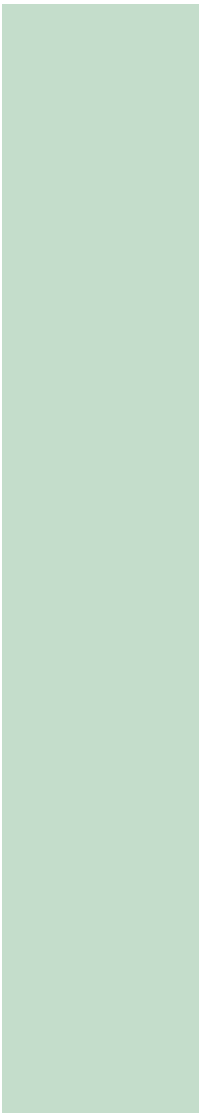




Konsequenzen aus der Finanzmarktkrise Perspektiven der HSG



Responsible Corporate Competitiveness (RoCC)

«Responsible Corporate Competitiveness» ist eine 2008 gegründete Exzellenzinitiative der Universität St.Gallen. An ihr beteiligen sich rund 30 Professoren(innen) und Wissenschaftler(innen) aus verschiedenen Disziplinen und Instituten. Inhaltlich stehen die Herausforderungen einer verantwortungsvollen Führung und Strategie von Unternehmen im Fokus. Konkret stellt sich die Frage nach organisationalen und individuellen Fähigkeiten, die für die Bewältigung von zentralen Spannungsfeldern in diversifizierten Unternehmen erforderlich sind. Wie kann durch die Gruppenebene nachhaltig ein Mehrwert für die einzelnen Geschäfte generiert werden, den diese alleinstehend nicht realisieren können? Zu diesem Zweck werden ausgewählte Themen in Form von Forschungsprojekten, Workshops, Fallstudien, Konferenzen etc. untersucht. Erkenntnisse werden an Wissenschaft, Führungskräfte, Studierende, Medien und die allgemeine Öffentlichkeit weitergegeben. Ziel der Exzellenzinitiative ist es zu einem der führenden Zentren für Corporate Management in Europa zu werden.

Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte:

Prof. Dr. Christoph Lechner
Institut für Betriebswirtschaft, Universität St.Gallen
Dufourstrasse 40a, 9000 St.Gallen, Schweiz
christoph.lechner@unisg.ch
www.rocc.unisg.ch

Responsible Corporate Competitiveness



University of St.Gallen

Zusammenfassung

In dieser Publikation untersuchen Wissenschaftler(innen) der Universität St.Gallen die Ursachen und Konsequenzen der Finanzkrise. Die Themen sind sowohl volks- als auch betriebswirtschaftlicher Natur. Sie beschäftigen sich auf der Makroebene mit Fragen der internationalen Finanzarchitektur, Regulierung, Wirtschaftspolitik, Einlagensicherung, Altersvorsorge sowie der Rolle von Vertrauen in Marktsystemen. Auf der Mikroebene stehen die Herausforderungen für eine verantwortungsvolle Unternehmensführung im Vordergrund. Beiträge thematisieren hier die Konsequenzen für Unternehmenskontrolle, Finanzierung, Risikomanagement, Governance, Rechnungslegung, Datenkomplexität und Nachhaltigkeit.

Unser besonderer Dank gilt Dr. Markus Kreuzer und Dipl.-Kfm. Daniel Albert für ihre ausgezeichnete Unterstützung bei der Erstellung dieser Publikation.

Konsequenzen aus der Finanzmarktkrise

Perspektiven der HSG

Einführung: Ursachen der Krise und offene Themen Christoph Lechner	4
Makroebene	
Konsequenzen für die internationale Finanzarchitektur Simon Evenett	7
Konsequenzen für die Regulierung Peter Nobel	10
Konsequenzen für Wirtschaftspolitik und makroökonomische Ausbildung Manfred Gärtner & Florian Jung	15
Konsequenzen für das Einlagensicherungssystem Manuel Ammann (Artikel 1) Beat Bernet (Artikel 2)	18
Konsequenzen für die Altersvorsorge Monika Bütler	25
Konsequenzen für Wiedergewinnung und nachhaltige Sicherung von Vertrauen Ernst Mohr	28
Mikroebene	
Konsequenzen für den Markt der Unternehmenskontrolle Günter Müller-Stewens	32
Konsequenzen für Unternehmensfinanzierung und Risikomanagement Klaus Spremann	37
Konsequenzen für das Risikomanagement Hato Schmeiser	40
Konsequenzen für die Corporate Governance Martin Hilb	43
Konsequenzen für Rechnungslegung und Revision Peter Leibfried	46
Konsequenzen für IT/Business Alignment und Informationsmanagement Walter Brenner & Robert Winter	49
Konsequenzen für das Nachhaltigkeitsmanagement Thomas Dyllick	52

› **Impressum**

(c) 2009 Universität St.Gallen
Bilder: Universität St.Gallen
Titelbild: www.de.fotalia.com
Gestaltung und Druck: Cavelti AG, Druck und Media, Gossau

Einleitung:

Ursachen der Krise und offene Themen



Prof. Dr. Christoph Lechner

Was wir momentan auf den Finanz- und Realgütermärkten erleben, ist eine Krise, deren Wucht und Geschwindigkeit die meisten von uns überrascht hat. Ihr Ausmass wurde offensichtlich, als alle relevanten Akteure im Laufe der Zeit mehr oder weniger explizit zugaben, das Geschehen nicht mehr im Griff zu haben, und von den Ereignissen überrannt zu werden. Ein solches Eingeständnis, das auch für die Wissenschaft gilt, hat auch sein Gutes. Es zeigt zunächst, dass Demut vor den eigenen Möglichkeiten angesichts einer derart ernsten Situation angebracht ist. Es zeigt ferner, dass einseitige Schuldzuweisungen, hektischer Aktionismus, unverbindliche Sonntagsreden oder dogmatische Glaubensbekenntnisse wenig nützen. Was vonnöten ist, ist bei uns allen ein klarer Kopf, der vorurteilslos analysiert, mit Pragmatismus Lösungsansätze entwickelt, und sie konsequent realisiert.

Beginnen wir mit einer Analyse der Ereignisse. Auch wenn aufgrund der Komplexität der Vorgänge noch nicht alle Details bekannt sind, so sind die groben Zusammenhänge mittlerweile erkennbar. Erstens, federführend in den USA kommt es seit Mitte der 90er Jahre zu einer starken Erhöhung des Kreditvolumens, insbesondere im Immobiliensektor. Dieser Prozess wird durch relativ niedrige Zinsen, ein Aufweichen der Anforderungen für Kreditnehmer und aggressive monetäre Anreiz-Systeme für Vertrieb und Management von Banken begünstigt. Dies heizt die Nachfrage nach Häusern an und treibt kontinuierlich deren Preise in die Höhe. Handwerker, Bauunternehmer, Besitzer von Möbelgeschäften, Bankangestellte, Aktionäre, aber auch die Hausbesitzer profitieren von dieser Entwicklung. Problematisch daran ist, dass Hypotheken in grossem Stil auch an Personen mit geringem Einkommen vergeben werden, die

diese gar nicht hätten bekommen dürfen. Problematisch ist auch, dass sich Hausbesitzer mit höherem Einkommen durch die Wertsteigerung ihrer Häuser vermeintlich reicher fühlen, ihre Sparquote reduzieren und weitere Kredite für den Konsum aufnehmen.

Zweitens, die Hypothekenbanken entfernen die Kredite nun in grossem Stil aus ihren Bilanzen, um ihren Eigenkapitaleinsatz zu optimieren. Sie verkaufen sie an Investmentbanken weiter. Diese bündeln die Kredite auf Basis mathematischer Ausfallwahrscheinlichkeiten in Risikoklassen, besorgen sich gegen Bezahlung eine Bewertung von Ratinggesellschaften, und verkaufen die nun verbrieften Kredite als Wertpapiere gewinnbringend an Investoren aus aller Welt. Dazu zählen z.B. andere Banken, Staatsfonds, Versicherer, Hedge-Fonds, aber auch private Sparer, die nach Anlagemöglichkeiten für ihr Vermögen suchen. Über diesen Mechanismus werden Kredite und Risiken, die mit ihnen verbunden sind, weltweit verteilt. Wer genau welche Risiken trägt, und wichtiger noch, wie diese miteinander vernetzt sind, übersieht niemand mehr.

Drittens, das Ganze geht solange gut, solange die Preise für Immobilien und daran gekoppelte Wertpapiere weiter steigen. Zahlungsausfälle sind selten, denn jeder Hausbesitzer, der sich eine Immobilie nicht mehr leisten kann, verkauft sie mit Gewinn weiter und begleicht seine Schuld. Auch die Finanzwelt verdient hervorragend mit diesen Geschäften und der Eigenhandel der Banken wird zu einer starken Einkommensquelle. Insgesamt gehen in diesen Boomjahren ca. 40% der Gewinne aller Unternehmen weltweit an den Finanzsektor. In 2006 ist der Höhepunkt erreicht und die Preise für Häuser beginnen zuerst langsam, dann immer schneller zu fallen. Die Wertpapiere verlieren an Wert und führen zu einer wachsenden Zahl von Abschreibungen. Viele Banken erkennen zu spät die tödliche Gefahr, die in und ausserhalb ihrer Bilanzen schlummert. Die ersten gehen in Konkurs, und lösen eine weltweite Kettenreaktion aus. Mehr als 300 Hypothekengesellschaften und 20 Banken gehen bislang allein in den USA in die Insolvenz, darunter im Herbst 2008 Lehman Brothers. Global sind bis Anfang 2009 ca. 3000 Milliarden Dollar abzuschreiben.

Viertens, da sich die Banken gegenseitig misstrauen, leihen sie sich in Folge kaum noch Geld. Zu gross ist die

Gefahr eines Konkurses der Gegenpartei. Der Interbankenmarkt trocknet aus. Um das Finanzsystem vor dem Zusammenbruch zu bewahren und die Banken mit Liquidität zu versorgen, pumpen die Notenbanken in wiederholten Aktionen hohe Summen in den Markt. Parallel errichten Staaten umfangreiche Rettungsfonds, unter deren Dach sich in Not geratene Banken flüchten. Wo dies nicht reicht, beteiligen sich Staaten direkt an ihren Banken oder verstaatlichen sie gleich ganz.

Fünftens, aus der Finanzwelt greift die Krise auf die Realgüterwirtschaft über. Der Konsum bricht in den USA ein, und neben den amerikanischen erleiden auch europäische und asiatische Firmen Einbussen auf diesem wichtigen Absatzmarkt. Die globale Automobilindustrie wird als eine der ersten hart getroffen. Ihr folgen Stahl, Chemie, Maschinenbau und weitere Branchen. Da weltweit Umsatz- und Gewinnprognosen nach unten korrigiert werden, stürzen in mehreren Wellen die Aktienmärkte ab und verlieren global ca. 30 000 Mrd. Dollar an Wert. Um den Einbruch der Wirtschaft aufzufangen, und eine Depression zu verhindern, nehmen die Staaten ein zweites Mal viel Geld in die Hand. Für Konjunkturprogramme vereinbaren z.B. die europäischen Staaten eine Summe von ca. 200 Mrd. Euro, China spricht von 700 Mrd. Dollar und die USA kündigen 850 Mrd. Dollar an. In kurzer Zeit ist aus der Finanzkrise eine ausgewachsene Wirtschafts- und Ordnungskrise geworden.

In Folge ihrer Interaktion und Durchmischung kam es zu einem «Cocktail», der anfänglich vielen gut schmeckte, mit dessen Gift wir alle nun jedoch konfrontiert sind.

Diese kurzen Ausführungen, die an jeder Stelle beliebig vertieft werden können, zeigen, dass nicht ein Faktor oder ein Akteur alleine die Krise ausgelöst hat. In Folge ihrer Interaktion und Durchmischung kam es zu einem «Cocktail», der anfänglich vielen gut schmeckte, mit dessen Gift wir alle nun jedoch konfrontiert sind. Eine «Entgiftung» kann daher auch nicht durch einen einzelnen Akteur erfolgen, oder isoliert nur an einem Faktor ansetzen. Ein jeder wird nicht umhinkommen für sich alleine und in Abstimmung mit anderen die nun relevanten Themen zu definieren und zu bearbeiten. Auf der Agenda stehen:

Erstens, wie wollen Banken verhindern, dass sie ihre Anforderungen an Kreditnehmer wieder so stark absenken, wie dies geschehen ist? Sind sie dazu eigenständig in der Lage oder bedarf es expliziter Vorgaben/Prinzipien? Ebenso, wie sind Anreizsysteme anzupassen, so dass sie Chancen und Risiken für den Einzelnen spürbar verbinden – es also nicht nochmals zu der Situation kommt, dass der Einzelne von der Chance profitieren kann, das Risiko jedoch die Bank bzw. der Steuerzahler tragen muss? Und weiter, wie kann erreicht werden, dass in Zukunft der Abstand zwischen der Innovationskraft einer Branche und der Beherrschung der damit verbundenen Risiken nicht wieder so weit auseinander klafft?

Zweitens, wie hoch sind die Renditen, die Investoren und Analysten von Banken nachhaltig erwarten können? Die einst genannte Eigenkapitalrendite von 25% bewegte sich weit über den langjährigen Durchschnitt und war nur durch das Eingehen von (zu) hohen Risiken erreichbar. Erweitert man diese Frage, dann stellt sie sich in verschärfter Form für jeden Anleger und die gesamte Gesellschaft. Was kann man nachhaltig von den Firmen einer Branche als Rendite erwarten? Wo schlägt die ökonomisch sinnvolle Allokation von knappen Mitteln und ihr effizienter Einsatz zur Steigerung von Wohlstand in eine ein-dimensionale Gier nach maximaler Rendite um?

Drittens, wie erkennen Regulatoren (aber auch Staaten, Banken und Investoren) die Vernetzung von Wertpapierrisiken über ihre nationalen Aufsichtsbereiche hinweg? Dies ist einerseits eine Frage der Transparenz, andererseits aber auch eine Frage über die Grenzen des Verbriefungsprinzips. Sollen Banken weiterhin ihre Risiken vollständig an Investoren verkaufen dürfen, oder beschränkt man dies? Sollen sie weiterhin neue, innovative Cocktails mischen dürfen oder legt man hier Regeln fest? Ob Regulatoren in der Zukunft die Bildung neuer Blasen besser als der Markt erkennen werden, ist offen. Kaum eine Branche war international so stark überwacht wie die Bankenindustrie und trotzdem nahm die Krise genau hier ihren Anfang. Eine Überregulierung kann zudem stark wachstumshemmend wirken, womit der Allgemeinheit auch nicht gedient ist.

Viertens, Wissenschaftler können nicht sicher die Zukunft vorhersagen. Jedoch sind auch wir gefordert,

unsere Erkenntnisse auf den Prüfstand zu stellen. Welche Konsequenzen ziehen wir für unsere betriebs- und volkswirtschaftlichen Modelle und Theorien? Wo verändern die Ereignisse unsere Sicht der Dinge zu Regulierung, Einlagensicherung, Altersvorsorge, Unternehmenskontrolle, Finanzierung, Risikomanagement oder Rechnungslegung?

Diese Publikation greift solche Themen auf. Sie enthält Beiträge von Professoren(innen) der Universität St. Gallen, die sich als Mitglieder einer öffentlichen Universität aktiv einbringen wollen. Jeder der nachfolgenden Artikel thematisiert einen wichtigen Aspekt der Finanzkrise aus dem Blickwinkel des jeweiligen Wissenschaftlers. Die Artikel sollen dazu dienen, die Finanzkrise und ihre Konsequenzen zu analysieren, daraus zu lernen, und Vorschläge für Neugestaltungen zu leisten. Max Frisch hat einmal darauf hingewiesen, dass jede Krise ein produktiver Zustand sei – man müsse ihr nur den Beigeschmack der Katastrophe nehmen. In diesem Sinne wollen wir uns mit dieser Publikation, die im Rahmen der Exzellenzinitiative «Responsible Corporate Competitiveness» entstanden ist, verstanden wissen.

› **Prof. Dr. Christoph Lechner**

Lehrstuhl für Strategisches Management &
Direktor des Instituts für Betriebswirtschaft
christoph.lechner@unisg.ch

Konsequenzen für die internationale Finanzarchitektur



Prof. Dr. Simon Evenett

Krisen unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Ursachen und der Strategien, mit denen sie bekämpft werden. Zur Bewältigung der momentanen Finanzkrise werden, wie in der Depression der 1930er Jahre, hauptsächlich nationale Massnahmen ergriffen. Im Gegensatz dazu spielte bei früheren Finanzkrisen, die die verschiedenen Regionen der Weltwirtschaft heimsuchten, die internationale Finanzarchitektur, bestehend aus dem Internationalen Währungsfonds (IWF), der Weltbank, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und den regionalen Entwicklungsbanken, eine viel bedeutendere Rolle. Die wahrscheinlich prominenteste Krise dieser Art war die Finanzkrise in Ostasien, als Thailand im Juli 1997 seinen fixen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar nicht mehr aufrechterhalten konnte. Die Krise breitete sich rasch aus, und viele Entwicklungsländer in Ostasien, wie auch Brasilien, Argentinien, Russland und die Türkei erlitten einschneidende Rezessionen. Folglich stellt sich die Frage, warum die internationalen Finanzorganisationen in der jüngsten Krise keinen bedeutenderen Einfluss haben. Können die Erkenntnisse der 1990er Jahre nicht auf die jetzige Krise angewendet werden?

Obwohl die G7 Finanzminister und die G20 Staatschefs gemeinsame Vereinbarungen zur Lösung der Krise und zur Regulierung der Finanzmärkte lanciert haben, wird ersichtlich, dass die internationale Kooperation von nationalen Initiativen dominiert wird. Es wurden keine neuen Befugnisse und Ressourcen an die internationalen Finanzorganisationen delegiert. Bis im vierten Quartal 2008 einige Entwicklungsländer mittleren Einkommens von den internationalen Kapitalmärkten abgeschnitten wurden, konnte der IWF die Krise lediglich beobachten, und war von den laufenden Beratungen ausgeschlossen. In Europa waren es die Staats- und Regie-

rungschefs, nicht die Europäische Kommission, welche das EU-weite Rettungspaket – so wie es jetzt besteht – beschlossen haben. Ohne zu bezweifeln, dass der bilaterale und multilaterale Dialog eine Rolle spielt, haben die formellen Mechanismen der internationalen Kooperation und der internationalen Finanzarchitektur bisher geringfügigen Einfluss gehabt. Es stellt sich die Frage, inwiefern sich in der internationalen Finanzkooperation seit den 1930er Jahren oder gar seit 1918, dem Ende der letzten Ära der grossen Machtrivalitäten, etwas verändert hat.

Warum sind der IWF und dessen Schwesterorganisationen in die Bewältigung der jetzigen Krise nicht eingeschlossen? Eine einfache Erklärung kann aufgrund der involvierten Geldbeträge gegeben werden. Der IWF hat Ressourcen von ungefähr \$250 Milliarden. Dies entspricht etwas mehr als einem Drittel des \$700 Milliarden schweren Rettungspakets, welches der US Kongress alleine für die amerikanische Wirtschaft verabschiedete. In Anbetracht dessen, dass Zentralbanken das nationale Geldangebot ohne Einschränkungen ausweiten können (obwohl dies langfristig Kosten nach sich ziehen kann), dürfte die Kreditvergabe vom IWF als zeitraubend erscheinen und an Bedingungen gekoppelt sein. Ausserdem ist die Darlehensaufnahme vom IWF mit einem negativen Stigma behaftet. Länder, die versuchen das Vertrauen der Investoren zu stützen, betrachten typischerweise die Nachfrage um finanzielle Unterstützung und Beratung durch den IWF als Anerkennung der Niederlage oder schlimmer, der Inkompetenz. All diese Faktoren tragen dazu bei, dass die Industriestaaten die Unterstützung des IWF nicht suchen, und der IWF aufgrund des ausgebliebenen Antrags nicht agieren kann.

Ohne ein grundsätzliches Überdenken der Prioritäten und Ziele der internationalen Finanzorganisationen liegt eine Reform des jetzigen Systems schlicht und einfach nicht im Interesse der grossen Wirtschaftsmächte.

Die Reputationsfrage spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Es ist zu beachten, dass «Diagnose» und «Heilmit-

tel», welche von den internationalen Finanzinstitutionen für die Finanzkrise in Ostasien vorgeschlagen wurden – gelinde gesagt – kontrovers waren. Der IWF wurde beschuldigt, den Ursprung der finanziellen Panikstimmung nicht richtig identifiziert zu haben. Des Weiteren wurde dem IWF mehrmals vorgeworfen, dass er Reformen für die Schuldnerländer vorgeschlagen hat, welche den westlichen Geschäftsinteressen nachgingen. So bezeichnen zum Beispiel die Koreaner die Finanzkrise 1997 als die «IWF-Krise». Viele ostasiatische Regierungen waren danach fest entschlossen, nie mehr Darlehen vom IWF oder der Weltbank aufzunehmen. Sie haben deshalb während den letzten zehn Jahren Fremdwährungsreserven im Billionen (nicht Milliarden!) Dollarbereich angehäuft, welche als Puffer für künftige finanzielle Turbulenzen dienen sollten. Die Bereitschaft dieser Länder hohe Reserven in US Dollar zu halten, schränkte die Abwertung des US Dollars sowie die notwendigen Anpassungen der amerikanischen Exporteure, Importeure, Konsumenten und Investoren beträchtlich ein.

Den IWF für die Tatsache zu kritisieren, dass er die aktuelle Finanzkrise nicht vorausgesagt hat, ist wahrscheinlich unfair. Schliesslich können nur wenige Experten von sich behaupten den Zeitpunkt, das Ausmass und die Geschwindigkeit der aktuellen Umbrüche in der Finanzwelt exakt vorausgesagt zu haben. Ausserdem können bei der Prophezeiung von solchen dichotomen Ereignissen (Krise findet statt oder nicht) zwei unterschiedliche Fehler auftreten: die nicht korrekte Voraussage, dass die Krise eintritt, wenn das in der Realität nicht der Fall ist und die Falschvorhersage, dass die Krise nicht stattfindet, wenn sie leider trotzdem eintritt. Der erste Fehler ist besonders verheerend, da er eine Kapitalflucht auslösen kann, welche die Finanzkrise überhaupt erst ins Rollen bringt. Die Demut und den Wunsch selbsterfüllende Erwartungen zu verhindern, erklärt zu einem grossen Ausmass die vorsichtige und teilweise sehr diplomatische Art und Weise, mit welcher der IWF die einzelnen Länder über ihre bevorstehenden wirtschaftlichen Risiken aufklärt.

Das ist aber nur ein Teil der Geschichte. Darüber hinaus müssen die institutionellen Rahmenbedingungen des IWF erwähnt werden, welche seine Aktivitäten erheblich einschränken: Der IWF ist nicht dafür konzipiert worden, um den grössten Industriestaaten, wie beispielsweise den USA, Kredite zu verleihen oder wirtschaftliche

Bedingungen aufzuerlegen. Die Entstehungsgeschichte des IWF verdeutlicht diesen Punkt zusätzlich: Die Satzungen für den IWF als auch für die Weltbank wurden an der berühmten Bretton Woods Konferenz 1944 ausgehandelt, wo Grossbritannien und die USA eine dominante Rolle spielten. Die Beauftragten dieser beiden Länder (Lord Keynes für Grossbritannien, Harry Dexter White für die USA) erwarteten für ihre Volkswirtschaften entgegengesetzte wirtschaftliche Entwicklungen nach Beendigung des Zweiten Weltkriegs. Die USA erwarteten für ihr Land eine Fortsetzung des wirtschaftlichen Wachstums, verbunden mit grossen Leistungsbilanzüberschüssen und der dementsprechend geringen Bedürftigkeit für finanzielle IWF Hilfspakete. Folglich vertraten die amerikanischen Offiziellen an der Konferenz die Auffassung, dass die notwendigen Anpassungen wegen makroökonomischer Ungleichgewichte von Ländern mit Defiziten vorgenommen werden sollten. Die Briten waren dagegen entgegengesetzter Meinung. Sie betrachteten den IWF Auflagenkatalog für die Kreditvergabe als Hindernis, um stagnierende Volkswirtschaften mit Hilfe von makroökonomischen Stimuli wie Steuerreduktionen, Erhöhung der Staatsausgaben und Zinsreduktionen wieder in Schwung zu bringen. Letztendlich setzte sich die amerikanische Position durch, welche durch die hohe Stimmzahl der USA (aufgrund ihres Kapitalanteils) gesichert wurde. Dadurch verhinderten die Amerikaner, dass sie jemals in IWF Angelegenheiten überstimmt würden. In der Tat kamen die IWF Kreditaufgaben nur bei «kleineren Volkswirtschaften» zur Anwendung, was die Situation für die USA besonders attraktiv machte, da sie dadurch auf die Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder Einfluss nehmen konnte.

Aus dieser Perspektive betrachtet, und angesichts des Umfangs der benötigten Geldbeträge zur Genesung der amerikanischen Wirtschaft, sollte die begrenzte Rolle des IWF in dieser Finanzkrise nicht verwundern. Weiter sollten Gespräche über die Reform der internationalen Finanzarchitektur nicht zu ernst genommen werden. Ohne ein grundsätzliches Überdenken der Prioritäten und Ziele der internationalen Finanzorganisationen liegt eine Reform des jetzigen Systems schlicht und einfach nicht im Interesse der grossen Wirtschaftsmächte.

Inwiefern kann der IWF in dieser Krise jedoch zu einer Lösung beitragen? Zwei sekundäre, aber doch nützliche Rollen bieten sich an. Erstens kann der IWF jenen

Entwicklungsländern Geld leihen, welche in den letzten Monaten von den globalen Kapitalmärkten abgeschnitten waren. Solche Darlehen sind sinnvoll, da die einzigen Alternativen – nämlich Geld drucken und Protektionismus – für kreditnehmende Regierungen schlechter sind. Dies hat die Krise der 1930er Jahre gezeigt, welche mit verstärkten Handelsrestriktionen verbunden war. Die Rückkehr zu einer handelsoffeneren Weltwirtschaft benötigte damals mehrere Jahrzehnte. Der IWF könnte einen wichtigen Beitrag leisten, wenn er den Regierungen davon abrät, erneut von kompetitiven Währungsabwertungen, erhöhten Importzöllen und Ähnlichem Gebrauch zu machen. Zweitens sollte der IWF Regierungen unterstützen, das beste Umfeld für die von vielen Regierungen geplanten fiskalpolitischen Massnahmen zu schaffen, auch angesichts der Tatsache, dass die Zinsen in vielen Ländern nahe der Nullgrenze sind und nicht weiter gesenkt werden können. Der am 29. Dezember 2008 publizierte Bericht des IWF bezüglich optimaler Fiskalpolitik sollte dabei einen hilfreichen Beitrag leisten. Alles in allem könnten die Beiträge des IWF in der laufenden Krise sogar bescheidener ausfallen als während der Finanzkrise in Ostasien, obwohl es davon abhängen wird, wieviele Länder letztendlich vom IWF Kredit aufnehmen werden. Keine der beiden Initiativen wird jedoch fruchtbaren Boden bieten, um die internationale Finanzarchitektur aufzuwerten. Wenn sich die globale Wirtschaft erholt, wird der IWF für seine beschränkte Rolle in der jetzigen Finanzkrise wenig Ansehen gewinnen. Diese Finanzkrise verdeutlicht ebenfalls, dass die internationale Finanzarchitektur zurzeit durch wenige politische und wirtschaftliche Interessen unterstützt wird.

