

Finanzmarktkrise – Herausforderung und Chance

Quintessenz des Referats von Erwin Heri

«Die Finanzkrise als Krise des Gesellschaftsvertrags?»

1. Oktober 2009

Die gegenwärtige Krise geht tiefer als alle zyklischen Finanzkrisen, die die Welt seit den 1980er-Jahren erlebt hat. Trotzdem besteht die Gefahr, dass wenig daraus gelernt wird. Die Krise sei – so Erwin Heri in seinem Referat – vor allem auch eine moralische Krise. Ausgelöst einerseits durch falsche Anreize und andererseits durch blindes Vertrauen in unzulängliche Risikomodelle. Die Defizite seien mit Regulierung nicht aus der Welt zu schaffen, sondern müssten durch mehr Corporate Governance und insbesondere über eine Verstärkung der Verwaltungsräte und der Rolle der Generalversammlung behoben werden. Die anschliessende Diskussion drehte sich denn auch vor allem um die Frage, wie Verwaltungsräte dazu gebracht werden können, ihre Aufgabe effizienter und unabhängiger wahrzunehmen.



Erwin Heri plädierte in seinem Referat für eine Stärkung der Rolle der Verwaltungsräte und der Generalversammlung. Nur so könne sichergestellt werden, dass das Management die Interessen der Aktionäre verfolge und einen angemessenen Umgang mit Risiken entwickle.

Die gegenwärtige Krise sei eine andere, als alle bisherigen, machte Erwin Heri gleich zu Beginn seines Referates seinen Standpunkt klar. Nicht nur, weil die ökonomischen Konsequenzen dieser Krise zum Teil andere seien. Die aktuelle Krise werfe vor allem auch ethisch-moralische Fragen auf: Fragen zur Struktur von Verwaltungsräten und zu Corporate Governance generell. «Diese Fragen erledigen sich durch die Erholung der Konjunktur nicht von selbst – sie sind struktureller Art», sagte Heri. Wegen der möglichen raschen Erholung

drohten sie aber vergessen zu gehen. Er habe wenig Hoffnung, dass Lehren aus der Krise gezogen würden.

Diese vier Elemente charakterisieren laut Heri die aktuelle Krise:

- Staats- und Regulierungsproblematik (war Thema bei Hildebrand am 3.9.2009 und wird Thema sein bei Strahm am 12.11.2009, er ging deshalb nicht weiter darauf ein)
- Kurzfristorientierung und Marktpreispsychose (von Heri geschriebene Artikel zum Thema unter www.erwinheri.ch)

- Versagen der Moral sowie Versagen der Corporate Governance («Principal Agent» / «Moral Hazard»)

- Risiko-Management- und Analyse-Versagen in den Finanzmärkten

In seinen Ausführungen konzentrierte sich Heri auf die beiden letzteren Punkte.

Versagen der Moral und Versagen der Corporate Governance

Bei den Publikumsgesellschaften bestehe ein Stellvertreter-Problem («Principal Agent»-Problematik), sagte Heri. Die Be-

sitzer (Aktionäre) führten den Betrieb nicht selbst, sondern liessen sich durch den Verwaltungsrat (VR) und das Management vertreten. Der Gewinn flosse einerseits an die Besitzer/Aktionäre, andererseits an die Verwaltungsräte und das Management. Werde der Anteil für die zweite Gruppe zu gross, weil die Anreizsysteme falsch seien (Stichwort «Moral Hazard»), werde der Bereich zum Selbstbedienungsladen. «Diese Moralkrise ist nicht trivial», warnte Heri. «Die Einstellung der Mitarbeitenden zum Arbeitgeber ändert sich, wenn sie glauben, das Management bediene sich selber.»

Eine Zeit lang habe man geglaubt, dieses Problem entschärfen zu können, indem Interessen der Besitzer und des Managements mit Anreizstrukturen gleichgestellt würden. Dabei habe man aber vergessen, dass der VR und vor allem die Geschäftsleitung viel mehr Informationen habe als die Besitzer. Das führe dazu, dass der VR das Unternehmen führen könne, ohne dass die Besitzer wirklich Einfluss nehmen können.

Wenn also ein Unternehmen sich beispielsweise die Optimierung des Return on Equity (RoE) zum Ziel setze und dies für das Management bonusrelevant sei, könne das Management auf profitable Art und

Weise beispielsweise Kredite verbrieft und diese «Briefe» Anlegern verkaufen. Damit würde nicht nur das Risiko besser verteilt, auch das Kreditvolumen in der Bilanz sinke. Man brauche weniger Eigenkapital, der RoE steige, der Bonus auch. Das Ziel sei erreicht. Doch wie sehen die neuen Risikostrukturen aus? Heute sei die Erkenntnis, dass das Risiko unterschätzt worden sei, trivial.

