

# Vertrauen und Verantwortung

## Grundlagen einer Gesellschaftsanalyse

### Teil II: Wirtschaft

#### Christoph Noebel

## 4.6 Marktversagen: Die „unsichere Hand“ des Marktes

### 4.6.11 Finanzmärkte: Ein heikles Vertrauensspiel

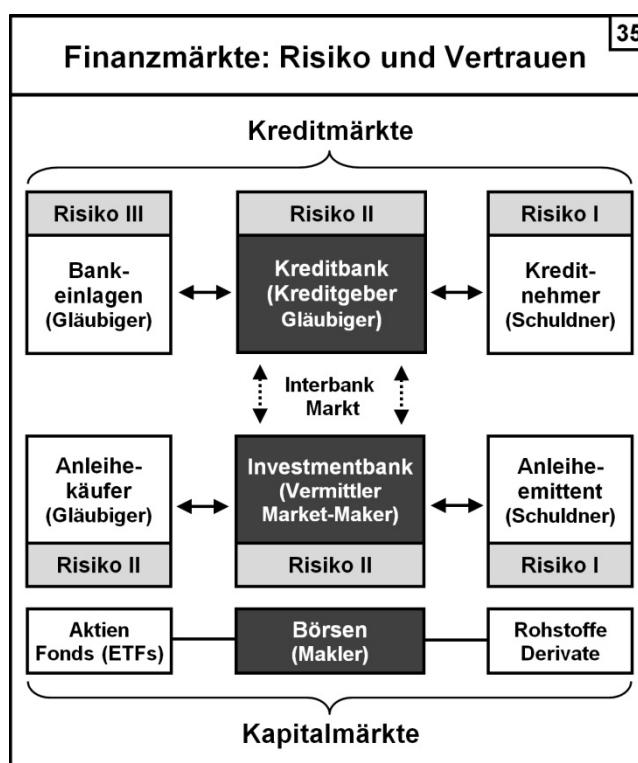
Als letzten Aspekt des Marktversagens soll eine besondere Anwendung des sozialen Dilemmas und einer möglichen Form des kollektiven Scheiterns vorgestellt werden. Da sich dieser Aspekt auf Verhaltensmuster in den Finanzmärkten bezieht, bietet er gleichzeitig die Möglichkeit, einen knappen Überblick dieses wichtigen Marktsegments zu verschaffen. Die Neigung vieler Kommentatoren, Banken als einheitliche Institutionen zu behandeln, verkennt zunächst den konzeptionell wichtigen Unterschied zwischen *Kredit- und Investmentbanken*, der sich in der Differenzierung zwischen *Kredit- und Kapitalmärkten* niederschlägt. Im Folgenden soll diesbezüglich aufgezeigt werden, dass das Bankensystem intrinsischen Risiken ausgesetzt ist, wobei die in den Kapitalmärkten agierenden Investmentbanken systembedingt für mehr Instabilität sorgen. Schließlich waren es die Kapitalmärkte, aus denen sich die Finanzkrisen von 2008 und 2010 entwickelten.

In vorhergegangenen Kapiteln wiesen wir bereits auf mehrere Aspekte des Marktversagens hin, die besonders im Wertpapierhandel der Kapitalmärkte auftreten. Neben der durch Spieltrieb und Gier überhöhten Risikobereitschaft, illegalen Preismanipulationen, der Täuschung durch Moral Hazard und irrationalen Verhaltensmustern sowie der Existenz verantwortungsloser Unternehmenskulturen leiden Finanzmärkte zusätzlich unter einem systemischen Dilemma. Hierbei handelt es sich um die Gefahr eines kollektiven *Vertrauensverlustes*, der für erhebliche Verwerfungen in Wirtschaft und Gesellschaft sorgen kann. Trotz der genannten Schwachstellen in den Kapitalmärkten hält der Staat die Bereitstellung privater und öffentlicher Finanzierungsmittel für notwendig und legitimiert somit die Existenz entsprechender Märkte. Daher erscheint es sinnvoll, sich primär mit folgenden Fragen zu beschäftigen: Worin liegen die Unterschiede zwischen den Kredit- und Kapitalmärkten? Welche Akteure nehmen an diesen Spielen des Marktes teil? Wie unterscheiden sich die Risikoprofile in beiden Arten der Finanzmärkte? Warum weisen die Kapitalmärkte besondere Formen des kollektiven Scheiterns auf?

