

Wir sollten über unseren Gesellschaftsvertrag nachdenken



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
 Professor für Finanztheorie
 an der Universität Basel und
 Verwaltungsratspräsident der
 Valartis Group AG, Baar

Verschiedene Beobachtungen und Vorgänge rund um die Finanz- und Kreditkrise rücken sogar langjährige Kenner der Geld- und Anlageszene in die Nähe von Gesellschaftsphilosophen. Wenn dabei einzelne Elemente von Gesellschaftsverträgen bemüht werden, dann drückt dies aus, dass die gegenwärtige Krise etwas tiefer zu analysieren ist als die technische Korrektur im Oktober 1987, die Asienkrise von 1997/98, die 1998er LTCM-Krise oder die Korrektur der Dotcom-Blase zu

Beginn des Jahrhunderts. Dabei sei betont, dass wir grundsätzlich optimistisch sind, dass wir auch diese Krise vernünftig überstehen werden. Assoziationen mit der Weltwirtschaftskrise der frühen 30er Jahre des letzten Jahrhunderts sind insofern in die Mottenkiste zu verbannen, als wir glauben, heute über ein tieferes Grundwissen darüber zu verfügen, wie wirtschaftspolitische Massnahmen zu strukturieren sind, um kurzfristige Stresssituationen zu überbrücken (über die längerfristigen Kosten solcher Feuerwehrlösungen wissen wir allerdings auch noch nicht sehr viel).

Versuchen wir zunächst, einige Triebfedern der gegenwärtigen Krise herauszuarbeiten. Dabei bin ich weit

davon entfernt, eine vollständige Diagnose der Finanzkrise liefern zu wollen. Vielleicht gibt es eine solche gar nicht. Immerhin können wir aber einige Elemente beleuchten und überlegen, in welcher Art und Weise wir in der Zukunft mit ihnen umgehen sollten.

Principal/Agent-Problematik

Ganz zuoberst auf der Liste ist die Principal/Agent-Problematik. In Wirtschaftswissenschaften und Psychologie seit Jahren ein Thema, kann sie im heutigen Kontext auch umschrieben werden als «Versagen der Stellvertreter». In der Managementtheorie sind die Manager grundsätzlich die Vertreter der Unternehmenseigner und vertreten deren Interessen. Der Verwaltungsrat ist dabei eine Art Bindeglied zwischen Eigner und Manager, der einerseits die Langfriststrategie mit entwickelt und begutachtet und andererseits im Auftrag der Eigner eine Kontrollfunktion ausübt.

In der Realität ist aber auch der Manager ein Homo Öconomicus und vertritt im Zweifelsfall in erster Linie seine eigenen Interessen. Der Verwaltungsrat wird nicht selten vom Manager selber ausgewählt, und die Versammlung der Eigner – die Generalversammlung – ist in vielen Fällen zum Jahrestreffen der Pensionierten verkommen, oft vollständig von den Organvertretern und den Depotstimmen beherrscht. Einige Protagonisten der Gilde leben uns dieses Modell in «vorbildlicher» Art und Weise seit Jahren vor.

Über Anreizstrukturen wird dann versucht, die Interessen von Managern und Eignern gleichzuschalten. Dabei sind Gehalts- und Bonussysteme entstanden, die an Intransparenz und Komplexität kaum mehr zu übertreffen sind. Systeme, die vielerorts wegen ihrer asymmetrischen Ausgestaltung und der grundsätzlichen Ausrichtung auf Finanzkennzahlen nicht nur in die falsche Richtung zeigen, sondern auch

falsche Anreize setzen. Die aktuelle Diskussion in unserem Lande zeigt, dass die Meinung vertreten wird, dass in verschiedenen Firmen – nicht nur bei den Banken – die Verwaltungsräte als Vertreter und Kontrollorgan der eigentlichen Unternehmenseigner hier keinen guten Job geleistet haben.

Kurzfristorientierung und Marktpreispsychose

Ein zweiter Aspekt in unserer Liste ist die seit Jahren um sich greifende Kurzfristorientierung und Marktpreispsychose – in diesen Spalten nicht zum ersten Mal thematisiert: Die Meinung, Marktpreise seien das einzige Instrument, um «true und fair» über eine Firma Bericht erstatten zu können, und Transparenz bedeute, dass man dies mindestens alle drei Monate tut, oder noch lieber monatlich.

Seit auch die Letzten gemerkt haben, dass Marktpreise nur dann etwas wert sind, wenn es überhaupt einen Markt gibt, und dass das Konzept in Stresssituationen zu wirtschaftlich unsinnigem Verhalten führen kann, werden (vermeintliche) Marktpreise auch in breiteren Schichten mit Fragezeichen versehen. In der Tat haben inzwischen auch die für die Accounting Standards zuständigen Gremien auf die immer breiter werdende Kritik («steter Tropfen höhlt den Stein») reagiert und das Marktpreis-konzept einer Überprüfung und Relativierung unterzogen¹⁾ – ein Schritt in die richtige Richtung.

