

Put-Option auf die Gesellschaft

WALTER SCHACHERMAYER

Vor anderthalb Jahren stand das weltweite Finanz-System knapp vor der Kernschmelze. Auf den Finanzmärkten herrschte nackte Angst, und die Banken waren nicht mehr bereit, sich gegenseitig Geld zu leihen.

Damals war ich überzeugt: Wenn wir diese Krise einigermaßen heil überstehen, dann bleibt danach auf den Finanzmärkten kein Stein auf dem anderen. Aus den Erfahrungen der Krise wird man gemeinsam an den offensichtlichen Schwachpunkten des Systems ansetzen. Ähnlich wie im Zuge der Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre wird man vernünftige Reformen durchsetzen, wie etwa den sehr klugen Glass-Steagall Act. Dies wird für einige Jahrzehnte eine solide Basis für ein robustes Finanzsystem bilden. So hoffte ich jedenfalls.

Ich habe mich getäuscht. Aufgrund massiven Rückhalts von Seiten der Regierungen konnte die Kernschmelze zwar vorerst abgewendet werden. Aber mit verblüffender Geschwindigkeit ist das Finanzsystem wieder zu „business as usual“ zurückgekehrt, während die Realwirtschaft noch eine schmerzliche Zeit vor sich hat.

Besonders obszön sind vor diesem Hintergrund die Boni und sonstigen Vergütungen an die Manager im Finanzbereich. Nach einer Delle im Jahr 2008 sprudeln diese wieder kräftig, ganz so als wäre nichts gewesen.

Das Kerngeschäft der Banken

Welche strukturellen Ursachen stecken hinter diesen Entwicklungen? Aus mathematischer Sicht möchte ich auf zwei Aspekte hinweisen: Das Prinzip der beschränkten Haftung, sowie die „Put-Option der Banken auf die Gesellschaft“.

Beginnen wir mit dem zweiten Punkt: Das Kerngeschäft der Banken ist die Fristentransformation von kurzfristig veranlagten Einlagen in langfristige Kredite, eine Aufgabe von grundlegender ökonomischer Bedeutung. Daraus folgt zwingend, dass Banken, die dieses Geschäft betreiben, ständig der Gefahr eines Runs auf ihre Einlagen ausgesetzt sind, die auch kerngesunde Institute ins Wanken bringen können. Aufgrund schmerzlicher Erfahrungen ist dieses Faktum seit Jahrhunderten bekannt, und die Staaten haben darauf reagiert: einerseits durch die Entwicklung von staatlichen Aufsichtssystemen und andererseits durch die Schaffung von expliziten oder impliziten Garantien durch im-

mer größere Haftungsverbände, hinter denen letztlich der Staat steht. Die österreichische Einlagensicherung von Sparguthaben ist ein Beispiel für ein grundvernünftiges System. Es war klug, am Höhepunkt der Krise diese staatlichen Haftungen deutlich auszuweiten.

Neben der Sicherung der kleinen Sparer gibt es aber auch den Aspekt, dass Bankenpleiten enorme Flurschäden anrichten. Man hört immer wieder: Banken, die in Schwierigkeiten geraten sind, sollen eben in Konkurs gehen. Wie ja andere Unternehmen auch! So einfach ist die Sache leider nicht. Die Geschichte hat uns wiederholt gelehrt, dass eine solche Politik verheerende Folgen haben kann. Ich denke, dass es keine brauchbare Alternative zur weltweiten Krisenfeuerwehr gegeben hat, um die Kernschmelze zu verhindern.

Wie auch immer man im Detail das weltweite Krisen-Management 2008/09 beurteilt: Bei der nächsten Krise wird es wieder so sein, dass im Ernstfall, wenn es wirklich hart auf hart geht, die Staaten für die Banken einspringen müssen.

Put-option on the Society

Diese Erkenntnis ist selbstverständlich nicht neu, und insbesondere die Banker wissen seit langem: Sie verfügen implizit über eine Versicherung, für die letztlich die gesamte Gesellschaft geradestehen muss. Auf Neudeutsch nennt man so etwas eine „put-option on the society“, ein Begriff, den mein französischer Kollege Ivar Ekeland geprägt hat.

