

Knapp vorbei ist auch daneben

Die G20 haben sich auf Hedge-Fonds eingeschossen. Dabei sind diese nicht Verursacher der Krise – und unreguliert sind sie auch nicht

FRANK DORNSEIFER

Die gegenwärtige Finanz- und Wirtschaftskrise stellt die Hedge-Fonds-Branche vor ihre bisher größte Herausforderung. In einem Marktumfeld, in dem auch das Absolute-Return-Konzept seine Grenzen erfährt und Investoren Liquidität zum Teil um jeden Preis suchen, hat sich das verwaltete Anlagevermögen deutlich verringert. Der Branche wird eine dramatische Marktberückichtigung vorausgesagt.

Zugleich wird auf Hedge-Fonds – obwohl nicht Verursacher der Krise – der Regulierungsdruck erhöht. Die USA sind in der vergangenen Woche bereits vorgeschritten, auf internationaler Ebene wollen die G20-Staaten auf ihrem Gipfel am Donnerstag Regulierungsvorschläge verabschieden. Und die EU-Kommission hat für Mitte April bereits einen Richtlinienentwurf für alternative Anlagevehikel angekündigt. Ob gerade hier der Schlüssel für den Ausweg aus der Krise liegt, darf jedoch bezweifelt werden. Neue Regulierungsansätze werden zudem nur dann erfolgreich sein, wenn – gerade nach dem Betrugsfall Madoff – auch Politik und Aufseher selbstkritisch reflektieren, wie sie ihre Aufgaben in Zukunft besser und effizienter erfüllen können.

Der Wortlaut der G20-Abschlussklärung des Washingtoner Weltfinanzgipfels vom November ist unmissverständlich. Verlangt wird „eine Regulierung bzw. Beaufsichtigung aller Finanzmärkte, Produkte und Teilnehmer“. Diese Vorgaben werden von der Politik gern als Mandat zur Regulierung der vermeintlich unregulierten Hedge-Fonds interpretiert. Dabei gibt es in vielen Ländern und insbesondere in Europa bereits eine gesetzliche Regulierung von Hedge-Fonds beziehungsweise deren Managern. Dies gilt auch für die USA, wo ein Teil der Manager aber von Ausnahmevorschriften profitiert.

Neben diesen gesetzlichen Vorgaben gibt es Branchenstandards, die den aufsichtsrechtlichen Rahmen komplettieren. Die Arbeiten vor dem Londoner G20-Gipfel sollten vor allem als Chance zur Versachlichung der Debatte über Hedge-Fonds beziehungsweise innovative Anlagestrategien verstanden werden.

Sachliche Debatte unerwünscht

Dazu taugen die bisher vorgestellten Pläne jedoch nur bedingt, und es entsteht der Verdacht, dass eine Versachlichung der Debatte nicht gewünscht ist – auch wenn das internationale Aufsichtsgremium Isco gerade erst ausdrücklich festgestellt hat, dass die Finanzkrise nicht von Hedge-Fonds verursacht wurde. Und in einer Fußnote wird bestätigt, dass diese Investoren im „strengen Sinne“ keineswegs unreguliert sind.

Ausgangspunkt der Konsultationen unter den wichtigsten Industrie- und Schwellenländern hätten Fragen von grundsätzlicher Bedeutung sein müssen: Müssen gezielt einzelne Marktteilnehmer reguliert werden, oder geht es um die Regulierung von Strategien und Verhaltensweisen? Bedarf es neuer Stan-

dards, oder geht es um die Harmonisierung bestehender Regeln? Und reicht unter Umständen nicht schon die Verbesserung der Aufsicht? Diese Punkte wurden bislang nicht angesprochen.

Bei genauer Betrachtung stellt sich zudem heraus, dass es im Kern der gegenwärtigen Debatte gerade nicht um Hedge-Fonds geht, sondern um eine international einheitliche Erfassung von Marktteilnehmern, die einen signifikanten Einfluss auf die Finanzmärkte haben können, also von systemischer Relevanz sind. Dynamische Wechselwirkungen eines Marktteilnehmers auf das gesamte Finanzsystem können sich etwa bei sehr hohen Anlagevolumina oder einer umfassenden Verflechtung mit einer großen Anzahl anderer Marktteilnehmer ergeben. Häufig sind diese Akteure bereits weltweit reguliert: Banken, Prime Broker, Investmentfonds und – in unterschiedlicher Ausgestaltung – auch Hedge-Fonds. Was aber fehlt, ist die Konvergenz der Regulierungsansätze. Gerade dieser Umstand erweist sich als zentrales Problem in dieser Krise.