Dass ein CEO sich wie geschildert verhalte, sei normal, schliesslich sei er ein Homo Oeconomicus. Das Problem ortete Heri vielmehr bei der Schwäche des VR als Kontrollorgan: «Der VR ist heute eigentlich so etwas wie ein Angestellter des VR-Präsidenten, gewählt von einer Generalversammlung, in der kaum Einfluss genommen werden kann und die die Vorschläge mehr oder weniger nur noch abnicken kann», sagte er. Selbst die grösste Pensionskasse der Schweiz könnte als Aktionärin die Resultate nur dahingehend beeinflussen, dass ein Antrag statt mit 97,6 mit vielleicht 94,5 Prozent angenommen würde. In der Schweiz seien GV schon fast zu Farcen verkommen. Zudem herrsche auch innerhalb vieler VR eine Gruppendynamik, die es kritischen Stimmen schwer mache.

«Wir sollten deshalb dafür sorgen, dass die GV wieder zu einer Versammlung der Aktionäre wird und damit zu einem Organ, das wirklich etwas zu sagen hat.» Das Stichwort dazu sei Corporate Governance, ein möglicher Weg sei eine Revision des Aktienrechts. An Regulierung glaubt er nicht: «Denn vieles hat mit Ethik zu tun, mit Anstand.»

Risiko-Management- und Analyse-Versagen in den Finanzmärkten

Bei der Modellierung von Finanzmarktprozessen stütze man sich auf Erkenntnisse aus Disziplinen wie der Mathematik oder der Physik. «Wir vergessen, dass die Ökonomie eine Sozialwissenschaft ist», sagte Heri. Soziale Systeme unterschieden sich von mathematischen Konstrukten, etwa weil sie durch Feedback lernen können. Immerhin ändere sich dieses Bewusstsein langsam, nicht zuletzt auch durch die Arbeiten von Prof. Bruno S. Frey.

In der langen Frist zeige sich zwar eine durchschnittliche jährliche Rendite an den Aktienmärkten von 6-8 Prozent. Schaut man auf die kurze Frist, sehe man

riesige jährliche Schwankungen zwischen -50 und +65 Prozent. Die Wissenschaft sei sich mittlerweile einig, dass solche Schwankungen nichts mit Fundamentaldaten zu tun hätten, sondern mit einem ausgesprochen effizienten Informationsprozess. «Die kurzfristige Veränderung des Aktienkurses ist nichts anderes, als die kurzfristige Aneinanderreihung von Informationsschocks, die sich sofort im Preis niederschlagen.»

In «normalen» Zeiten führe dies zu Renditen von Aktienkursen, die mit theoretischen Ansätzen aus der Statistik, Mathematik und/oder Physik modelliert werden könnten. Deshalb sässen auch so viele Physiker und Mathematiker in Risikomanagement-Abteilungen. Die Volatilität sehe aus wie im statistischen Lehrbuch, die Ausschläge folgten einer Normalverteilung. Dabei seien für das Risiko-Management aber gerade Ungleichgewichte und das Chaos die relevanten Fragestellungen und nicht die «normalen» Zeiten, die Gleichgewichte.

Wie Heri an Zeitreihen zum SPI und einem Hedge-Fund veranschaulichte, sieht die Realität oft dramatisch anders aus als die Theorie. Die Realität ist voll von «Ausreissern» oder es bilden sich Volatilitäts-Clusters. «Das heisst: Man kann nicht aus der Geschichte lernen, weil man nicht weiss, welche Phase man als Referenz benutzen soll.» Zudem seien die Ausschläge der untersuchten Zeitreihen auch weit grösser, als es die statistische Standardabweichung zulasse. Im Stress-Fall sei die Annahme, dass die Volatilität einer Normalverteilung folge, falsch: «Was wir hier erlebt haben, sollte eigentlich nur einmal in x-tausend Jahren vorkommen und nicht wie in den letzten paar Jahren ein paar Mal.»

Und doch würden diese Ereignisse ignoriert, weil es angenehmer sei, die Welt als geordnet zu betrachten. «Schwarze Schwäne» nennt der Finanzmathematiker und Essayist Nassim Taleb solche Vorkommnisse. Taleb geht allerdings von exogenen Ereignissen aus, also etwa einem Erdbeben in Tokio. «An den Finanzmärkten können «Katastrophen» aber endogen sein, das Resultat spezifischen Verhaltens der Marktteilnehmer wie Herdenverhalten oder zeitliche Abhängigkeiten», sagte Heri und unterscheidet sich hier klar von Taleb.



