Sicht der Finanzmarktakteure fast schon zwingend, dass Geschäftsfelder vom regulierten in den unregulierten Sektor verlegt werden. Es fällt schwer zu glauben, dass ein von Re-Regulierung befeuerter stark wachsender unregulierter Finanzmarkt der Krisenprävention dient. Daher sind Warnungen, dass das Schattenbankensystem zum Kern einer erneuten großen Finanzmarktkrise werden könnte, ernst zu nehmen, zumal die Geldpolitik nach der Finanzmarktkrise an ihrer hyperexpansiven Politik der letzten Jahrzehnte, die mit zur Finanzmarktkrise beigetragen hat, bisher nichts Wesentliches verändert hat.⁴

Basel III, Solvency II und andere Merkwürdigkeiten

Die Projekte zur Fortentwicklung der Regulierung von Banken und Versicherungen, Basel III und Solvency II, dienen grundsätzlich dem Versuch, gewisse Mindestkapitalanforderungen zu formulieren, das Risikomanagement zu verbessern, Mindestberichtspflichten von Finanzunternehmen an Aufsichtsbehörden zu etablieren und die Liquidität bzw. Solvabilität von Institutionen zu erhöhen; insgesamt ist also das Ziel dieser erweiterten Regulierungsmaßnahmen, systemische Risiken zu reduzieren und die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen.⁵

Die neuen Regulierungsvorschriften sind äußerst (zu?) komplex und werden die Banken- und Versicherungsmärkte, die Wettbewerbsbedingungen, die Geschäftsmodelle und die Produkte wesentlich verändern. Da sich die Vorschriften bisher aber erst in der Kalibrierung befinden, ist es zu früh, um abschließende Urteile zu fällen. Wir wollen dennoch auf einige Grundtendenzen aus dem Bereich der Kapitalanlage hinweisen, die bestimmte Probleme und unerwünschte Nebenwirkungen von Re-Regulierung zeigen.

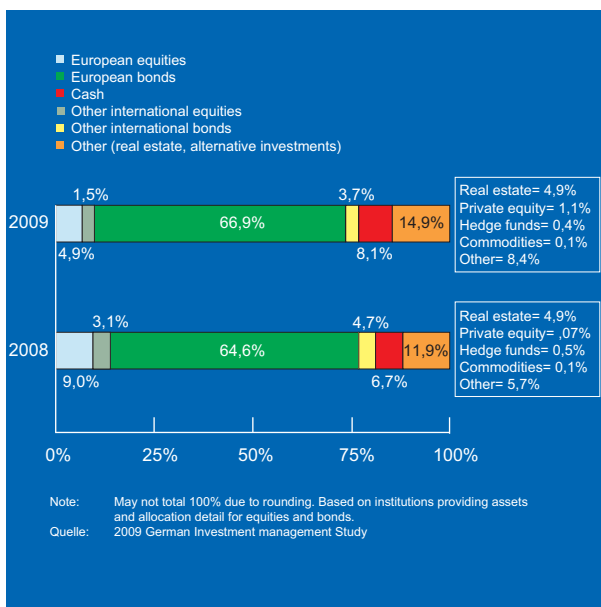
Generell werden die neuen Vorschriften dazu führen, dass die Institutionen weniger Risiko werden nehmen können und wollen, was gegenwärtig zusätzlich überzeichnet wird durch die Lähmung der Übergangsphase, in der nicht ganz klar ist, wie die Endfassung der Regularien aussehen wird. Letztlich werden die neuen Vorschriften die Risikoaversion der Anlegergruppen Banken und Versicherungen erhöhen, zumindest in Bezug auf die leicht messbaren und nachweisbaren Risiken liquider Kapitalanlagen. Auch das prozyklische Herdenverhalten in den Investmententscheidungen dürfte weiter zunehmen, denn die neuen Ansätze sind im Prinzip Erweiterungen des alten Gedankenguts in Bezug auf das Risikomanagement, was bereits in der Aktienbaisse 2000-2003 und auch 2008-2009 antizyklisches Verhalten der Akteure im Sinne einer zukunftsgerichteten Gewichtung von Assetklassen und Einzelinvestments fast unmöglich gemacht hat.