Die rationale Reaktion der Banken auf diese Situation ist die eines jeden Versicherungsnehmers: Man versucht, die Prämie für die Versicherung möglichst niedrig zu halten, und den Versicherungsschutz auszuweiten. Das Pendant zu den „Prämien“ in diesem Vergleich mit einem Versicherungsvertrag sind wohl die Steuern, die die Banken an den Fiskus abführen. Hier ist es den Banken tatsächlich gelungen, ihre Steuerleistungen weltweit deutlich zu senken.

Bei der „Ausweitung des Versicherungsschutzes“ waren sie aber vielleicht noch erfolgreicher. Es ist eben sehr verlockend, die implizite Versicherung, die für das Kerngeschäft der Banken unbedingt notwendig ist, auch auf andere Bereiche auszuweiten, die mit noch höherem Risiko verbunden sind. Aus gutem Grund hatte in den USA der „Glass-Steagall Act“ aus dem Jahr 1932 die strikte Trennung zwischen Geschäftsbanken und Investmentbanken vorge-

Das Prinzip der beschränkten Haftung und die Gewissheit, im Ernstfall gerettet zu werden, hat Banker hohe Risiken eingehen lassen – und zwar ohne Risiko

Das System der Bonuszahlungen führt zu höherer Risikobereitschaft



schrieben. Auf enormen Druck der Banken hin wurde dies 1999 – interessanterweise in der Clinton-Administration – wieder rückgängig gemacht.

Prinzip der beschränkten Haftung

Kommen wir nun zum Prinzip der beschränkten Haftung. Beim Kauf der Aktie eines Unternehmens erhalte ich das Recht an dessen Gewinnen zu partizipieren. Meine Partizipation an den Verlusten ist aber nach unten hin beschränkt: Im schlimmsten Fall verliere ich das eingesetzte Kapital. Aber niemand wird Nachschusszahlungen von mir verlangen. In mathematischer Sprache wird dies als „nicht-lineare Auszahlungsfunktion“ bezeichnet.

Bei Derivaten, wie Optionen und deren zahlreichen Varianten, lässt sich dieses Prinzip weiter verfeinern. Diese Instrumente ermöglichen komplexe Wetten, das heißt Verträge mit komplizierten „nicht-linearen Auszahlungsfunktionen“. Und nun geht die Sache noch um eine Stufe weiter: Die Leute, die mit diesen Instrumenten handeln, bekommen wiederum in nicht-linearer Weise einen Anteil an den resultierenden Gewinnen, in Form von Boni, Stock-options etc. Die Trader und Bankmanager partizipieren an den von ihnen produzierten Gewinnen, die Verluste aber gehen zu Lasten der Banken.

Selbstverständlich führt das System der Bonuszahlungen zu höherer Risikobereitschaft. Das ist die rationale Reakti-

on eines Entscheidungsträgers, der an den Gewinnen, nicht aber an den Verlusten partizipiert.

Schauen wir uns diese Boni etwas näher an: Die Statistiken des Office of the State Comptroller in New York zeigen, dass die Bonuszahlungen an der Wall Street bis 1990 deutlich unter drei Milliarden US-Dollar pro Jahr lagen. Bis 2006 hat sich diese Summe auf 33 Milliarden mehr als verzehnfacht. Nach einer Delle im Jahr 2008 sind wir 2009 wieder bei über 20 Milliarden angelangt. Tendenz steigend.

Das übliche Argument zur Rechtfertigung dieser Beträge lautet, dass dies hochqualifizierte, hart arbeitende Leute sind, die für ihre Institute ein Vielfaches ihrer Einkommen erwirtschaften. Solche Leute haben eben einen hohen Marktwert. Im Übrigen: Aus makroökonomischer Sicht sind diese Beträge, die individuell hoch erscheinen mögen, jedenfalls Peanuts, wenn man sie in Relation zu den insgesamt bewegten Summen setzt.

