

Leerverkäufe im Kontext der Euro-Krise

Der deutsche Ausbruch aus der Gefangenschaft

In Ausgabe 11/2010 des RISIKO MANAGER wurde das Regierungs- und Bankenverhalten während der Griechenlandkrise spieltheoretisch analysiert. Am 18. Mai reagierte die deutsche Regierung mit einem für die Märkte unerwarteten Gegenschlag. Wir untersuchen die neue Situation und kommen zu einer völlig neuen Bewertung der Euro-Krise.

Mit dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe von Wertpapieren hat die deutsche Regierung einen Schritt getan, der eine einmalige Qualität hat: Sie hat einen Alleingang riskiert und ist damit über den langen Schatten des aus der Spieltheorie bekannten Gefangenen-Dilemmas gesprungen. Diesen Schritt hat die Finanzindustrie immer gefürchtet. Er ist für die Finanzkreise eine Katastrophe. Die hysterischen Reaktionen zeigen, dass die Regierung den richtigen Nerv getroffen hat. Es geht bei der neuen Regulierung gar nicht in erster Linie um den Inhalt; es geht vielmehr um die einmalige Methode des Vorgehens, den Alleingang. Vermutlich ist sich die Regierung der Tragweite ihres Tuns noch nicht bewusst. Wenn sie in einigen Tagen verstanden haben wird, was sie getan hat, dann besteht Hoffnung auf ähnliche Maßnahmen auf anderen Feldern der Finanzmarktregulierung. Vielleicht schließen sich andere Regierungen dem deutschen Alleingang an. In diesem Fall ist der Weg frei für eine fundamentale Neuordnung der Finanzindustrie. Ein Weitermachen nach den alten Spielregeln ist dann nicht mehr möglich.

Das Gefangenen-Dilemma

Wie aus dem Beitrag im RISIKO MANAGER 11/2010 bekannt ist, geht es beim Gefangenen-Dilemma um die folgende Geschichte: Bonnie und Clyde haben ein Verbrechen begangen. Der Sheriff kann nichts Genaueres nachweisen. Er führt getrennte Vernehmungen durch. Beide hatten vorher abgesprochen, nichts zu verraten. Ohne Geständnis kann nur eine geringe Strafe, beispielsweise wegen illegalen Waffenbesitzes, in Betracht kommen. Schweigen wäre also für beide die beste Lösung. Es gibt jedoch noch die Kronzeugenregel. Danach erhält der Geständige

Strafffreiheit. Aus Eigeninteresse ist es sowohl für Bonnie als auch Clyde vorteilhaft, die Absprache zu brechen. Weil jeder so denkt, legen beide ein Geständnis ab. Beide werden folglich zur Höchststrafe verurteilt. Hätten beide, wie abgesprochen, geschwiegen, wären sie beide besser davon gekommen. Das ist das Dilemma.

Aus der Geschichte folgt, dass Bonnie wie auch Clyde aus ihrer jeweiligen Sicht sehr vernünftig und rational gehandelt haben. Negativ ausgedrückt, handeln beide Spieler nur mit Blick auf das egoistische Eigeninteresse. Das daraus folgende Kollektivverhalten führt zur denkbar schlechtesten Lösung: Beide erhalten die Höchststrafe. Genau dieses Ergebnis charakterisiert das Verhalten der EU-Regierungen. Alle Regierungen wissen, dass die umfassende Regulierung der Finanzindustrie das Gebot der Stunde ist. Diese beste Lösung kommt aber nicht zustande. Der Grund dafür sind nationale Egoismen. Jede neue Regulierung wird natürlich die Finanzindustrie eines jeden Landes massiv belasten; Umsätze, Geschäftsvolumina und Profite werden einbrechen. Diese Nachteile mutet man aber nur der Finanzindustrie des Nachbarn zu; keine Regierung hat den Mut, diese Nachteile auch der eigenen Finanzindustrie zuzumuten. Da alle Regierungen so denken, kommt es zum Gefangenen-Dilemma. Alle Spieler lehnen die beste Lösung ab. Die schlechteste Lösung gewinnt: Alle Regierungen blockieren die Einführung neuer Regulierungen. Seit der Konferenz von Pittsburgh im Jahre 2009 beobachten wir genau dieses Verhaltensmuster. Nichts ist passiert. Keine Regierung war bereit, über den eigenen Schatten zu springen. Nationale Egoismen waren für die totale Blockade verantwortlich. Das Verhaltensmuster ist wie beim Doping: Die anderen Spieler sollen auf Doping verzichten. Wenn man

selbst nur ein „wenig“ gegen die Regeln verstößt, kann das ja nicht sehr dramatische Folgen haben.