Als Folge von Basel III werden die Banken als Anlegergruppe an den Kapitalmärkten vermutlich an Bedeutung verlieren, weil sie ihre Eigenanlagen (Depot A) aufgrund der wachsenden Eigenkapitalanforderungen tendenziell eher reduzieren. Dies erhöht die Abhängigkeit von den anderen Geschäftsfeldern, insbesondere dem (regionalen) Kreditgeschäft, und senkt die Möglichkeit, die Risiken durch Diversifikation in andere Anlageformen zu reduzieren.

Im Bereich Solvency II deuten sich für die Versicherer einige Details an, die aus unserer Sicht nicht zielführend, vielleicht sogar kontraproduktiv werden könnten, denn „wer kein Risiko nimmt, läuft Gefahr, darin umzukommen“.

Solvency II erhöht die Kosten von Garantien und Optionen und von volatilen Kapitalanlagen.⁶ Dies setzt nicht nur Anreize, die Risiken auf die Versicherungsnehmer zu verlagern, sondern könnte auch dazu führen, dass der vorgesehene Kapitalbedarf in Bezug auf das Aktienkursrisiko steigt. Dies hätte zur Folge, dass die Versicherer ihre Aktienanlagen vom aktuell bereits sehr niedrigen Niveau weiter reduzieren, obwohl sich Aktien in der Krise im Gegensatz zu vielen Zinsprodukten als allzeit hochliquide Assetklasse bewährt haben. Dies wäre umso dramatischer, als dass laut einer Studie des Absolut-Reports institutionelle Anleger in Deutschland schon heute eine Aktienquote haben, die weit unter der Quote (meist weniger liquider und weniger transparenter) alternativer Investments liegt.

**Abbildung 1: Euro Weight Asset Mix
Total Assets - Matched Sample (€bn)**



Emittentenratings, die eigentlich nach den Erkenntnissen der Finanzmarktkrise weitgehend desavouiert sind, sollen zukünftig sogar eine noch größere Rolle im Anlageprozess der Versicherer spielen als bisher. Dahingegen sind in den aktuellen Spezifikationen von Solvency II keine signifikanten Risikoaufschläge für Staatsanleihen aus dem EU-Raum vorgesehen, obwohl durch die hohe Verschuldung der EU-Länder langfristig gerade dort hohe inhärente Ausfall- und Inflationsrisiken zu vermuten sind.

Geradezu grotesk wäre die Interpretation von Risikominimierung, wenn die Versicherer versuchten, die Volatilität ihrer Anlagen zu reduzieren, indem sie die Kapitalanlagen noch stärker auf illiquide, intransparente und außerbörsliche Investments konzentrierten, die nicht einfach und permanent bewertet werden können bzw. müssen. Im jetzigen Entwurf des Gesetzes würden tatsächlich geringere Kapitalanforderungen existieren, weil die Risiken nur implizit gegeben und nicht über die Berechnung von volatilitätsgetriebenen Risikokennzahlen transparent sind.

Zugrunde liegen ganz offensichtlich Schwierigkeiten mit der Interpretation und Messung von dem, was eigentlich das Risiko einer Kapitalanlage ausmacht. Solvency II sollte nur dann alle Unternehmen dazu zwingen, Produkte und Anlagekonzepte unter Risikogesichtspunkten zu beurteilen, wenn die Risikodefinition vollständig, konsistent und sinnvoll ist. Fehlen

diese Grundlagen, könnte dieser Mangel letztlich sogar zu einer Erhöhung systemischer Risiken im Rahmen von Solvency II führen, insbesondere wenn sich die Konzentration auf fast nur eine Assetklasse (Fixed Income) weiter verstärkt, weil man auf sichere Assetklassen setzen will, aber die Risiken eines Staatsbankrotts oder hoher Inflationsraten einfach ausblendet.

Wer stellt zukünftig Risikokapital zur Verfügung?