Registrierungspflicht, mehr nicht

Ausgangspunkt für die Herstellung einer Konvergenz ist die aufsichtliche Erfassung der Kapitalsammelstellen (Private Pools of Capital) beziehungsweise deren Verwalter (Manager), die bisher nicht erfasst wurden und die einen signifikanten Einfluss auf die Märkte haben können. Weltweit könnte für diese sehr heterogene Gruppe, die man als „Alternative Investment Vehicle“ (AIV) bezeichnen könnte, eine Registrierungspflicht vorgeschrieben werden. Hierfür bedarf es auch keiner Definition des Begriffs Hedge-Fonds. Die Isco hat bereits 2003 festgestellt, dass eine solche Definition so gut wie unmöglich ist. Mit der Registrierung wäre sichergestellt, dass Aufsichtsbehörden Schlüsselinformationen über alle Marktteilnehmer, deren Manager, Strategien und Anlagevolumen bekommen.

Weitergehende Anforderungen sollten im Zuge einer Registrierung der Fonds nicht aufgestellt werden. Zudem müssen Ausnahmen vorgesehen werden etwa für Holding-Gesellschaften, die in erster Linie unternehmerisch und nicht zu Anlagezwecken tätig sind. Abhängig von der Komplexität der Aktivitäten und Anlegerstruktur sollte es für den Manager Erlaubnis-, Aufsichts- oder Offenlegungspflichten geben; hier geht es zuerst um die Kontrolle von Risikomanagement und Portfoliobestand sowie adäquater Anlegerinformation. Auf dieser Ebene sollte Berücksichtigung finden, ob und in welchem Umfang Branchenstandards eingehalten werden.

Parallel zu den Aktivitäten der G20 treibt die Hedge-Fonds-Branche die Vereinheitlichung ihrer Standards voran. Investoren werden in Zukunft verstärkt auf die Einhaltung dieser Standards achten. Hedge-Fonds und Managern, die Branchenstandards nicht verbindlich anerkennen und keiner adäquaten Aufsicht unterliegen, dürfte es künftig schwerer fallen, Investoren zu gewinnen. Für manche Fonds kann es daher zu einem Ausleseprozess kommen. Dieser wäre kein Zeichen für Marktversagen, sondern der Beweis für die Funktionsfähigkeit des Marktes.

FRANK DORNSEIFER ist Leiter Recht und Policy des Bundesverbands Alternative Investments.

Was sich unbedingt ändern muss

Neue Regulierungen können das Finanzsystem nur retten, wenn die grundlegenden Probleme angegangen werden: Verfehlte Anreize, inkompetente Aufseher, zu große Banken **VON PAUL J.J. WELFENS**

Die Weigerung der Europäischen Union, Washington mit einem großen Konjunkturpaket folgen zu wollen, ist im Kern eine indirekte Kritik an den USA. Deren blinde, zersplitterte Bankenaufsicht hat in Verbindung mit mangelnder Regulierung von Hedge-Fonds erst den Aufstieg spekulativ eingestellter Großbanken in New York gebracht. Später dann den Absturz des Finanzsystems auf beiden Seiten des Atlantiks.

Die amerikanischen, aber auch die europäischen Bankenaufseher haben Fehlentwicklungen lange ignoriert. In den USA begegneten sie 2002 bis 2006 der Anomalie sinkender Risikoprämien – bei zweistellig wachsenden Kreditvolumina – nur mit Gleichgültigkeit und Unverständnis. Man braucht kein neues komplexes Frühwarnsystem zu entwickeln, wenn schon mit bloßem Auge sichtbare Anomalien am Kapitalmarkt bei Aufsichtsbehörden nur gleichgültiges Schnarchen zur Folge haben.

Es gibt nun zwar 47 Reformpunkte, die man schon Ende 2008 auf einem G20-Gipfel als Arbeitsagenda formuliert hat. Bedauerlicherweise fehlen aber gerade die Maßnahmen, die unabwendbar sind, um Bankensysteme wieder arbeitsfähig zu machen.