Der unerwartete Regel-Bruch

Auf dieses Verhaltensmuster der Regierungen konnte sich die Finanzindustrie in der Vergangenheit verlassen. Man war sich sicher, dass keine Regierung die eigene Finanzindustrie im Stich lassen würde. Drohungen mit Regulierungen waren unglaubwürdig. Dass nun die deutsche Regierung aus dem Gefangenen-Dilemma ausbricht, ist für Finanzkreise der Super-Gau. Die beobachtbare Hysterie zeigt, dass der Kurswechsel getroffen hat. Im Lichte dieser Hysterie erkennt man plötzlich auch, dass die Griechenland-Krise neu gedeutet werden muss. Im Griechenland-Szenario ging es primär gar nicht um den Euro. Die Heterogenität der verschiedenen Euro-Regionen und die Bankrott-Situationen vieler EU-Staaten waren lange bekannt. Dennoch blieb bis zum letzten Dezember alles ruhig. Die dann einsetzende Krise war ein Instrument, die drohende Aufweichung des Gefangenen-Dilemmas zu verhindern. In Finanzkreisen bestand schon im letzten Jahr die Befürchtung, die EU-Regierungen könnten aus ihrer selbstverschuldeten Gefangenschaft ausbrechen, also genau das tun, was die deutsche Regierung jetzt mit ihrem Alleingang getan hat. Um diesen Ausbruch zu vermeiden, wurde im Dezember 2009 die Griechenland-Krise ausgelöst. Für die Finanzindustrie war das kein Problem. Die Krisen-Munition lag abholbereit vor der Haustür. Die Existenz von riesigen Budgetdefiziten in vielen EU-Staaten war seit Jahren bekannt. Jetzt konnten diese Defizite als Mittel zum Zweck eingesetzt werden. Der Zweck war die Blockade umfassender Regulierungseingriffe der EU-Regierungen.

Dieser Zusammenhang soll genauer erklärt werden. Drei Bereiche aus der Finanzindustrie wären von den neuen Regulierungen am Stärksten betroffen. Das sind Investmentbanken, Hedgefonds und Rating-Agenturen. Diese Institutionen konnten bis vorgestern in einem fast regulierungsfreien Raum ihre Geschäfte abwickeln. Sie müssen die neuen Regulierungen fürchten wie der Teufel das Weihwasser. Wie kann man drohende Regulierungseingriffe verhindern? Die Finanzindustrie setzte auf einen hinterlistigen Trick. Der Trick bestand darin, die EU-Regierungen mit einem neuen Problem so stark zu beschäftigen, dass alle Regulierungsdiskussionen für lange Zeit in den Hintergrund treten müssen. Wie sah dieser Trick aus? Die Rating-Agenturen stuften aus heiterem Himmel am 8. Dezember 2009 die Kreditwürdigkeit Griechenlands von A- auf BBB+ herab. Da-

mit hatten sie die Krise „künstlich“ in die Welt gesetzt. Alle Regierungen mussten sich jetzt auf die Lösung der Euro-Frage konzentrieren. Die Defizit-Länder standen im Blickpunkt der Diskussionen. Finanzmarktregulierungen waren kein Thema mehr. In den Finanzkreisen konnte man aufatmen. Man kann die Auslösung der Krise auch anders interpretieren. Die Finanzindustrie sagt den Regierungen: Lasst uns in Ruhe. Wenn ihr diese Warnung nicht verstehen wollt, können wir auch anders. Das ist spätestens seit Griechenland eine glaubwürdige Drohung. □

Fazit

Wir behaupten nicht, dass das Euro-Problem ignoriert werden darf. Das Problem des Euro folgt aus schweren Konstruktionsfehlern bei der Gründung der Währungsunion. Diese Fehler waren seit vielen Jahren wohl bekannt. Die

Korrektur dieser Fehler ist eine langfristige Aufgabe. Die kurzfristigen Probleme sind ganz anderer Natur. Hier suchen wir Antworten auf ganz aktuelle Fragen: Warum stürzte der Euro seit Jahresbeginn so dramatisch ab? Welcher Zusammenhang besteht zwischen der Euro-Krise und dem aktuellen Regulierungs-Defizit? Unsere Antwort lautet: Der Finanzsektor wollte mit der künstlich ausgelösten Euro-Krise die drohende Einführung neuer Maßnahmen zur Kapitalmarktregulierung blockieren. Wer in diesem Kampf die Oberhand gewinnen kann, ist offen.

Autoren:

Dr. Volker Bieta ist Lehrbeauftragter an der TU Dresden.

Dr. Hellmuth Milde ist Gastprofessor an der Universität Luxemburg.

Dr. Henry Schäfer ist Professor für Finanzwirtschaft an der Universität Stuttgart.