Genereller Tenor aus den Erfahrungen der Finanzmarktkrise ist die grundsätzliche Verteufelung des Eingehens von Risiko, insbesondere bei der Kapitalanlage. Politik und Regulatoren sehen das Heil darin, die Kapitalmarktakteure zu zwingen, so weit wie möglich ausschließlich auf „sichere“ Kapitalanlagen zu setzen, um die Wahrscheinlichkeit einer erneuten Finanzmarktkrise zu reduzieren.⁷

Dieser Drang verkennt aber die eigentliche Funktion von Kapitalmärkten und ihre Rolle im marktwirtschaftlichen System. Kapitalmärkte dienen der Risikotransformation, und die Kapitalmarktakteure definieren sich darüber, dass sie Risiken zu nehmen bereit sind. Es ist die Aufgabe von Banken, Versicherungen, Pensionskassen und anderen Kapitalsammelstellen, den realwirtschaftlichen Akteuren (langfristiges) Risikokapital zur Verfügung zu stellen. Wenn die Gesetzgebung das Ziel hat, diese Aufgabenerfüllung einzuschränken, ist dies ein Schlag gegen die Funktionsfähigkeit der Marktwirtschaft.

Ganz konkret stellt sich z. B. die Frage, wer zukünftig dem deutschen Mittelstand, gegenwärtig im Zuge des Aufschwungs wieder einmal als Herz der deutschen Wirtschaft gefeiert, langfristiges Eigen- und Fremdkapital zu Verfügung stellen soll, wenn der Kapitalmarkt durch die Politik und die Regulatoren dermaßen diskreditiert wird. Wenn die Regularien darauf hinauslaufen, dass die meisten Anlegergruppen (wie z. B. Versicherungen) eigentlich nur noch in Staatsanleihen, Namenspapiere und Schuldscheine investieren können, muss man sich schon fragen, welche Funktion sie im Kapitalismus überhaupt haben? Dienen sie nur noch der Staatsfinanzierung wie in einer sozialistischen Wirtschaftsordnung? In diesem Szenario wäre es ein Albtraum, wenn Solvency II auch noch auf die wenigen einigermaßen freien (versicherungsähnlichen) Anlegergruppen wie Versorgungswerke, Pensionskas-

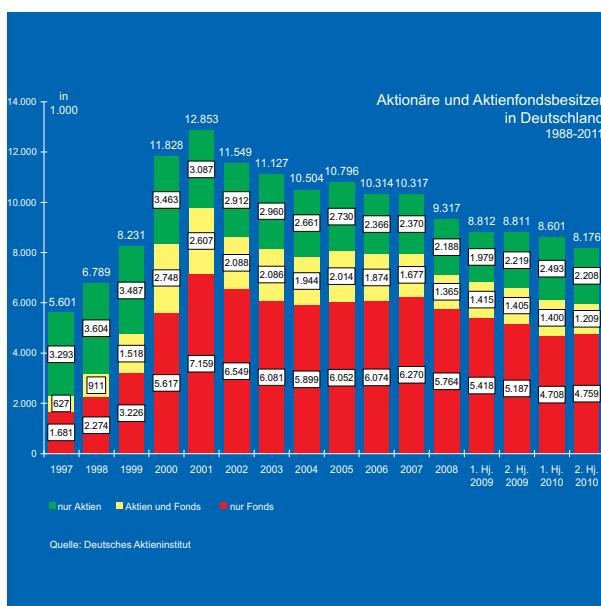
sen oder CTAs ausgedehnt würde, weil dann die Zahl potentieller echter Risikokapitalgeber weiter reduziert würde.

Oder soll die Funktion des Risikokapitalgebers komplett in den Bereich der intransparenten, illiquiden und unregulierten Sektoren des Schattenbankensystems abwandern? Viele Hedge Funds und Private Equity-Häuser besetzen mittlerweile schon Geschäftsfelder, die früher Aufgaben der Banken waren. Alternativ kann man sich natürlich auch in wachsendem Maße vom Ausland abhängig machen, weil im Inland keine funktionierenden Finanzierungsmechanismen für die Realwirtschaft mehr zur Verfügung stehen. Vergleicht man allerdings die jüngsten Entwicklungen eines hoch verschuldeten Landes wie Japan mit denen anderer Schuldnerländer wie Griechenland oder Irland, zeigt sich, dass eine starke Inlandsbasis bei den Geldgebern durchaus seine Vorteile hat.