Schönwetter-Risikomodelle

Der dritte Aspekt in unserer Liste ist der Risikoaspekt. Es ist ja nicht so, dass in den letzten Jahren den Risiken nicht Rechnung getragen wurde. Man muss sich nur das dichte Netz der Regulierungen anschauen, dem beispielsweise die Bankenindustrie unterworfen ist. Ein Grossteil davon ist risikobasiert. Das Problem ist, dass man – insbesondere im Bereich der Marktrisiken – die Illusion hatte, Risiken seien grundsätzlich berechenbar.

Natürlich kann man Volatilitäten, Kovarianzen, Korrelationen und ähnliches mit statistischen Verfahren aus Vergangenheitsbeobachtungen errechnen und daraus wunderbare Risiko-

kennzahlen bestimmen. Nur haben diese herzlich wenig mit Risiko im Sinne von Unsicherheit zu tun, der wir an den Finanzmärkten ausgesetzt sind, wenn wir kurzfristig disponieren wollen. Aber genau dies tun wir, wenn wir zu Marktpreisen und kurzen Berichtsintervallen gezwungen werden. In solchem Kontext haben Finanzmarktrisiken nichts mehr mit Normalverteilungen, Value-at-risk und ähnlichen wunderbaren Theorien zu tun, mit welchen wir in «normalen» (sprich «Gauss'schen») Zeiten unsere Gewissen zu beruhigen versuchen.

In der kurzen Frist – in der es eben gelegentlich keine Marktpreise mehr gibt – herrschen Chaos, Katastrophen und «schwarze Schwäne». Wir haben einige der hierzu in der Literatur diskutierten theoretischen Ansätze bereits in PRIVATE vorgestellt²⁾. Diese sind aber relativ weit von denjenigen Konzepten entfernt, mit denen man sich im Standard-Risikomanagement heute beschäftigt. Viele der heute verwendeten Risikomodelle sind Schönwetter-Modelle. Diese nützen wenig, wenn der Sturm aufzieht. Mindestens dies sollten wir aus der gegenwärtigen Krise gelernt haben.

Das Gefährliche an der aktuellen Situation ist, dass wir Gefahr laufen, wiederum nichts zu lernen

Wenn man zynisch sein will, kann man die Lage folgendermassen beschreiben: Für die *Principal/Agent-Problematik* finden wir keine Lösung. Sie ist zu komplex. Wir werden Sprüche hören über die Unabhängigkeit von Verwaltungsräten und mehr Transparenz, und wir werden an Generalversammlungen unseren Unmut über Gehaltskonzepte ausdrücken dürfen. Eine Änderung der Anreizstrukturen ergibt sich dadurch nicht. Im Gegenteil: Wir lehren die künftige Generation von Bankern, dass nur mittlere und kleine Risiken einem Konkursrisiko unterliegen. Wenn die Risiken gross genug sind, werden sie vom Gemeinwesen versichert.

Von der *Kurzfristorientierung* werden wir auch nicht Abstand nehmen. Man wird zwar den Privatanlegern empfehlen, längerfristiger zu denken. Die kurze Frist ist aber ein zu grosses

Business für Banken, Medien, Revisionsgesellschaften usw. usf., als dass man darauf verzichten wollte.

Im *Risikomanagement* wird man Vereinfachungen suchen und diese insbesondere bei zusätzlichen Regulierungen finden. Der Grundsatzproblematik chaotischer Zustände und immer wieder entstehender Illiquiditäten wird man damit aber nicht gerecht, denn sie sind systemimmanent.

Der Kern der nächsten Krise

Sollte sich die zynische Sicht durchsetzen, dann enthalten die eingeleiteten Rettungsversuche der gegenwärtigen Finanzarchitektur den Kern der nächsten Krise. Nicht heute und nicht morgen, aber vielleicht in 5, 10 oder 15 Jahren. Das Problem ist, dass die Krise dannzumal Ausmasse annehmen wird, die wir mit «normalen» staatlichen Massnahmen nicht mehr werden stemmen können. Die meisten Leute sind sich schon heute der involvierten relativen Grössenordnungen nicht mehr bewusst. Es wird heute allenthalben mit den Milliarden jongliert als wären es die Tonnen und Hektoliter, die wir früher in der Grundschule angetroffen haben, um das Einmaleins zu lernen.

Wir sollten uns bewusst sein, dass Ende 2007 die Bilanzsumme allein unserer Grossbanken das 8fache des Schweizer Bruttosozialproduktes betrug. In Deutschland, Frankreich und Spanien lag dieselbe Zahl zwischen 1,5 und 2,5. Nur in Holland lag sie mit 9,5 höher (und notabene in Island mit 11,5!). Dabei sei daran erinnert, dass wir hier vom *Bilanzgeschäft* sprechen. Die Hunderten von Private-Banking- und Asset-Management-Milliarden befinden sich *zusätzlich* ausserhalb der Bilanzen unserer Grossbanken! Allein dies zeigt, welche volkswirtschaftliche Bedeutung bzw. Verantwortung die Schweizer Grosskonzerne haben. Natürlich sind die entsprechenden Gebilde alles «Global Players», wie sie jeweils stolz selber verkünden, und könnten ihre Sitze auch andernorts haben. Vielleicht. Fakt ist aber, dass sie jetzt am Tropf der Schweizerischen Nationalbank, der Eidgenossenschaft und damit des Schweizer Steuerzahlers hängen – und das werden sie auch bei der nächsten Krise tun.