Sind Bonus-Zahlungen Peanuts?

Ich halte diese Argumente nicht für stichhaltig. Um mit dem Letzten zu beginnen: Auch aus makroökonomischer Sicht sind diese Beträge keineswegs eine „quantité négligeable“. Im Jahr 2006 hatte dieser Betrag (die in New York versteuerten Boni ohne Berücksichtigung von Stock-options etc.) immerhin die Höhe von über zwei Promille des BIP der USA. Diese Summe

„Fat Cats“ nennen die Amerikaner überdurchschnittlich verdienende Personen. Muss die Gesellschaft ihre Fat Cats durchfüttern?

Walter Schachermayer, Finanzmathematiker an der mathematischen Fakultät der Uni Wien; Mitglied der deutschen nationalen Akademie Leopoldina. 1998 erhielt er als erster österreichischer Mathematiker den Wittgensteinpreis. 2009 bekam er von der European Research Commission einen Advanced Grant, der ihm die Finanzierung einer Forschungsgruppe für fünf Jahre ermöglicht.

Die hohen Boni widersprechen der Logik der Marktwirtschaft

haben die Manager der Banken unter sich verteilt.

Die enorme Höhe einzelner Bonuszahlungen spricht dem Gerechtigkeits-Empfinden, das die Spezies Homo sapiens in ihrer Evolution entwickelt hat, offensichtlich Hohn. Sie beschleunigen auch das Auseinanderdriften von Arm und Reich in unserer Gesellschaft. Selbst wenn wir moralische Bewertungen beiseitelassen: Diese zunehmende Ungleichheit destabilisiert unsere Gesellschaft.

Die hohen Boni widersprechen aber auch der Logik der Marktwirtschaft. Selbst unter der Annahme, dass die Trader und Manager tatsächlich in nachhaltiger Weise hohe Gewinne für ihre Unternehmen erwirtschaften, rechtfertigt dies nicht eine exorbitant hohe Remuneration. Damit ein Gut oder eine Dienstleistung in der Marktwirtschaft einen hohen Preis erzielt, muss es nicht nur für den Käufer nützlich, sondern es muss darüber hinaus ein rares Gut sein.

Ein Beispiel mag das veranschaulichen: Für einen Landarzt kann sein Auto von essentieller Bedeutung bei der Ausübung seines Berufs sein, und der Nutzen, den er aus seinem Auto zieht, einem Vielfachen des Marktpreises des Autos entsprechen. Trotzdem kauft dieser Arzt das Auto zum selben Preis wie jeder andere, da Autos eben kein rares Gut sind. Oder, noch extremer, das klassische Beispiel aus den Ökonomielehrbüchern: Die Atemluft ist für uns essentiell und wir könnten keine vier Minuten ohne sie überleben. Trotzdem bekommen wir sie zum Preis null, da sie eben nicht rar ist (und ich hoffe, das bleibt auch so!).

Bei den Entscheidungsträgern im Finanzbereich trifft man nach meiner Erfahrung häufig auf intelligente, hart arbeitende Leute, die meist sympathische und geistreiche Menschen sind. Wenn sie ihre Sache gut machen, verdienen sie ohne Zweifel eine sehr ordentliche Bezahlung. Aber die Spezies von hochqualifizierten, hart arbeitenden Leuten im Finanzbereich ist keineswegs so rar, dass dies – aus rein marktwirtschaftlicher Sicht – Remunerationen in grotesker und unappetitlicher Höhe rechtfertigen würde.

Nein, hier ist etwas anderes passiert. Eine Kaste von Managern hat es geschafft, ein nettes Scheibchen des BIP unter ihre Kontrolle zu bringen, ohne dabei auf starke Gegenwehr zu stoßen. Das vollzieht sich in einem zweistufigen Prozess: Erstens ist es den Banken gelungen, die „Put-Option auf die Gesellschaft“, die dem Grunde nach durchaus gerechtfertigt ist, maximal auszuweiten. Das hat entsprechende Gewinnpotenziale eröffnet.