Statt Bonussysteme künstlich zu beschränken, sollte man zunächst das Interesse der Manager stärker auf die lange Frist ausrichten. Eine Steuerreform muss Anreize zu mehr Nachhaltigkeit setzen: Bei Banken und anderen Finanzmarktakteuren sollten künftig der Gewinn einerseits und die Volatilität

der Eigenkapitalrendite andererseits die Anknüpfungspunkte der Besteuerung sein. Je stärker die Rendite schwankt, desto höher sollte der relevante Gesamtsteuersatz sein. Illusorische Zielrenditen von 25 Prozent bei Großbanken werden so zurückgedrängt, was für die Stabilität der Wirtschaft unabdingbar ist.

Viele Großbanker wollen einfache ökonomische Wahrheiten nicht zur Kenntnis nehmen: Langfristig wird der Realzins – die Differenz von Nominalzins und Inflationsrate – gleich dem Wirtschaftswachstum sein; und bei vier Prozent Rendite für risikolose Staatseinleihen läuft eine Zielrendite von 25 Prozent auf eine Risikoprämie von 21 Prozent hinaus. Das aber heißt, dass gefährlich hohe Risiken eingegangen werden, die Kasinoqualität haben.

Den G20 fehlt der Plan, um die Banken wieder arbeitsfähig zu machen

Ein ernstes Problem ist, dass viele Banken sich Kreditversicherungspolice für Kreditportfolios beziehungsweise Verbriefungsprodukte gekauft haben und diese dann im Over-the-Counter-Geschäft weiterveräußerten, so dass niemand weiß, wo die Police – sogenannte Credit Default Swaps (CDS) – sind; und wie hoch daher das Counterparty-Risk ist – was also letztlich die Versicherungspolice als Schutz wert ist und wie entsprechend das zugeordnete Kreditportfolio zu bewerten ist.

Es ist für den Zustand der Gesellschaft wohl bezeichnend, dass Ex-Sport- und Jugendidol Boris Becker Werbung für das Pokerspielen macht. Das kann man bestenfalls sonderbar nennen und taugt als Wertorientierung oder Vorbild nicht.

Bankenaufseher müssen künftig professionell arbeiten und ein nachweisbar fundiertes Risikomanagement von Banken einfördern. Hierzulande ist die Lage schwierig: Ein Chef der deutschen Bankenaufsicht, der im Vorwort des Jahresberichts 2008 formulierte, dass er von den Ereignissen in den USA weithin überrascht worden sei, ist

als die Hälfte der Reformaufgabe. Für künftige Verbriefungsprodukte sollte per Regulierung mit Vorgabe gelten, dass der Verkäufer eines solchen Produkts dieses jederzeit zu 50 Prozent des ursprünglichen, ersten Marktpreises zurückzukaufen bereit sein muss. Die jetzige Falle eines nicht bewertbaren Portfolios beziehungsweise einer fehlenden Preisuntergrenze mit Kreditportfolios wird damit künftig vermieden.

Grundsätzlich müssen die Bankenaufsichtsbehörden energisch restrukturiert werden. Eine Aufsicht ohne wissenschaftlichen Beirat sollte man dichtmachen. Mehr Personal, bessere Bezahlung und mehr internationale Kooperation sind unerlässlich. Wenn Großbritannien keine schärfere Bankenaufsicht in der EU mit umsetzt, dann sollte die Euro-Zone alleine vorangehen.

Zu guter Letzt gibt es angesichts der Bankkonsolidierung ein verschärftes Too-Big-to-Fail-Problem. Großbanken vertrauen im Bewusstsein ihrer Großbeziehungsweise Systemrelevanz darauf, dass sie nicht in Konkurs gehen können, und schon verfolgen Manager wieder übertriebene Strategien – nach der Devise: Wenn es gut geht, wird man Banker of the Year und geht als Held in den Ruhestand; wenn es schiefgeht, kann man die Bank immer noch dem Staat anhängen.

Von daher ist mittelfristig über Entflechtungen nachzudenken.

PAUL J.J. WELFENS ist Professor für Makroökonomik und Präsident des EIIW/Uni Wuppertal. Er ist Autor des Buchs „Transatlantische Bankenkrise“ (2009).