› **Prof. Dr. Simon Evenett**

Lehrstuhl für internationalen Handel und
wirtschaftliche Entwicklung &
Direktor des Schweizerischen Instituts für
Aussenwirtschaft und Angewandte Wirtschaftsforschung
simon.evenett@unisg.ch

Konsequenzen für die Regulierung



Prof. Dr. Peter Nobel

Ursachenanalyse statt Regulierungswut

Nachher ist man immer gescheiter. So lohnt es sich auch juristisch, zuerst der Genese einer Krise nachzugehen und zu prüfen, was denn schief gelaufen sein könnte. Aus der Geschichte kann man so viel wie aus schief gelaufener Mathematik lernen¹. Eine genügende Anamnese kann nämlich auch verhindern, dass in der Panik zunächst populistisch einfach nach möglichst viel mehr Regulierung gerufen wird.

Spricht man heute von Systemkrise, so heisst das im jetzigen Kontext zunächst, dass man nicht alleine, sondern in (relativ) guter Gesellschaft ist, und dann aber auch, dass die Krise einerseits zu Kettenreaktionen («contagion»), aber auch zu Auswirkungen und Zahlungsschwierigkeiten für die übrige Wirtschaft führen kann. Recht will hier schon länger präventiv wirken: «Law has a role in reducing systemic risk»².

Ferner haben wir mit Krisen von Einzelunternehmen zu rechnen; in der Schweiz ist das Beispiel dafür die UBS und das als komplexes Produkt strukturierte «Hilfspaket»³. Generell können sich einerseits Liquiditätsprobleme ergeben und andererseits solche der Equity, d.h. mit anderen Worten der Solvenz. Regulatorisch gilt hier, dass für die Liquidität an sich vor allem die Zentralbanken und für die Absicherung der Solvenz die prudentielle Aufsichtsbehörde zuständig ist; Aufsichtsrecht ist aus rechtlicher Sicht vor allem Gläubigerschutz. Zum Bankengesetz hat man dafür ein staatliches Dispositiv auch für den Krisenfall geschaffen (Massnahmen bei Insolvenzgefahr und Konkursrecht, Art. 25 ff. BankG). Nicht zu übersehen ist jedoch, dass die Beschaffung von Kapital in erster Linie das Geschäft der Aktionäre ist, zu denen sich aber auch der Staat gesellen kann. Will er je-

doch Staat und Aktionär zugleich sein, taucht er unmittelbar in rechtlich erhebliche Interessenkonflikte.

Ursprünge der Finanzkrise

Den Ursprung der Krise darf man wohl tatsächlich im amerikanischen Hypothekengeschäft sehen, das Alan Greenspan heute «predatory lending» nennt. Er bezeichnet es auch als «serious flaw» seiner Vorstellungen während der Zeit beim FED, dass die Banken die Interessen der Aktionäre umsichtiger wahren würden⁴.

In der Schweiz gingen in den 90er Jahren auch rund CHF 50 Mrd. im Immobiliengeschäft verloren, und sogar mehrere Kantonalkassen mussten daran glauben (so AR, GE, BE, SO). Heute kam aber dazu, dass die Hypotheken dann über eine komplexe «securitisation», also eine wertpapierrechtliche Verbriefung, an den Markt weitergegeben wurden, wobei die Papiere ein hohes Rating erhielten. Bei den Banken verblieben auch grössere Bestände dieser Effekten in den eigenen (Handels-)Büchern. Als viele Schuldner in Verzug gerieten, sanken nicht nur die Werte dieser Papiere und ihre Handelbarkeit, sondern es verbreitete sich auch Misstrauen in die Marktpartner und der Interbank-Kreditmarkt brach zusammen. Die Buchführungsregeln verlangten sodann die Ausweisung von Marktwerten, was in einem nicht (mehr) funktionierenden Markt zu hohem Abschreibungsbedarf führen kann.

Die Zentralbanken könnten damit an Bedeutung zunehmen und zu so etwas wie eine «Central Counter Party» (CCP) werden, damit die Banken das Gegenparteiisiko minimieren können.

Gegenwärtig ist es populär, in den **Boni der Bankorgane und -kader** einen wesentlichen «incentive» zum Risikoappetit zu sehen. Diese Boni mögen auf Händlerstufe und Management eine Rolle gespielt haben, doch dürften sie weit von einer Kausalität für die Krise entfernt sein. Viele rechtliche (Über-)Anstrengungen sind jetzt aber auf dieses Gebiet gerichtet⁵.

Auffallend waren sicherlich das Wachstum der Bilanzsummen der Banken und die relativ geringe Eigenkapitalquote im Verhältnis zu deren Grösse. Der Inter-

national Monetary Fund (f) hat dies dann auch schon im Update zum Financial Sector Assessment Program (FSAP)⁶ für die Schweiz negativ hervorgehoben⁷. Das hat die Institutionen aber nicht bewegt. Eine Krise wurde jedoch eher von den sog. «Highly leveraged institutions» (HLI), wie den Hedge Funds, erwartet. Es erwies sich aber, dass viele Banken selbst ungeheuer «geleveraged» waren.

Das Ganze spielte sich in einer Situation des billigen Geldes ab, dem die Zentralbanken zuschauten und nichts von «Assets Price Bubbles» wissen wollten. Die «irrational exuberance» wurde aber zur «fatal crisis».

De-Regulierung – eine Erfindung

Heute kursiert wiederum das Gerede von der De-Regulierung, die im Finanzsektor stattgefunden habe. Dies ist aber eine reine politische Erfindung. Der Finanzsektor ist seit Jahren hochgradig reguliert und ein stetiger Ausbau ist längst im Gange: «[der] Zustand der Finanzmarktaufsicht: noch mehr Regulierung und kein Ende»⁸. Es hat höchstens so etwas wie eine **Re-Regulierung** stattgefunden, indem auch die Aufsichtsgewichte sich verschoben und entwickelten. Die Überwachungsstandards sind heute auch international harmonisiert. Bemerkenswert ist hier besonders das Gewicht, welches auf die Geldwäschereiabwehr gelegt wurde. Dann waren die Entwicklung und die Einführung von Basel II ein ablenkendes technisches Faszinosum. Viel Energie wurde im Bereich des Wertpapiermarktes auch für die Offenlegung und die Übernahmeregulierung verwendet. Dann war «Allfinanz» die Fata Morgana zur integrierten Finanzmarktaufsicht (FINMAG).

Im Bereich der Grossbanken hat die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) in Durchbrechung des Prinzips der dualistischen Aufsicht Revision-EBK einen eigenen direkten Aufsichtsbereich eingeführt (Grossbankenaufsicht), und die Schweizerische Nationalbank (SNB) wusste von jeher, dass schweizerische Systemrisiken vor allem (vielleicht nur) die beiden Grossbanken waren und sind. Ins revidierte Nationalbankgesetz schrieb man aber bloss, wohl aus politischen Gründen, vor allem die Zahlungsverkehrs- und die Wertpapierabwicklungssysteme als spezifische Systemrisiken (Art. 19 NBG).

Insgesamt ist sicherlich zu sagen, dass die Schweiz die internationalen Anforderungen und Standards erfüll-

te. Dies zeigt gerade auch das Financial Sector Assessment Program des IMF: «Monetary and financial policies in Switzerland are generally highly transparent. The high level of transparency reflects the fact that rules are mostly codified (in legislation and regulations) and thus are on the public record.»⁹

Gewandelter Aufgabenbereich der Zentralbanken

Notenbanken übernehmen Systemverantwortung: Die Zentralbanken haben längst erkannt, dass die sog. Systemrisiken zu ihrem Aufgabenbereich gehören, auch wenn sie diesen Aspekt nie stark hervor streichen wollten. Sie hatten immer Hemmungen vor der Aufgabe des Lender of Last Resort, beschworen das Gespenst des «moral hazard» und wollten darauf präventiv mit «constructive ambiguity» antworten. Intransparenz also. Dies war auch der Grund, dass die Systemverantwortung nur ganz allgemein im NBG Einzug hielt (Art. 5 Abs. 1 lit. e NBG) und daneben nur die Zahlungsverkehrs- und die Wertpapierabwicklungssysteme hervorgehoben wurden (Art. 19 NBG). Auch im Merkblatt zu den Richtlinien der SNB über das geldpolitische Instrumentarium kam die Möglichkeit, allenfalls Wertpapiere minderer Qualität entgegenzunehmen, nur sehr verdeckt zum Ausdruck¹⁰. Systemverantwortung wurde so öffentlich sehr eng verstanden. Das Wort von den Dominoeffekten wurde nicht hinterfragt und man dachte mehr an die Karten und nicht an das Haus. Ein Zusammenbrechen der Märkte lag eigentlich nicht im Kalkül. Man wird auch den Gedanken nicht los, dass die Zentralbanken so etwas wie zwei Ökonomien unterhielten; eine für die Konsumenten mit dem Index und der Inflationskontrolle und die andere für Investoren mit einem Asset Price Bubble sondergleichen, der eine ungeheure Liquidität mit Kreditpyramiden schuf. Ein «Turm zu Bubble», wo die Basis-Hypotheken nicht mehr wussten, was sich in den Lüften strukturierte.

Solidere Basis für die Zusammenarbeit zwischen Notenbank und prudentieller Aufsicht erforderlich:

Die Zusammenarbeit mit der EBK bzw. seit dem 1. Januar 2009 mit der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FINMA) findet im Gesetz nur insoweit Ausdruck, als eine Basis für den Informationsaustausch geschaffen wurde (Art. 21 Abs. 1 NBG). Auf der anderen Seite hat die SNB die Verantwortung für die Liquiditätsüberwachung der Banken weitgehend übernommen. Gemäss

Art. 39 FINMAG richtet sich die Zusammenarbeit der FINMA mit anderen inländischen Behörden nach den Finanzmarktgesetzen, vgl. dazu auch Art. 23^{bis} Abs. 3 und 4 BankG.

Allerdings wurde am 23. Mai 2007 ein Memorandum of Understanding zwischen SNB und EBK besiegelt. Dieses machte aber eher einen hölzernen, bürokratischen Eindruck und riecht in keiner Weise nach «crisis management». Hier ist zu fordern, dass die Zusammenarbeit zwischen SNB und FINMA auf eine wesentlich solide rechtliche Basis gestellt wird. Dies ist auch deshalb wichtig, weil die SNB im UBS-Paket die Verantwortung für die Überwachung des Risikomanagements der Bank tragen soll¹¹. Es ist zu vermuten, dass die Rolle der Zentralbanken überhaupt dominanter wird. Dies dürfte auch in Europa zu vermehrter Nutzung der EZB-Kompetenzen im Überwachungsbereich führen (vgl. Art. 25 EZB-Statut¹² und Art. 8 EU-Gründungsvertrag¹³) – Wer zahlt befehlt?

Zentralbanken als «Central Counter Party»: Der Interbankmarkt ist zusammengebrochen, weil Misstrauen die Situation prägte. Dies hat den Zentralbanken eine grosse Verantwortung auferlegt, die sie bravourös zu meistern suchten. Das Drehen an der Zinsschraube drehte aber unerwartet leer und es ist fraglich, ob die früheren Zeiten zurückkehren. Möglich ist sehr wohl, dass die Banken generell vermehrt Liquidität bei den Zentralbanken anlegen und sich auch verschaffen und weniger bei Partnerbanken. Die Zentralbanken könnten damit an Bedeutung zunehmen und zu so etwas wie eine «Central Counter Party» (CCP) werden, damit die Banken das Gegenparteirisiko minimieren können. Diese Aspekte werden vor allem auch rechtlich zu beobachten sein. Geldmarkt ist bereits Repomarkt und dieser könnte auch Interbankmarkt werden. Dann wird aus Systemsicht aber auch das Clearing im OTC-Bereich auf transparente Plattformen transferiert, die komplexe rechtliche CCP-Strukturen entwickeln werden (Modell: Derivate-Börsen).

Mängel beim Risikomanagement und Gegenmassnahmen

Fehlende Länderrisikolimiten: Insgesamt hat eine grosse Risikokonzentration im amerikanischen Immobiliensektor stattgefunden. Leider hat man aber für die sog. «Heimmärkte» der Grossbanken keine Länder-

risikolimiten praktiziert. Es wäre aber angebracht, nicht nur Risiken bezüglich der einzelnen Schuldner, sondern auch Risiken anderer Kategorien zu überwachen, so auch in Bezug auf die Kreditart und den Sektor. Damit sind die Regeln für das Risikomanagement zu überdenken. Die vermehrt risikoorientierte Ausrichtung hat zwar schon vor der Krise begonnen, aber die Gefahren des «leveraging» zu wenig gesehen. Auch ohne zusätzliche Regulierung wird «deleveraging» ein Schlüsselziel sein.

Organisationsmängel: Die Berichte der UBS bzw. der EBK zur Subprime-Krise zeigen, dass auch erhebliche organisatorische Mängel in Bezug auf das Risikomanagement bestanden¹⁴. Diese können im Rahmen der bestehenden Vorschriften verbessert werden.

Unzureichende Wirkung von Basel I und II: Als die Krise sich entwickelte, galt noch Basel I. Es ist leider aber zutreffend, dass die Basler Arbeiten die Eigenmittelsituation nicht verbessert haben, sondern die Anforderungen herabgesetzt worden sind. Die notwendigen Revisionsarbeiten (in Bezug auf Basel II) wurden aber bereits an die Hand genommen und es ist zu erwarten, dass sich hier verbesserte internationale Standards mit höheren Eigenmittelanforderungen auch bei normalerweise marktgängigen Produkten herausbilden werden. Die Liquiditätsanforderungen werden ebenfalls weiter entwickelt¹⁵. Dann dürfte der Glaube an die Massgeblichkeit von VaR-Modellen abnehmen.

Insuffizienz der Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen: In der Krise wurde auch die Insuffizienz der Eigenmittelanforderungen im Verhältnis zur ganzen Bilanzsumme erkannt. In diesem Bereich hat die EBK bereits gehandelt und die beiden Grossbanken zu **erhöhter Eigenmittelunterlegung** verpflichtet. Eingeführt wurde auch eine **Leverage Ratio** (minimal 3% für Konzerne bzw. minimal 4% für Einzelinstitute)¹⁶. Die Eigenmittelanforderungen werden so verbessert und die Absorptionskraft im Hinblick auf Schocks verstärkt. Dann wurde auch eine Revision der Liquiditätsanforderungen in Gang gesetzt.

Negative Effekte der Offenlegungsvorschriften: Was die Rechnungslegungs- und Publizitätsstandards betrifft, so gilt im Finanzbereich neben den allgemeinen Regeln immer auch ein Teil spezifischer Art (Art. 23 ff. BankV

sowie die Richtlinien der EBK zu den Rechnungslegungsvorschriften [RRV-EBK] vom 14. Dezember 1994).

Die Ansätze, welche auf «fair market value» abstellen, machen natürlich nur dann Sinn, wenn es einen «fair market» in der Tat gibt. Wenn in einem Klima des Misstrauens die Märkte nicht mehr funktionieren und eben keine Preise mehr gestellt werden, ist zu überlegen – und wird auch schon überlegt – ob die Offenlegungsstandards nicht prozyklisch, d.h. hier negativ, wirken.

Mangelhaftes Kapitalmanagement und Preis für Risiko: Die Boni verursachen heisses Blut und es ist durchaus möglich, dass sie falsche Anreize setzten, die den Risikoappetit anheizten. Hier sind Modelle mit längerfristigen Perspektiven zu entwickeln, was bereits im Gang ist. Das Problem waren aber nicht nur die Boni, sondern die Folge davon, dass das Kapitalmanagement ungenügend war. Es konnten Handelspositionen aufgebaut werden, die mit Kapital zu einem falschen Preis versorgt wurden. Bankintern und auch regulatorisch dürften «capital pricing models» einige Zukunft haben. Das kann auch viele sog. Finanz-Innovationen hemmen. Das Risikodenken kehrt aber zurück: «Risiko, nun sichtbares Faktum geworden, wird endlich entschädigt»¹⁷. Entlohnungssysteme werden sodann zum neuen Aufsichtobjekt mit dem Ziel der Orientierung von Boni auf nachhaltige Entwicklungseffekte.

Credit Rating Agencies sind in die Pflicht zu nehmen

Anscheinend spielten die Credit Rating Agencies (CRA) in der Tat eine Rolle, die – gelinde gesagt – dem System eine falsche Sicherheit vermittelten. Es trifft zwar wohl zu, dass sie die schuldenrische Ausfallwahrscheinlichkeit bewerten und bewerteten, und nicht Marktstörungen, doch scheinen sie **nicht interessekonfliktfrei gehandelt** zu haben. Überall ertönt daher jetzt der Ruf nach einer besseren Regulierung der CRAs. Die EU hat schon im November 2008 einen Verordnungsentwurf vorgelegt, welcher eine Registrierung und öffentliche Aufsicht über die CRA postuliert; ausserdem wird ihnen vorgeschrieben, wie mit Interessenkonflikten umzugehen sei, damit Transparenz gewährleistet ist¹⁸. Bereits Mitte 2008 hat die IOSCO ihren Code of Conduct für Rating Agenturen überarbeitet und verlangt von den CRA, dass sie offen legen, wie sie zu ihren Bonitätseinschät-

zungen gelangen¹⁹. Auch das Financial Stability Forum (FSF) fordert eine konsequente Umsetzung des IOSCO-Kodexes sowie Transparenz in Bezug auf Interessenkonflikte²⁰.

Massnahmen zur Krisenbewältigung mit unbestimmten Folgen

Der Bund als UBS-Aktionär?: Es ist aber auch nicht zu verschweigen, dass die Krise Arrangements gezeitigt hat, die nachdenklich stimmen. So ist etwa der Bund de facto Aktionär bei der UBS geworden. Diese lässt er durch die FINMA, aber auch durch die SNB überwachen. Letztere hat ihm aussergewöhnliche Ereignisse unverzüglich mitzuteilen. Solche Informationsvorsprünge sind aus aktien- und kapitalmarktrechtlicher Sicht aber nur schwer zu rechtfertigen.

Offene Haftungsfragen bei den Aufsichtsbehörden:

Ferner ist zu bedenken, dass durch die Krisenarrangements in Sachen UBS die **institutionellen Gewichte verschoben** worden sind. Auch auf internationaler Ebene scheinen die Zentralbanken die wesentlich dominantere Funktion auszuüben als die Finanzmarktaufsichtsbehörden. Dies trifft auch für die Schweiz zu, indem die SNB nicht nur eine grössere Rolle spielt, sondern auch in den Bereichen der EBK bzw. der FINMA, nämlich in der Überwachung des Risk Managements, bei der UBS tätig wird. Fraglich ist, ob die Konsequenzen in Bezug auf die Haftung überlegt worden sind, denn die SNB verfügt nicht über den Haftungskomfort den man der FINMA in Art.19 FINMAG eingeräumt hat (Art.51 NBG).

Grand new design?

Es ist nicht anzunehmen, dass im Aufsichtsrecht das Rad neu erfunden werden kann. Die internationale Kooperation wird aber zunehmen und über Institutionen wie das Financial Stability Forum (FSF) oder den IMF gesteuert werden. Im EU-Bereich dürfte es bei dem bisher gepflegten Nachvollzug internationaler Standards bleiben, allenfalls verfolgt mit mehr Energie.

Die Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen werden ausgebaut werden. «Kredit» dürfte rarer werden und preissensitiver. Eigenmittelkonzepte werden nicht mehr leichthin auf ein kaum überwacht Rating abstellen; die Ratingagenturen werden zusätzlich überwacht werden.

Die Rolle der Zentralbanken wird an Bedeutung wachsen und allenfalls unter dem Titel des «Systemschutzes» wesentliche Überwachungsteile mitgestalten und begleiten, insbesondere im Bereich der grossen Institute und Märkte. Für die Liquiditätsbeschaffung werden die Repomärkte an Bedeutung zulegen und damit die Zentralbanken als CCP, analog zur Rolle der Behördenorganisationen für die Wertpapiermärkte. Angestrebt wird ferner, die grossvolumigen Geschäfte der OTC-Märkte über organisierte Clearing- und Settlement-Institutionen abzuwickeln, um Gegenpartearisiken zu vermindern.

Die staatlichen Beteiligungen werden über kurz oder lang wieder abgebaut werden. Sovereign Wealth Funds werden aber Thema bleiben, das rechtlich mit nationalen Schutznormen (Neo-Protektionismus) und Santiago-Principles²¹ noch nicht erledigt ist.

Alles in allem wird aber die Rückkehr der Märkte zur Normalität der entscheidende Faktor sein, auch rechtlich.

› Prof. Dr. Peter Nobel

Lehrstuhl für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht & Direktor des Instituts für Europarecht
peter.nobel@unig.ch

- › 1) Eine gute Lektüre: Niall Ferguson, *The Ascent of Money – A Financial History of the World*, London 2008.
- › 2) Steven L. Schwarcz, *Systemic risk*, 97 *Georgetown Law Journal* (November 2008) 193 ff., der sich auch um eine juristisch operable Umschreibung des schillernden Systemrisiko-Begriffs bemüht (S. 204).
- › 3) Botschaft zu einem Massnahmenpaket zur Stärkung des schweizerischen Finanzsystems vom 5. November 2008, BBl 2008 8943 ff.
- › 4) Committee on Oversight and Government Reform, *Hearings*, 23. Oktober 2008.
- › 5) Botschaft zur Volksinitiative «gegen die Abzockerei» und zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 5. Dezember 2008, BBl 2009 299 ff.; Hans-Werner Sinn, *Fatal flaw weakens German rescue package*, *Financial Times*, January 5 2009, 7 zur Idee eines cap von EUR 500.000.
- › 6) Switzerland: *Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 02/108, June 2002, www.imf.org
- › 7) Switzerland: *Financial System Stability Assessment Update*, IMF Country Report No. 07/187, June 2007, 11 ff., www.imf.org
- › 8) Daniel Zuberbühler, *Finanzmarktregulierung und kein Ende?*, FS Alain Hirsch, Genf 2004, 9 ff.
- › 9) Switzerland, *Country Report No. 02/108, 2002 (FN 6)*, no. 215.
- › 10) Merkblatt zu den SNB-repofähigen Effekten vom 28. Juni 2007 sowie Richtlinien über das geldpolitische Instrumentarium vom 30. April 2004, Ziff. 2.5, www.snb.ch
- › 11) Botschaft Massnahmenpaket (FN 3), 9000.
- › 12) Protokoll Nr. 18 über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (1992), ABI Nr. C 321 E, 29. Dezember 2006, 56 ff.
- › 13) Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft in der ab dem 1. Januar 2007 geltenden Fassung, www.politische-union.de
- › 14) UBS, *Shareholder Report on UBS's Write-Downs*, 18. April 2008, 37 f., www.ubs.com; EBK-UBS-Subprimebericht vom 30. September 2008, 12 f., www.ebk.admin.ch
- › 15) Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, draft for consultation, Juni 2008 sowie *Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book*, consultative document, Juli 2008, www.bis.org; *Financial Stability Forum, Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7. April 2008, www.fsf.org; *International Monetary Fund, Global Financial Stability Report*, April 2008, www.imf.org; *Senior Supervisors Group, Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence*, 6. März 2008, www.ebk.admin.ch
- › 16) EBK-Medienmitteilung vom 4. Dezember 2008, www.ebk.admin.ch
- › 17) Wegelin, *Anlagekommentar* vom 19. Dezember 2008, 2.
- › 18) Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen vom 12. November 2008, KOM (2008) 704 endg.
- › 19) IOSCO *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, revised May 2008 sowie *Final Report «The role of Credit Rating Agencies in structured Finance Markets»*, May 2008, www.iosco.org
- › 20) *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7. April 2008, 4, www.fsf.org
- › 21) *International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices – «Santiago Principles»*, Oktober 2008, www.iwg-swf.org

Konsequenzen für Wirtschaftspolitik und makroökonomische Ausbildung



Prof. Dr. Manfred Gärtner
Dipl.-Kfm. Florian Jung, M.A.

Aus makroökonomischer Sicht fällt an der Krisenverschärfung der letzten Monate auf:

- › Prognosen von Wirtschaftsforschungsinstituten und einschlägigen Institutionen hinken der tatsächlichen Entwicklung mit fast peinlicher Verzögerung hinterher.
- › Diskussionen um Auswirkungen und Bekämpfungsmöglichkeiten der Krise blenden die in der makroökonomischen Forschung der letzten Jahrzehnte dominierenden Konzepte vollständig aus. Niemand spricht von rationalen Erwartungen, intertemporaler Substitution, von Zins-Regeln oder gar realen Konjunkturzyklen.
- › Stattdessen findet selbst die Krisenanalyse von Nobelpreisträgern auf der Basis von Konzepten statt, die viele schon aus den Lehrbüchern entfernt oder allenfalls als Absurditäten aufgeführt sehen wollten.

Die sich aus diesen Beobachtungen und der sich anbietenden Diagnose ergebenden Konsequenzen für akademische Lehre und wirtschaftspolitische Forschung und Beratung sind einschneidend.

Diagnose und Therapie

Natürlich sind die makroökonomischen Implikationen der als US-Immobilienkrise geborenen globalen Wirtschaftskrise vielschichtig. Eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz hat andere Aspekte zu beachten als ein Wirtschaftsraum wie die EU oder eine grosse Volkswirtschaft wie die USA. Es gibt aber wichtige Gemeinsamkeiten und eine makroökonomische Darstellung der Krise in ihrem Ausgangsland kann sich auf die kreative Nutzung von in weiten Kreisen als angestaubt eingestuften Konzepten aus dem aus der Weltwirtschaftskrise entstandenen Werkzeugkasten von John Maynard Keynes beschränken.

Diagnose

Die umseitige Abbildung zeigt das IS-LM-Modell, das die Nachfrageseite der Wirtschaft auf Gütermarkt (IS) und Geldmarkt (LM) beschränkt. Jede LM-Kurve wird bei einem Zinssatz nahe Null horizontal, da zinstragende Anlagen hier der Haltung von Liquidität unterlegen sind. Auf die Darstellung des horizontalen Segments verzichtet man regelmässig, da sich IS und LM normalerweise im ansteigenden Bereich der LM-Kurve schneiden. Ein durch immer wieder neue Horrornachrichten ausgelöster Vertrauensschwund gegenüber Banken und Unternehmen führte nun 2008 über ein Zusammenspiel aus **Liquiditätsfalle** und **Credit Crunch** zu einem Einbruch der Nachfrage auf breiter Front.

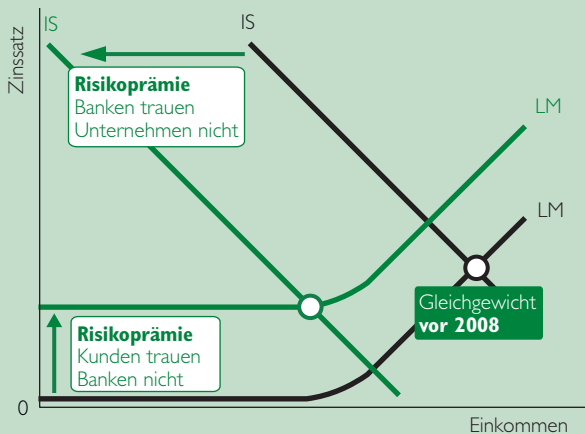
*Um nachhaltig zu sein,
muss expansive Fiskalpolitik auch
von vertrauensbildenden Massnahmen
begleitet werden...*

Die Liquiditätsfalle: In einer Liquiditätsfalle saugt der Markt jede angebotene Liquidität auf, ohne dass dies zu Zinsreaktionen führen würde. Üblicherweise rechnet man mit einer Liquiditätsfalle nur bei gegen Null tendierenden Zinssätzen. Wenn nun aber Haushalte den Banken (bzw. deren Finanzprodukten) nicht mehr trauen und Finanztitel allenfalls gegen eine Risikoprämie von z.B. 5% kaufen, dann verspricht ein Marktzins von 5% einen risikobereinigten Zinssatz von Null. Das bedeutet, dass die LM-Kurve jetzt schon bei einem Zinssatz von 5% horizontal wird. Generell gilt, dass sich die LM-Kurve im Ausmass der verlangten Risikoprämie nach oben verschiebt. Eine Liquiditätsfalle kann dann schon bei deutlich über Null liegenden Zinssätzen entstehen.