Erwin W. Heri, geb. 1954, Dr.rer.pol., ist Professor für Finanztheorie an der Universität Basel und Verwaltungsratspräsident der Valartis Gruppe. Er hatte leitende Positionen im Schweizerischen Bankverein, bei den Winterthur Versicherungen und bei der Credit Suisse inne und arbeitete massgeblich an der Anlagepolitik für die berufliche Vorsorge des Bundes (Publica) mit. Er ist Autor von sieben Büchern zum Finanz- und Anlagebereich (u. a. des Bestsellers «Die acht Gebote der Geldanlage») und publiziert regelmässig kritische Artikel zur Finanzwirtschaft.
www.erwinheri.ch

«Wir haben vergessen, dass die Ökonomie eine Sozialwissenschaft ist»

Einer der Hauptgründe solchen Herdenverhaltens sei sogar institutioneller Natur. Beim Crash 2002 seien alle Versicherungen aus den Aktienmärkten ausgestiegen, weil sie von Buchhaltungsvorschriften dazu gezwungen worden seien. Die gleiche Gefahr bestehe heute auch bei Pensionskassen.

Um die Probleme bei der Risiko-Analyse und beim Risiko-Management zu entschärfen, schlägt Heri vor, die statistisch/mathematischen Modelle einzubetten:

- «Risk Histories»: Risikoereignisse und Stressfälle treten in typischen Abfolgen auf. Sie haben statistisch/mathematische Ausprägungen, die von der «Normalität» zu trennen sind.
- Wissensmanagement: Risiken entstehen oft durch mangelhafte Institutionalisierung von Wissen in Organisationen.
- Risiko-Soziotope: Wenn jemand über längere Zeit Erfolg hat («Der Zufall ist eine mächtige Variable an den Finanzmärkten»), wird es schwierig, ihn zu hinterfragen, wie der Fall Madoff zeigt.

Gefordert seien Verwaltungsräte, die ihre Kontrollfunktion ernst nehmen und unangenehme Fragen stellen. Oft warne das Risk-Management den CEO zwar, mit Verweis auf die Strategie der Unternehmung schlage der CEO diese Warnungen aber immer wieder in den Wind. Zudem erreichten entsprechende Warnungen den VR oft nicht oder er getraue sich nicht, bei unangenehmen Themen zu insistieren. «Wir müssen lernen, bei dampfenden Kesseln die Deckel aufzumachen und reinzuschauen oder eben solche risikosoziotopische Feuchtgebiete trocken zu legen.»

Die Diskussion

Die Diskussion drehte sich um die Frage, wie Verwaltungsräte dazu gebracht werden können, ihre Aufgabe wirklich wahrzunehmen. Haftung und Reputationsverlust, das habe der Fall UBS gezeigt, könnte ein Schlüssel sein. Eine ausschliesslich regulatorische Lösung wurde abgelehnt. Es sei besser, kompetente, unabhängige Ver-

waltungsräte zu haben, die die richtigen Fragen stellen als Beamte, die vorschreiben, welche Boni bezahlt werden dürfen.

Ob mehr Wettbewerb um VR-Sitze durch mehr Kandidaten die Lösung sei, blieb umstritten. Zwar wurde die Idee begrüsst. Die Umsetzung sei aber schwierig, wandte ein Anwesender ein, denn die besten Kandidaten würden sich bei Konkurrenz nicht stellen, oder es werde ein Alibi-Kandidat gestellt.

Vorgeschlagen wurde deshalb, dass Aktionärsgruppen ab einer gewissen Stärke Kandidaten aufstellen oder delegieren dürfen. Beim deutschen Aufsichtsrat, der eine solche Regel kenne, werde diese Idee allerdings pervertiert, weil Entscheidungen im kleinen Kreis vorgespurt würden. Die Idee, eine Art Parlament zu kreieren, wurde als diskussionswürdig betrachtet.

Aktionärsdemokratie sei nicht wirklich eine Demokratie, gab ein Teilnehmer zu bedenken. Der Aktionär könne jederzeit verkaufen. Die Vorstellung, dass Aktionäre wie Staatsbürger langfristig denken, sei falsch. Die meisten Aktionäre wollten nur Geld verdienen. Ein anderer Teilnehmer teilte diese Ansicht und erwähnte die hohe Volatilität der Eigentümerstruktur bei einem grossen Schweizer Konzern. Die Einstellung der Aktionäre könne nur geändert werden, wenn es eine Verpflichtung gebe, die Aktie langfristig zu halten.