Bevor wir uns einigen Eigenschaften der Finanzmärkte widmen, sei darauf hingewiesen, dass sich ihre Zuständigkeiten über die letzten Jahrzehnte hinweg verändert und erweitert haben. So fallen heutzutage die Bereiche der Risikoabsicherungen, des Handels mit Rohstoffen und Währungen sowie der sogenannten Derivate unter den Begriff der Kapitalmärkte. Entweder existierten sie zuvor nicht oder wurden dem traditionellen Bankgeschäft zugeordnet. Wir haben es also heute im Wesentlichen mit zwei Arten von Banken zu tun, die organisatorisch nicht unbedingt getrennt sein müssen: Die klassischen *Kreditbanken* und die neueren *Investmentbanken*. Letztere breiteten sich europaweit erst im Zusammenhang mit dem Londoner Big Bang und der internationalen Deregulierung der *Anleihenmärkte* im Jahr 1986 aus.

Im Diagramm 35 werden die Hauptmerkmale der Kredit- und Kapitalmärkte grafisch dargestellt. Beginnen wir mit dem klassischen *Kreditgeschäft* der Haus-, Geschäfts- oder Kreditbanken, dessen Risiken der Zahlungsunfähigkeit auf drei Parteien verteilt sind. Zunächst geht der Kreditnehmer und *Schuldner* das Ausfallrisiko I ein, sein Darlehen

nicht mehr in Gänze an die Bank zurückzahlen zu können. In ihrer Rolle als Finanzdienstleister und *Gläubiger* übernimmt die Bank das Risiko II, auf Anteilen der Schulden des Kreditnehmers sitzen zu bleiben. Dabei kann es sich um private Hypotheken-, Konsum- oder Unternehmenskredite handeln. Um das Risiko der Banken zu minimieren, spielt die Höhe ihrer *Eigenkapitaldecke* eine wesentliche Rolle. Ein Dilemma entsteht für die Banken dadurch, dass ihnen höhere Kapitalpolster zwar mehr Sicherheit bieten, sie dadurch jedoch weniger Kredite vergeben können. Unter den Bedingungen des Wettbewerbs fällt ihnen die Entscheidung zugunsten größerer Sicherheit schwer und dies erklärt, warum ohne staatliche Vorgaben die Akteure des Bankensystems zu mehr Risiko neigen. Dass Risiko II der Kreditbanken unter diesen Umständen zu ernsthaften Verwerfungen führen kann, belegt die deutsche Wirtschafts- und Bankenkrise von 1931. Der Wirtschaftsrückgang von über 40% ging mit Unternehmenspleiten einher und riss Banken mit in den Abwärtssog. Es bedurfte damals der ersten staatlichen Bankenrettung, um das Finanzwesen zu stabilisieren und die Voraussetzungen für die folgende Wirtschaftserholung zu legen. Wie das Diagramm 35 schematisch illustriert, wird das Ausfallrisiko vom Kreditnehmer zwar auf die Bank übertragen, doch auch der normale Bankkunde unterliegt insofern einem Risiko III, als eine Bankenpleite niemals auszuschließen ist und er somit einen Teil oder die gesamten Einlagen verlieren kann. Heutzutage sind die Bankeinlagen innerhalb der Europäischen Union bis zu 100.000 Euro pro Kunde gesetzlich geschützt, wobei diese Sicherungsmaßnahme in einer globalen Systemkrise, die den gesamten Bankensektor umfasst, wohl nur bedingt durchführbar sein wird.



Obwohl die staatlichen Finanzwächter Ben S. Bernanke et al. (2019) zur Entfaltung der amerikanischen Subprime-Krise 2008 und der Lehman-Brothers Pleite persönlich beitrugen, präsentieren sie sich in ihrer Version der damaligen Ereignisse als rettende Feuerwehrleute. Trotz dieser fragwürdigen Perspektive bezeichnen sie jedoch zu Recht das Kreditgeschäft als ein kollektives *Vertrauensspiel*, das unter Umständen für die Finanzwelt und die Wirtschaft verheerende Folgen haben kann. In unserer Untersuchung der Facetten des Vertrauens wiesen wir bereits auf den Aspekt des *Versprechens* und dessen *Glaubwürdigkeit* hinsichtlich der Rückzahlung eines Kredits hin [K2.1.2]. Auf sys-