*... und damit den Abbau von
exzessiven Risikoprämien und die
Rückkehr zu normalen
Marktbedingungen fördern.*

Credit Crunch: Wenn unklar ist, welche Risiken sich noch in den Bilanzen von Unternehmen verbergen und wer den globalen Wirtschaftsabschwung überleben wird, leihen wiederum Banken das ihnen anvertraute Kapi-

IS-LM-Modell



tal nur noch gegen eine (im Moment offensichtlich sehr hohe) Risikoprämie an Unternehmen aus. Dies wiederum bewirkt eine Verschiebung der IS-Kurve nach links. Bei einem gegebenen Zinssatz werden nun deutlich weniger Kredite an Unternehmen vergeben als früher.

Eine Liquiditätsfalle lässt auch massivste Versuche geldpolitischer Expansion verpuffen, wie beispielsweise die Verdoppelung der monetären Basis in den USA zwischen August und Dezember 2008. Sie verursacht im Zusammenspiel mit einer Linksverschiebung der IS-Kurve durch Credit Crunch und Vermögensvernichtung in den Immobilien- und Aktienmärkten einen massiven Einbruch der aggregierten Nachfrage.

Die Gefahr einer Deflation

In einer Liquiditätsfalle reagiert das Einkommen nicht mehr auf Änderungen der realen Geldmenge. Dies gilt, wenn die Notenbank aktiv die nominale Geldmenge ausdehnt. Es gilt aber auch, wenn die reale Geldmenge wegen sinkender Preise ansteigt. Deswegen entspricht dem horizontalen Segment der LM-Kurve ein vertikales Segment der AD-Kurve, der aggregierten Nachfragekurve (siehe umseitige Abbildung). Im AD-AS-Modell bedeutet der im vorherigen Abschnitt beschriebene Nachfrageausfall eine Linksverschiebung der AD-Kurve. Ist diese Verschiebung sehr ausgeprägt, verliert die AD-Kurve den Kontakt mit AS, der aggregierten Angebotskurve. Es existiert kein Gleichgewicht mehr zwischen Angebot und

Nachfrage. Neben der entstandenen Rezession und damit steigender Arbeitslosigkeit droht eine Abwärtsspirale der Preise, welche Marktkräfte nicht stoppen können. Weil eine solche Deflation die Realzinsen nach oben treibt, verschieben sich IS-Kurve und AD-Kurve noch weiter nach links und die Deflation beschleunigt sich.

Therapie

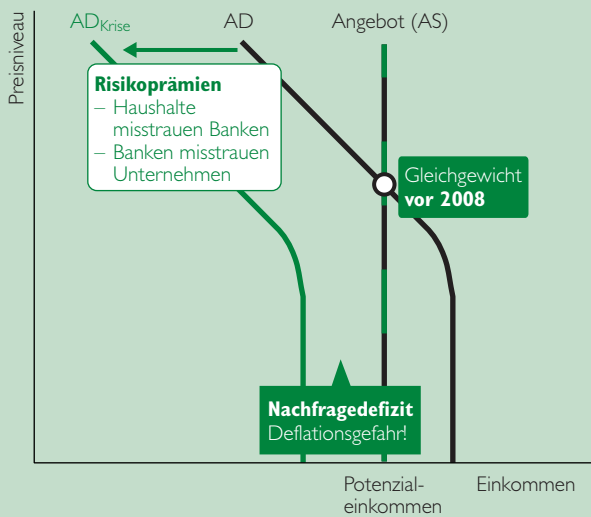
Um die Gefahr einer Deflation schon im Ansatz zu ersticken, muss die Wirtschaftspolitik die AD-Kurve möglichst rasch wieder nach rechts verschieben. Nicht nur etwas, sondern weit genug, um wieder einen Schnittpunkt zwischen AD- und Angebotskurve herzustellen – ein makroökonomisches Gleichgewicht bei dessen Realisierung nun auch der Markt wieder seinen Beitrag leisten kann. Die Faktoren, welche den Nachfragerückgang in erster Linie verursacht haben, spielen auch beim Weg aus der Krise eine Schlüsselrolle. Wenn die Liquiditätsfalle die Geldpolitik daran hindert, die Nachfrage zu stimulieren, dann muss die Regierung die Nachfrage eben direkt anregen, indem sie Geld direkt in die Hände von Haushalten und Unternehmen gibt oder ihre Ausgaben aggressiv ausdehnt. Gibt man Geld direkt an die Haushalte, etwa über Steuererleichterungen oder -rückerstattungen, muss verhindert werden, dass dieses in den Sparstrümpfen der Haushalte verschwindet, wie dies bei George W. Bushs erstem Stimulierungspaket von rund 100 Mrd. Dollar im Frühjahr 2008 passiert ist. Ähnliches gilt, wenn der Staat seine eigenen Ausgaben erhöht und hierbei einen möglichst grossen Multiplikatoreffekt erreichen will. Grosse Multiplikatoren sind dann zu erwarten, wenn Haushalte den durch zusätzliche Staatsausgaben generierten Einkommenschub als nachhaltig einstufen. Durch eine einmalige, vorhersehbar oder angekündigt kurze Konjunkturspritze wird dies kaum zu erreichen sein.

Um nachhaltig zu sein, muss expansive Fiskalpolitik auch von vertrauensbildenden Massnahmen begleitet werden, die Unsicherheit und das zwischen volkswirtschaftlichen Schlüsselakteuren entstandene Misstrauen beseitigen und damit den Abbau von exzessiven Risikoprämien und die Rückkehr zu normalen Marktbedingungen fördern.

Lehren

Für die Wirtschaftspolitik: Diagnose und Therapieerfordernisse rechtfertigen Zweifel am ordnungspoli-

AD-AS-Modell



tischen Kurs der letzten Jahrzehnte. Die Geldpolitik wurde weitgehend dem Primat der Preisstabilität unterworfen, durch Regeln gebunden und etwa im Euroraum der Möglichkeit einer Ausrichtung an nationalen Bedürfnissen beraubt. Gleichzeitig wurde auch der fiskalpolitische Spielraum vor dem Hintergrund eines fast kindlichen Glaubens an die Kräfte des Marktes und einer daraus abgeleiteten Skepsis gegenüber staatlichen Aktivitäten zunehmend enger. Hier wird ein Umdenken einsetzen müssen. Nicht im Sinne einer Rückkehr zu naiven Vorstellungen orthodoxer keynesianischer Feinststeuerung. Aber die Wirtschaftspolitik im Allgemeinen und die Konjunkturpolitik im Besonderen müssen wieder ein breiteres Arsenal an Instrumenten zur Verfügung und auch den Spielraum haben, diese in Extremsituationen rasch einzusetzen.

Rasche Umsetzung setzt wiederum gute, früh warnende Prognosen voraus. Gängige, sich weitgehend auf Schönwetterdaten stützende Prognosemodelle schaffen dies trotz anspruchsvoller statistischer Methoden nicht. Weder internationale noch nationale Institutionen stellen rechtzeitig Krisenszenarien vor, welche die Entwicklung umsetzungsreifer Investitionsprojekte hätten anstossen können. Die nun vorhandene Furcht, überstürzt in unausgereifte Projekte zu investieren oder als Preis des Wartens auf bessere Projekte zu späte Wirkungen zu erzielen, lähmt auch prinzipiell zur Ausgabensteigerung bereite Parteien und Regierungen. Herrschende

Gleichgewichtsmodelle müssen deshalb durch Modelle ersetzt oder ergänzt werden, die Marktversagen und psychologische Phänomene besser abbilden und deren Auswirkungen abschätzen können. Dies definiert auch den Inhalt des Werkzeugkastens moderner, krisenkompetenter Makroökonomien.

Für die makroökonomische Ausbildung: Der Trend der letzten Jahre, für die akademische Lehre eine Makroökonomik ohne LM-Kurve zu propagieren und den Geldmarkt auf eine von der Notenbank verfolgte Zins- oder Inflationsregel zu reduzieren, führt in die falsche Richtung. Die Krise zeigt, dass das Gegenteil notwendig ist. Eine adäquate Behandlung von Liquiditätsfallen, Risikoprämien, marktpsychologischen Effekten oder der Rolle von Finanzinstituten ist nur möglich, wenn das Zusammenspiel von Geldangebot und Geldnachfrage explizit gemacht und die Motive der beteiligten Akteure thematisiert werden. Anstatt mit dem Geldmarkt den letzten Finanzmarkt aus makroökonomischen Lehrbuchmodellen zu entfernen, sollte man sich um ein verfeinertes Verständnis des Finanzsektors bemühen, das zumindest in rudimentärer Form auch Aussagen zur makroökonomischen Bedeutung von Aktien- und Immobilienmärkten erlaubt. Gerade jene Störungen auf den Finanzmärkten, die den Marktmechanismus zum Stottern bringen können und diskretionäre Eingriffe und Kreativität der Wirtschaftspolitik verlangen, dürfen nicht aus dem makroökonomischen Curriculum verschwinden. Studierende, die Makroökonomik nur in Verbindung mit Politikregeln kennen, sind wie Segler, die verstehen, wie der Autopilot ihr Boot steuert, aber nie gelernt haben, mit Wenden, Halsen oder dem Rafften des Segels auf drohende Havarien und aufziehende Stürme zu reagieren.

› **Prof. Dr. Manfred Gärtner**

Lehrstuhl für Wirtschaftstheorie &

Geschäftsführender Direktor der Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie

manfred.gaertner@unisg.ch

› **Dipl.-Kfm. Florian Jung, M.A.**

Wissenschaftlicher Assistent der Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie

florian.jung@unisg.ch

Konsequenzen für das Einlagensicherungssystem

Artikel 1: Welche grundlegenden Reformen sind notwendig?¹



Prof. Dr. Manuel Ammann

Am 5. November 2008 hat der Bundesrat in einer Botschaft dringliche Änderungen in der Einlagensicherung der Schweizer Banken vorgeschlagen. Diese Änderungen sehen keine Systemänderung vor, sondern stellen eine Erhöhung des Einlegerschutzes im bestehenden System dar. In einem zweiten Schritt soll das Einlagensicherungssystem grundsätzlich überprüft werden. Der vorliegende Beitrag schlägt ein neues System vor, welches auf drei Säulen beruht und wesentliche Nachteile des bestehenden Systems beseitigt.

Um die Bankeinleger zu beruhigen, sind in den letzten Monaten in vielen Ländern die Limiten der Einlagensicherungen erhöht worden. So will die EU neu mindestens EUR 50 000 garantieren. Die Schweiz übertrifft diese Grenze mit der vom Bundesrat vorgeschlagenen Limite von CHF 100 000. Bereits liegt aber ein Vorschlag der EU-Kommission vor, die Mindestversicherung in der EU noch weiter auf EUR 100 000 zu erhöhen. Die amerikanische Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) hat ihre Obergrenze vorübergehend von USD 100 000 auf USD 250 000 angehoben. Andere Länder haben vorübergehend sogar unlimitierte staatliche Garantien ausgesprochen. Trotz der internationalen Hektik und der daraus entstehenden kurzfristigen Wettbewerbsverzerrungen sollte sich die Schweiz nicht auf das «Wett-rüsten» einlassen, sondern bei einer weiteren Anpassung des Einlagensicherungssystems die ökonomischen Vor- und Nachteile von solchen Systemen genau abwägen mit dem Ziel eines langfristig ausgewogenen, tragbaren, glaubwürdigen und krisensicheren Systems.

Grundlegende Ziele

Einlagensicherungssysteme verfolgen drei Ziele. Das erste Ziel ist der Schutz der Kleininleger. Diesen soll

nicht zugemutet werden, die Sicherheit ihrer Bank überprüfen und überwachen zu müssen, da sich dies bei kleinen Beträgen nicht lohnt und die Kleininleger möglicherweise auch nicht dazu in der Lage sind. Das zweite Ziel ist der Schutz der Bank vor einem Ansturm auf die Schalter («Bank Run»), wenn sich schlechte Nachrichten über die Bank verbreiten. Ein Bank Run entsteht durch asymmetrische Information. Die Kleininleger sind nur unvollständig informiert über den tatsächlichen Zustand der Bank und reagieren deswegen auf negative Nachrichten und Gerüchte, um ihre Ersparnisse zu schützen.

Es ist allgemein anerkannt, dass auch eine gesunde Bank nicht in der Lage ist, einen ausgewachsenen Bank Run zu überstehen, da eine klassische Bank Liquidität produziert, indem sie sich mit Einlagen finanziert, welche durch die Kunden bei Bedarf rasch abgezogen werden können. Mit dem Geld der Kunden vergibt die Bank Kredite, welche in der Regel illiquide sind. Das Modell funktioniert im Normalfall, weil nicht alle Kunden gleichzeitig einen Bedarf an Liquidität haben. Das dritte Ziel der Einlagensicherung ist der System-schutz. Wenn eine Bank durch einen Bank Run zahlungsunfähig wird, können aufgrund der Vernetzung der Banken untereinander andere Banken ebenfalls in Schwierigkeiten kommen. Zusätzlich besteht die Gefahr, dass die Zahlungsunfähigkeit einer Bank eine Vertrauenskrise auslöst, welche sich in Runs auf andere Banken manifestiert, deren Solvenz nicht über alle Zweifel erhaben ist. Der Zusammenbruch von Lehman Brothers hat genau diese Wirkung entfaltet. Mit der Einlagensicherung wird somit ein öffentliches Gut produziert, welches durch den Staat gewährleistet werden muss.

Nachteile der Einlagensicherung

Einlagensicherungen verursachen aber auch ökonomische Kosten. Besonders akut ist das «Moral Hazard» Problem. So besteht ein Anreiz sowohl für Einleger wie für Banken, höhere Risiken einzugehen, da die Einlagen versichert sind. Einleger können gefahrlos dem höchsten Zins «nachjagen», ohne sich um das Risiko der Bank kümmern zu müssen. Banken können sich leichter und kostengünstiger refinanzieren, ohne dem Markt ihre Solvenz glaubwürdig signalisieren zu müssen. Sie können somit mehr Fremdkapital halten und eine risikoreichere Geschäftsstrategie verfolgen.

Ein weiterer Nachteil sind die direkten Kosten der Einlagensicherung. Je sicherer und grosszügiger das System ausgestaltet ist, desto teurer wird es. Die Kosten fallen in der Form von Versicherungsprämien oder Opportunitätskosten für reserviertes Sicherungskapital an. Überdimensionierte Sicherungssysteme können deshalb eine Last für das Bankensystem darstellen und in Nicht-Krisenzeiten zu einem Wettbewerbsnachteil werden.

Um Fehlanreize und Versicherungskosten zu begrenzen, werden Einlagensicherungssysteme mit einer Obergrenze ausgestattet. Nach dem Vorschlag des Bundesrates sind das CHF 100'000 pro Kunde und pro Bank. Je höher diese Versicherungsgrenze angesetzt wird, desto weiter entfernt man sich von der ursprünglichen Idee der Sicherung der kleinen Einlagen und desto grösser ist die Gefahr von Fehlanreizen. Einer allfälligen weiteren Erhöhung wäre deshalb kritisch zu begegnen, auch wenn aus einer statischen Betrachtung heraus die zusätzlichen Kosten gering erschienen.

Die skizzierte Lösung hat gegenüber der heutigen Lösung den Vorteil, dass sie auf einer risikogerechten Verteilung der Lasten beruht und im Versicherungsfall die notwendige Liquidität im Fonds bereits zur Verfügung steht.

Eine Möglichkeit zur Senkung der Systemkosten ist eine freiwillige Einlagensicherung. In diesen Modellen kann die Bank oder der Kunde der Bank über die Versicherungsdeckung entscheiden. Freiwillige Systeme leiden aber an der Trittbrettfahrer-Problematik. Weil durch die Einlagensicherung ein öffentliches Gut erzeugt wird, von welchem auch die Nichtversicherten in der Form einer höheren Sicherheit der individuellen Bank und des ganzen Systems profitieren, würden die versicherten die nichtversicherten Banken und Kunden subventionieren. Freiwillige Systeme bergen zudem die Gefahr, dass die Versicherungsdurchdringung des Marktes ungenügend ist und somit das System den Bank Run oder die Vertrauenskrise nicht verhindern kann. Mindestens eine

Grundsicherung muss deshalb für alle Banken und alle Kunden obligatorisch sein.

Die internationale Bankenkrise von 2008 wurde nur zu einem geringeren Teil durch die Kleininleger ausgelöst, sondern vielmehr durch die Weigerung der Banken, sich gegenseitig Geld zu leihen. Man könnte in diesem Zusammenhang von einem «Bank Run by Banks» sprechen. Daraus könnte ein Argument abgeleitet werden, dass auch die Einlagen von Banken bei anderen Banken durch die Einlagensicherung geschützt sein sollten. Aufgrund der hohen Beträge im Interbankengeschäft ist ein «Bank Run by Banks» nur mit einer umfassenden Sicherung zu verhindern, welche auch sehr hohe Einlagen einschliesst. Faktisch würde eine entsprechende Sicherung auf eine Versicherung aller Verbindlichkeiten der Bank hinauslaufen, was die Sicherungssysteme überfordern und schwerwiegende Fehlanreize bei den Banken nach sich ziehen würde. Zudem haben die Banken die Möglichkeit, am Interbanken- und Kapitalmarkt auf längerfristige Finanzierungen zurückzugreifen, mit denen das Risiko eines «Bank Run by Banks» wirksam reduziert werden kann. Ein Einschluss von Bankforderungen in das Sicherungssystem erscheint deshalb nicht angezeigt.

Ein neues System mit 3 Säulen

Nachfolgend werden die Grundzüge eines Vorschlags für ein neues Sicherungssystem in der Schweiz beschrieben, welches auf drei Säulen basiert, um die Vor- und Nachteile der verschiedenen Ansätze zu diversifizieren und eine ausgewogene und glaubwürdige Einlagensicherung zu wettbewerbsfähigen Kosten zu ermöglichen. Das vorgeschlagene System kombiniert die bisherige Schweizer Nachschuss-Lösung mit einer Fondslösung und einer Staatsgarantie für Grossrisiken.

Säule 1: Der Sicherungsfonds

Die erste Säule besteht aus einem Fonds, welchen die Banken durch Prämienzahlungen auf ihren versicherten Einlagen äufnen. Tritt ein Versicherungsfall ein, werden die Verluste zuerst aus diesem Fonds ersetzt. Der Versicherungsfall wird von der eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) festgestellt. Der Fonds kann von der Schweizerischen Nationalbank verwaltet und mit einer Liquiditätsgarantie ausgestattet werden, so dass im Bedarfsfall die Gelder des Fonds sofort verfügbar sind.

Entscheidend ist, dass die Prämien risikoabgestuft berechnet werden, damit eine risikoarme Bank nicht gleich viel zahlt wie eine risikoreiche. Dazu muss ein System entwickelt werden, welches die Banken in verschiedene Risikostufen einteilt und die Prämien nach Risikostufe differenziert. Solche Systeme sind bei der FDIC² und dem Bundesverband Deutscher Banken³ im Einsatz. In der Gestaltung eines solchen Systems gilt es, die Komplexität, welche mit einer möglichst perfekten Risikomodellierung einhergeht, gegen Einfachheit und Transparenz abzuwägen.

Bei der Ausstattung des Fonds wird eine Zielhöhe angestrebt. Die Zielhöhe der FDIC beträgt aktuell 1,25 Prozent der versicherten Einlagen⁴. Aufgrund der tieferen historischen Ausfallrate und der weiteren Säulen im System könnte in der Schweiz eine tiefere Zielhöhe anvisiert werden. Eine Zielhöhe von beispielsweise 0,5 Prozent der versicherten Einlagen entspricht zum heutigen Zeitpunkt ungefähr einer Fondsgrösse von CHF 1,8 Mia⁵. Es ist klar, dass der Aufbau eines Fonds in dieser Grössenordnung Zeit braucht, da sonst die Prämienbelastung der Banken zu hoch wird. Die Prämien könnten zweistufig ausgestaltet werden. Solange sich der Fonds unter der Zielhöhe befindet, wird zusätzlich zur regulären Versicherungsprämie eine Aufbauprämie verrechnet. Diese könnte beispielsweise so angesetzt werden, dass der Fonds unter Berücksichtigung des prognostizierten Einlagenwachstums in ein bis zwei Jahrzehnten von null auf die Zielhöhe aufgebaut wird, wenn zwischenzeitlich keine Sicherungsfälle eintreten. Sobald die Zielhöhe erreicht ist, wird nur noch die reguläre Versicherungsprämie fällig. Wenn keine Sicherungsfälle eintreten, kann der Fonds somit weiter wachsen. Forderungen an die Konkursmasse von Banken, für welche Versicherungsleistungen aus dem Fonds geleistet wurden, fallen wieder an den Fonds. Banken, welche neu ins System eintreten, müssen sich auf geeignete Weise an den Aufbaukosten beteiligen, beispielsweise indem sie einige Jahre lang die Aufbauprämie bezahlen, auch wenn der Fonds seine Zielhöhe bereits erreicht hat.

An der konkursrechtlichen Privilegierung der gesicherten Einlagen wird in diesem System festgehalten. Diese Privilegierung trägt dazu bei, dass die Versicherungsprämien sehr tief ausfallen können, weil in den meisten Fällen ein grosser Teil des unmittelbaren Schadens aus der Konkursmasse wieder eingebracht werden kann.

Es ist davon auszugehen, dass die Prämien auch in der Aufbauphase im Durchschnitt deutlich unter einem Promille der versicherten Einlagen betragen werden⁶. Trotzdem muss man sich bewusst sein, dass eine Fondslösung gegenüber der heutigen reinen Nachschusslösung dem Bankensystem insbesondere in der Aufbauphase des Fonds Kosten auferlegt, welche von den Banken und Bankkunden getragen werden müssen.

Kleinere Bankeninsolvenzen können durch einen solchen Fonds nach der Aufbauphase problemlos aufgefangen werden. Da das Geld bereits vorhanden ist, kann der Zugriff auf die versicherten Einlagen im Versicherungsfall ununterbrochen gewährleistet werden. Tritt ein Versicherungsfall ein, bei dem das Fondsvermögen nicht ausreicht, kommt die 2. Säule des Systems zum Einsatz.

Säule 2: Nachschusspflicht der Banken

Falls das Fondsvermögen als erste Säule der Einlagensicherung nicht ausreicht, um einen Schadenfall zu decken, kommt die Nachschusspflicht der Banken zum tragen. Im Unterschied zur heutigen Lösung sollte aber auch diese Nachschusspflicht risikogerecht ausgestaltet werden. Sie könnte beispielsweise im gleichen Verhältnis wie die regulären Versicherungsprämien der ersten Säule festgelegt werden.

Die Fondslösung der ersten Säule ersetzt somit die heute bestehende Nachschusspflicht der Banken nicht, verringert sie aber über die Zeit, je mehr Fondsvermögen aufgebaut wird. Die Systemobergrenze der Nachschusspflicht könnte beispielsweise beim Doppelten der Zielhöhe des Fonds der ersten Säule angesetzt werden. Zum heutigen Zeitpunkt wären das ungefähr CHF 3,6 Mrd. Erreicht der Fonds der ersten Säule seine Zielhöhe, reduziert sich die Nachschusspflicht der Banken um die Hälfte. Erreicht der Fonds die doppelte Zielhöhe, besteht keine Nachschusspflicht mehr.

Die negativen Systemeffekte, welche sich durch einen zusätzlichen Liquiditätsbedarf durch einen Sicherungsfall während einer Bankenkrise ergeben, werden durch den Aufbau des Fonds der ersten Säule deutlich gemildert. Weil bereits ein liquider Fonds zur Verfügung steht, um die Liquiditätsbedürfnisse abzudecken, ist die sofortige Verfügbarkeit der Nachschusszahlungen der Banken zudem nicht mehr gleichermassen kritisch wie im bisherigen System, was die negativen Wirkun-

gen der Nachschusspflicht in der Systemkrise zusätzlich reduziert.

Säule 3: Staatsgarantie

Muss eine Bank geschlossen werden, deren Marktanteil an versicherten Einlagen über der Systemgrenze der zweiten Säule liegt, erreicht die Versicherungssumme eine Grössenordnung, welche nicht mehr durch das Bankensystem aufgefangen werden kann. Soll die Einlagensicherung auch für solche Banken existieren und glaubwürdig sein, gibt es keine andere Lösung, als dass in diesem Fall der Staat die Einlagen garantiert, welche durch die ersten beiden Säulen nicht gedeckt sind. Insbesondere im Fall der beiden Grossbanken gibt es keine Alternative zur subsidiären staatlichen Garantie. Die staatliche Versicherungsdeckung beginnt dort, wo der Deckungsumfang der zweiten Säule aufhört. Für die Versicherung dieser Grossrisiken gebührt dem Staat eine Entschädigung in der Form eines entsprechenden Anteils an den regulären Versicherungsprämien derjenigen Banken, deren Einlagen durch den Staat versichert werden müssen. Dieser Anteil wird deshalb nicht dem Fonds gutgeschrieben, sondern geht direkt an den Bund als Versicherungsgeber.

Wie das Stabilisierungspaket des Bundes für die UBS zeigt, verfügen die Grossbanken bereits jetzt faktisch über eine Staatsgarantie, welche allerdings nicht entschädigt wird, da sie nur implizit gilt. Indem die grossen Banken auf ihren versicherten Einlagen Versicherungsprämien zahlen müssen, wird diese implizite Staatsgarantie zumindest teilweise explizit gemacht und entschädigt, was aus ökonomischer Sicht der gegenwärtigen Situation vorzuziehen ist.

Kantonalbanken mit Staatsgarantie könnten vom System ausgenommen werden, da sie bereits über die Garantie eines Kantons verfügen. Um Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden, sollten sie dem Kanton aber eine vergleichbare Versicherungsprämie entrichten müssen.

Ein ausgewogenes System

Ein System zur Sicherung der Bankeinlagen ist immer ein Kompromiss zwischen hoher Sicherheit und geringen Kosten. Die vorgeschlagene Lösung für die Einlagensicherung beruht deshalb auf drei subsidiär wirkenden Säulen, welche die Vor- und Nachteile der einzelnen Systeme ausgleichen. Die skizzierte Lö-

sung hat gegenüber der heutigen Lösung den Vorteil, dass sie auf einer risikogerechten Verteilung der Lasten beruht und im Sicherungsfall die notwendige Liquidität im Fonds bereits zur Verfügung steht. Sie schliesst zudem grosse Banken in das Sicherungssystem ein, indem Grossrisiken explizit durch den Staat versichert werden. Die vorgeschlagenen Änderungen vermindern Fehlanreize und erhöhen die Glaubwürdigkeit und Krisensicherheit des Systems, ohne dem Bankensystem im internationalen Vergleich überhöhte Kosten aufzubürden.

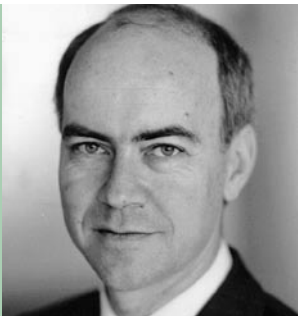
› Prof. Dr. Manuel Ammann

Lehrstuhl für Finance &
Direktor des Schweizerischen Instituts
für Banken und Finanzen
manuel.ammann@unisg.ch

- › 1) Dieser Beitrag ist eine gekürzte Version eines Artikels, welcher in der Zeitschrift «Die Volkswirtschaft» (No. 12, 2008) des eidg. Volkswirtschaftsdepartements erschienen ist.
- › 2) www.fdic.gov/deposit/insurance/assessments/institutions.html
- › 3) Statut des Einlagensicherungsfonds, Bundesverband Deutscher Banken, März 2007.
- › 4) www.fdic.gov/news/board/07doc4nov5.pdf
- › 5) Gemäss Botschaft des Bundesrates betragen die versicherten Einlagen per Ende September 2008 rund CHF 353 Mrd., wenn eine Versicherungsgrenze von CHF 100'000 pro Kunde angesetzt wird.
- › 6) Zum Vergleich: Die Prämien der FDIC betragen je nach Risikoeinstufung der Bank aktuell zwischen 0,05–0,43 Prozent der versicherten Einlagen. Die Prämien des freiwilligen Einlagensicherungsfonds der Deutschen Banken betragen für Banken mit tiefem Risiko 0,03 Prozent der Einlagen, für Banken mit höherem Risiko maximal das Zweieinhalbfache davon.