Es gebe allerdings heute schon Investoren, die Anteile länger hielten, gab ein Teilnehmer zu bedenken: institutionelle Anleger, die nahe am Index investieren. Sie seien – gerade bei Unternehmen, die ein grosses Gewicht im Index haben – langfristig beteiligt und deshalb durchaus gewillt, Einfluss zu nehmen. Sie seien aber zu klein, um etwas bewegen zu können. Auf den Vorschlag eines Teilnehmers, einen «advocatus diaboli» in den VR zu wählen, reagierte ein anderer mit der Aussage, diese gehörten eigentlich jetzt schon in jeden VR.

Die Diskussion um den Begriff Gesellschaftsvertrag zeigte, dass darunter implizite Zusammenarbeitsverträge zwischen spezifischen gesellschaftlichen

Gruppen, z.B. zwischen dem VR und Fließbandarbeitern, verstanden werden. Gemeinsames Vertrauen zwischen sozialen Gruppen sei genauso notwendig wie zwischen den Generationen. Es gehe um den sozialen Frieden, von dem die Schweiz seit Jahrzehnten profitiere. Gewisse Leute hätten diesen impliziten Gesellschaftsvertrag aufgekündigt, etwa, wenn Chefs mit dem Firmenjet nach Rom zum Essen fliegen. Kritisiert wurde in der Diskussion der kurzfristige Fokus der Finanzwirtschaft, er setze der Realwirtschaft falsche Anreize, die bei Investitionen und der Produktentwicklung langfristig denken müsse. Dem wurde beigefügt, die Kurzfristigkeit sei ein grosses Business für die Banken, Revisionsfirmen und die Medien. Ein Teilnehmer warf darauf hin die Idee in den Raum, langfristigeres Denken mit Anreizen zu fördern, etwa steuerpolitischer Art, wie es in Deutschland der Fall ist.

Der Vorschlag, bei Eigenmitteln von Grossbanken einen Puffer von zwischen fünf und zehn Prozent vorzusehen, weil niemand wissen könne, wie viel genau gebraucht würde, wurde nicht weiter diskutiert. Die Banken würden sich natürlich wegen möglicher internationaler Wettbewerbsnachteile dagegen wehren. Hier gab ein Teilnehmer aber zu bedenken, es könne sein, dass viel Eigenkapital und die damit verbundene erhöhte Solidität im internationalen Wettbewerb sogar zum Vorteil gereichen könnte.

Die etwas ketzerische Frage, ob es eine teure Vermögensverwaltung brauche, wenn alles Zufall sei, wurde klar mit Ja beantwortet. Es sei nur auf den ersten Blick trivial, langfristige Renditen zwischen 6-8 Prozent zu sichern.

Dass die Instabilität der Finanzmärkte ein endogenes Phänomen sei, sei keine neue Erkenntnis, wandte ein Teilnehmer ein. Dem wurde hinzugefügt, dass es schon verschiedene Publikationen zum Thema gegeben habe, die aber bislang zu wenig beachtet worden seien. Die traditionellen Ökonomen hätten einiges aufzuholen. Dem schloss sich ein anderer Teilnehmer an, der bedauerte, dass Studierende an den Unversitäten so wenig von Wirtschaftsgeschichte verstehen. Sie würden nicht lernen, dass sich Ökonomen immer wieder irrten und dass die Ökonomie eine an und für sich arme Wissenschaft sei, mit wenig gesichertem Wissen.

MoneyForum – die Diskussionsplattform der Sunflower Foundation

Ähnlich wie das römische Forum möchte auch das MoneyForum ein Markt- und Versammlungsplatz sein, der zum Gedankenaustausch über fachliche und soziale Grenzen hinweg anregt. Fachleute verschiedenster Gebiete sollen dabei miteinander und mit interessierten Bevölkerungskreisen ins Gespräch kommen, um finanz-, wirtschafts- oder gesellschafts-politische Fragen aus unterschiedlichen – durchaus auch kontroversen und unkonventionellen – Perspektiven zu beleuchten.

Das MoneyForum, die politisch neutrale, wirtschaftlich unabhängige Diskussionsplattform der Sunflower Foundation, sieht sich dabei in der Rolle eines Initiators, der dafür besorgt ist, dass sich solche Gespräche in einer offenen, konstruktiven Atmosphäre entwickeln können. Dies mit dem Ziel, Denkblockaden aufzubrechen, Horizonte zu erweitern und die Handlungsfähigkeit der oder des Einzelnen zu stärken.