Sinkende Akzeptanz der Sozialen Marktwirtschaft

In diesem Zusammenhang ist es bezeichnend, dass die Stimmung der Bürger gegen die Marktwirtschaft und gegen die Kapitalmärkte in den letzten Jahren immer negativer wurde.⁸ Bemühungen, eine Aktienkultur in Deutschland zu etablieren, scheinen weitgehend zum Stillstand gekommen zu sein. Die Zahl der Aktionäre in Deutschland ist im letzten Jahrzehnt stetig gesunken.⁹

Abbildung 2: Zahl der Aktionäre und Fondsbesitzer in Deutschland



Das ist zwar z. T. der enttäuschenden Wertentwicklung von Aktien seit dem Jahr 2000 geschuldet, liegt aber auch an der antikapitalistischen und marktfeindlichen Rhetorik von Politik, Wissenschaft und Intellektuellen begründet, die in Deutschland schon immer noch ausgeprägter war als anderswo.¹⁰ Für die Akzeptanz der (Sozialen) Marktwirtschaft ist es beispielsweise wichtig, dass in den Schulen frühzeitig und objektiv Wissen über wirtschaftliche Zusammenhänge erworben wird. Hier haben deutsche Schulen bisher wenig gegläntzt, was bezeichnet ist für die Stellung der Sozialen Marktwirtschaft in der Gedankenwelt der Deutschen.

Politik, Gesellschaft und Regulatoren müssen sich fragen, ob es zielführend ist, die Marktwirtschaft, die Unternehmen und ihr Topmanagement permanent an den Pranger zu stellen und für alle Fehlentwicklungen der letzten Jahrzehnte verantwortlich zu machen, nur um von den eigenen Fehlern abzulenken. Das Unterminieren eines freiheitlichen Wirtschaftssystems untergräbt auch die Demokratie an sich und erhöht langfristig das systemisch-politische Risiko. Das käme in Zeiten wachsender Bewunderung für die Handlungsfähigkeit autokratischer Systeme (China) angesichts der bevorstehenden gesellschaftlichen Umwälzungen wegen der demographischen Veränderungen denkbar ungelegen.

Zusammenfassung

Die Finanzmarktkrise der Jahre 2008-2009 ist eines der am meisten analysierten Ereignisse an den Kapitalmärkten in den letzten Jahrzehnten. Wenn man den dominierenden Konsens über die Entstehung der Krise auf die grundlegendsten Feststellungen reduziert, kann man die Diskussion folgendermaßen zusammenfassen.

Das globale Finanzsystem der letzten Jahrzehnte war durch fehlerhafte Regularien, ungenügende Kontrollen und falsche Anreizsysteme in solcher Weise charakterisiert, dass die vorhandene Gier und das Eigeninteresse der Finanzmarktteilnehmer auf falsche Bahnen gelenkt wurden, indem die Entscheidungsträger zum Eingehen von Risiken verleitet wurden, die den damit verbundenen Gefahren für sich, für das Finanzsystem und für die Allgemeinheit völlig unangemessen waren. Dies galt gerade auch für den Finanzsektor, der durch seine besondere Rolle in der

Volkswirtschaft stark exponiert und einer Haftung für eigene Fehlentscheidungen weitgehend entzogen war („Too Big and Too Connected To Fail“).

In den letzten Jahren sind Staat und Aufsichtsbehörden verstärkt den Weg der Re-Regulierung gegangen. Wenn die Finanzmarktkrise durch fehlende Regularien und gierige Banker ausgelöst wurde, ist die Zeit gekommen, „mit neuen Regularien den Turbokapitalismus zu bändigen“.

Leider ist die Wirklichkeit komplizierter, als es diese Einfachanalyse unterstellt. Es gibt unbestritten einen Bedarf, den Ordnungsrahmen der Marktwirtschaft so zu verbessern, dass der Kapitalismus zum Wohle aller funktioniert und die Entscheider auf Basis von Eigenverantwortung, der richtigen Anreizsysteme und des Wissens um das Verursacherprinzip agieren. Aber dies ist praktisch äußerst schwierig umzusetzen.

Es gibt unter den bisherigen Beschlüssen zur Re-Regulierung eine ganz Reihe von Maßnahmen, die nachvollziehbar und sinnvoll sind, wie beispielsweise die Erhöhung des von Finanzinstituten in Abhängigkeit vom Risiko bereit zu haltenden Eigenkapitals oder die stärkere Betonung des Risikomanagements. Bisher sind aber keine wesentlichen Entscheidungen getroffen worden, die das Risiko einer erneuten Finanzmarktkrise wesentlich reduziert hätten.