Konsequenzen für das Einlagensicherungssystem

Artikel 2: Bausteine einer modernen nationalen Einlagensicherung



Prof. Dr. Beat Bernet

Eine der wichtigsten Konsequenzen aus dem bisherigen Verlauf der Finanzkrise ist die Erkenntnis, dass den Aspekten der Liquidität bzw. der Liquiditätssteuerung und Liquiditätssicherung künftig grössere Aufmerksamkeit geschenkt werden muss. Das gilt sowohl für die Sicherung der Stabilität einer einzelnen Bank als auch für die eines ganzen nationalen oder gar internationalen Finanzsystems. Liquiditätsprobleme einer Bank können zwar ganz unterschiedliche Ursachen haben. Letztlich führt aber, wie ein Blick in die Geschichte der Bankkonkurse und Finanzkrisen zeigt, fast immer ein forciertes Rückzug von Bankeinlagen zum Zusammenbruch eines Institutes und in letzter Konsequenz zum Ausbruch einer nationalen oder gar internationalen Bankkrise.

Diese Einsicht hat im abgelaufenen Jahr auch die Institution der Einlagensicherung in vielen Ländern rund um den Globus in den Fokus der politischen, regulatorischen und bankwirtschaftlichen Diskussion gerückt. Die politisch notwendigen, sachlich aber meist wenig fundierten raschen Garantiezusagen vieler Staaten haben den Verantwortlichen aufgezeigt, dass man sich in Europa in den kommenden Monaten intensive mit einer fundamentalen Überarbeitung der bisherigen Einlagenschutzsysteme wird befassen müssen. In den meisten industrialisierten Ländern der OECD (darunter auch die Schweiz und Liechtenstein) sowie in einer Reihe weiterer Staaten sind Arbeitsgruppen am Werk, um binnen kurzer Frist notwendige Überarbeitungen und Anpassungen der entsprechenden Institutionen an die neuen ökonomischen und politischen Rahmenbedingungen vorzunehmen. Auch wenn solche Lösungen weiterhin auf Grund unterschiedlicher regulatorischer, historischer und struktureller Voraussetzungen von Land zu Land verschieden

ausgestaltet werden, zeichnet sich doch ein Konsensus in wesentlichen Grundfragen des Systemdesigns ab.

Ich versuche im Folgenden, diese gemeinsame Basis anhand der wichtigsten zehn Bausteine zu skizzieren, aus denen aus meiner Sicht – unabhängig von individuellen nationalen Gegebenheiten – heute eine moderne Einlagenschutzlösung konzipiert werden sollte.

1. Klare politische Zielsetzung

Der erste Baustein besteht in der Definition einer klaren Zielfunktion für den Einlagenschutz. Einlagenschutzsysteme haben im global verflochtenen Finanzsystem nur noch eine einzige übergeordnete Zielsetzung: Die Sicherung bzw. Unterstützung der Stabilität des Finanzsystems. Gläubigerschutz oder Verhinderung von Bankrunden sind in dieser Zielfunktion Nebenbedingungen bzw. Mittel zum Zweck. Da die Stabilität des Finanzsystems unbestrittenermassen ein öffentliches Gut ist, muss es auch durch den Staat sichergestellt werden. Vom öffentlichen Gut «Finanzsystemstabilität» profitieren Banken, Versicherte wie auch die Volkswirtschaft und letztlich (man denke an die Vorsorgesysteme) die ganze Gesellschaft gleichermassen. Die Schaffung und Ausgestaltung einer effizienten Einlagensicherung ist deshalb jenseits aller marktwirtschaftlichen Ideologie eine Staatsaufgabe.

Auch wenn solche Lösungen weiterhin auf Grund unterschiedlicher regulatorischer, historischer und struktureller Voraussetzungen von Land zu Land verschieden ausgestaltet werden, zeichnet sich doch ein Konsensus in wesentlichen Grundfragen des Systemdesigns ab.

2. Kompetenzregelung

Wenn eine dergestalt geschaffene Einlagenschutzinstitution ihr Ziel erreichen bzw. die damit verbundenen Aufgaben wahrnehmen will, muss sie über entsprechende, auf gesetzlicher Ebene verankerte Kompetenzen verfügen. Diese Kompetenzen beinhalten beispielsweise das Recht, Mitgliedschaften zu definieren, über Finanzie-

rungs- und Beitragsmodelle zu entscheiden, Prämiensätze festzulegen, Informationen zu beschaffen, Sanktionen zu verhängen, Garantien auszusprechen, Bankaktiven zu beschlagnahmen, Zahlungen vorzunehmen, Bridge-Bank-Funktionen zu etablieren etc. Die explizite Spezifikation der Rolle und der damit verbundenen Kompetenzregelung der Einlagenschutzinstitution im Rahmen der Finanzmarktaufsicht ist ein zentraler Baustein einer jeden modernen Lösung.

3. Governance

Damit hängt direkt der dritte Baustein zusammen, die Ausgestaltung der Governance der Institution, zusammen. Eine Einlagenschutzinstitution ist Teil eines umfassenden Netzes zur Sicherung der Finanzmarktstabilität, zu dem in erster Linie auch die Zentralbank und die Aufsichtsbehörden gehören. Wirkungsvoller Gläubigerschutz ist das Ergebnis eines sich gegenseitig ergänzenden regulatorischen Vorsorge- und Auffangnetzes aller mit Finanzmarktstabilität befasster Institutionen. Die Einlagenschutzinstitution muss in enger Kooperation mit den übrigen Aufsichts- und Schutzelementen, aber letztlich doch unabhängig (auch von politischer Einflussnahme) entscheiden und handeln können. Vollständige Unabhängigkeit auch von der versicherten Branche bzw. den Versicherten ist ebenfalls unabdingbar. Nicht speziell zu vertiefen ist hier die zwingende Erfordernis, die Einlagenschutzinstitution in die nationale und internationale Regulierung und Aufsicht einzubinden.

4. Mitgliedschaft

Ein weiterer wichtiger Baustein ist die Bestimmung der zu versichernden Finanzinstitutionen sowie der Versicherten in deren Kundenstamm. Neben den Banken können dabei durchaus auch andere Typen von Finanzinstitutionen in die Überlegungen einbezogen werden. Für Finanzinstitutionen, welche versicherte Positionen in ihrer Bilanz halten, muss die Mitgliedschaft obligatorisch sein. Ebenfalls zwingend ist die Versicherung eines zu definierenden Grundbetrages für private Einleger. Starke Argumente sprechen auch für einen begrenzten Einbezug von KMU bzw. deren Gläubigerpositionen. Als interessante Variante kann in diesem Baustein die freiwillige «Zusatzversicherung» von Beträgen der Einleger, die über die Minimaldeckung hinausgehen, diskutiert werden. Wichtig ist aber auch die Bestimmung der nicht versicherten Kundentypen (wozu beispielsweise institutionelle Gläubiger sowie Bankgläubiger gehören). Durch

eine entsprechende Selektion kann das jedem staatlichen Einlagenschutzsystem inhärente Moral Hazard Risiko reduziert bzw. im Zusammenspiel mit anderen Massnahmen nahezu eliminiert werden.

5. Versicherte Einlagen

In einem nächsten Baustein ist die Versicherungsbasis zu bestimmen. Hier stehen einerseits der Typus, andererseits die Höhe der versicherten Gläubigerpositionen zur Diskussion. Auch hier wieder sind Aspekte der Finanzmarktstabilität zentral: Welche Positionen können zu einem raschen Zusammenbruch des Liquiditätspolsters führen, ohne dass beispielsweise die Zentralbank entsprechende Stützungsmaßnahmen anbieten kann? Zentralbank und Einlagenschutz müssen im Krisenfall komplementär wirken können. Prioritär ist dabei natürlich an Kundendepositen in der Form von Spar- und Kontoeinlagen, aber auch an Kontokorrentkredite (etwa von KMU) zu denken. Aus einer auf Vertrauensschutz ausgerichteten Perspektive muss auch der Einbezug von Vorsorgepositionen diskutiert werden.

Die Wahl der optimalen Deckungshöhe wird ebenfalls durch die übergeordnete Zielsetzung der Stützung der Systemstabilität bestimmt. Sie ist das zentrale Element für die Glaubwürdigkeit der Einlagensicherung und sollte deshalb eher zu hoch als zu niedrig gewählt werden. Beispiele aus vergangenen wie auch aus der aktuellen Finanzkrise zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit eines Bankensturms negativ mit der Höhe der vorhandenen Deckung korreliert ist. Oder anders gesagt: Je grösser die Deckungszusage, desto geringer die Wahrscheinlichkeit der Beanspruchung im Fall einer Systemkrise.

6. Deckungssubstrat

Die anzustrebende Höhe eines Einlagenschutzfonds hängt, neben der versicherten Basis, auch von der Struktur des Bankensystems ab. Je breiter diversifiziert die versicherten Einlagen sind, desto niedriger mag das Deckungssubstrat ausfallen. Klumpenrisiken in der Form grosser Marktanteile einzelner Banken verlangen nach alternativen Lösungsansätzen. Auf eigentliche explizite Staatsgarantien sollte dabei aber wenn immer möglich verzichtet werden. Eine Erfahrung aus der aktuellen Finanzkrise ist, dass die bisherigen Deckungsmargen, die bisher meist zwischen 1% und 2% der versicherten Gläubigerpositionen liegen, wahrscheinlich eher zu tief sind und auf bis zu 3% erhöht werden müssen. Sinn-

voll erscheint zudem, in den Bankbilanzen selbst im Sinn von «virtuellen Captives» und über entsprechend verschärfte Liquiditätsvorschriften für zusätzliches Deckungssubstrat zu sorgen.

7. Finanzierung

Moderne Finanzierungsmodelle basieren heute ausschliesslich auf ex-ante finanzierten Fondslösungen. Die in Europa noch vorhandenen ex-post Lösungen (etwa in der Schweiz, in Italien oder in Liechtenstein) dürfen als Auslaufmodelle bezeichnet werden. Um einen raschen Auf- und Ausbau einer glaubwürdigen Finanzierungsbasis sicherzustellen, sollte dieser Baustein einerseits auf risikobasierten Prämien der Versicherten, andererseits auf durch die Einlagenschutzinstitution emittierten und durch die Versicherten zu zeichnenden Pflichtanleihen beruhen. Die Ausgestaltung der entsprechenden Finanzierungslösung eröffnet wiederum zahlreiche interessante Optionen.

8. Prämienberechnung

Prämien müssen risikobasiert und damit institutspezifisch differenziert ausgestaltet werden, wie dies heute schon in zahlreichen Ländern der Fall ist. Das dabei eingesetzte Risikobewertungsmodell soll sowohl strukturelle Aspekte (Systemrisiken) wie auch die individuelle Risikoexposition der Versicherten in die Kalkulation einbeziehen. Auch dieser Baustein kann in seiner konkreten Ausgestaltung gut auf landesspezifische Rahmenbedingungen ausgerichtet werden.

9. Kommunikation

Einer der wichtigsten Bausteine ist die Kommunikation. Einlagenschutzsysteme mit einer klar auf Unterstützung der Systemstabilität ausgerichteten Zielsetzung werden geschaffen, damit sie möglichst nicht zum Einsatz kommen. Sie müssen in ihrer Architektur, ihrer Funktionsweise und ihrer Organisation einfach und für Einleger, Versicherte und Politiker gut verständlich und kommunizierbar sein. Eine entsprechende permanente und institutionalisierte Kommunikation gehört zu den zentralen Aufgaben der Führungsverantwortlichen der Einlagenschutzinstitution.

10. Kooperation

Und schliesslich ist auch die Kooperation der Einlagenschutzinstitution einerseits mit anderen nationalen, der Sicherung der Finanzmarktstabilität verpflichteten Ins-

titutionen, aber auch mit entsprechend mandatierten internationalen Institutionen bereits im Rahmen des institutionellen Designs festzulegen. Im Krisenfall kommt der Standardisierung von koordinierten Informations-, Entscheidungs- und Umsetzungsprozessen eine entscheidende Bedeutung zu.

Die bisherigen Erfahrungen der noch immer andauernden Finanzkrise deuten erfreulicherweise auf die Weiterentwicklung bestehender nationaler Einlagenschutzsysteme in Richtung einer auf diesen Bausteinen basierenden Architektur hin. Diese sich verbreiternde gemeinsame Basis in der Architektur der Systeme könnte in einer fernerer Zukunft auch die Grundlage für eine mehrere Länder umfassende oder gar paneuropäische Lösung sein. Ein solches umfassendes, nach einheitlichen Prinzipien ausgestaltetes Einlagenschutzsystem könnte eine der (wenigen) positiven Konsequenzen aus der andauernden Finanzkrise sein.

› Prof. Dr. Beat Bernet

Lehrstuhl für Banking &

Direktor am Schweizerischen Institut

für Banken und Finanzen

beat.bernet@unisg.ch

Konsequenzen für die Altersvorsorge



Prof. Dr. Monika Büttler

Finanzkrise verstärkt demographische Krise

Die Finanzkrise trifft die Altersvorsorge mitten im demographischen Wandel. Laufende Reformen streben eine effizientere und Anreiz-gerechtere Finanzierung der Renten an. Sie umfassen die Stärkung der kapitalgedeckten zweiten Säule, Privatisierungen teilweise auch im Bereiche der Existenzsicherung, mehr individuelle Wahlmöglichkeiten und eine verstärkte Risikopartizipation der Individuen.

Die Finanzkrise hat gerade der kapitalgedeckten Alterssicherung arg zugesetzt. In vielen Ländern ist die grosse Mehrheit der Bevölkerung von den Turbulenzen auf den Kapitalmärkten über ihre Pensionskasse direkt betroffen. Auch diejenigen, die privat keine Aktien besitzen oder besaßen. So verloren weltweit die Pensionskassen innerhalb eines Jahres 10 bis 30% ihrer Aktiven mit entsprechenden Folgen für den Deckungsgrad.

Besonders schlimm traf es Versicherte in individualisierten Plänen. Während ältere Versicherte in der Schweiz und den Niederlanden in kollektiv organisierten Systemen kaum Auswirkungen verspüren, haben viele Menschen mit individuellen Konten (wie in vielen Ländern üblich, so in den USA, Chile und Australien) ein deutlich tieferes Alterskapital zur Verfügung als im Jahre zuvor. Dies bedeutet im Extremfall eine bis zu 30% tiefere Rente.

Doch auch die erste Säule der Altersvorsorge ist von der Krise betroffen: Der rezessionsbedingte Rückgang der Beiträge der Werktätigen senkt die Einnahmen dieser Systeme deutlich. Und sie werden verstärkt die Existenz derjenigen sichern müssen, die durch die Finanzkrise ihre private Vorsorge schwinden sahen. Dieses

Phänomen ist ein bekanntes, wenn auch vergessenes: In vielen Ländern ist die umlagefinanzierte Alterssicherung selber ein Kind einer Krise: Die US Social Security wurde 1935 von Franklin D. Roosevelt als Teil des New Deal eingeführt, die Schweizerische AHV einige Jahre später ebenfalls noch im Nachhall der Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre und des darauf folgenden Zweiten Weltkrieges.

Die aktuelle Krise zeigt, dass das Investitionsrisiko in der Altersvorsorge bedeutend ist. Das spricht nicht *per se* gegen eine Kapitaldeckung. Aber möglicherweise gegen eine zu starke Übertragung der Risiken auf die Individuen. Die Lehren aus der Krise betreffen denn auch primär die optimale Risikoteilung zwischen Individuen und Kollektiv einerseits und eine kluge Regulierung der privaten und kollektiv organisierten Systeme der Altersvorsorge andererseits.

Die Altersvorsorge als Versicherung

Wie Krankheit und Arbeitslosigkeit gehört das Alter zu den grossen Lebensrisiken. Ein langes Leben kann dazu führen, dass die Mittel vor dem Tod ausgehen, ein kurzes zu einer mangelnden Absicherung der Hinterbliebenen. Und in beiden Fällen können Investitionsrisiken beim Alterskapital beträchtlich sein. Wie bei Krankheit und Arbeitslosigkeit sind die individuellen Risiken deutlich höher als die aggregierten. Ein klassischer Fall für eine Versicherung.

Die aktuelle Krise zeigt, dass das Investitionsrisiko in der Altersvorsorge bedeutend ist. Das spricht nicht per se gegen eine Kapitaldeckung. Aber möglicherweise gegen eine zu starke Übertragung der Risiken auf die Individuen.

Private Versicherungslösungen versagen auch bei der finanziellen Absicherung des Alters teilweise. Asymmetrische Informationen und unterschiedliche Risikotypen erschweren eine Versicherung; oft gerade für diejenigen, die sie am meisten bräuchten. Versicherungen kämpfen mit von ihnen ausgelösten Verhaltensanpassungen. Nicht zuletzt erzeugt das faktische (und oft in der Verfassung

verankerte) Grundrecht auf Existenz einen Anreiz, sich gegen Lebensrisiken nicht privat abzusichern.

Für die Altersvorsorge kommen zwei weitere Problemkreise hinzu. Sie rühren vom langen Zeithorizont (mehrere Jahrzehnte), der für eine optimale Versicherung benötigt wird.

1. Nicht alle Risiken handelbar

Zu den nicht oder schlecht handelbaren Risiken gehören makroökonomische Risiken und andere systemische Risiken wie die Lebenserwartung oder Finanzkrisen, wie wir sie jetzt erleben. Solche Risiken lassen sich nur durch eine Versicherung zwischen den Generationen decken.

2. Nicht alle Menschen verhalten sich optimal

Eine umfangreiche Literatur zeigt, dass bei der Alterssicherung deutliche Verhaltensanomalien auftreten. Die Menschen sparen freiwillig zu wenig fürs Alter und versichern ihre Risiken nicht oder ungenügend. Sie diversifizieren schlecht. Sie tun, was andere tun oder was der Arbeitgeber als Standard empfiehlt – auch wenn dies oft nicht optimal ist.

Das Zusammenspiel dieser Faktoren führt dazu, dass der Staat bei der Altersvorsorge eine wichtige Rolle spielt. Gerade die sehr unterschiedlichen Erfahrungen in verschiedenen Ländern in der Krise zeigen auf, wo sich Lehren ziehen lassen.

Lehre 1: Stabile Sicherung der Existenz

Im November 2008 verstaatlichte Argentinien die privaten Pensionskassen, welche durch die Finanzkrise beinahe die Hälfte ihres Vermögens verloren. Obwohl die offizielle Begründung, damit die Ersparnisse von Rentnern und Arbeitern zu schützen, teilweise ein Vorwand sein dürfte, zeigt der Schritt auch, wie wichtig die Existenzsicherung im Alter ist – und wie sehr diese gerade in einer Krise politische Unterstützung findet.

Ein effizientes und schlankes Umlageverfahren eignet sich aus zwei Gründen besser für die Existenzsicherung als eine kapitalgedeckte Vorsorge. Erstens kann es die zur Sicherung **Aller** notwendige Umverteilung zu Gunsten der Armen und der Familien gewährleisten. Zweitens ist das Umlageverfahren eher im Stande, die Individuen auch in schwierigen Zeiten wirksam gegen

die finanziellen Folgen des Alters zu schützen und ihnen keine grösseren Risiken zu übertragen. Dies allerdings nur, wenn es sich wirklich auf die Existenzsicherung beschränkt und sich nicht durch zu grosszügige Leistungen selber gefährdet.

Ohne Umlageverfahren in irgendeiner Form kommen auch Länder nicht aus, in denen die erste Säule nicht existiert oder sehr schwach ist, wie Australien oder Chile. Solange der Staat die alten Menschen nicht verhungern lassen will, werden bedarfsorientierte und steuerfinanzierte Leistungen in die Lücke springen müssen. Die krisenbedingten Vermögenseinbrüche werden diesen Ländern aussergewöhnlich hohe Zusatzaufgaben bescheren. Und dies in ohnehin schwierigen Zeiten.

Lehre 2: Bessere Risikoteilung zwischen den Generationen

Im Zuge der Reformen wurden vielerorts Leistungsprimat durch reine Beitragsprimat ersetzt. Dies machte die Versicherten in den Pensionskassen auf mindestens drei Arten von makroökonomischen Veränderungen abhängig: Erstens durch den Wert des Portfolios zum Zeitpunkt des Altersrücktritts. Zweitens durch den zur Pensionierung geltenden Umwandlungssatz, der neben der Lebenserwartung entscheidend von den Zinsen abhängt. Drittens durch die Inflation, welche eine Rente schleichend entwerten kann. Diese Risiken lassen sich individuell schlecht, kollektiv aber relativ gut absichern, wie die Beispiele Niederlande und Schweiz zeigen.

Die Krise lässt vermuten, dass ein reines Beitragsprimat den Individuen ein zu hohes Risiko aufbürdet – zu einer Zeit, in der andere Einkommensmöglichkeiten ebenfalls rarer werden. Als Alternative zum (zu Recht abgelösten) reinen Leistungsprimat bietet sich beispielsweise das in der Schweiz übliche Beitragsprimat mit Leistungsziel an. Dabei ist die Rente proportional zu den einbezahlten Beiträgen. Durch geeignete Regulierungen in der Mindestverzinsung und dem Umwandlungssatz ist die Rentenhöhe verstetigt und die Individuen werden vor makroökonomischen Risiken grösstenteils geschützt.

Eine solche Lösung ist gleichbedeutend mit einer Versicherung zwischen den Generationen. Sie kann durch kollektiv organisierte Systeme deutlich besser gewährleistet werden als durch individualisierte. Allerdings hat die Krise auch gezeigt, dass das systemische Risiko

einer solchen intergenerativen Risikoteilung möglicherweise unterschätzt wurde und die risikolosen Leistungen zu hoch waren. Die Regulierung hat dies in künftigen Anpassungen der Leistungskomponenten und der Reservehaltung zu berücksichtigen.

Lehre 3: Wahlmöglichkeiten mit Leitplanken

Privatisierungen in der Altersvorsorge brachten den Individuen mehr Wahlmöglichkeiten. Nicht alle erweisen sich nun als klug. So verleiteten hohe Renditen auf den Kapitalmärkten zu einem Verzicht auf die Verrentung des Alterskapitals oder zu Investitionen in zu riskante Produkte. Falsche Entscheidungen haben auch Auswirkungen auf den Staat. Durch die faktische Existenzsicherung führen die nicht optimalen Entscheidungen der Individuen in der privatisierten Vorsorge nun zu einer teilweisen Sozialisierung der durch sie verursachten Kosten.

Die Hoffnung, dass mit geeigneter Ausbildung der Versicherten die Fähigkeit zu einer rationalen Wahl von Investitionen und Auszahlungsmodi führt, hat sich als trügerisch erwiesen. Studien zeigen praktisch ausnahmslos, dass die Wirkung von Informationen und Transparenz beinahe gleich null ist. Wirksam sind hingegen geeignete Standardoptionen und die Einfachheit der Entscheidungen.

Wahlmöglichkeiten müssten dort eingeschränkt werden, wo sie die Existenzsicherung bedrohen (z.B. beim Kapitalbezug). Geeignete Standardoptionen sollten dort zum Tragen kommen, wo mit eingeschränkter Rationalität der Versicherten gerechnet werden muss (z.B. bei Investitionsentscheidungen). Gut gewählte Standardoptionen reduzieren die Risikoexposition der Mehrheit der Versicherten, erhöhen die Planungssicherheit für den Staat als Rückversicherer, schränken aber die gut informierten und erfahrenen Individuen in ihrer Wahl nicht ein.

Globale und lokale Krisen haben in den letzten Jahrzehnten immer wieder aufgezeigt, wie wichtig eine kluge Organisation der Altersvorsorge ist. Möglicherweise haben sich die Regierungen auf Druck der demographischen Veränderungen und im Lichte der rosigen Perspektiven auf den Märkten verleiten lassen, den Individuen zu viel Risiko aufzubürden. Es ist zu hoffen, dass die Altersvorsorge wieder primär als Versicherung

und nicht als reine Investitionsentscheidung wahrgenommen und entsprechend reguliert wird.

Eine Versicherung zwischen und innerhalb der Generationen funktioniert allerdings nur dann, wenn die Systeme langfristig nachhaltig aufgestellt und finanziert werden. Daran hat auch die Krise nichts geändert.

› Prof. Dr. Monika Bütler

Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik &

Geschäftsführende Direktorin des Schweizerischen

Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung

monika.buetler@unisg.ch

Konsequenzen für Wiedergewinnung und nachhaltige Sicherung von Vertrauen



Prof. Ph.D. Ernst Mohr

«Vertrauenskrise», «verspieltes Grundvertrauen», dessen «Wiedergewinnung» als Voraussetzung für wieder bessere oder grundlegend andere Zeiten! Kaum ein Begriff wurde und wird in der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise häufiger bemüht als der Begriff **Vertrauen**. Hände ringende Banker, Haare raufende Börsianer, Moral predigende Politiker, ratlose Analysten und aufgebrauchte Bürger verwenden ihn gleichermassen. Was bedeutet aber **Vertrauen** und welche Rolle spielt es beim Entstehen und Platzen von spekulativen Blasen und deren Überschwappen auf die Realwirtschaft und wie lässt es sich wiedergewinnen?

Vertrauen kein gewöhnliches ökonomisches Gut

Gemäss einer derzeit weit verbreiteten Überzeugung habe der Markt das wertvollste ökonomische Gut zerstört, nämlich das Vertrauen. Aber was für ein Gut ist Vertrauen? Güter fallen nicht vom Himmel. Ein Auto z.B. wird hergestellt, die öffentliche Ordnung mit Steuergeldern gewährleistet und die Natur als Erbe von den Vorfahren übernommen.

Vertrauen wird hingegen **geschenkt** – von Mensch zu Mensch. Erwidere ich es, dann ist unser gegenseitiges Vertrauen unser gemeinsames privates Gut, wie ein Auto, das uns beiden gehört. Fahre ich es an die Wand, sind wir beide ärmer. Vertrauen als privates Gut ist wertvoll, weil wir dann auf teure Sicherungsmassnahmen wie z.B. dicke Verträge verzichten können.

Die durch das Platzen der Finanzblase ausgelöste Vertrauenskrise ist jedoch anderer Natur. Hier wurde kein privates, sondern ein kollektives Gut zerstört. Vertrauen wird nur dann zu einem kollektiven Gut, wenn

wir als Einzelne das uns geschenkte Vertrauen nicht (nur) gegenseitig erwidern, sondern als Gabe an Dritte weiter geben und so zu dessen Verbreitung beitragen. Vertrauen entsteht also durch einen an sich ganz unökonomischen Akt von Leistung ohne Gegenleistung. Das gilt für Menschen genauso wie für Unternehmen.

Bank A schenkt Bank B Vertrauen, dadurch dass sie ihr einen Interbankencredit gewährt. Bank B schenkt es weiter an Bank C durch eben einen solchen Kredit, von welcher Bank A als Gabe das Vertrauen geschenkt erhält, sich bei ihr Geld borgen zu können. Am Ende sind viele einbezogen, Banken ebenso wie Sparer, Vertrauen wird so zum kollektiven Gut, zum System, ohne dass wir noch wüssten, wie es entstanden ist. Banker wissen es nicht mehr und die Sparer schon gar nicht.