Warum sich nichts ändern wird

Auf dem G20-Gipfel soll das Finanzmonster gebändigt werden. In Wirklichkeit pöppeln die Regierungen es



LUCAS ZEISE

Nichts hat sich an meiner Prognose geändert: Dieser G20-Gipfel wird weder bei der Bekämpfung der Weltwirtschaftskrise noch bei der Regulierung der globalen Finanzmärkte nennenswerte Fortschritte bringen. Es ist traurig, wie viel Verantwortung die Bundesregierung für das Scheitern in beiden Fragen trägt. Um das dramatische Absacken der weltweiten Nachfrage auch nur halbwegs adäquat zu dämpfen, bräuchte es koordinierte staatliche Ausgabenprogramme. Die Europäer sperren sich dagegen. Vor allem die deutsche Regierung richtet ihre Wirtschaftspolitik danach aus, dass „ihre“ Industrie aus der Krise noch stärker herauskommen soll. Die Weltwirtschaftskrise selbst zu mildern oder zu überwinden, das hält sie nicht für ihre Aufgabe.

So weit, so schlecht. Man hätte meinen können, dass Deutschland wenigstens bei der Regulierung der Finanzmärkte eine konstruktive Rolle spielen könnte. Immerhin rechnen sich Finanzminister Peer Steinbrück und Bundeskanzlerin Angela Merkel hoch an, dass sie beim G7-Gipfeltreffen im Frühjahr 2007 die Überwachung von Hedge-Fonds auf die Tagesordnung gesetzt hatten. Was aber geschieht? Die Bundesregierung erscheint auf dem Londoner G20-Gipfel ohne eigenes Konzept. Die Regulierung der Finanzmärkte ist ihr zwar wichtiger als die Frage, wie die Realwirtschaft weltweit stabilisiert werden kann. Aber offensichtlich auch wieder nicht so wichtig, dass sie wenigstens Minimalziele für den Gipfel formuliert hätte.

Bekennende Deregulierer am Werk

Der Ausgangsfehler – ein Fehler, dem man Absicht unterstellen muss – bestand schon darin, dass Angela Merkel den Ex-Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank (EZB) Otmar Issing zum Vorsitzenden ihres Beratungsgremiums machte. Sie und Steinbrück wussten, was sie taten: Issing ist bekennender Deregulierer. Die zweifelhafte Ehre der Leitung wurde ihm auch nur deshalb zuteil, weil Hans Tietmeyer, früherer Bundesbankpräsident und heute Präsident der arbeitgeberorientierten Propagandaorganisation „Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft“, wegen

seines Aufsichtsratsmandats bei der HRE öffentlich nicht mehr akzeptabel war. Beide, Issing wie Tietmeyer, waren bisher aktive Vertreter des Lehrsatzes, die Politik sei den Märkten zu unterwerfen. Von keinem der beiden ist bekannt, dass er diesen Standpunkt revidiert hätte.

Es verwundert also wenig, dass das Beratungsgremium unter Issings Vorsitz den wahrhaft revolutionären Vorschlag in die internationale Debatte einbrachte, ein grenzüberschreitendes Großkreditregister zu entwickeln. Es soll Banken und Aufsehern erleichtern, besondere Risiken (hohe Verschuldung von Kreditnehmern) zu erkennen. Die Aufsichtsbehörden könnten dann ganze „Risikolandkarten“ erstellen. Ein solcher Informationsaustausch ist kein Fehler. Um das Finanzsystem zu reparieren, ist er aber in etwa so hilfreich wie das Einsetzen von neuen Fensterscheiben im zweiten Stock, wenn man ein Gebädefundament festigen will.

Verglichen mit den deutschen Vorschlägen sind die der Briten, der EU, ja sogar der USA

tigen Institutionen dieser Aufsicht unterzogen werden müssen. So enthält der britische Entwurf den bemerkenswerten Satz: „Wenn etwas wie eine Bank aussieht und wie eine Bank klingt, muss es auch wie eine Bank reguliert werden.“ Nähme die britische Regierung diesen Satz ernst, müsste sie alle Hedge- und Private-Equity-Fonds sowie natürlich alle aus Bankbilanzen ausgegliederten Sondereinheiten der kompletten Bankaufsicht unterwerfen.

Abspecken statt mästen

Gibt es also Anlass zum Optimismus? Leider nein. In keinem der Dokumente wird als wesentliche Ursache der Krise die unglaubliche Aufblähung des Finanzsektors benannt. Der Grund für diese historisch wohl einmalige Blasenbildung wird mit der von Ben Bernanke stammenden Kurzformel der weltweit hohen Sparquote verharmlöst. Richtiger wäre es, von einer weltweit auseinanderklaffenden Einkommensverteilung zu sprechen. Auch fehlt in den Vorschlägen die Erkenntnis, dass sich der Finanzsektor effektiv nur abspecken lässt, indem die Kreditvergabe begrenzt und an das Eigenkapital gebunden wird. Die Regulierungsreform Basel II war ein Irrweg. Die Kreditvergabe am geschätzten Risiko festzumachen ist für die einzelne Bank vernünftig, für eine effektive Aufsicht aber unsinnig.