TICKER +++ TICKER +++ TICKER+++ TICKER +++ TICKER

+++ **BMWi empfiehlt OECD-Richtlinien zur Bestechungsbekämpfung:**

Das Bundeswirtschaftsministerium rät zur Nutzung der „Recommendation for Further Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions“ der OECD, die im November 2009 verabschiedet wurde. In Anhang II der Empfehlung sind Leitlinien für Unternehmen und Verbände in Bezug auf interne Kontrollsysteme sowie Ethik- und Compliance-Programme enthalten. Diese konzentrieren sich darauf, die Verhütung und Aufklärung von Auslandsbestechung im Rahmen des internationalen Geschäftsverkehrs sicherzustellen. So sollten u. a. die Risiken der Auslandsbestechung Teil einer Risikobewertung sein und regelmäßig überwacht werden. Zudem sollte Auslandsbestechung im Rahmen der Unternehmenspolitik eindeutig verboten werden und Führungskräfte sollten eine Pflicht zur Aufsicht über entsprechende Maßnahmen im Bereich Ethik und Compliance haben. Die Leitlinien sind als Hilfestellung für Unternehmen gedacht und können freiwillig übernommen werden. Eine deutsche Arbeitsübersetzung dieser Leitlinien bietet das BMWi zum kostenlosen Download an.

+++ **Sparda und comdirect haben die treuesten Kunden:** Einer Studie des Instituts für Management- und Wirtschaftsforschung (IMWF) zufolge ist bei der Sparda-Bank und der comdirect die Kundentreue am stärksten ausgeprägt. So würden sich jeweils rund 80 Prozent der Kontoinhaber dieser beiden Institute wieder für ihre aktuelle Hauptbank entscheiden. Bei der Deutschen Bank, Dresdner Bank und HypoVereinsbank ist die Kundenbindung dagegen deutlich schwächer ausgeprägt. Hier wäre die aktuelle Hauptbank nur für rund 60 Prozent der Kontoinhaber erneut die erste Wahl. Als ausschlaggebend für die schwachen Werte einiger Institute nennt die Studie insbesondere deren Beschwerdemanagement. So beurteilt lediglich jeder fünfte Kontoinhaber die persönlichen Erfahrungen in einer Beschwerdesituation mit der eigenen Bank als „sehr gut“.

+++ **Griechenland-Krise verschlechtert Stimmung der Privatanleger:** Laut einer TNS-Infratest-Umfrage im Auftrag der DZ Bank hat die Griechenland-Krise die Stimmung unter den deutschen Privatanlegern stark getrübt. Diese beurteilen die weitere Entwicklung an den Aktienbörsen nun ähnlich skeptisch wie zuletzt im April 2009. In der repräsentativen Befragung

äußerte nur noch jeder dritte Privatanleger die Einschätzung, dass der DAX in den kommenden sechs Monaten steigen werde. Der Anteil der Pessimisten, die mit fallenden Kursen rechnen, stieg dagegen im Vergleich zum Vorquartal um elf Prozentpunkte auf aktuell 29 Prozent und erreichte damit das höchste Niveau seit Januar 2009. Ausschlaggebend für diese Veränderungen ist laut der Studie insbesondere die Griechenland-Krise, die sich in einer unverändert hohen Risikoaufwertung niederschlägt: So sind drei Viertel der Anleger aktuell nicht bereit, Risiken bei der Geldanlage einzugehen. Lediglich sieben Prozent erklären dagegen, sie würden für eine hohe Rendite auch ein hohes Risiko in Kauf nehmen. +++ **Unternehmen tolerieren privates Surfen und Telefonieren:** Einer Umfrage der Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers zufolge erlaubt eine große Mehrheit der deutschen Unternehmen ihren Mitarbeitern die private Telefon- und Internetnutzung. Nur in rund 25 Prozent der befragten Betriebe sind Privattelefonate über den Firmenanschluss ebenso verboten wie das Aufrufen von Internet-Seiten, die für die Arbeit nicht unmittelbar relevant sind. In 20 Prozent der Unternehmen dürfen die Beschäftigten Internet und Telefon sogar ohne Einschränkungen nutzen, 48 Prozent gestatten zwar private E-Mails oder Telefonate, stellen aber Regeln für die nicht-dienstliche Nutzung auf. +++ **Merlin-Award für deutsches Softwarehaus:** Die Deutsch-Amerikanische Handelskammer in Chicago hat die Innovations Software Technology GmbH aus Immenstaad am Bodensee für ihre Credit Risk Rating Plattform mit dem „Merlin Award“ ausgezeichnet. Der Preis wird an Unternehmen verliehen, die deutsche und amerikanische Firmen besonders unterstützt haben. Die Rolle, die Innovations während der Finanzkrise zur Unterstützung von Unternehmen im Risikomanagement einnahm, habe maßgeblich zum Gewinn des Preises beigetragen, befand die Jury. Besonders anerkannt wurde dabei das Engagement in den Themen Kreditrisikobewertung und Basel II. „Mit neuen Kreditrisikobewertungssystemen, die häufig Excel- oder VBA-Anwendungen ersetzen, sind Finanzdienstleister in der Lage, wesentliche Zielsetzungen von Basel II, etwa die risikosensitive Bestimmung von Mindestkapitalanforderungen, besser zu unterstützen“, so David S. Kim, Managing Director der Innovations Software Technology in Chicago. +++