Wird Vertrauen zerstört, stirbt angesichts seiner Entstehung zumindest etwas Seltenes. Leider war das durch die Finanzkrise zerstörte Vertrauen zudem wertvoll. Vertrauen als kollektives Gut wirkt wie eine Konvention. Wie die Konvention, sich im öffentlichen Verkehr rechts zu halten, ohne jedes Mal zu prüfen, ob das andere bereits tun, lautete bis zum Ausbruch der Krise die Konvention: traue deiner Bank – und als Bank: traue den anderen Banken. Der ökonomische Wert von Konventionen liegt darin, dass richtig ist, was alle tun, alleine weil alle dasselbe tun, ohne ihr Verhalten ständig auf Vorteilhaftigkeit zu überprüfen. Auf dem Trottoir immer rechts aneinander vorbeizusteuern, spart Zeit, vertrauensvoll miteinander Geschäfte zu tätigen, spart viel Zeit und viel Geld. Das ist die Vertrauensdividende in der Gesellschaft. Der in vielen Ländern verstärkte staatliche Einlegerschutz und das dadurch in Kauf zu nehmende **Moral Hazard** bei Banken und Einlegern sind Bestandteile dieser verlorenen Vertrauensdividende.

Vertrauen in der Krise: Wirtschaftspolitische Grunddilemmata

In der Krise wird die Vertrauensfrage gestellt und dadurch das System zumindest einem Härte-test unterzogen: Weiter vertrauen oder nicht, das ist in der Krise das Dilemma. Sparer haben ihr Dilemma (zum Glück bisher) anders gelöst als Banken unter einander. Zumindest ist (bisher) keine Bank untergegangen, **weil** Kunden einen «Run» auf ihre Guthaben veranstaltet haben. Die Wirtschaftspolitik, Bankenaufsicht und die Zentralbanken als **Lender of last Resort**, sind aber im Hinblick auf

die Wiedergewinnung von Vertrauen als System ebenfalls mit Grunddilemmata konfrontiert.

Vertrauen entsteht also durch einen an sich ganz unökonomischen Akt von Leistung ohne Gegenleistung. Das gilt für Menschen genauso wie für Unternehmen.

Dilemma 1 (Lender of last Resort): Zentralbanken müssen bereit stehen, Banken aus solchen Liquiditätsfallen zu helfen, welche alleine aus Herdentrieb entstehen. Teil- oder Vollkaskolösungen in der Einlagensicherung führen jedoch über **Moral Hazard** bei Banken und Einlegern zu einer Sozialisierung von Risiken.

Dilemma 2 (Vertrauensdividende): Vertrauen ist immer ein Wechsel auf die Zukunft. Wir haben heute Vertrauen in eine Sache, weil wir glauben, dass deren weitere Entwicklung unser Vertrauen verdient. Im Vorhinein ist Vertrauen im Einzelfall weder gut noch schlecht. Es wird erst im Rückblick gut oder schlecht. Wenn sich z. B. Lehman Brothers auf die Refinanzierung im Interbankenhandel verlassen hat, weil dieser seit Jahrzehnten immer liquide war, dann geschah dies in einem Vertrauen, dessen Dummheit erst im Rückblick zur Gewissheit wurde. Denn der gesellschaftliche Wert von kollektivem Vertrauen liegt gerade darin, wegen ihm auf sonst angezeigte Sicherungen zu verzichten. Bauen wir sie dennoch ein, verliert kollektives Vertrauen ihren Wert. Vertrauen zeigt sich also in offenen Positionen. Darin ist aber zwangsläufig bereits das Risiko des Vertrauensverlustes angelegt. Überschüssende Regulierung nimmt uns aber die Chance, offene Positionen einzugehen und zerstört damit die Vertrauensdividende, deren Schutz sie sich zum Ziel gesetzt hat. Ein auch in Zukunft auf ein Grundvertrauen basierender Finanzmarkt wird also immer das Risiko von neuen Krisen und platzenden Blasen in sich bergen.

Dilemma 3 (gleiches Verhalten): Vertrauen als Konvention bewirkt in guten Zeiten gleiches Verhalten und schafft so die Vertrauensdividende. Als Herdentrieb in einer Abwärtsspirale ist gleiches Verhalten jedoch Gift: Märkte können keine Stabilität erlangen, solange alle auf derselben Seite des Marktes sein wollen und die ge-

sündeste Bank muss scheitern, wenn plötzlich alle Einleger ihre Guthaben abziehen. Das Vertrauensmanagement durch Wirtschaftspolitik, Aufsichtsbehörden und Zentralbanken steht deshalb vor der Aufgabe, in abwärtsgerichtete Verhaltensmodi Heterogenität und in aufwärtsgerichtete Verhaltensmodi Homogenität hineinzubringen. Die Sache ist deshalb schwierig, weil die Verantwortung des Staates gerade auf der Kippe zwischen Auf- und Abwärtsspirale am grössten ist.

Dilemma 4 (Emotionalität): Wir haben gesehen, dass Vertrauen nur durch den Akt des Vertrauenschenkens, also durch ein in diesem Sinne «unökonomisches», emotionales Verhalten zu einem kollektiven Gut wird. Erst wenn es sich so (wieder) verbreitet hat, wird das Verhalten (wieder) zur emotionslosen Konvention. Mit dem konventionellen wirtschaftspolitischen Instrumentenkasten (Inzentivierung, Verhaltensgrenzen definieren) kann kein (direkter) Einfluss auf dieses unökonomische Verhalten genommen werden. In der Krise braucht es deshalb nicht nur hochprofessionelle Technokraten, sondern Führungspersönlichkeiten vom Schlag eines Ludwig Erhard oder Helmut Schmidt.

Brücken zur Realwirtschaft

Wenn eine Blase platzt, ist an sich noch nichts kaputt. Stellen wir uns dazu vor, niemand hat sein Verhalten verändert weder während einer Blase noch danach. Erwartungsgetriebene Konsum- und Investitionsentscheide schlagen aber eine Brücke von der Finanz- zur Realwirtschaft. Konsumphantasie und Verarmungshysterie der Konsumenten sind die Zwillingsschwester der Kursphantasie und Bärenstimmung der Anleger. Das Wettrennen mit Positionsgütern im privaten Bereich wird durch Buchgewinne angeheizt, mit dem Glättungsargument im Lebenskonsum rationalisiert und während der Blase mit oder ohne Kreditaufnahme realisiert. Buchverluste werden auf umgekehrtem Weg in der Abwärtsspirale ebenso real.

Erwartungsgetriebenes Verhalten lässt sich zwar modellhaft als rekursiv rational darstellen, wie man auch zeigen kann, dass es nachhaltige spekulative Blasen theoretisch geben kann. In der Realität dürften Erwartungen aber stärker von einem Grundver- oder Misstrauen in das langfristige Wirtschaftspotenzial beeinflusst werden als von der rationalen Rekursivität eines Auf- oder Abschwungs. Damit wird die Realwirtschaft in den nächs-

ten ein, zwei Jahren zunehmend zu kämpfen haben. Wirtschaftliches Grundvertrauen in die Wirtschaftsentwicklung ist jedoch ökonomisch etwas ganz anderes als das beschriebene **Vertrauen als kollektives Gut**, das als Konvention die Vertrauensdividende abwirft. Wir brauchen jetzt beides.

Im kurzfristigen reaktiven und langfristigen vorbeugenden Krisenmanagement muss die Schaffung von Vertrauen als kollektives Gut Priorität haben (Vermeidung von Bankruns, Reaktivierung der Interbankenkredite und langfristig Rückbau von in der Krise geschaffenen Vollkaskostrukturen). Mittelfristig wird die realwirtschaftliche Rolle von Vertrauen als Grundlage positiver Zukunftserwartungen jedoch in den Mittelpunkt rücken. Die abschliessenden wirtschafts- und ordnungspolitischen Schlüsse aus der Vertrauenskrise befassen sich ausschliesslich mit der Wiedergewinnung und Sicherung von Vertrauen als kollektives Gut.

Die Zukunft des Vertrauens auf den Finanzmärkten

Wir haben vier wirtschaftspolitische Dilemmata in Zusammenhang mit der Vertrauenskrise und mit Blick auf die Wiedergewinnung von Vertrauen identifiziert. Der Erfolg der Wirtschaftspolitik, der Aufsichtsorgane und Zentralbanken zur nachhaltigen Bewältigung der Vertrauenskrise wird davon abhängen, ob diese Instanzen und Akteure Lösungen für die vorgenannten vier Grunddilemmata finden und in einen konsistenten Ordnungsrahmen zu giessen vermögen. Eine Lösung muss zudem berücksichtigen, dass Vertrauen in den Finanzmärkten als kollektives Gut nur im Verbund von Profis (Finanzwirtschaft) und Amateuren (Privathaushalte) zurückgewonnen werden kann. Anknüpfungspunkte für eine solche Lösung könnten sein:

Dilemma 1 (Lender of last Resort): Langfristig sollte zur Eindämmung von **Moral Hazard** bei Banken und Einlegern der staatliche Einlegerschutz (wieder) auf das notwendige Mass beschränkt, d.h. in manchen Ländern wieder vermindert werden. Zur Vermeidung der Wiederholung des auf dem (bisherigen) Gipfel der Krise eingesetzten internationalen Einlagenschutzwettstreites könnten gemeinsame Bandbreiten für staatliche Einlagensicherung verabredet werden. In jedem Fall darf langfristig die diskrete und diskretionäre Funktion eines **Lender of last Resort**, wie ihn Zentralbanken traditio-

nell wahrgenommen haben, nicht durch Automatismen oder Vollkaskolösungen ersetzt werden. Einlagensicherheit ist wichtig, Risiken sollten aber von dem getragen werden, der sie eingeht. Das «too big to fail» als ordnungspolitisches **Moral Hazard** für den Nationalstaat, bezogen auf Einzelbanken oder den nationalen Finanzsektor insgesamt, ist eine in der jetzigen Krise neu entstandene Situation, welche einer Lösung harrt.

Dilemma 2 (Vertrauensdividende): Profis und Amateure müssen auch in Zukunft offene Positionen einnehmen können, nur so kann die Vertrauensdividende überhaupt realisiert werden. Gutes Vertrauensmanagement nimmt deshalb zukünftige Vertrauenskrisen bewusst in Kauf. Die Regulierung der Finanzmärkte sollte deshalb konsequent darauf ausgerichtet sein, spekulative Blasen früher platzen zu lassen (statt deren Entstehen mit überschüssiger Regulierung ganz vermeiden zu wollen). Denn je früher Blasen platzen, umso kleiner waren sie. Themen in Zusammenhang mit einem solchen Blasenmanagement sind:

- › Bekämpfung von Kettenbriefkriminalität (die Grenzziehung ist wegen der theoretischen Existenz nachhaltiger Blasen alles andere als trivial).
- › Blasenbarometer, d.h. ein Informationssystem über Blasenrisiken.
- › Klassifikationssystem von Risiken für Amateure (Analogien zur Lebensmittel- und Pharmabranche hinken, aber nur z. T.).
- › Grenzwerte für die Toxizität von Finanzmarktprodukten. Der für viele Amateure vielleicht gravierendste Vertrauensverlust in die Finanzbranche war das beinahe flächendeckende Eingeständnis hilflos wirkender Profis, dass sie selbst den Überblick über die Toxizität ihrer Produkte verloren hatten. Das darf nicht mehr passieren.
- › Kompensations- und Anreizsysteme in den Banken. Das Regulierungsinteresse sollte einzig auf deren Wirkung auf die Verbreitung von Blasen ausgerichtet sein. Hier ist es aber ohne jeden Vorbehalt legitim.

Dilemma 3 (gleiches Verhalten): Im sehr kritischen Schwebezustand zwischen Ab- und Aufwärtsspirale müssen Börsen als Handels- und Informationsstätten selbstverständlich offen bleiben. Das Überschiessen in einer Abwärtsspirale und das Risiko des Erstürmens der Banken durch die Amateure wird aber wie Öl im Feuer

angeheizt durch schlagzeilenhungrige Medien. Ein wohlwollender Diktator würde in einer solchen Krisensituation das Aussetzen der täglichen Börsenberichterstattung im Fernsehen zumindest erwägen. Profis können sich aktiv informieren, ebenso direkt am Handel interessierte Private. Wenn die Abwendung der fatalen Folgen von Herdenverhalten aber Milliarden in der Form staatlicher Bürgschaften verschlungen hat, dann stellt sich die Frage, welchen Beitrag der Mediensektor zum Vertrauensmanagement leisten könnte. Börseninformatio n verstanden als Holschuld der Amateure statt als Bringschuld zur besten Fernsehzeit mit eigenem Sendeformat wäre ein solcher Beitrag.

Dilemma 4 (Emotionalität): Sachkunde ist wichtig. Da Vertrauen als kollektives Gut aber nicht über ein rein ökonomisches Kalkül, sondern nur über Emotionalität (wieder) entstehen kann, erlangt sie auch eine entscheidende sachliche Bedeutung. Wirtschaftswissenschaftler sollten sich ihr ebenso wenig verschliessen wie Experten in der Praxis oder die Politik. Wenn ein KMU-Unternehmer, wie gegenüber diesem Verfasser geschehen, aussagt, er bliebe trotz des Risikos bei der Grossbank (...), weil diese überhaupt keine Chance mehr hätte, wenn alle davonliefen, dann zeigt das nicht nur seine Bereitschaft zur Übernahme gesellschaftlicher Verantwortung, sondern auch das Potenzial von Emotionen für das gesellschaftliche Management von Vertrauen. In Zeiten der Krise scharen wir uns um Führungspersönlichkeiten – und das ist gut so.

› **Prof. Ph.D. Ernst Mohr**

Lehrstuhl für Wirtschaft und Ökologie &

Rektor der Universität St.Gallen

ernst.mohr@unisg.ch

Konsequenzen für den Markt der Unternehmenskontrolle



Prof. Dr. Günter Müller-Stewens

Um das Spezifische eines Umbruchs zu erfassen, lohnt sich ein Blick in die Geschichte. Ein Phänomen, das seit über 100 Jahren eine enorme Bedeutungszunahme erfahren hat, ist das der Unternehmenszusammenschlüsse bzw. -übernahmen (Mergers & Acquisitions). Derartige Transaktionen finden am sogenannten Markt für Unternehmenskontrolle statt. Dieser Markt «... is best viewed as an arena in which managerial teams compete for the rights to manage corporate resources»¹.

Es scheint Zeit für ein «Pausieren» zu sein; Zeit für eine Reflektion,...

Es gibt in der Wissenschaft eine ganze Reihe theoretischer Versuche, diese Bedeutungszunahme zu erklären.² Einer davon ist die sogenannte «Wellentheorie», nach der man glaubt beobachten zu können, dass M&A ein zyklisches Phänomen ist. Kommt es zu Aufschwüngen, dann entsteht eine gewisse Eigendynamik, von der die Mehrzahl der Unternehmen erfasst wird. Es entstehen wechselseitige Verstärkungsmechanismen und in der Spitze eines Booms besteht ein «Run» auf Zielunternehmen, verbunden mit entsprechenden Preissteigerungen. Eine Unternehmensleitung, die hier nicht auch auf Einkaufstour geht, kommt oft unter Legitimationsdruck, warum sie diese «Jahrhundertchance» nicht wahrnimmt. Neben ökonomischen Gründen als Treiber einer Welle (z.B. Effizienzgewinne) spielen also auch psychologische Momente eine Rolle, wenn sich Käufer mit sogenannten «Me-too acquisitions» einer Modeerscheinung anschließen. Doch wie jede zyklische Bewegung, so kippt auch diese eines Tages und alle Regeln, die noch ein paar Tage zuvor unumstößlich für ein erfolgreiches Agieren erschienen, verkehren sich in ihr Gegenteil mit teil-

weise fatalen Folgen. Interessant für uns ist nun auch, dass diese Wellen eine gewisse Korrelation zur Entwicklung der Aktienmärkte zeigen; d.h. das Ende einer M&A-Welle geht meist auch mit einem Crash der Kapitalmärkte einher.

Die Geschichte wird sich fortsetzen ...

Betrachtet man nun einmal die Entwicklung des US-amerikanischen Marktes für Unternehmenskontrolle in der Abbildung auf Seite 33, dann lässt sich Folgendes beobachten:

- › Das generelle Niveau der M&A-Aktivitäten hat deutlich zugenommen.
- › Über den dargestellten Zeitraum lassen sich sechs M&A-Wellen beobachten.
- › Die Wellen oszillieren immer stärker, d.h. sie werden exzessiver, die Differenz zwischen dem Höchst- und Tiefpunkt wird tendenziell grösser.
- › Die Frequenz der Wellen wird tendenziell höher, d. h. sie treten häufiger auf.

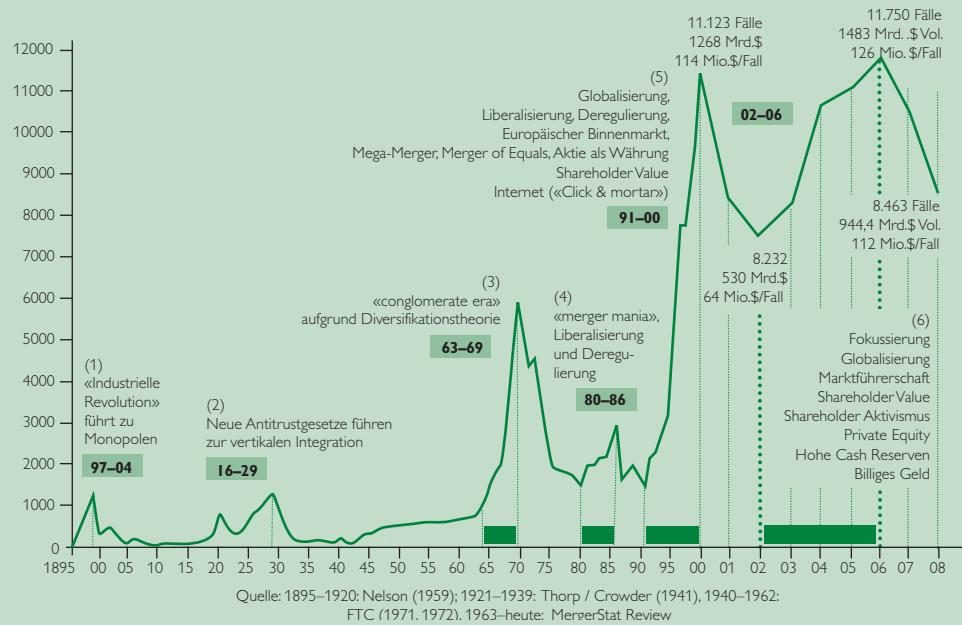
Auf was in der Abbildung verbal hingewiesen wird, ist, dass jede Welle einer dominanten General-Management-Logik folgt. Sie spiegelt das im Management allgemein vorherrschende Denken, die «gängige Mode» wieder. Sie zeigt auf, wie man – zumindest auf dem Papier – ökonomisch erfolgreich zu sein vermag. Sie produziert Standards manageriellen und systemischen Verhaltens, auf die dann im Boom auch die spekulativen Momente jeder Welle aufsetzen. In der sechsten Welle war dies z.B. das extreme «Leveraging» der Bankbilanzen – verbunden mit einem blinden Glauben in die Qualität der Evaluationen dritter Parteien (Rating-Agenturen etc.).

... welche Art von Szenarium unserer Gesellschaft zuträglich ist und welches wir anstreben wollen.

Rollt einmal eine solche Welle in ihrer vollen Eigendynamik, dann will man sich darin auch nicht durch kritische Einwände «stören» lassen, denn man glaubt ja links und rechts die Erfolgsbeweise zu sehen – bis zu dem Tag, an dem nach der Wellentheorie die Blase unweigerlich platzt und es zu gewaltigen Vernichtungen von Aktionärsvermögen kommt. Am Ende der fünften Welle, als die Dot-Com-Blase platzte, versuchte man

Die sechs US-M&A-Wellen

Anzahl Fälle unter Beteiligung von US-Unternehmen



Bilanz zu ziehen: «The historic M&A wave of 1995 to 2000 totaled more than \$12 trillion. By an extremely conservative estimate, these deals annihilated at least \$1 trillion of share-owner wealth. For respective, consider the whole dot-com bubble probably cost investors \$1 trillion at most. That's right: Stupid takeovers did more damage to investors than did all the dot-coms combined. The situation is remarkable when you think about it. Many of these failed mergers are done by the world's biggest, most successful companies, advised by highly educated Wall Street investment bankers who do this for a living.»³

Wie wellentheoretisch nicht anders zu erwarten war, so hat nun auch die sechste M&A-Welle ihr Ende gefunden. Es gab dabei kein langsames Abschwngen, sondern – überrascht durch die Schärfe der Krise in den Finanzmärkten und der im Domino-Effekt daraus folgenden, durch Rezessionsängste geschürten Auswirkungen auf die verschiedenen Branchen (von den Automobilherstellern auf deren Zulieferer etc.) – brach der Markt für Unternehmenskontrolle parallel zu den Aktienmärkten relativ abrupt und breitflächig ein. Klarer Indikator dafür ist einerseits die Gefährdung, Verschiebung bzw.

Absage bereits angekündigter Transaktionen. Zum ersten Mal seit fünf Jahren war Ende 2008 das Volumen der abgesagten Transaktionen wieder grösser als das der neu angekündigten. Auch wurde eine ganze Reihe angekündigter Transaktionen noch nicht abgeschlossen (z.B. um neu zu verhandeln).

Wie zugespitzt die Situation in manchen Branchen bzw. Unternehmen ist, zeigt aber auch die Zunahme von «distressed M&A» (im Unterschied zu «healthy M&A»). Dies sind Transaktionen, die aus der Not heraus entstanden sind und unter höchstem Zeitdruck – und damit auch mit entsprechender Ungenauigkeit – durchzuführen sind. Grosse Risiken gehen hier mit grossen Chancen – wegen der meist sehr niedrigen Preise – Hand in Hand. Dazu zählen derzeit die meisten der Transaktionen in der Bankenbranche, demnächst dürften aber auch andere Branchen folgen, wie etwa die Automobilbranche mit den drei grossen US-Autokonzernen an der Spitze.

Ein wichtiger Grund für diese negative Entwicklung bei den M&A-Transaktionen ist die starke Zurückhaltung, die die Banken derzeit bei der Vergabe von Krediten aus-

üben bzw. aufgrund der Schwierigkeiten bei der kurzfristigen Refinanzierung. Die Zurückhaltung hat auch nicht nur dazu geführt, dass die strategischen Käufer seltener geworden sind, sondern auch dass die Private-Equity-Unternehmen – die zuvor etwa ein Viertel des Volumens abdeckten – kaum noch am Markt wahrnehmbar sind. Damit geht ein wichtiger Wettbewerbstreiber in Auktionen von Unternehmen verloren. Doch auch auf der Verkäuferseite haben die durch die Rezessionsängste geprägten Perspektiven generell das Preisniveau deutlich sinken lassen, weshalb man tendenziell jetzt nicht verkaufen will, ausser man muss. Und zerfallende EBIT-Multiples erzeugen auf der Käuferseite auch eher eine abwartende Haltung, denn man könnte das Unternehmen ja später auch noch billiger erhalten.

Die Wertvernichtungen dieser sechsten Welle sind noch nicht abzusehen, da das Tal noch nicht erreicht ist, aber sie werden um einiges höher ausfallen, als die der fünften Welle. Allein die Abschreibungen der Banken werden sich auf ca. 1500 Mrd. US\$ belaufen. – Und die relativ traditionsreichen Investmentbanken gibt es zwischenzeitlich gar nicht mehr.

Doch so sicher wie es zum Abschwung der sechsten M&A-Welle kam, so sicher wird es in ein paar Jahren wieder einen Aufschwung zu einer siebten M&A-Welle geben. Auch diese wird wieder ihre historisch ganz spezifischen Treiber, ihr eigenes Corporate-Strategy-Paradigma haben.

Vorerst werden einmal in dieser Turnaround-Situation **die** Unternehmen die Nase vorne haben, die Cash-flow-stark sind und sich nicht dem Druck zu einem möglichst weitgehenden «Leveraging» ihrer Bilanz gebeugt haben. Sie können sich ergebende Opportunitäten wahrnehmen. Sie können aber auch zur Absicherung ihrer Geschäfte den eigenen Lieferanten und Kunden helfen, finanziell kritische Situationen zu überstehen. Doch spannender ist die Frage: Was werden danach die Treiber einer siebten M&A-Welle sein?

... aber mit anderen Spielern und Spielregeln

Um Prognosen abgeben zu können, fehlen derzeit wohl die Voraussetzungen. Deshalb sollen im Folgenden mit Hilfe von Szenarien einige Deutungsversuche einer zukünftigen Entwicklung unternommen werden.

Szenario «Finetuning»: Es handelt sich hier um einen eher kurzfristigen konjunkturellen Einbruch. Früher oder später geht es nach mehr oder minder gleichem Muster wieder weiter wie bisher. Einen grundsätzlichen Revisionsbedarf in der Ausrichtung wirtschaftlichen Handelns sieht man nicht. Lediglich die Rolle des Staates als Regulator der Märkte wird etwas gewichtiger sein als zuvor – aber auch dies nur für eine gewisse Übergangszeit. Aufgetretene Exzesse bindet man über neue oder geänderte Regeln ein.

Annahme ist hier, dass die weltweiten staatlichen Unterstützungsmassnahmen und Gesetzesanpassungen ausreichen werden, um das System wieder in einen eingeschwungenen Zustand zu bringen. Nach einigen Jahren würde sich dann der Staat wieder aus seinen in der Not eingegangenen Engagements in der Wirtschaft zurückziehen. Danach wird über die neuen Gesetze und Richtlinien genügend Kontrolle ausgeübt, dass ähnliche Exzesse vermieden werden können.

Ein solches Szenario dürfte ziemlich unwahrscheinlich sein, obgleich man viele in den Märkten in diese Richtung argumentieren hört. Dies einmal deshalb, weil sich bereits vieles unrevidierbar geändert hat: Nicht nur weil mit den Investment Banken ein sehr prägender Faktor des bisherigen M&A-Marktes fast über Nacht verschwunden ist; sondern auch weil viele Grundannahmen unseres bisherigen Wirtschaftens vielerorts bereits grundlegend in Frage gestellt werden: Verteilungsgerechtigkeit der Wertschöpfung, Nachhaltigkeit wirtschaftlichen Handelns, Allgemeingültigkeit ökonomischer Prinzipien etc.

Szenario «Talent-value Orientierung»: Der Mitarbeiter als Anspruchsgruppe bekommt in den Entscheidungsprozessen deutlich mehr Stellenwert als bislang. Er wird als das entscheidende Differenzierungsmerkmal im Wettbewerb betrachtet.

Die Logik der Ausrichtung wirtschaftlichen Handelns auf den «Shareholder» prägte sehr stark die fünfte und sechste M&A-Welle. An seinen Eigentümererwartungen wurden viele Entscheidungen ausgerichtet. Doch waren dies tatsächlich die Erwartungen der Eigentümer, oder eher die der Analysten, Rating-Agenturen, Händler etc., die stark aus den Interessen ihrer eigenen Geschäftsmodelle argumentierten? Doch wer ist denn der

eigentliche Eigentümer der börsennotierten Gesellschaften? Ist es über die Pensionsfonds nicht der Mitarbeiter, da die meisten dieser Unternehmen sich in Streubesitz befinden? Und sollte der Mitarbeiter nicht auch ein auf Nachhaltigkeit ausgerichtetes Interesse am Unternehmen haben, da er seine Rente sicher haben möchte und sie dann auch in einer intakten Gesellschaft und Umwelt beziehen möchte?