Noch schlimmer aber ist, dass die Regierungen der Länder, in denen solche Regulierungspläne entwickelt werden, derzeit alles tun, um den Finanzsektor in seine bis zum Ausbruch der Krise aufgeblähte Verfassung zurückzuführen. Dass die Commerzbank mit 18 Mrd. € Eigenkapitalzuschuss aus Staatsmitteln gestützt wird, um die Allianz vor Schwierigkeiten mit ihrer Problemtochter Dresdner Bank zu bewahren, ist ein Skandal – der dadurch nicht besser wird, dass der Versicherungskonzern aus den so vermiedenen hohen Verlusten zunächst einmal seine Aktionäre üppig bedient. US-Finanzminister Geithner schließlich schießt üppige Staatsmittel den Geierfonds zu, damit diese mehr Spielraum haben, um mit den faulen Papieren der Banken eine zweite Spekulationswelle anzuzetteln.

Kurz: Die Regierungen stellen vage in Aussicht, den Finanzsektor zu zähmen. In der Praxis pöppeln sie das Monster wieder auf.

E-MAIL leserbriefe@ftd.de

LUCAS ZEISE ist Finanzkolumnist der FT. Er schreibt jeden zweiten Dienstag an dieser Stelle.

IMPRESSUM

Die **Financial Times Deutschland** ist überregionales Pflichtblatt aller acht deutschen Wertpapierbörsen.

Sprecher des Chefredakteurskollegiums: Steffen Klusmann
Chefredakteur: Stefan Burghardt (Börse Online), Dr. Nikolaus Förster (Impulse), Steffen Klusmann (Capital, FT)
Stellvertretende Chefredakteure: Sven Clausen (FTD), Geron Kruse (Börse Online), Alexander Mayerhöfer (Impulse), Paul Prandl (Capital), Stefan Weigel (FTD)
Art Direktor: Dominik Arndt, Carsten Lüdemann (Stv.)
Geschäftsführende Redakteurin: Isabelle Arnold
Chefs vom Dienst: Cosima Jäckel, Michaela Schmid
Bildchef: Peter Raffelt, José Blanco (Stv.)
Unternehmen: Guido Warllimont (verantwortl.), Claus Gorgs (Stv.), Jörn Paterak (Stv.), **Politik:** Andreas Theysen (verantwortl.), **Finanzen:** Tim Bartz (verantwortl.), **Geld:** Marie-Luise Hoffmann

(verantwortl.), Helmut Kipp (Stv.), Jochen Mörsch (Stv.), **Agenda:** Christian Baulig (verantwortl.), Horst von Buttlar (Stv.), **Online:** Dr. Anton Notz (verantwortl.)
Verantwortliche Redakteure im Sinne des Presserechts sind die vorstehend als solche genannten Redakteure für ihren Bereich, im Übrigen die Chefredaktion.
Geschäftsführer: Ingrid Haas, Christoph Rüh
Anzeigenleiter: Mario Suchert (verantwortl.)
G+j Wirtschaftsmedien GmbH & Co. KG
Stubbenuhuk 3, 20459 Hamburg
Tel.: 040/319 90-0, Fax: -310
„Financial Times“, „Financial Times Deutschland“ und „FTD“ are registered trade marks of The Financial Times Limited and used under license. The

Financial Times Limited is neither the publisher of nor responsible for the content of this publication.
Vertrieb: DPV Deutscher Pressevertrieb
Leitung: Randi Greve, Düsternstr. 1–3, 20355 Hamburg
ISSN 1615-4118
Nachdruckrechte/Syndication: Picture Press Bild- und Textagentur GmbH, Koordination: Petra Martens, Anfragen: Nicole Wulff, Tel. 040/37 03 34 01, E-Mail: wulff.nicole@picturepress.de
Druck: Presse-Druck- und Verlags-GmbH, 86167 Augsburg; Mannheimer Morgen Großdruckerei und Verlag GmbH, 68167 Mannheim; Druck und Verlagszentrum GmbH & Co. KG, 58099 Hagen; BVZ Berliner Zeitungsdruck GmbH, 10365 Berlin

A B H M