Nun wollen wir aber nicht nur zynisch, sondern auch konstruktiv sein

Gibt es Lösungen für die skizzierten Probleme? Modelle gibt es viele. Verstaatlichungen wären jedenfalls nur vordergründig eine Lösung. Man soll das Kind nicht mit dem Bade ausschütten. Freddy Mac und Fanny Mae waren de facto staatliche Institutionen – das löst das Problem nicht. Regulierungen, die so weit gehen, dass am Schluss ein Regierungsbeamter darüber befindet, was der Generaldirektor einer Grossbank verdienen darf, entsprechen nicht dem liberalen Gedankengut, welchem wir das verdanken, was wir in den letzten 30 Jahren erreicht haben. Im übrigen zeigen die oben skizzierten Triebfedern der aktuellen Krise, dass einige der Probleme letztlich auf spezifische Regulierungen zurückzuführen sind.

Banken-, Finanz- und Moralkrise

Ein wesentlicher Aspekt, den es bei der Skizzierung möglicher Lösungen zu beachten gilt, ist, dass wir es nicht nur mit einer Banken- und Finanzkrise, sondern im eigentlichen Sinne mit einer Moralkrise zu tun haben. Dies ist deswegen gefährlich, weil Moralkrisen zu sozialer Unrast führen können. Und genau gleich wie ein Markt ein komplexes soziales System mit all seinen Imponderabilien ist, genauso ist eine Gesellschaftsordnung ein komplexes soziales System. Auch sie kann eine Dynamik entwickeln, die ähnlich dramatisch, chaotisch und destabilisierend sein kann wie die Dynamik an den Finanzmärkten. Die Geschichte lehrt uns zur Genüge, was das heissen kann.

Ethik und Anstand

Was heute deswegen gefragt ist, ist ein Nachdenken über unseren Gesellschaftsvertrag – oder zumindest über Elemente davon. Dies ist der implizite Vertrag, der regelt, wie unterschiedliche gesellschaftliche Gruppen miteinander umgehen. Das ist nicht bankenspezifisch. Das ist gesellschafts-spezifisch und unterscheidet sich gegebenenfalls von Land zu Land. Mir scheint, dass gewisse gesellschaftliche Gruppen in unserem Land denjenigen Teil unseres historisch gewachsenen Gesellschaftsvertrages, der mit Ethik

und Anstand zu tun hat, aufgekündigt haben. Es geht um grundlegende Werte, die unser Gemeinwesen letztlich stark gemacht haben.

Es ist nicht nötig, dass uns der Staat vorschreibt, wieviel ein CEO zu verdienen hat. Nötig ist aber, dass ein kompetenter Verwaltungsrat im Rahmen einer vernünftigen Corporate Governance und mit einem gesunden Gefühl für gesellschaftliche Zusammenhänge seinen Aufgaben nachkommt.

Der Verwaltungsrat ist der gewählte Vertreter der Unternehmensbesitzer und hat in deren Interesse die Geschäftsstrategie zu definieren, Risiken zu analysieren und das Management zu kontrollieren. Das ist nicht einfach, und dabei können und werden Fehler passieren.

Es ist aber dieser Verwaltungsrat, der die Principal/Agent-Problematik im Rahmen des oben genannten Gesellschaftsvertrages aufnehmen und letztlich lösen muss. Dazu bedarf es in erster Linie ethisch/moralischer Grundsätze und Unabhängigkeit sowie eines Grundverständnisses für das entspre-

chende Business, damit die Geschäftsleitung nicht einfach mit «ihren Chefs» Schlitten fährt und sich vor allem selber bedient.

Von der Moralkrise zur sozialen Unrast

Dies meine ich, wenn ich davon spreche, gewisse gesellschaftliche Gruppen hätten in den letzten Jahren unseren historisch gewachsenen Gesellschaftsvertrag gekündigt. Wir sind auf dem besten Weg von der Moralkrise zur sozialen Unrast. Das halte ich für gefährlich.

1) Vgl. hierzu IASB, October 2008: «Reclassification of Financial Assets» (IAS 39 & IFRS 7 Amendments).

2) Vgl. hierzu Heri, Erwin W.: «Risk Management ... und wenn die Modelle nichts stimmen?», in PRIVATE 6/2007 oder: Heri, Erwin W.: «Warum Ökonomen schlecht prognostizieren und die Risiken vielleicht doch anders sind», in PRIVATE 1/2008. Dem interessierten Leser seien des weiteren empfohlen: Taleb: «The Black Swan», 2007; Mandelbrot/Hudson: «Fraktale und Finanzen», 2007; Beinhocker: «Entstehung des Wohlstands», 2007.

www.erwinheri.ch ●

**Alle Artikel von Prof. Heri
und das gesamte Archiv von PRIVATE
seit dem Jahr 2000 kostenlos auf
www.private.ag**