Auch ist Kapital – ausser über das Volumen – kein differenzierender Faktor im Wettbewerb. Doch aus einer Fähigkeiten-basierten Sichtweise sind es genau die Mitarbeiter mit ihren Kompetenzen. Sie werden eher knapper werden im Markt, da es aufgrund der demographischen Entwicklung einen Kampf um gut ausgebildete und talentierte Mitarbeiter geben wird. Deshalb müsste sich die Aufmerksamkeit des Managements insbesondere darauf richten, ihnen ein attraktives Nutzenversprechen zu unterbreiten und auch einzuhalten, um sie zu gewinnen und auch zu halten. Dazu gehört auch die klare Einnahme einer auf Langfristigkeit und Nachhaltigkeit ausgerichteten Perspektive. Doch dazu müsste sich einiges ändern, denn Unternehmen werden heute deutlich mehr als früher als unzuverlässige Partner mit einem kurzen Gedächtnis betrachtet. Konsequenz daraus ist, dass man besser in sich investiert, als in das Unternehmen.

Mit einer solchen Gewichtsverlagerung im Stakeholder-Management wäre eine Vielzahl von Konsequenzen verbunden. Diese reichen von der «Corporate Social Responsibility», die dann mehr als nur eine Feigenblattfunktion sein muss, bis hin zur Hinterfragung der Tauglichkeit des heutigen Modells der Aktiengesellschaft.

Szenario «Gesellschaftlicher Paradigmenwandel»: Es entsteht ein neues Paradigma einer deutlicher auf das Gemeinwohl ausgerichteten Gesellschaftsordnung in Folge dessen sich dann auch eine neue Rolle für die Wirtschaft als gesellschaftliches Teilsystem ergibt. Im Zentrum wird dabei die Menschenwürde stehen. Die Gesellschaft setzt sich zum Schutz ihrer errungenen Freiheit über eine stärkere Verpflichtung auf gemeinsame Werte und letztverbindliche Normen selbst deutlichere Grenzen in ihrem Handeln. Die einzelnen gesellschaftlichen Teilsysteme (Politik, Bildung etc.) werden ihre Wertesysteme wieder deutlicher vom ökonomischen abgrenzen.

Mit diesem Szenario ist die Hypothese verbunden, dass im Kern dessen, was in 2007 als Finanzkrise begann, Ende 2008 zu einer Wirtschaftskrise sich erweiterte, eine gesellschaftliche Krise steckt, die mit staatlichen Konjunktur- und Stützungsprogrammen kaum überwindbar sein wird. Die Wirtschaft hat als Ganzes über die letzten Jahre massiv an Reputation verloren. Es sind nicht nur Zweifel an der Kompetenz ihrer Leitfiguren entstanden, sondern auch an ihrer moralischen Integrität. Sogar der deutsche Bundespräsident rief die Bankenbranche zu mehr Demut und Anstand auf. Begriffe wie «Gier», «Abzockerei», «Ignoranz», «Hybris», «Kurzsichtigkeit» etc. gehören heute nicht nur zum Vokabular der nicht wirtschaftlich tätigen. Wie immer wird in solchen Situationen stark pauschalisiert; trotzdem lässt sich der auf breiter Front stattgefundene Vertrauensschwund nicht wegdiskutieren. Dazu gehört auch der Vertrauensverlust der Führungskräfte selbst, die im «Vertrauen auf das System» (nach dem Prinzip Hoffnung: «Es wird schon seine Richtigkeit haben») gehandelt haben und sich keiner moralischen Verfehlung schuldig sehen. Sie haben sich ja im System «regelkonform» verhalten.

Diese Situation wird man in diesem Szenario zu überwinden versuchen, in dem man verhindert, dass die Marktwirtschaft mehr und mehr zum Selbstzweck wird, und sicherstellt, dass der Markt ein Mittel im Dienste des Menschen und des Gemeinwohls ist⁴. Bereits existierende visionäre Modelle eines «social entrepreneurship» können hier vielleicht schon als erste Wegweiser dienen. Die Wirtschaft als Teilbereich einer modernen Gesellschaft muss hier nach neuen Grössen suchen, anhand derer sie ihre Leistung für das Ganze misst. Dies würde dann auch zu ganz anderen Massstäben für die Bewertung von Unternehmen führen.

Zusammenfassend betrachtet wird hier die Auffassung vertreten, dass es wohl kaum ausreichen wird, wenn man nun auf den Staat als alleinigen Problemlöser vertraut. Es wäre auch sehr verkürzt argumentiert, wenn man einfach den Austausch einiger Topmanager fordert, da man diesen die Schuld an der Krise zuweist. Die Tendenz zum «Ökonomismus», in dem menschliches Zusammenleben auf ökonomisch Verrechenbares reduziert wird, hat die Gesellschaft als Ganzes erfasst. Selbst Adam Smith warnte uns bereits in diese Richtung: **«Die ökonomische Gesinnung schränkt den Geist des Menschen ein.»**

Es scheint Zeit für ein «Pausieren» zu sein; Zeit für eine Reflektion nicht darüber, welches der obigen Szenarien eintreten wird (denn keines wird so genau stattfinden), sondern welche Art von Szenarium unserer Gesellschaft zuträglich ist und welches wir anstreben wollen.

Das heisst, dass wir insbesondere auch in uns selbst und in unseren sozialen Beziehungen nach dem Ausweg aus der Krise suchen müssen. Systeme sind nicht nur Instrumente, sondern auch Programm. Sie offenbaren den Geist derer, die für diese Systeme verantwortlich sind. Insofern sind sie immer wertbasiert. Insofern sind sie auch nicht besser oder schlechter als ihre «Väter», denn üblicherweise stellen diese die Systeme in den Dienst ihrer Interessen.

Der Beginn einer siebten M&A-Welle wird davon abhängen, wann das verloren gegangene Vertrauen in das erneuerte System, die Märkte und deren Berechenbarkeit wieder wächst. Die Risikobereitschaft im Markt für Unternehmenskontrolle wird dann wieder zunehmen, wenn sich die bisherige Einstellung zum Risiko («irgendjemand wird uns schon retten»; «wir sind zu gross zum Untergehen») und das Risikoverständnis verändert haben und wenn mehr Wissen dazu vorhanden ist, was aus einer Zukunftsperspektive betrachtet den Wert eines Unternehmens ausmacht. Doch damit eine nächste Welle nicht wieder so desaströs endet wie diese, sollten wir dann vor lauter Vertrauen in eine neue Systemlogik nicht zu sehr unsere eigene Urteilskraft und gesunde Skepsis gegenüber dem dann gängigen Standard und den Sirenengesängen ihrer Lobpreiser aufgeben. Je länger die neue Welle sich bereits im Aufschwung befindet, desto kritischer sollten wir die weitere Gültigkeit ihrer Systemlogik hinterfragen. Und – last but not least – sollten wir in der derzeitigen Krisenstimmung nicht vergessen, welchen Fortschritt und Wohlfahrtsgewinn das innovative, risikobereite und manchmal auch zügellose Vorwärtspreschen der wirtschaftlichen Akteure in den letzten Jahrzehnten der Gesellschaft gebracht hat.

› Prof. Dr. Günter Müller-Stewens

Lehrstuhl für Strategisches Management &
Direktor des Instituts für Betriebswirtschaft
guenter.mueller-stewens@unisg.ch

› Literatur

- › Gaughan, P.A. (2007): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Hoboken.
- › Jensen, M. C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, Nr. 1, S. 21–48.
- › Jensen, M. C./Ruback, R. (1983): The market for corporate control. The scientific evidence, in: Journal of Financial Economics, 11, 5–50.
- › Marx, R. (2008): Das Kapital. Ein Plädoyer für den Menschen, München 2008.
- › Selden, L./Colvin, G. (2003): M&A needn't be a loser's game, in: Harvard Business Review, Vol. 81, Nr. 6, S. 70–79.
- › Trautwein, F. (1990): Merger Motives and Merger Prescriptions, in: Strategic Management Journal, Vol. 11, Nr. 4, S. 283–295.
- › 1) Jensen/Ruback (1983)
- › 2) Vgl. z.B. Jensen (1988) und Trautwein (1990)
- › 3) Selden/Colvin (2003)
- › 4) Vgl. zu einer in diese Richtung gehenden Diskussion Marx (2008)

Konsequenzen für Unternehmensfinanzierung und Risikomanagement



Prof. Dr. Dr.h.c. Klaus Spremann

Der Grundlage des herkömmlichen Risikomanagements ist der Boden entzogen

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat nicht nur Anleger, Investmentfonds, Banken, Mitarbeiter und letztlich den Staat in Bedrängnis gebracht. Gleichermassen betroffen sind Unternehmen, auch wenn sie medial nicht im Mittelpunkt stehen. Was die finanzielle Seite der Krise betrifft, so hatten Unternehmen massive Wertseinbrüche bei ihren Vermögenspositionen hinzunehmen, darunter bei solchen, die als Reserven dienen sollten. Parallel zu Verlusten kam es zur Herabstufung der Bonität, so dass Unternehmen von Schwierigkeiten bei der Kapitalaufnahme überrascht wurden. Hinsichtlich der realwirtschaftlichen Seite der Krise rufen die Einbrüche beim Umsatz Liquiditätsmangel hervor. Die eine oder andere Unternehmung muss ihre Strategie abbrechen und Restrukturierungen einleiten. In einzelnen Sektoren, voran in der Automobilindustrie, werden wie im Bankenbereich staatliche Hilfen notwendig. Durch sie wird der Rahmen unternehmerischen Handelns, die marktwirtschaftliche Wirtschaftsordnung, in Frage gestellt.

Unternehmen sind nicht allein durch die Schwere der Schäden stark betroffen. Die Wirkungen sind geballt und sie haben sich bei ihrer Entfaltung gegenseitig verstärkt. Die Krise 2008 ist nicht nur der Skala nach grösser. Sie ist im Grad der Verwobenheit von Faktoren und Wirkungen anders. So entstand 2008 eine kombinierte Finanz-, Wirtschafts- und Systemkrise. Frühere wirtschaftliche Instabilitäten waren hingegen entweder räumlich begrenzt (Asienkrise) oder sie wirkten sich letztlich einzig in dem Segment der Finanzmärkte aus, wo sie ihren Ursprung nahmen. Beispielsweise hatten krisenhafte Entwicklungen, etwa bei den Rohstoffen, kaum die an-

deren Teile der Finanz- und Realwirtschaft angesteckt. Dominoeffekte blieben gedämpft.

Sofern Krisen isoliert bleiben, kann man sich durch Diversifikation absichern. So verlangte das oberste Gebot des Risikomanagements einer Unternehmung, nicht alle Eier in einen Korb zu legen. Die Diversifikation konnte zudem gut allein schon durch finanzielle Instrumente bewerkstelligt werden. Auch in der Wissenschaft wurde die Diversifikation als Funktion dargestellt, die gut innerhalb des Finanzportfolios der Unternehmung bewältigt werden konnte. Mit der vorhandenen Palette aus finanziellen Kontrakten und Futures konnte die Unternehmung guten Ausgleich schaffen. Die Effektivität finanzieller Diversifikation erlaubte es der Unternehmung, sich auf die realwirtschaftliche Seite zu konzentrieren. Diversifikation verlangte nicht, wirtschaftlich auf vielen Füßen zu stehen. Ein Standbein genügte. Die Unternehmung konnte sich daher auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren. Denn sollte an einer Stelle im realwirtschaftlichen Bereich eine krisenhafte Erscheinung eintreten, dann konnte ihre Wirkung durch Finanzinstrumente und Finanzkonstruktionen wirksam ausgeglichen werden.

Niemand wollte die intensive Kopplung zwischen der Strategie eines Hedge-Funds (Finanzwirtschaft) und dem vom Management verfolgten Geschäftsplan (Realwirtschaft) verkennen.

Man wäre von daher versucht, der Unternehmung auch für die Zukunft zu empfehlen, das bisherige Risikomanagement fortzuführen, also den finanziellen Hedge und die finanzielle Diversifikation zu betonen. Man würde ihr lediglich mit auf den Weg geben, die Reserven üppiger zu dimensionieren.

Vernetzung von Segmenten und Teilbereichen verlangt neue Eckpunkte für die Risikopolitik der Unternehmung

Die Krisenwirkungen 2008 sind indes nicht nur auf der Skala grösser, sie sind auch im Grad ihrer gegenseitigen Verbindung anders als bei den bisherigen Krisen.

Die verschiedenen Segmente der Finanzmärkte – Währungen, Immobilien, Kredite, Equity, Rohstoffe – haben sich 2008 gegenseitig angesteckt und sind alle mitsamt umgefallen, dabei Banken mit sich reissend. Praktisch gleichzeitig griff die Finanzkrise auf die Realwirtschaft über. Mit den Umsätzen der Unternehmen sind Güterverkehr und Rohstoffpreise eingebrochen. Investitionsvorhaben und Serviceprojekte (Weiterbildung, Marketing) wurden gestoppt, Arbeitsplätze gingen verloren. Sogar Zweitrundeneffekte werden prognostiziert: Die Rezession strahlt auf die Finanzwirtschaft zurück und verschlechtert dort in einer zweiten Stufe nochmals die Bonität der Unternehmen.

Stets wirken spezifische (lokalisierbare und isolierte) sowie systematische (allgemeine) Faktoren zusammen. Wie die Krise 2008 zeigt, ist indessen die relative Bedeutung von spezifischen und systematischen Risiken anders. Hatte man früher eine Krise als lediglich punktuelle Erkrankung einer heterogenen Wirtschaftslandschaft angesehen, ist nun der verbundene, systemische Charakter deutlich hervorgetreten: Störungen können sich in einer homogenen Verbundwirtschaft ohne Grenzen ausbreiten. Warum aber treten heute spezifische Effekte eher zurück, während die systemischen bedeutender sind? Alle Teilmärkte und Wirtschaftsbereiche sind heute stark verbunden. Die Verbindung wurde durch neue Finanzinstrumente und ihre Volumenzunahme bewirkt. Credit Default Swaps und Asset Backed Securities sind Beispiele. Solche Konstruktionen haben Immobilienbewertungen, Kreditrisiken und Kapital in einer Festigkeit verbunden, die es früher nicht gab. Weiter sind neue und strengere Vernetzungen zwischen Finanzwirtschaft einerseits und Realwirtschaft andererseits hinzugekommen. Sie wurden beispielsweise durch die intensivere Nutzung von Leverage und von Short-Positionen erzeugt. Niemand wollte die intensive Kopplung zwischen der Strategie eines Hedge-Funds (Finanzwirtschaft) und dem vom Management verfolgten Geschäftsplan (Realwirtschaft) verkennen.

Ein Bild zur Veranschaulichung: Während die Teile und Segmente der Wirtschaft noch vor 25 Jahren wie Einzelschirme auf einem Wochenmarkt hier und da unterstand boten, sind Finanz- und Realwirtschaft inzwischen weltweit zu einem einzigen Zirkuszelt vernetzt. Offensichtlich war diese Vernetzung gewünscht und bot vielen Vorteile. Das grosse und gemeinsam genutz-

te Zirkuszelt hat auch manchen Akrobaten zu unnötigen und waghalsigen Übungen animiert. Doch der Hauptpunkt ist ein anderer: Entweder halten alle Pfeiler des Zirkuszelts und geben sich sogar gegenseitig noch Stütze und Stabilität. Oder aber sie fallen alle gemeinsam um. Ist das Zirkuszelt einmal gefallen, dann ist die neuerliche Aufrichtung keine Aufgabe, die sich den einzelnen Pfeilern der Reihe nach zuwenden dürfte. Alles muss zugleich aufgerichtet werden, was eine gigantische Anstrengung (Staatsaufgabe) verlangt. In diesem Sinn sind heute nicht nur die geographischen Regionen enger verbunden. Auch die Segmente der Finanzmärkte sind durch finanzielle Konstruktionen fest verbunden, und schliesslich hängen Realwirtschaft und Finanzwirtschaft enger zusammen als früher. Die Folge der Vernetzung: Das wirtschaftliche Gesamtsystem (Zirkuszelt) hält zwar kleinere Krisen stabiler aus, doch bei sehr grossen Störungen zieht ein fallender Teilbereich den Fall der anderen nach sich.

Neue Risikowirkungen verlangen neue Risikopolitik

Die Vernetzung aller Segmente und Teilbereiche entzieht dem traditionellen Risikomanagement die Basis. Drei Punkte verlangen besondere Betrachtung. Sie zeigen zugleich Eckpfeiler einer neuen Risikopolitik der Unternehmung.

Erstens die Reservenpolitik: Wegen der Verbindungen zwischen den verschiedenen Segmenten und Märkten darf nicht gehofft werden, dass Risikoeinflüsse auf ihren Ursprungsbereich isoliert bleiben. Vielmehr wird sich eine Störung schnell ausbreiten. Finanzinstrumente, die zur Absicherung der ursprünglichen Störung gedacht sind, würden bei dieser Ausstrahlung folglich selbst wirkungslos werden. Zwar bleibt die Diversifikation als Grundprinzip gültig, doch hat sie innerhalb der Finanzwelt an Wirksamkeit verloren. Deshalb sind verstärkt Reserven verlangt.

Dabei muss genauer beurteilt werden, wie Reserven von der Unternehmung gehalten werden. Bislang haben Unternehmen sich eher gefragt, ob oder ob nicht Reserven in der Rechnungslegung erkennbar sind. Vielfach handelte es sich bei Reserven um mit geringem Wert bilanzierte Beteiligungen. Nun sind Beteiligungen Aktienpakete bei meist kleineren Firmen, und diese sind im Krisenfall gerade nicht verkäuflich. Am Ende bieten

sich für die Reserven nur konservative Portfolios aus geldnahen Positionen. Der erste Eckpfeiler der neu formulierten Risikopolitik beleuchtet die Erfordernis, die Liquidität als Bedingung für eigenständige Existenz neu zu betrachten. In den letzten Jahren wurde manchmal der Liquidität keine besondere Aufmerksamkeit mehr geschenkt. Stillschweigend ging man davon aus, dass sich der wirtschaftliche Aufschwung fortsetzen und sich Liquidität automatisch einstellen würde. Oder man dachte daran, Liquidität notfalls mit Krediten herbeiführen zu können, wobei nicht hinterfragt wurde, ob und unter welchen Bedingungen die Bonität erhalten bleiben und ob Banken in der Lage sein würden, der Unternehmung auf Abruf mit Fremdkapital zur Seite zu stehen.

Zweitens Leverage: Zahlreiche Studien bestätigen Gründe, aus denen Verschuldung als (vergleichsweise) leichter Weg der Finanzierung erscheint (Hackordnung der Finanzierung). Dabei wurde das Leverage-Risiko zu leicht genommen. Das Leverage-Risiko zeigt, wie eng mit der Verschuldung die realwirtschaftliche Rendite und die Eigenmittelrendite gekoppelt werden. Abgesehen davon schränkt die Verschuldung den realwirtschaftlichen Freiraum der Unternehmung ein und führt bei Credit Covenants zur Gefahr des Verlusts an Autonomie. Mit anderen Worten: Durch Leverage werden Finanz- und Realwirtschaft für die Unternehmung enger verbunden. Dadurch übertragen sich Störungen des einen Bereichs ohne Abfederung auf den anderen. Daher muss die Kapitalstruktur der Unternehmung neu überdacht werden. Im Mittelpunkt stehen nicht allein Renditewirkungen, sondern vor allem die abträglichen Wirkungen der Verschuldung auf die die Risikopolitik.

Drittens Diversifikation: In der traditionellen Corporate Finance ist realwirtschaftliche Diversifikation wenig empfehlenswert, weil ihre Wirkungen effizienter durch finanzielle Diversifikation und Hedging erreicht werden können. Daher kann sich die Unternehmung, was die reale Seite des Wirtschaftens betrifft, konzentrieren, was zugegebenermassen ein Vorteil ist. Jedoch wird dieser Argumentation der Boden entzogen, sobald die finanzwirtschaftliche Diversifikation in ihrer Kraft eingeschränkt ist. Das ist indes der Fall, weil die Einzelbereiche der Finanzmärkte stärker gekoppelt und das systematische Risiko grösser geworden sind. So erhält die realwirtschaftliche Diversifikation neue Bedeutung. Der dritte Eckpfeiler der neuen Risikopolitik wird

daher den Unternehmen zu einer Verbreiterung ihrer wirtschaftlichen Aktivitäten (Produkte, Technologien, Standorte, Absatzgebiete) raten, falls dadurch Stabilität gewonnen werden kann, die nicht durch Finanzinstrumente zu erzielen ist. Voraussetzung dafür ist natürlich, dass die Sektoren, Ebenen, Standorte und Länder realwirtschaftlicher Tätigkeit nicht ganz so eng aneinander gekoppelt sind. Zumindest was die Sektoren betrifft, erscheint diese Voraussetzung erfüllbar.

Fazit

Die Krise 2008 belegt, dass sich die relative Bedeutung zwischen spezifischen und systematischen Risiken verschoben hat. Diversifikation, bislang oberstes Gebot des Risikomanagements der Unternehmung, bleibt zwar als Grundsatz gültig. Doch sie verliert an Kraft. Dadurch muss die Risikopolitik der Unternehmung neue Eckpfeiler beachten. Ein erster Punkt ist die Neubetrachtung der Reserven sowie der Art, wie Reserven angelegt sind. Ein zweiter Punkt ist die Funktion der Verschuldung, Störungen zwischen finanzieller und realwirtschaftlicher Seite der Unternehmung zu übertragen. Dritter Eckpfeiler der neuen Risikopolitik ist die Bedeutung realwirtschaftlicher Diversifikation.

› Prof. Dr. Dr.h.c. Klaus Spremann

Lehrstuhl für Finanz- und Rechnungswesen &
Direktor am Schweizerischen Institut für
Banken und Finanzen
klaus.spremann@unisg.ch

Konsequenzen für das Risikomanagement



Prof. Dr. Hato Schmeiser

Ausgangslage

Der Internationale Währungsfonds IWF schätzt die weltweiten Verluste aus der aktuellen Finanzkrise auf 1405 Mrd. USD. Auf der Seite der Banken wurden bereits Abschreibungen in Höhe von rund 700 Mrd. vorgenommen. Die erforderliche Kapitalaufnahme des Bankensystems wird mit 675 Mrd. USD beziffert. Die Verluste im Versicherungssektor – realisiert und unrealisiert – betragen rund 150 Mrd.

Nach dem ersten Beben der Finanzmarktkrise lohnt sich ein Blick in die Zukunft. Viel wurde geschrieben über die Ursachen der Krise, über die unheilvolle Verkettung der Ereignisse, die zum Konkurs zahlreicher Finanzdienstleistungsunternehmen und zu dem dramatischen Kursverfall an den Aktienmärkten geführt haben. Wie sehen nun aber die konkreten Auswirkungen der Krise aus, und welche Lösungsansätze lassen sich aufzeigen? Im Folgenden wollen wir diese Fragen mit besonderem Fokus auf Versicherungsunternehmen untersuchen.¹

Bedeutung der Finanzkrise für den Versicherungssektor

Versicherungsunternehmen sind aufgrund ihres Geschäftsmodells grundsätzlich weniger von der Finanzkrise betroffen als Banken. So sind Versicherer nicht der Gefahr eines Bank-Run ausgesetzt, weil eine Auszahlung prinzipiell an ein konkretes Schadenereignis geknüpft ist. Im Lebensversicherungsgeschäft ist eine Vertragsstornierung unter Umständen mit finanziellen Nachteilen für den Kunden verbunden, sodass die Anreize zur Kündigung eines Lebensversicherungsvertrages beschränkt sind. Darüber hinaus waren Versicherungsunternehmen in den vergangenen Jahren im Unterschied

zu Banken weniger stark in der Verbriefung von Asset Backed Securities eingebunden, mit der Folge, dass sie nicht im gleichen Masse vom plötzlichen Einbrechen dieses Marktes betroffen sind.

Dennoch hat die Finanzkrise auch bei Versicherungsunternehmen deutliche Spuren hinterlassen. Probleme können dabei sowohl aus dem Asset Management als auch aus dem versicherungstechnischen Geschäft resultieren. Auf der Versicherungsseite lassen sich insbesondere Auswirkungen auf die Rückversicherung, auf Restschuldversicherung und auf D&O-Versicherung (Directors-and-Officers-Versicherung) aufzeigen. Zudem sind Auswirkungen in der Regulierung von Versicherungsunternehmen zu erwarten.

Zentrale Implikationen

Klar auf der Hand liegen die Auswirkungen auf der Aktivseite der Bilanz: Hier gibt es direkte Effekte aus Investitionen in strukturierte Kreditprodukte, aber auch indirekte Auswirkungen durch den Wertverfall zahlreicher Kapitalanlagen. Dass diese Effekte im Asset Management des Versicherers bereits alleine ausreichen können, um in eine finanzwirtschaftlich bedrohliche Situation zu kommen, hat das Beispiel des japanischen Lebensversicherers Yamato Life Insurance gezeigt. Diese Gesellschaft hatte Verluste im Bereich Subprime sowie Verluste aufgrund einer hohen Aktienquote zu verzeichnen. Aus dem versicherungstechnischen Geschäft ist dagegen über keine speziellen Schief lagen berichtet worden, sodass der Konkurs dieser Gesellschaft wohl im Wesentlichen auf ein mangelhaftes Risikomanagement im Asset Management zurückzuführen ist. Ein Vorteil der schweizerischen Assekuranz besteht an dieser Stelle sicherlich darin, dass vor dem Hintergrund der negativen Erfahrungen zu Beginn dieses Jahrtausends die Aktienquoten niedrig gehalten wurden. So gibt – um nur ein Beispiel zu nennen – die Baloise ihre Aktienquote derzeit mit etwa sieben Prozent an.

Dass allerdings nicht nur die Aktivseite, sondern auch die Passivseite der Versicherungsbilanz infolge der Finanzmarktkrise in Mitleidenschaft gezogen werden kann, haben die Ereignisse bei der Swiss Re vor rund einem Jahr gezeigt. Hier hat sich aus der Rückversicherung einer hypothekenbesicherten Forderung ein Verlust von 1,2 Mrd. CHF realisiert. Hinzu kommen entsprechende Verluste auf der Kapitalmarktseite. Noch wesentlich ex-

tremer zeigt sich der Fall der AIG, deren Schieflage ebenfalls durch ein Zusammenspiel von negativen Effekten auf der Asset- und der Liability-Seite erklärt werden muss. So hat AIG infolge der Subprime-Krise Abschreibungen in Höhe von 11 Mrd. USD auf ihr Kreditversicherungsportefeuille im vierten Quartal des vergangenen Jahres vorgenommen und auf dieser Basis einen Rekord-Quartalsverlust von 5,3 Mrd. USD erzielt; hinzugetreten sind dann im zweiten Schritt auch Verluste durch die nachgebenden Aktienmärkte.

Zudem könnte die einfache Regel, dass erhebliche Teile der Risiken bei demjenigen Unternehmen verbleiben müssen, die diese vom Kunden übernommen haben, nun eine Renaissance erfahren.

Neben den Auswirkungen im Bereich der Rückversicherung und im Sektor der Restschuldversicherung sind mittelfristig Auswirkungen im Bereich der D&O-Versicherung zu erwarten. So bereiten sich US-amerikanische Versicherer bereits seit Mitte des Jahres 2008 auf zahlreiche Ansprüche aus Manager-Haftpflichtpolicen vor, die ein Schadenpotenzial im Milliardenbereich haben könnten.

Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf den Versicherungsbereich sind auch im Bereich der Regulierung zu erwarten. Eine der zentralen Lehren der Finanzmarktkrise ist, dass nicht allein auf Ratings geschaut werden darf, sondern weitere Informationen im Entscheidungsprozess zu berücksichtigen sind. Bestehende aufsichtsrechtliche Regelungen, die vollständig auf Ratings abstellen, sind dementsprechend kritisch zu hinterfragen. Ein besonderes Augenmerk könnte in diesem Zusammenhang auf die weiterhin unterschiedlichen Wettbewerbsbedingungen im Finanzdienstleistungsmarkt gelegt werden. Zu denken ist hier etwa an die zurzeit häufig vorliegende Unterdeckung der Verpflichtungen im Bereich der Pensionskassen, die für zahlreiche Marktteilnehmer, die in gleichen oder ähnlichen Marktsegmenten tätig sind, so nicht zulässig ist.