Das Problem des „Too Big Too Fail“ im Finanzsektor wurde nicht angegangen, denn zu einer grundlegenden Veränderung des Bankensystems oder zu einer Aufspaltung von Banken fehlt der politische Mut. Das Problem des exponentiell wachsenden, kaum regulierten Schattenbankensektors wurde weitgehend ignoriert. Wenn Teile des Finanzsystems stärker reguliert werden, andere Teile aber unreguliert bleiben, ist es aus Sicht der Finanzmarktakteure fast zwingend, dass Geschäftsfelder vom regulierten in den unregulierten Sektor verlegt werden. Es gibt daher ernst zu nehmende Warnungen, gerade der Schattenbankenbereich könnte zum Nukleus einer neuen Finanzmarktkrise werden.

Die Grundgedanken von Basel III und Solvency II sind nachvollziehbar und sinnvoll. Die Umsetzung in einigen Details weckt aber Zweifel, ob durch diese neuen Gesetzeswerke wirklich Risiken reduziert werden. Die Prozyklik des Handelns der Entscheidungsträger wird eher verstärkt. Es wird schwieriger,

liquide, breit diversifizierte Investments zu tätigen. Die Möglichkeit, Risiken zu nehmen, insbesondere der Realwirtschaft langfristig Kapital zur Verfügung zu stellen, wird stark in Frage gestellt.

Dies könnte die Abhängigkeit vom Schattenbankensektor und vom Ausland erhöhen. Die generelle Tendenz von Politik und Intellektuellen, das Nehmen von Risiken, den Kapitalismus und die Märkte zu verteufeln, unterminiert die Akzeptanz der Sozialen Marktwirtschaft. Dies ist in Zeiten wachsender Bewunderung für die Handlungsfähigkeit autokratischer Systeme (China) angesichts der bevorstehenden gesellschaftlichen Umwälzungen als Folge der demographischen Veränderungen ein falsches Signal.

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 140

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹R.G. Rajan: Fault Lines – How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy, Princeton 2010;
R. P. Posner: A Failure of Capitalism: The Crisis of 08 and the Descent into Depression, Harvard 2009;
National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States: The Financial Crisis Inquiry Report, Kindle Edition, 2011.
- ²F. Reheis: Entschleunigung – Abschied vom Turbokapitalismus, Goldman Verlag, 2006.
- ³S. Johnson: Geithners Glücksspiel, FTD, 24. Februar 2011.
- ⁴Oliver Wyman: The Financial Crisis of 2015 – An avoidable History, State of the Financial Services Industry 2011 Report, Oliver Wyman Studie, 2011.
- ⁵F. Wagner: Auswirkungen von Solvency II (Stand QIS 5) auf die Versicherer, Vortrag auf der DÜVA-Jahresveranstaltung, 8. November 2010.
- ⁶A. Bernert et al: Herausforderung Solvency II, BCG White Papers, Oktober 2010.
- ⁷W. Krämer: Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit, Lazard Asset Management, Standpunkt, August 2010.
- ⁸K. Schwenn: Stimmen für den Wettbewerb, FAZ, 22. März 2009.
- ⁹F.J. Leven: Deutlich weniger Aktienbesitzer in 2010, Deutsches Aktieninstitut, Januar 2011.
- ¹⁰A.S. Kahan: Mind versus Money – The War Between Intellectuals and Capitalism, New Jersey, 2010.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund November 2008

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

Standpunkt März 2009

„Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen“

Hintergrund April 2009

„Warum Unternehmensanleihen jetzt?“

Standpunkt Juli 2009

„Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen“

Hintergrund August 2009

„Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets“

Hintergrund September 2009

„Fokussierung auf das absolute Risiko als Alternative zum Benchmarkdenken – Lazard Equity Managed Volatility“

Standpunkt November 2009

„Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements“

Standpunkt April 2010

„Griechenland 2010 – Ein Kanarienvogel im Minenschacht“

Standpunkt Mai 2010

„Fixed Income Benchmarks im Asset Management - Markt iBbox-Indizes“

Investment Perspektive Juli 2010

„Mega-Trends – Motoren der Weltwirtschaft und der Kapitalmärkte“

Standpunkt August 2010

„Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit“

Hintergrund November 2010

„Rückblick auf das Investmentforum“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29