Zweitens schaffen es die Top-Manager innerhalb der Unternehmen, diesmal mangels Gegenwehr der Share- und anderer Stakeholder, sich einen guten Teil dieser Unternehmensgewinne zu sichern. Das mag damit zusammenhängen, dass in den Aufsichtsräten, die über die Boni der Top-Manager entscheiden, zu einem guten Teil wiederum Top-Manager sitzen, die über ähnliche Bonus-Regelungen verfügen.

Es ist nachvollziehbar, dass eine Gruppe, die sich eine so privilegierte Position erkämpft hat, diese mit Zähnen und Klauen

verteidigt, und auch entsprechende Rechtfertigungs-Ideologien entwickelt. Weniger klar ist, warum sie auf so wenig Gegenwehr stößt.

Was verbessert werden kann

Es ist ja ziemlich offensichtlich, wie die Interessenslage der Allgemeinheit aussieht. Es gibt auch zahlreiche gut begründete und wohlbekannt Vorschläge, was zu tun ist. Da wäre einmal die Wiedereinführung der Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken. Auch die Investmentbanken erfüllen wichtige ökonomische Funktionen. Nach meiner Meinung können zum Beispiel die viel gescholtene Leerverkäufe von Aktien – entgegen einer weit verbreiteten Ansicht – durchaus ökonomisch positiv wirken. Nämlich um spekulative Blasen einzudämmen. Allerdings sollen die Investmentbanken die notwendige Kapitalunterlegung ihrer Geschäfte völlig unabhängig vom Bereich der Geschäftsbanken aufbringen.

Die Praxis der vergangenen Jahre spricht eine andere Sprache. So hatte etwa die sächsische Landesbank am Höhepunkt der Krise das Zehnfache ihres Eigenkapitals an Garantien für ausgelagerte „Conduits“ und „Structured Investment Vehicles“ übernommen. Die Ziffer zehn erinnert auch an ein Beispiel aus Österreich: Das Bundesland Kärnten hat für die Hypo Alpe Adria Garantien in zehnfacher Höhe der jährlichen Budgeteinnahmen übernommen.

Ein weiterer Punkt, wo die Interessen der Allgemeinheit denen der Banker zuwiderlaufen, sind die Banken, die „too big to fail“ sind, mit anderen Worten, deren Anspruch auf die „Put-Option auf die Gesellschaft“ absolut und zwingend wird.

Joseph Stiglitz analysiert die Situation in seinem neuen Buch glasklar: „Es gibt eine offensichtliche Lösung zu den Too-big-to-fail-Banken: Teilt sie in kleinere Einheiten auf! Wenn sie zu groß sind, um bankrott zu gehen, sind sie auch zu groß, zu existieren. Die einzige Begründung, diese Rieseninstitute weitermachen zu lassen, wäre, dass sie aufgrund ihrer Größe wesentlich effizienter als kleinere Einheiten arbeiten. Ich habe keine Anhaltspunkte für diese Annahme. Eher scheint es, dass diese Too-big-to-fail-Institute auch zu groß für ein effizientes Management sind. Ihr Marktvorteil gründet sich auf ihre Monopol-Macht und die impliziten Staatshilfen.“

Was zu tun ist

Es mangelt nicht an intelligenten Analysen des Systems und sehr konkreten Vorschlägen wie das Interesse der Allgemeinheit an einem robusten und effizienten Finanzsystem besser vertreten werden kann. Der springende Punkt ist die Durchsetzung. Das Ergebnis dieses weltweit gespielten Matches, Interessen der Allgemeinheit versus Interessen der Banker, wird die Stabilität unseres Wirtschaftssystems wesentlich beeinflussen. Hier steht sehr viel auf dem Spiel. Wenn es der Allgemeinheit nicht gelingt, resolut ihre Interessen durchzusetzen, sind nicht nur unsere ökonomische Zukunft sondern letztlich auch unsere demokratischen Werte in Gefahr.