Die Risikomodelle sind schuld!

Eine Interpretation und eine Ursachenforschung der Finanzkrise gestaltet sich aufgrund der vorliegenden

Polykausalität nicht leicht. Im Bereich der Ursachen ist u.a. zu Recht auf die Konsumneigung und die globale Finanzpolitik der USA, die Intransparenz der vernetzten Kapitalmärkte und deren Produkte, aber auch die schwierigen Anreiz- und Entlohnungsstrukturen managergeführter Aktiengesellschaften hingewiesen worden. In der Kritik stehen aber auch stochastische Risikomanagementmodelle. Ein häufig geäussertes Vorwurf lautet, die verwendeten Modelle hätten die Krise nicht vorausgesagt. Dies ist richtig, muss aber vor dem Hintergrund gesehen werden, dass Voraussagen zur Kernkompetenz von Kristallkugel- und Kartenlesern gehören. Bei der Betrachtung stochastischer Phänomene, die die Zukunft unserer Welt nun einmal prägen, ist die beste erlangbare Information eine vollständige Kenntnis der zugrunde liegenden Zufallsgesetzmässigkeit (also eine «Kenntnis der Unkenntnis»). Von daher können bestenfalls Wahrscheinlichkeitsaussagen getroffen werden. Dies mag mitunter unbefriedigend sein, stellt aber sicher kein Verschulden von Modellen zur Modellierung von Finanzrisiken bzw. deren Entwickler dar. Tatsächlich ist die Annahme einer vollständigen Kenntnis der Zufallsgesetzmässigkeit in der Praxis regelmässig verletzt: Beispielsweise können nicht ausreichend viele Beobachtungen vorliegen, um eine Wahrscheinlichkeitsverteilung anpassen zu können. Des Weiteren muss die in der Vergangenheit beobachtete Zufallsgesetzmässigkeit sich nicht auch in gleicher Weise in der Zukunft darstellen. Eine starke Modellgläubigkeit seitens der Anwender mag in der Tat auch ein Treiber für die Finanzkrise gewesen sein. Um so wichtiger ist eine fundierte Ausbildung im Bereich der quantitativen Risikomanagementmodellierung gefragt, um Anwendungsbereiche, Annahmen und Grenzen zu kennen. Von daher können Unternehmensentscheidungen auf Basis einzelner Zahlen, die aus der Perspektive des Entscheidungsträgers aus einer «Black-Box» kommen, sicher ein Problem darstellen.

Darüber hinaus stellt sich die Frage, wie alternativ Risiken (die nun einmal stochastische Phänomene sind) in der Analyse begegnet werden soll. Neben der erwähnten Option einer Befragung von Wahrsagern sind die Kritiker von Risikosteuerungsmodellen nun angehalten, ihre Konzepte zur Risikomodellierung vorzustellen und zu belegen, dass diese die in Rede stehenden «Finanz-Bubbles» hätten erkennen und eindämmern können.

Renaissance eines «händischen» Risikomanagement?

Was kann nun aus der aktuellen Finanzkrise gelernt werden und wie sehen Lösungsansätze aus? In erster Linie darf die Risikobeurteilung nicht in grossen Teilen oder gar vollständig nach aussen gegeben werden. Gerade die aktuellen Ereignisse haben gezeigt, wie kritisch Ratingeinstufungen zu beurteilen sind, und welche verheerende Wirkung eine zu grosse Gläubigkeit an externe Qualitätssiegel sein kann. Es ist aber nicht nur gefährlich, einer Instanz zu viel Glauben zu schenken. Vielmehr darf sich eine Risikobeurteilung nicht nur nach einer Denkwelt oder einem Modellansatz ausrichten. Interne Risikosteuerungsmodelle können vor allem dann gute Arbeit leisten, wenn die zugrunde liegenden Annahmen variiert werden und unter unterschiedlichen Szenarioannahmen in ihrer Wirkung auf die Solidität des Unternehmens durchgespielt werden. Nur so ist es möglich, eine Einschätzung von Modellrisiken zu gewinnen.

Auch erscheint es wichtig, nicht nur an komplexe Risikosteuerungsmodelle zu denken, sondern sich auf einfache «händische» Risikomanagementregeln zurückzubesinnen. Schon das Einhalten von Grenzen für alle Anlageklassen – auch wenn sie bisher als überaus sichere Investments angesehen wurden und bestens geratet sind – hätte einige aktuelle Markterschütterungen verhindern können. Zudem könnte die einfache Regel, dass erhebliche Teile der Risiken bei demjenigen Unternehmen verbleiben müssen, die diese vom Kunden übernommen haben, nun eine Renaissance erfahren. Des Weiteren sind Finanzprodukte, deren unterliegende Risiken durch spezielle Formen der Strukturierung kaum mehr erkennbar sind, für Versicherungsportfolios kritisch zu hinterfragen. Schliesslich müssen sich alle Marktteilnehmer – Kunden wie Investoren – aufs Neue verdeutlichen, dass Risiko und Rendite in einem natürlichen Verhältnis stehen. Wer hohe Renditeansprüche geltend macht, muss mit erheblichen Investmentrisiken klarkommen können und wollen.

Die Reputation im Allgemeinen und die Vertrauenswürdigkeit gegenüber Kunden und Aktionären im Speziellen ist für Versicherungsunternehmen ein zentrales Gut. Es kann nach unserem Dafürhalten durch verstärkte Marktdisziplin gefördert werden. Konkret kann dies von den Unternehmen durch Erweiterung der Offenlegung gegenüber allen Stakeholdern erfolgen. Zu denken ist hier

an mehr Transparenz in Bezug auf die Bewertungsmethoden von Aktiv- und Passivrisiken. Vor allem aber ist mehr Transparenz im Bereich der Off-Balance-Sheet-Verpflichtungen vonnöten, die sich aktuell als besonders gravierend herausgestellt haben.

› **Prof. Dr. Hato Schmeiser**

Lehrstuhl für Risikomanagement und

Versicherungswirtschaft &

Direktor des Instituts für Versicherungswirtschaft

hato.schmeiser@unisg.ch

› 1) Vgl. Eling/Schmeiser: «Finanzmarktkrise: Schweizer Versicherer können profitieren», Schweizer Versicherung 20.Jg. (2008), Heft 12, S. 23–25.

Konsequenzen für die Corporate Governance



Prof. Dr. Martin Hilb

*«Es ist nicht gesagt,
dass es besser wird,
wenn es anders wird.*

*Wenn es aber besser werden soll,
muss es anders werden.»*

G. Ch. Lichtenberg

Die gegenwärtige Finanzkrise hat folgende vier Schwachstellen der Führung und Aufsicht in vielen börsenkotierten Grossunternehmen (vor allem im Finanzdienstleistungsbereich) aufgezeigt:

- › Mit wenigen Ausnahmen (wie z.B. Südafrika) haben die meisten Länder unreflektiert und entgegen den neuen OECD-Empfehlungen die einseitig auf Shareholder-Maximierung ausgerichteten britischen Corporate Governance Richtlinien übernommen.
- › Im Gegensatz zu den erfolgreichsten, von der Krise weniger betroffenen Finanzdienstleistungsunternehmen (wie Familienbetriebe, partnerschaftlich organisierte Gesellschaften und globale Unternehmen), verfügten viele der von der Krise am meisten betroffenen Firmen über keine ganzheitlich messbaren Erfolgsmassstäbe, mit denen gleichzeitig Nutzen für Kunden, Eigentümer, Mitarbeitende und Mitwelt (d.h. Gesellschaft, Um- und Nachwelt) angestrebt werden.
- › Entsprechend eindimensional sind meist auch die Konzepte der variablen Honorierung ausgerichtet: einseitig auf ein Jahr, einseitig auf einzelne (z.T. irrelevante) finanzwirtschaftliche Kennzahlen unter Vernachlässigung nicht-finanzwirtschaftlicher Erfolgsdimensionen, fehlender Vergleich mit relevanten

Mitbewerbern und fehlende Integration der VR-, GL- und Personahonorierungskonzepte.

- › Entsprechend fehlte ganzheitliches Erfolgs-Controlling und Risiko-Management auf Boardebene.

Daraus lassen sich entsprechend vier Empfehlungen mit je zwei Konsequenzen für eine wirksame Führung und Aufsicht von börsenkotierten internationalen Unternehmen ableiten:

I. Anpassung der Führung und Aufsicht an die veränderten Verhältnisse

Die Corporate Governance muss danach aufgrund der gegenwärtigen Finanzkrise rechtzeitig an die veränderte Situation auf internationaler, nationaler und Unternehmensebene angepasst werden.

Konsequenz 1: Anpassung der nationalen Corporate Governance Richtlinien. Auf nationaler Ebene sind die Governance Richtlinien kritisch zu hinterfragen. Diese wurden in den meisten Ländern aufgrund von nationalen Governance Skandalen unreflektiert von den britischen, einseitig auf kurzatmige Shareholder-Maximierung ausgerichteten Soft Laws übernommen. Dieses für die weltweite mitverantwortliche Quartalsdenken sollte durch einen differenzierten globalen Ansatz ersetzt werden. Danach sind Unternehmen dann nachhaltig wettbewerbsfähig und erfolgreich, wenn es ihnen gelingt, bei allen Geschäftstätigkeiten immer gleichzeitig Mehrwert für Kunden, Aktionäre, Mitarbeitende und Mitwelt zu schaffen.

Konsequenz 2: Einführung einer wirksamen Aufsicht auf Niederlassungsebene in komplexen internationalen Firmengruppen. Auf internationaler Unternehmensebene ist die Führung und Aufsicht von Auslandsgesellschaften (die sog. Subsidiary Governance) kritisch zu überdenken. In vielen von der gegenwärtigen Krise hart getroffenen weltweiten Finanzdienstleistungsgesellschaften hat die Aufsicht auf Niederlassungsebene versagt. Für komplexe internationale Grossunternehmen (vornehmlich im Finanzdienstleistungsbereich) ist deshalb zu prüfen, ob in den Auslandsgesellschaften anstelle der üblichen «Puppen-Boards» (die weder Gestaltungs- noch Aufsichtsfunktionen ausüben) optimal zusammengesetzte lokale unabhängige Board-Teams zusammengestellt werden sollen, die über das zur lokalen Führung und Aufsicht notwendige Know-how verfügen. Diese Nieder-

lassungsboards werden jeweils von einem Mitglied des Verwaltungsrates (und nicht wie üblich der Geschäftsleitung) der übergeordneten Geschäftseinheit geleitet.

2. Ganzheitliche Strategische Führung

Die Finanzkrise hat es gezeigt: Viele Boards verfügten als Gremium nicht über das notwendige Know-how, um auch in Krisenzeiten eine ganzheitliche Gestaltungs- und Controllingfunktion im komplexen Grossunternehmen wirksam auszuüben. Zudem waren die Machtstrukturen auf Boardebene oft so gestaltet, dass damit auch die Frage von Peter Senge verständlich wird: «How can a team of committed board members with individual IQs above 120 have a collective IQ of 60?»

Konsequenz 3: Strategiegerechte (und damit zukunftsgerichtete) Anpassung und Zusammensetzung des Board-Teams. Dabei sollte das Board über das gleiche kernkompetenzrelevante (Markt-, Produkt- und Funktions-) Know-how verfügen wie die Geschäftsleitung, um die Gestaltungs- und Controllingfunktionen wirksam ausüben zu können. Damit das kompetente Führungs- und Aufsichtsgremium (nicht zum Team of Stars, sondern) zum wirksamen Board-Team wird, müssen die Board-Mitglieder zudem über unterschiedliche komplementäre Rollenstärken (wie z.B. Kritischer Denker, Controller, Kreativer Denker) verfügen.

Konsequenz 4: Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit durch ganzheitliche Board-Erfolgsmassstäbe. Die Krise hat auch dies gezeigt: Mit einseitig auf CEO- und Quartals-Ansprüche ausgerichteter Denkweise kann kein nachhaltiger Unternehmenserfolg sichergestellt werden. Das Board hat sich deshalb messbare Erfolgsmassstäbe zu setzen, mit denen sich das Unternehmen auf der Kunden-, Eigentümer-, Personal- und Mitweltdimension nachhaltig von den wichtigsten Mitbewerbern abhebt. Das Board sollte dabei periodisch die Zielerreichung anhand der Reaktionen von Kunden, Aktionären, Mitarbeitenden und der Öffentlichkeit messen.

3. Kompetente Board-Teams

Die weltweit verbreiteten angloamerikanischen Soft Governance Laws haben in der Krise gezeigt, dass damit die «softe» Dimension vieler betroffener Unternehmen vernachlässigt wurde. Es geht dabei vor allem um die erfolgreiche Gewinnung, Leistungsbeurteilung,

Honorierung und Nachfolgeplanung von Vorsitzenden und Mitgliedern von Boards und Geschäftsleitungen. Dabei stehen in dieser Krise vor allem die falsche Incentivierung und die ungenügende Nachfolgeplanung von Vorsitzenden des Boards und der Geschäftsleitung im Vordergrund.

Konsequenz 5: Integrierte und ganzheitliche Honorierung von Board, Geschäftsleitung und Personal. Die Finanzkrise bestätigte etwas Weiteres: Honorierungstransparenz ohne integriertes Vergütungskonzept kann in einem Unternehmen zu nachhaltigen Problemen führen. Ein Unternehmen benötigt somit ein integriertes Board-, Geschäftsleitungs- und Personal-Honorierungskonzept. Damit wird für alle Positionen eine Honorierung angestrebt, die gleichzeitig aus Sicht der Kunden, der Aktionäre, des Personals und der Gesellschaft als funktions-, markt-, und unternehmererfolgsgerecht betrachtet wird.

Um dabei die Unternehmenserfolgsgerechtigkeit sicherzustellen, muss die variable Honorierung den langfristigen Zeithorizont gebührend berücksichtigen (z.B. Board: 100 % des Bonus auf 3 Jahre, CEO: 50 % auf 3 Jahre; 50 % auf 1 Jahr). Als Bemessungsgrundlage müssen dabei sowohl relevante finanzwirtschaftliche Grössen (z.B. EVA zu 50 %) als auch relevante nichtfinanzwirtschaftliche Grössen (z.B. Kundenloyalität zu 50 %) im Vergleich zu relevanten Mitbewerbern verwendet werden.

Konsequenz 6: Wirksame Nachfolgeplanung auf Board- und Geschäftsleitungsebene. Die Krise hat die Ergebnisse unserer neuesten Umfrage unter Präsidenten börsenkotierter Unternehmen bestätigt: Die Nachfolgeplanung auf Board- und CEO-Ebene stellt eine der grössten Schwachstellen und Risiken vieler Unternehmen dar. Das Board sollte deshalb für alle erfolgskritischen Board- und Geschäftsleitungspositionen alljährlich an einer Boardsitzung kompetente Nachfolger(innen) bestimmen. Dazu ist ein unternehmensweites, alle Ebenen umfassendes, überlappendes Nachfolgeplanungskonzept einzuführen. Ziel: Rund 80 % aller erfolgskritischen Funktionen sollten von intern besetzt werden können.

4. Wirksame Aufsicht

Last but not least hat die weltweite Finanzkrise gezeigt, dass viele Boards bezüglich Controlling, Ethical Compli-

ance und ganzheitlichem Risiko-Management Schwachstellen aufweisen.

Konsequenz 7: Das Board als wirksames Controlling-gremium. Dabei geht es vor allem um die wirksame Ausübung folgender Aufsichtsfunktionen:

- › Wirksame Überprüfung der Effektivität der externen und internen Revision,
- › kompetente Beurteilung der Qualität der Rechnungslegung und Berichterstattung,
- › Sicherung eines wirksamen ganzheitlichen Risiko-Managements,
- › einer wirksamen internen Kontrolle,
- › einer wirksamen IT-Aufsicht und Kommunikation
- › sowie der Legal und Ethical Compliance.

Dabei hat die Krise die Ergebnisse einer Untersuchung bestätigt, die wir mit PWC über Audit- Ausschüsse börsenkotierter Firmen durchgeführt haben: der grösste Entwicklungsbedarf besteht nicht in der Legal Compliance, sondern in der Ethical Compliance. Es gilt deshalb, nicht alles zu tun, was im Rahmen der Gesetze und Richtlinien erlaubt ist. Das Handeln muss immer auch legitim sein. Weiter gilt, nicht nur Verhaltenskodizes einzuführen, sondern die Beachtung auf Board- und Geschäftsleitungsebene vorzuleben und die Nichtbeachtung konsequent zu ahnden, auch wenn der kurzfristige Finanzerfolg darunter leidet.

Konsequenz 8: Periodische Selbst- und Fremd-Evaluation der Wirksamkeit von Boards. Die Krise hat auch dies gezeigt: Die grössten Firmenopfer verfügten über keine periodische, wirklich objektive und umfassende Evaluation der Führung und Aufsicht. Unternehmen sollten deshalb nicht auf weitere Regulierungen warten, sondern periodisch eine wirksame Selbst-Evaluation des Boards und eine Fremd-Evaluation des Boards aus Sicht der Geschäftsleitung und von (Haupt-) Aktionären vornehmen. Dies kann mithelfen, die gegenwärtige Krise besser zu meistern, weitere Krisen zu vermeiden und zur nachhaltigen Wertsteigerung des Unternehmens beizutragen.

Fassen wir zusammen: «Common sense is the least common of all senses.» Die gegenwärtige weltweite Finanzkrise hat diese alte Wahrheit von Oscar Wilde bestätigt. Gesunder Menschenverstand heisst: Geld sollte den Menschen dienen und nicht umgekehrt. Diese

Werthaltung sollte sowohl bei den nationalen Corporate Governance Richtlinien als auch in der Board-Praxis Beachtung finden.

Ob Unternehmen in Zukunft zu den Verlierern oder Gewinnern der weltweiten Finanzkrise gehören, hängt u.a. davon ab, ob sich die Führung und Aufsicht von Unternehmen einseitig und kurzfristig auf CEO- und Aktionärsinteressen (z. T. auf Kosten von Kunden, Mitarbeitenden und Mitwelt) oder auf die nachhaltige Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens zum gleichzeitigen Nutzen von Kunden, Eigentümern, Mitarbeitenden und Mitwelt ausrichtet.

› **Prof. Dr. Martin Hilb**

Lehrstuhl für Personalmanagement &
Direktor des Instituts für Führung und
Personalmanagement
martin.hilb@unisg.ch

Konsequenzen für Rechnungslegung und Revision



Prof. Dr. Peter Leibfried

Rechnungslegung als Mitverursacher der Krise?

Der Verlauf der Finanzmarktkrise hat es wieder einmal bewiesen: Rechnungslegung ist keine Naturwissenschaft, sondern gehört zu den Sozialwissenschaften. So sehr die moderne Bilanzierung auch von einem Dickicht technischer Regelungen geprägt sein mag, so sehr geht es im Kern doch um ganz grundsätzliche zwischenmenschliche Fragen von Transparenz, Rechenschaft, Ehrlichkeit und der Suche nach der «richtigen» Realität.

Wenngleich die Wurzeln der Krise eindeutig am Finanzmarkt zu suchen sind, kommt man doch nicht um den Eindruck herum, die Rechnungslegung hätte zu ihrer Verschärfung beigetragen. Denn Aufgabe unternehmerischer Berichterstattung ist die Sicherstellung von Transparenz, und diese war in den letzten Monaten offensichtlich über längere Zeit hinweg nicht mehr gegeben. Die über einen potentiellen Marktpartner verfügbaren, meist einige Wochen oder Monate alten Informationen der Rechnungslegung waren entweder bereits überholt, mit zu vielen Ermessensspielräumen versehen, oder durch Aggregation und Aufrechnungen so verdichtet, dass sie kein verlässliches Urteil über die aktuelle wirtschaftliche Situation erlaubten. Hieraus entstand eine Vertrauenskrise, die in einen Teufelskreis mündete: durch die Einstellung des aktiven Handels wurden verschiedene Märkte illiquide, was nach dem für viele Positionen geltenden Grundsatz der Marktbewertung zu weiteren Abschreibungen führen musste. Die sich hieraus ergebenden Meldungen über Wertberichtigungen und mögliche Schieflagen einzelner Finanzinstitutionen verstärkten das Problem und strahlten auf andere Vermögensklassen aus. Es kam eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale in Gang. Die aktuelle Krise ist damit auch eine Krise der Rechnungslegung.

Das Ende des Fair Value-Accounting?

Quasi als Sofortmassnahme haben sowohl die US-GAAP wie auch das IASB betroffenen Unternehmen mittlerweile die Möglichkeit eröffnet, unter bestimmten Voraussetzungen auf den Ansatz von Marktwerten für auf Krediten basierende Wertschriften zu verzichten. Diese Spielräume sind zunächst zeitlich befristet und sollen ein unmittelbares Durchbrechen der Abwärtsspirale ermöglichen. Immer wieder wird gegenwärtig jedoch auch diskutiert, ob nicht eine grundsätzliche Abkehr von der Marktbewertung geboten sei.

Dabei stellt sich zunächst die Frage, welche Alternativen überhaupt vorhanden sind, und ob den Abschlussadressaten damit wirklich geholfen ist. Schliesslich war die Bewertung von immer mehr Positionen der Bilanz zum **Fair Value** insbesondere von Analystenseite stets gewünscht, da hierdurch die Lücke zwischen Buch- und Marktwert eines Unternehmens immer weiter geschlossen wird. Ein Rückfall auf das Anschaffungskostenprinzip trägt hier sicherlich nicht zum Erkenntnisgewinn bei. Auch ist zu bezweifeln, ob es dem Vertrauen hilft, wenn Informationen wissentlich zurückgehalten werden: zwar weisen die von der jetzigen Ausnahmeregelung Gebrauch machenden Unternehmen ein höheres Eigenkapital aus, allerdings ist dies angesichts der Unmöglichkeit seiner Realisierung zum Bilanzstichtag eine rein fiktive Grösse.

Gerade angesichts der Vielzahl bereits bestehender Regelungen wird deutlich, dass die Lösung dieses Problems nicht in noch mehr Bestimmungen und noch engeren Regeln liegen kann.

Gerade angesichts der Vielzahl bereits bestehender Regelungen wird deutlich, dass die Lösung dieses Problems nicht in noch mehr Bestimmungen und noch engeren Regeln liegen kann. Die Realität ist vermutlich einfach zu komplex, um sie in Soll und Haben zu pressen. Zukünftig müssen dem Markt mehr und detaillierte Informationen zur selbständigen Bewertung zur Verfügung gestellt werden. So sollte die teilweise verzweifelnde und stets für Fehler anfällige Suche nach dem **einen** richtigen Wert von Bilanzpositionen zunehmend durch die Offenlegung von Szenarien und Input-Faktoren für eine

eigene Modellierung durch den Anleger ersetzt werden. Darüber hinaus muss zumindest in wichtigen Positionen der Jahresrechnung in viel kürzeren Intervallen berichtet werden, die im Aufbau befindliche Technologie XBRL (eXtensible Business Reporting Language) kann hier eine wichtige Rolle spielen.

Neben den Erstellern sind bei dieser Krise somit auch die Informationsadressaten in der Pflicht. Viel zu häufig hat man in der Vergangenheit den Eindruck gewonnen, die Sachwalter von Finanzmitteln in Banken, Versicherungen und Vermögensverwaltungen wollten ihre Aufgabe mit möglichst wenig Aufwand erledigen, und Kauf- oder Verkaufsempfehlungen quasi direkt aus den Jahresrechnungen ablesen. Eine Auseinandersetzung mit komplexen Fragen der Rechnungslegung war wissens- und kapazitätsbedingt zumeist gar nicht wirklich gewünscht. Die Marktbewertung war zwar interessant, die damit verbundene Volatilität aber nicht vorgesehen.

Konsequenzen für die Revision

Im Unterschied zu früheren finanziellen Krisen kommt der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer gegenwärtig noch weitgehend unbeschadet davon. Hier zeigen sich offensichtlich die Konsequenzen aus der New Economy; Wirtschaftsprüfer gehören heute weltweit zu den am meisten regulierten Branchen. Ihre frühere Rolle als gestrandete Versicherer haben in der vorliegenden Krise die Rating-Agenturen übernommen, indem sie riskante Finanzanlagen als unbedenklich einstufen. Es verwundert daher nicht, dass für die Rating-Agenturen nun genau dieselben Überwachungsmaßnahmen vorgeschlagen werden, wie sie spätestens seit dem Sarbanes-Oxley-Act auch für die Revisionsbranche gelten: Verbindliche Rating-Standards, professionelle Unabhängigkeit, externe Überwachung, Veröffentlichung der Namen von Grosskunden.

Allerdings dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, bis sich auf der Suche nach den Verantwortlichen begehrliche Blicke auch wieder auf die tiefen Taschen der Revisionsgesellschaften richten. Auch diese müssen sich daher fragen lassen, ob und an welchen Stellen ihre bisherige Tätigkeit Verbesserungspotential besitzt. Insbesondere bei der Beurteilung des Risikomanagements und der internen Kontrollsysteme von Finanzdienstleistern dürfte einiges übersehen oder nicht konsequent genug umgesetzt worden sein.

Forderung nach einer neuen Financial Governance

In den letzten Jahren war es ein beliebter Reflex, auftretenden Probleme mit immer neuen, detaillierteren Regelungen zu begegnen. Allerdings muss man bezweifeln, ob dies ein wirklich sinnvoller Ansatz ist. Denn grundsätzlich ist es einer wettbewerblichen Wirtschaft immanent, dass einmal entworfene Strukturen, Methoden und Prozesse sich ständig weiter entwickeln. Auch die jetzt gezogenen Schlussfolgerungen bieten daher keine Sicherheit vor zukünftigen Problemen. Es ist im Gegenteil davon auszugehen, dass Rechnungslegung und Revision immer wieder Lücken und Fehlentwicklungen zulassen werden.

Das Karussell dreht sich also weiter. Die heute geltende Regulierung ist meist schon überholt, bis ihre praktische Umsetzung die volle Wirkung entfaltet. Was jedoch bleibt, sind die bereits genannten allgemeinen Konzepte: Vertrauen, Rechenschaft, Ehrlichkeit und die Suche nach der betriebswirtschaftlich «richtigen» Realität. Und auch wenn wir es uns angesichts der überbordenden fachlichen Technisierung von Rechnungslegung und Revision häufig kaum mehr vorstellen können: diese Begriffe haben noch einen praktischen Nutzen. Allerdings müssen wir sie dazu aus dem Image des reinen Gutmenschentums herausholen, und in ein greifbares betriebswirtschaftliches Instrumentarium verwandeln. Dabei könnte z.B. der in den letzten 10 Jahren recht konkret ausgearbeitete Begriff der Corporate Governance gezielt auf die Finanzfunktion fokussiert werden. Unter dem Oberbegriff einer neu geschaffenen **Financial Governance** steht dann eine nachhaltige finanzielle Führung in den folgenden Disziplinen:

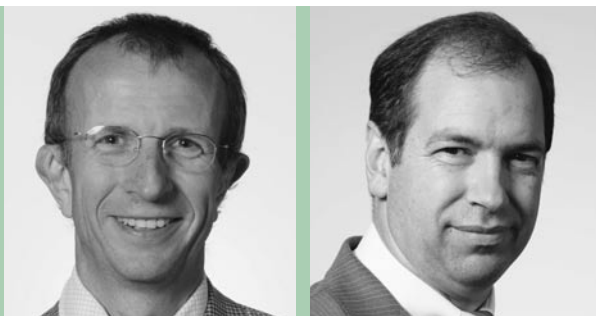
- › **Defining Governance («Ziele setzen»):** Welche Ziele haben die Geldgeber, und welche Zielsetzungen ergeben sich hieraus für die finanzielle Führung?
- › **Managing Governance («Ziele erreichen»):** Welche Strukturen, Methoden und Prozesse sollen zum Einsatz kommen, und welche Einzelmaßnahmen sind angebracht?
- › **Reporting Governance («Rechenschaft ablegen»):** Wie wird über die Zielerreichung berichtet?
- › **Assuring Governance («Fehler vermeiden»):** Wie werden Irrtümer und Fehler weitestgehend ausgeschlossen, und das Risiko minimiert?