Die Sunflower Foundation ist eine wirtschaftlich und politisch unabhängige, nicht kommerzielle Organisation, die von Dr. Jürg Conzett, Doktor der Geschichte und Psychologie und lange Jahre im Bankwesen tätig – 1999 ins Leben gerufen wurde. Sunflower ist Trägerin des Zürcher MoneyMuseums, das die abendländische Geld- und Währungsgeschichte von den Anfängen bis ins 19. Jahrhundert dokumentiert.

Zu Sunflower gehört neben dem Museum und dem Forum auch das MoneyLab als Geldlabor, das Informationen über und Erfahrungen mit neuen Finanzprodukten und -dienstleistungen anbietet.

Mit ihren drei Plattformen richtet sich die Sunflower an Fachleute wie Laien. Ihr Ziel dabei ist es, zur vertieften Auseinandersetzung mit Geld anzuregen, emotionale Barrieren gegenüber ökonomischen Themen abzubauen sowie das Wissen über wirtschaftliche und gesellschaftliche Zusammenhänge zu vermehren. Mehr zu den Aktivitäten der Sunflower Foundation finden Sie unter www.sunflower.ch.

Die nächsten Veranstaltungen

Die Veranstaltungen finden in der Bären-gasse 20 statt, jeweils von 18 – 20.30 Uhr (inkl. Apéro riche). Der Eintritt ist frei, die Platzzahl beschränkt.

Anmeldungen bitte direkt an Herr
Jürg Conzett: conzett@sunflower.ch.



12.11.2009

Rudolf Strahm:
«Regulatorische
Konsequenzen der
Finanzmarktkrise»

Die gegenwärtige Finanzmarktkrise ist eine Folge nicht nur von Markt-, sondern auch von Politikversagen. Was die Schweiz betrifft, so sind zum Beispiel die neuen Risikoberechnungen der UBS im Sommer 2004 von der Eidgenössischen Bankenkommision abgesegnet worden. Die grosszügige Interpretation von Basel II hat der UBS erlaubt, ihre Bilanz so aufzublähen, dass sie 2007 mit nur noch 1,6 Prozent Eigenmitteln in die Krise schlitterte. Damit fehlten der Bank die Puffer, um diese Krise aus eigener Kraft zu überstehen. Wie kam diese large, systemgefährdende Praxis des Regulators zustande? Welche regulatorischen Konsequenzen müssen aus dieser Er-

fahrung gezogen werden? Und welche gesetzgeberischen und politischen Vorkehrungen braucht es, damit ein Regulator nicht in eine gefährliche Nähe zu den beaufsichtigten Marktteilnehmern gerät?



21.01.2009

Antoinette Hunziker-
Ebner: «Sinn und
Gewinn in der
Finanzwirtschaft»



11.2.2010

Paschen von Flotow:
«Was würde Georg
Simmel zur heutigen
Krise sagen?»

Bereits stattgefunden haben:

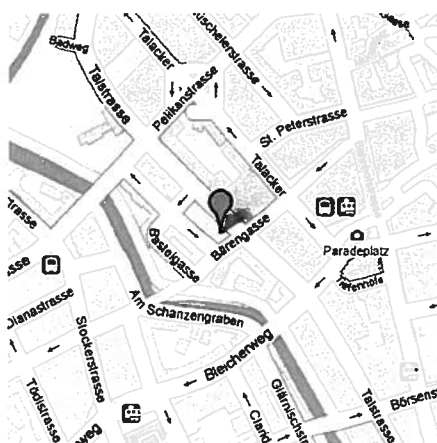
3.9.2009 – Philipp Hildebrand: «Der Um-gang der Nationalbank mit systemischen Krisen»

1.10.2009 – Erwin Heri: «Die Finanzkrise als Krise des Gesellschaftsvertrags?»

Die Zusammenfassungen der ver-gangenen Veranstaltungen können Sie als PDF auf www.money-forum.ch herunterladen.

Kontakt

MoneyForum (Veranstaltungsort)
Bären-gasse 20 (Nähe Paradeplatz)
CH-8001 Zürich



Postanschrift

Sunflower Foundation
MoneyForum
Verena-Conzett-Strasse 7
Postfach 9628, CH-8036 Zürich
Tel. +41 (0)44 242 76 54
Fax. +41 (0)44 242 76 86
E-Mail: info@sunflower.ch
www.sunflower.ch

Das MoneyForum im Internet:
www.money-forum.ch

Konzept/Texte: Alexandra Stark, Sunflower Foundation
© Fotos: MoneyForum: Alexandra Stark
© Fotos Referenten: bei diesen. Gestaltung: Fotoplast AG
© Sunflower Foundation Oktober 2009