Der Anspruch, diese Aufgabenstellungen bestmöglich zu erfüllen, stellt zunächst zwar eine noch sehr allgemeine Definition guter **Financial Governance** dar. Dennoch leuchtet ein, dass eine rechtzeitige bewusste Auseinandersetzung mit diesen Fragen an vielen Stellen dazu geholfen hätte, die aktuelle Krise abzumildern. Tatkräftig weiter entwickelt und konsequent angewendet können die Grundsätze guter **Financial Governance** dazu beitragen, der überbordenden fachlichen Technisierung Grenzen zu setzen, Konflikte zwischen den Teildisziplinen zu lösen, und im Rahmen der Ausbildung durch eine ganzheitliche Perspektive das Verständnis zu fördern. Dies alles, ohne gleichzeitig das notwendige Handwerkszeug zu verlieren, denn niemand kann erwarten, eine komplexe Welt käme mit simplen finanziellen Systemen aus.

› **Prof. Dr. Peter Leibfried**

KPMG-Lehrstuhl für Audit und Accounting &
Geschäftsführender Direktor des Instituts für Accounting,
Controlling und Auditing
peter.leibfried@unisg.ch

Konsequenzen für IT/Business Alignment und Informationsmanagement



Prof. Dr. Walter Brenner
Prof. Dr. Robert Winter

In der modernen globalen Finanzwelt sind Geschäftsmodelle, Produkte, Prozesse und Informationssysteme untrennbar miteinander verwoben. In den letzten Jahren schien es fast keine Grenzen für die Entwicklung immer neuer, komplexerer Produkte und für die Geschwindigkeit ihrer Einführung gegeben zu haben. Gerade im Investment Banking ist versucht worden, Informationssysteme allein dem Primat des fachlichen «Demand» folgend, getrieben vor allem durch aktuelle Bedürfnisse des sich schnell verändernden Tagesgeschäfts und in Form möglichst kurzer, möglichst wenig integrierter Projekte zu entwickeln. Mit allen Mitteln wurde versucht, Produkte mit immer höherer Komplexität, immer größerer Individualität und immer kürzerer Lebensdauer mit den im Grundsatz Jahrzehnte alten Plattformen umzusetzen. Die dabei geschaffenen Lösungen sind oft intransparent, kaum integriert und können aus Sicht des Informationsmanagement nicht konsistent und dauerhaft betrieben werden. Die Ursachen sehen wir darin, dass drei Prinzipien systematisch missachtet wurden:

› Fachseite und IT müssen wechselseitig mit- und aufeinander abgestimmt sein, da Innovationen nur «im Gleichschritt» umgesetzt werden können. Es ist fast in keiner Branche und Situation zielführend, aus Sicht der Fachseite IT allein als «Lieferant» zu betrachten und IT-Fragestellungen entsprechend als Sourcing-Thema zu behandeln – erst recht nicht für Finanzdienstleistungsunternehmen, da deren Geschäft zum Grossteil aus Informationsverarbeitung besteht. Die in letzter Zeit häufig eingeführte, strikte Trennung von «IT Demand» und «IT Supply» vereinseitigt die Abstimmung, verhindert damit echtes «Alignment» und führt zu einer letztlich fatalen Dominanz von Quartals- bzw. Projektdenken sowie zu Wahrnehmungsmän-

geln der Fachseite für die Restriktionen und Potenziale der Informations- und Kommunikationstechnik. Natürlich gilt gerade im Investment Banking «IT follows Business» – aber die Potenziale wie auch die Restriktionen der IT müssen in die Konzeption von Fachlösungen einbezogen werden.

› Die immer nur steigende Komplexität, Individualisierung und Dynamik von Geschäftslösungen kann nicht «quick and dirty» umgesetzt werden – wenn nicht untragbare Risiken in Bezug auf Transparenz, Konsistenz, Steuerbarkeit und Agilität in Kauf genommen werden. Geschäftslösungen müssen auch auf der Fachseite letztlich genauso sorgfältig konstruiert werden, wie es für die sie unterstützenden Informationssysteme selbstverständlich ist. Oft hat sich erst bei der Implementierung von Produktabwicklungen, Berichts- und Steuerungssystemen gezeigt, dass die fachlichen Lösungen unausgegoren, inkonsistent oder lückenhaft spezifiziert sind. Es braucht «Business Engineering», damit neue bzw. veränderte Geschäftsmodelle, Produkte und Prozesse auch nachhaltig mit dafür gebauten bzw. angepassten Informationssystemen unterstützt werden können.

Anstelle auf sorgfältigen Entwurf und auf nachhaltigere gegenseitige Abstimmung von Geschäft und IT zu achten, wurden in mechanistischer Art und Weise Prozessdiagramme erstellt und archiviert. Hier gilt es eine Trendwende einzuleiten.

› Wenn Daten entstehen, ist niemals völlig klar, ob, wann und für wen daraus Informationen entstehen werden, die Wert stiften. Obwohl die Informationsversorgung in Unternehmen primär bedarfsorientiert gestaltet werden sollte, muss berücksichtigt werden, dass zusätzlich zu den aktuellen Steuerungsproblemen des aktuellen Management sehr schnell wichtige neue Fragen auftauchen können, für die eine gewisse Vorbereitung erfolgt sein sollte. In der Finanzkrise tauchten für viele Unternehmen, die sich ansonsten auf sehr spezifische Rentabilitätsanalysen konzentrierten, vergessen geglaubte Informationsbedarfe nach Doku-

mentation grundlegender Abhängigkeiten oder gar nach Liquiditätsprojektionen auf. Mit den existierenden, allein auf die «relevanten» Fragestellungen optimierten Auswertungssystemen könnten diese Informationsbedarfe nicht befriedigt werden. Die Gestaltung der Informationsversorgung darf deshalb nicht auf gerade aktuelle Bedarfe beschränkt sein, sondern muss mit «Blick aufs Ganze» integrierte, normierte Informationen bereitstellen, die auch erlauben, Unvorhergesehenes zu analysieren.

In den drei nachfolgenden Absätzen skizzieren wir, wie unsere drei Forderungen als Konsequenzen aus der Finanzkrise umgesetzt werden können.

I. Wirkliches Alignment von Geschäft und Informations- und Kommunikationstechnik

Alignment von Informations- und Kommunikationstechnik heisst, die Gestaltung fachlicher und IT-Strukturen aufeinander abzustimmen, auch wenn unterschiedliche Ziele verfolgt werden und die Strukturen unterschiedliche Innovationszyklen haben. Während eine strategische Neupositionierung innerhalb von ein bis zwei Jahren umgesetzt sein sollte, erfordern Markt- und Kundenerfordernisse u. U. Organisationsanpassungen innerhalb weniger Wochen oder Monate. Die über Jahrzehnte gewachsenen, meist heterogenen IT-Strukturen können jedoch nicht in wenigen Monaten, sondern in ihren Grundzügen selbst bei Einsatz modernster Entwicklungs- und Managementansätze nur in langen, aufwendigen Grosprojekten umgebaut werden.

Business Engineering trägt den unterschiedlichen Innovationszyklen Rechnung, in dem für die Gestaltung und Weiterentwicklung aller beteiligten Strukturen, d. h. auf Geschäfts- wie auch auf IT-Ebenen, ein systematisches, modell- und methodengestütztes Vorgehen unterstützt wird.

Ein «Gleichgewicht» zwischen Geschäft und Informations- und Kommunikationstechnik ist nur dann gegeben, wenn sich die Verantwortlichen auf Geschäftssebene intensiv mit den Potentialen, Grenzen und vor allem den Risiken der IT auseinandersetzen wollen und wenn die IT-Verantwortlichen nicht nur die fachlichen Implikationen der Informations- und Kommunikationstechnik einschätzen können, sondern auch die Fachseite bei der systematischen, «ingenieurmässigen» Konstruk-

tion nachhaltiger und umsetzbarer Geschäftslösungen unterstützen.

Business Engineering ist ein Gegenentwurf zur manchmal unreflektierten und zum Teil sinnlosen Übernahme von Konzepten aus den USA, wie z.B. dem so genannten COBIT-Modell, das aufgrund des Sarbanes-Oxley-Acts in den letzten Jahren zu vielen Umtrieben in Banken und Versicherungen geführt hat. Anstelle auf sorgfältigen Entwurf und auf nachhaltigere gegenseitige Abstimmung von Geschäft und IT zu achten, wurden in mechanistischer Art und Weise Prozessdiagramme erstellt und archiviert. Hier gilt es eine Trendwende einzuleiten.

IT/Business Alignment hat in der Praxis des Informationsmanagements viele Ausprägungen. In den nächsten Jahren wird der Wiederaufbau des in den letzten Monaten verlorenen Vertrauens von Kunden und Mitarbeitern eine zentrale Aufgabe werden. An die Stelle schneller, schlecht integrierter und nicht steuerbarer Lösungen müssen sorgfältige Konstruktionen treten – und hier kann die Fachseite von Business Engineering profitieren.

2. Sorgfältige Konstruktion zur Bewältigung steigender Komplexität und Dynamik

Fortschritt sowohl in Form von IT-Innovationen wie auch in Form von Geschäfts-Innovationen führt in den allermeisten Fällen nicht zu einfacheren und entkoppelten Strukturen, sondern im Gegenteil zu komplexeren, enger vernetzten Strukturen. Die Vielfalt und Mehrstufigkeit von Abhängigkeiten fachlicher Artefakte (z.B. Produkte, Kennzahlen, Verantwortlichkeiten) und IT-Artefakte (z.B. Softwaresysteme, Daten, Zugriffsrechte) innerhalb von Unternehmen wie auch zwischen Unternehmen werden zum Risiko, wenn nicht in den Entwicklungsprojekten neben dem eigentlichen, fachlichen oder IT-Umsetzungs-Kernziel auch in Transparenzschaffung, Vereinfachung und Flexibilitäts/Agilitätssteigerung investiert wird. Ein wichtiger Grund für die steigende Komplexität ist darin begründet, dass viele Informationssysteme zu schnell gebaut bzw. umgebaut werden. Es ist eine alte Weisheit, dass Einfachheit ein Ergebnis intensiver Beschäftigung mit einem Sachverhalt ist. Dieser Zusammenhang wird beim Bau von Informationssystemen immer wieder vernachlässigt.

Alleiniger Kostenfokus führt im Laufe der Zeit eben genau dazu, dass nichts neben dem jeweiligen Kernauftrag gemacht wird und damit unnötig gewordenes nicht entsorgt, Unverstandenes nicht aufgearbeitet, Redundantes nicht koordiniert und mögliche Synergien nicht erkannt und umgesetzt werden. Eine Lehre aus der vorgeblichen «Business-Orientierung» von Veränderungsprojekten in den letzten Jahren muss deshalb sein, durch ein nicht allein am Kostenziel orientiertes Entwicklungsmanagement und ein gesamthaft wirksames Unternehmens-Architekturmanagement nicht nur IT/Business Alignment zu verbessern, sondern Transparenz und Beherrschbarkeit der immer komplexer werdenden Strukturen zu steigern. Nur was verstanden wird, erklärt und analysiert werden kann, ist beherrschbar. Auch wenn das Vermeiden des Erstellens von Informationssystem-Architekturen und das Abschaffen eines ordentlichen Engineerings kurzfristig sogar «Business Value» erzeugt – denn ohne beides kann erst einmal billiger und schneller gebaut werden –, erfordert eine sorgsame Unternehmensführung die Etablierung und Weiterentwicklung von Bauungsplänen und systematische Lösungskonstruktion – einschliesslich der oft geschmähten, weil Bauzeit verlängernden Machbarkeitsstudien und Prototypen. Business Engineering ist wichtig, um die Komplexität im Entwurfsprozess bewältigen zu können.

3. Informationsversorgung bedarfsgerecht, aber dennoch mit «Blick auf das Ganze»

Ein weiteres Phänomen, das besonders in Informationsverarbeitungs-intensiven Branchen wie den Finanzdienstleistungen beobachtet werden kann, ist die rasant wachsende Quantität, verbesserte Qualität und schnellere Verfügbarkeit potentiell entscheidungsrelevanter Daten. Doch fachliche Entscheidungen werden nicht besser, sondern tendenziell schlechter, wenn Entscheidungsträger nicht in der Lage (oder nicht willens) sind, zur richtigen Zeit die richtigen Daten in adäquater Qualität zu finden und problemadäquat zu nutzen. Während IT die technischen Aspekte von Sourcing, Speicherung, Integration, Bereitstellung und Nutzung der Daten adressiert, braucht es das Engagement der Entscheider(innen) für die bedarfsgerechte Gestaltung der Informationslogistik. Allein an Kostenzielen oder an lokalem, kurzfristigen Nutzen ausgerichtetes Datenmanagement kann übergreifende Informationen nicht umfassend genug, nicht in der notwendigen fachlichen Qualität und vor allem nicht in der bei unvorhergesehenen Situationen benötig-

ten Flexibilität bereitstellen – wessen Berichtswesen auf Wachstums-Kennzahlen fokussiert ist, kann plötzliche Ertrags- oder gar Liquiditätsfragestellungen nicht schnell genug und vor allem nicht akkurat genug beantworten. Ähnlich wie Architekten die Gestaltungswünsche ihrer Bauherren auf Stabiles, Bewohnbares und Baubares einschränken sollten, ist es eine wichtige Aufgabe von Business Engineers, bei Veränderungsprojekten auf Geschäfts- wie auf IT-Seite die Konsistenz, Korrektheit und Legalität von Informationsbeschaffung, Informationsflüssen und Informationsnutzung sicher zu stellen.

› **Prof. Dr. Walter Brenner**

Lehrstuhl für Informationsmanagement &
Geschäftsführender Direktor des Instituts
für Wirtschaftsinformatik
walter.brenner@unisg.ch

› **Prof. Dr. Robert Winter**

Lehrstuhl für Wirtschaftsinformatik &
Direktor des Instituts für Wirtschaftsinformatik
robert.winter@unisg.ch

Konsequenzen für das Nachhaltigkeitsmanagement



Prof. Dr. Thomas Dyllick

Ausbreitung des Nachhaltigkeitsmanagements in Unternehmen

Nicht zuletzt aufgrund der politischen Brisanz der Energie- und Klimadiskussion hat sich in den vergangenen Jahren – vornehmlich in Grossunternehmen – ein eigentliches Nachhaltigkeitsmanagement ausgebildet. Dabei geht es darum, neben rein wirtschaftlichen Zielen des Unternehmens auch ökologische und soziale Ziele der Gesellschaft zu verfolgen bzw. Beiträge zu diesen Zielen zu leisten. Sein Erfolg bemisst sich an einer dreidimensionalen Wertschöpfung, welche eine Berücksichtigung aller drei Zielbereiche umfasst. Inwiefern sich Nachhaltigkeitsmanagement für das Unternehmen rein wirtschaftlich lohnt, hängt dabei vom Ausmass der Internalisierung der oftmals externen ökologischen und sozialen Effekte in die Rahmenbedingungen des Wettbewerbs ab. Zentral für die zunehmende Anerkennung von Nachhaltigkeit als eine Managementaufgabe ist die Einsicht, dass dies nicht nur aufgrund des mittlerweile bereits erreichten Grades und der Dynamik der Internalisierung externer Effekte – z.B. im Rahmen der Energie- und Klimapolitik – sinnvoll ist, sondern auch aufgrund der Gestaltungsmöglichkeiten im Hinblick auf die Internalisierungsprozesse selber. Solche Internalisierungsprozesse verlaufen über politische Entscheide, über die Herausbildung von Normen und Standards, über die öffentliche Meinungsbildung und den Aufbau öffentlichen Drucks (aussermarktliche Treiber), aber auch über Markt- und Wettbewerbsprozesse (marktliche Treiber), wenn innovative Technologien (z.B. erneuerbare Energien, Energieeffizienz-Technologien, Hybridantrieb, Mobilitätsdienstleistungen, Brennstoffzellen, Niedrigenergiehäuser, Bioprodukte) oder nachhaltige Differenzierungsstrategien gezielt im Wettbewerb eingesetzt werden.

Ein systematisches Nachhaltigkeitsmanagement breitet sich bei internationalen Grossunternehmen zunehmend aus. Gemäss einer aktuellen Untersuchung der 250 grössten Unternehmen der Welt sieht es wie folgt aus:¹

- › 73 % verfügen über eine öffentlich verfügbare Nachhaltigkeitsstrategie
- › 65 % verknüpfen diese Strategie auch mit konkreten Leistungsindikatoren
- › 60 % legen öffentlich zugängliche Daten zu diesen Leistungsindikatoren vor
- › 54 % verdeutlichen den wirtschaftlichen Nutzen dieser Strategien
- › 64 % verfügen über spezielle Systeme für Management, Messung und Berichterstattung von Nachhaltigkeitszielen und -leistungen
- › 40 % bekennen sich zu den Leitlinien des UN Global Compact
- › 51 % haben ein zertifiziertes Umweltmanagementsystem nach ISO 14001
- › 79 % publizieren einen speziellen Nachhaltigkeitsbericht, 77 % folgen dabei den Richtlinien der Global Reporting Initiative (GRI)

Die Aufarbeitung der Finanz- und Wirtschaftskrise dürfte insgesamt wohl eher zu einer bedeutenden Stärkung des Nachhaltigkeitsmanagements, aber auch des zugrunde liegenden Nachhaltigkeitsdenkens führen.

Auch wenn diese Zahlen eindrücklich sind und gegenüber vorherigen Erhebungen bedeutende Zuwächse aufweisen, so bleiben bzgl. der Konsequenz der Integration von Nachhaltigkeitszielen in Strategie und Operationen der Unternehmen durchaus Fragen offen. So zeigt eine McKinsey-Befragung der CEOs aller Signatarunternehmen des UN Global Compact aus dem Jahr 2007, dass zwar 72 % von ihnen der Überzeugung sind, dass Nachhaltigkeitsfragen vollständig integriert sein sollten, nur 50 % von ihnen sahen dies jedoch bei ihnen selber bereits als realisiert an. Und bzgl. der Integration von Nachhaltigkeit in ihre globalen Lieferketten sahen 59 % dies als notwendig an, aber nur bei 27 % war es bereits realisiert.²

Die Konsequenz der Integration von Nachhaltigkeit ist eng verknüpft mit der Einschätzung ihrer strategischen Relevanz für das Unternehmen. Es spielt dabei eine Rolle ob Nachhaltigkeit als Auslöser für defensive Strategien dient, zur Absicherung bestehender Marktpositionen und Geschäftsmodelle, oder ob sie als Grundlage offensiv verfolgter Strategien dient. Im ersten Fall kommt ihm ein akzessorischer Charakter zu. Man hat auch noch ein Nachhaltigkeitsmanagement, um Gefährdungen des «business as usual» zu vermeiden und macht deshalb auch nicht mehr als erforderlich, um dieses Ziel zu erreichen. Im zweiten Fall hat es einen integrierten Charakter. Nachhaltigkeitsherausforderungen dienen hier begründend für Strategien und Geschäftsmodelle, wenn man z.B. an die Rolle der Hybridtechnologie für die Produktstrategien von Toyota und Honda denkt, die Rolle der auf die Lösung von bedeutenden globalen Umweltproblemen ausgerichtete Ecomagination-Produktlinie von GE, die Rolle von Bioprodukten unter dem Label «Naturaplan» und anderer Kompetenzmarken von Coop oder die Ausrichtung des Geschäftsmodells auf die Erbringung nachhaltiger Mobilitätsdienstleistungen wie im Falle von Mobility CarSharing oder auf die Gewinnung erneuerbarer Windenergie wie im Falle von Vestas.

Gefährdung des Erreichten oder Stärkung der Nachhaltigkeit?

Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise stellt sich die Frage, inwiefern die Errungenschaften eines aktiven Nachhaltigkeitsmanagements wieder an Bedeutung verlieren und zurückgefahren werden? Sicher werden auch nachhaltig geführte Unternehmen durch die Auswirkungen der Krise betroffen werden. Auch sie werden die Pläne zurückfahren, die Kosten anpassen und die Versorgung mit Kapital sichern müssen, wie alle anderen Unternehmen der durch die Finanzkrise betroffenen Realwirtschaft. Aber gibt es darüber hinausgehende Sondereffekte, die insbesondere Unternehmen treffen, die ein aktives Nachhaltigkeitsmanagement betreiben? Es wird zweifellos Unternehmen geben, die angesichts eines kurzfristig abnehmenden Nachhaltigkeitsdrucks in Politik und Gesellschaft die Chance sehen, sich einer ungeliebten, von aussen auferlegten Bürde zu entledigen, um sich wieder verstärkt «ihrem eigentlichen Geschäft» zuzuwenden. Das sind Unternehmen, bei denen Nachhaltigkeitsaspekte noch keinen Eingang in ihre Geschäftsstrategien gefunden haben. Daneben gibt es aber auch Unternehmen, für die Nachhaltigkeitsmanagement

nicht nur ein nettes Extra ist, sondern essentieller Bestandteil ihres wirtschaftlichen Handelns, und dies z.T. schon seit geraumer Zeit. Sie werden weiterhin daran arbeiten, nachhaltigen Problemlösungen am Markt zum Durchbruch zu verhelfen und sich dadurch «nachhaltige» Wettbewerbsvorteile verschaffen, die nicht so leicht kopiert werden können. Sie dürften aus der gegenwärtigen Krise gestärkt hervorgehen, weil sie an bedeutenden Problemen arbeiten, deren Lösung drängend ist und die grosse wirtschaftliche Potenziale bergen.

Es sollte deshalb auch nicht überraschen, wenn Nachhaltigkeitsprobleme zu einem ständigen Begleiter der weiteren Entwicklung werden und Unternehmen gut daran tun, sich auch weiterhin ernsthaft mit deren Folgen auseinander zu setzen.

Die Aufarbeitung der Finanz- und Wirtschaftskrise dürfte insgesamt wohl eher zu einer bedeutenden Stärkung des Nachhaltigkeitsmanagements, aber auch des zugrunde liegenden Nachhaltigkeitsdenkens führen. Dies aus zwei verschiedenen Gründen. Zum einen wird uns die Aufarbeitung der gegenwärtigen Krise – wohl noch für eine beträchtliche Zeit und immer wieder von Neuem – deutlich vor Augen führen, in was für eine gefährliche Situation uns die Ausbreitung nicht-nachhaltiger Strategien und Geschäftsmodelle in der Finanzbranche gebracht hat. Die einseitige Überbetonung des kurzfristigen Erfolgs, auf Dauer nicht aufrecht zu haltende Ertrags- und Renditeversprechen, das Ausblenden der damit verbundenen Risiken und ihr Verlagern auf Staat und Gesellschaft, aber auch die Bürde, welche nachfolgenden Generationen durch die im Zuge der Krisenbekämpfung erforderlich gewordene Staatsverschuldung ungekannten Ausmasses auferlegt wird, widerspricht grundlegenden Nachhaltigkeitsprinzipien wie dem Prinzip der Kapitalerhaltung («vom Einkommen leben, nicht vom Kapital») oder dem Prinzip der Dauerhaftigkeit («Integration kurz- und langfristiger Aspekte»). Bei der Neugestaltung einer tragfähigen Finanzordnung jenseits der Krise wird man nicht umhin können, sich auf grundlegende Prinzipien nachhaltigen Denkens zurückzubesinnen.

Zum anderen ist die Energie- und Klimakrise nicht schon deshalb «vom Tisch», weil sie derzeit durch die Finanzkrise überlagert wird. Sie wirkt anders als diese und entwickelt sich langsamer. Dafür gibt es hier keine übergeordneten Stellen, die als «Kreditgeber der letzten Instanz» eingreifen können. Kein staatlicher Rettungsplan wird günstige Energiequellen bereitstellen und keine Notenbank klimaschädliche CO₂-Kontingente entsorgen können. Und es wird auch nicht die letzte Ressourcenkrise sein, mit der wir uns konfrontiert sehen. Bereits sind weitere Krisen ähnlicher Tragweite am Horizont erkennbar: Wasserkrise, Lebensmittelkrise, Biodiversitätskrise, aber auch sozialpolitische Krisen im Zusammenhang mit der fortschreitenden Globalisierung, Urbanisierung, Immigration und einer auseinander laufenden demographischen Entwicklung, bei gleichzeitiger Verschränkung der Welt mittels moderner Informationstechnologien und Transportmöglichkeiten. Folgen hieraus sind absehbar: Aufwertung des Politischen und der Rolle des Staates generell, aber auch Verschiebungen in den globalen politischen Gewichten.

Herman Daly, Wegbereiter einer ökologischen Ökonomie und Träger des alternativen Nobelpreises, hat schon früh darauf hingewiesen, dass wir uns global aus einer einstmaligen «leeren Welt», in der die Nachfrage nach natürlichen Ressourcen und anderen Ökosystemdienstleistungen noch weit entfernt war von den Kapazitätsgrenzen, irreversibel in den Zustand einer «vollen Welt» hinein bewegt haben, in der die Knappheit und Verteilung natürlicher Ressourcen zu einem zentralen Treiber der politischen und wirtschaftlichen Entwicklung geworden ist.³ Es sollte deshalb auch nicht überraschen, wenn Nachhaltigkeitsprobleme zu einem ständigen Begleiter der weiteren Entwicklung werden und Unternehmen gut daran tun, sich auch weiterhin ernsthaft mit deren Folgen auseinander zu setzen.

› **Prof. Dr. Thomas Dyllick**

Lehrstuhl für Umweltmanagement &

Prorektor der Universität St. Gallen

thomas.dyllick@unisg.ch

- › 1) KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2008. Download: www.kpmg.com. Basis: Fortune Global 500 für 2007.
- › 2) Bialak, D./Bonini, S./Oppenheim, J.: CEOs on Strategy and Social Issues. In: McKinsey Quarterly, October 2007, 7.
- › 3) Herman Daly: Steady-State Economics: Concepts, Questions, Policies. In: Gaia, Vol. 1, 1992, No. 6, 333 ff.

Universität St. Gallen

Internationalität, Praxisnähe und eine integrative Sicht zeichnen die Ausbildung an der Universität St.Gallen (HSG) seit ihrer Gründung im Jahr 1898 aus. Heute bildet die HSG fast 6000 Studierende in Betriebswirtschaft, Volkswirtschaft, Rechts- und Sozialwissenschaften aus. Mit Erfolg: Die HSG gehört zu den führenden Wirtschaftsuniversitäten Europas (Financial Times Ranking 2008: Platz 1 im deutschsprachigen Europa und Platz 30 der führenden europäischen Business Schools).

Für ihre ganzheitliche Ausbildung auf höchstem akademischem Niveau erhielt sie mit der EQUIS- und AACSB-Akkreditierung internationale Gütesiegel. Studienabschlüsse sind auf Bachelor-, Master- und Doktors- bzw. Ph.D.-Stufe möglich. Zudem bietet die HSG erstklassige und umfassende Angebote zur Weiterbildung an. Kristallisationspunkte der Forschung an der HSG sind ihre 30 Institute und Forschungsstellen, welche einen integralen Teil der Universität bilden. Die weitgehend autonom organisierten Institute finanzieren sich zu einem grossen Teil selbst, sind aber dennoch eng mit dem Universitätsbetrieb verbunden.

Responsible Corporate Competitiveness



University of St.Gallen

Exzellenzinitiative
«Responsible Corporate Competitiveness»
Universität St.Gallen
Dufourstrasse 40a
9000 St.Gallen

Telefon +41 71 224 23 60
Telefax +41 71 224 23 55

rocc@unisg.ch
www.rocc.unisg.ch