temischer Ebene liegt das Problem darin, dass sich Banken *kurzfristig* Geld leihen können, um es Kreditnehmern *längerfristig* zur Verfügung zu stellen. Geraten die Kreditnehmer in Zahlungsschwierigkeiten und fällt dadurch das Vertrauen in die Kreditwürdigkeit oder *Bonität* der Banken, kann der Ausbruch *kollektiver Angst* der Bankkunden, ihre Einlage zu verlieren, einen *Bankenansturm* und womöglich einen Kollaps der gesamten Finanzwirtschaft auslösen. Ein Beispiel dafür bot die große Zahl griechischer Bankkunden, die allein während der ersten Hälfte 2015 aus Angst etwa 30 Milliarden Euro von ihren Konten abhoben und zuhause horteten. Für die Hausbanken bedeutete dieses Verhalten eine Verschlimmerung ihrer bereits prekären Lage. Wir sehen also, dass sogar das normale und tägliche Kreditgeschäft mit systemischen Risiken behaftet ist, da es stets dem Risiko eines *kollektiven Vertrauensentzugs* der Bankkunden unterliegt und einen gefährlichen *Dominoeffekt* auslösen kann. In diesem Sinne gleicht das Verhaltensmuster des *Bank Runs* oder *Bankenansturms* einem sozialen Dilemma in Form *selbsterfüllender Prophezeiung*. Da der einzelne Bankkunde im Versuch, seine Einlage zu retten, momentbezogen rational handelt, schadet er dennoch der Gesellschaft und sich selber, wenn sich genügend Kunden dem Bankenansturm anschließen und somit die heraufbeschworene Bankenpleite tatsächlich eintritt.

Wenn das normale Kreditgeschäft bereits mit systemischen Risiken behaftet ist, trifft diese Diagnose in verstärkter Form auf das Kapitalmarktgeschäft der Investmentbanken zu. Diesbezüglich haben wir es mit unterschiedlichen Formen der Finanzierung privater und staatlicher Institutionen zu tun, da die Banken nicht direkt als Gläubiger auftreten, sondern als *Vermittler*. In diesem Zusammenhang muss zunächst auf die Rolle der *Börsen* hingewiesen werden, die einen selbständigen Handelsplatz der Kapitalmärkte bilden. Obwohl auf ihnen Aktien, Fonds, Rohstoffe und Derivate gehandelt werden, nehmen sie *nicht* die Funktion einer Bank ein. Wie im Diagramm 35 dargestellt, sind Investmentbanken für vergleichbare Vermittlungsaufgaben im Bereich der *Schuldverschreibungen* oder *Anleihen* zuständig. In diesen Finanzsektor fällt in erster Linie das enorme Volumen der Staatsanleihen, gefolgt von den Verschuldungen internationaler Organisationen und Unternehmen. Neben der Finanzierungs- und Anlageberatung umfasst das *Kerngeschäft* der Investmentbanken alle Aspekte der *Anleihenmärkte*. Dazu gehören nicht nur die Emission und der *direkte* oder *außerbörsliche* Handel, sondern auch die Nebenbereiche der Derivate, die zur Bewertung, Absicherung und für einen effektiven Anleihehandel benötigt werden.

Der Hauptunterschied zwischen Kredit- und Investmentbanken beruht nicht nur darauf, dass Letztere eine Vermittlerrolle einnehmen, sondern auch auf der damit verknüpften Verlagerung des Ausfallsrisikos I vom Anleiheemittenten auf den *Anleihekäufer*. Rentenkassen, Investmentfonds, Versicherungen und Privatanleger kaufen die Schuldscheine über den von Investmentbanken betriebenen Handel und übernehmen somit das Ausfallsrisiko II. Auch Banken kaufen Anleihen mit hoher Bonität zum Aufbau ihres Eigenkapitals. Fällt in diesem Fall die Bonität schlechter aus als gedacht, haben wir es nicht nur mit dem Problem einer zu dünnen Kapitaldecke zu tun, sondern auch mit der Möglichkeit, dass diese Decke qualitativ nicht sicher genug ist.

Zur Hauptaufgabe des Investmentbanking zählt das sogenannte *Kundengeschäft*. Es bezieht sich primär auf den *außerbörslichen Handel* zwischen Makler und Großkunde, wobei sich dieser Handel in einem wesentlichen Punkt von dem der Börsen unterscheidet. Obwohl Investmentbanken dem Anleger stets das Ausfallsrisiko II zu übertragen scheinen, trifft dies im *Market-Maker System* nicht unbedingt zu. Anleihehändler, die formell als Market-Maker registriert sind, *verpflichten* sich in den internationalen Märkten für Staatsanleihen, die Verkaufsoffer eines Kunden auszuführen, solange dieser den genannten Kaufpreis akzeptiert. Diese Regelung spielt nur dann eine Rolle, wenn das

Ausfallsrisiko I der Schuldner steigt und Anleger ihre zunehmend riskanten Papiere abstoßen möchten, um sich ihres Risikos II zu entledigen. In diesem bedrohlichen Szenario *müssen* Anleihehändler in übertragenem Sinn den *schwarzen Peter* übernehmen und werden notgedrungen zu Gläubigern der riskanten Bonds mit dem entsprechenden Ausfallrisiko. Das System der Market-Maker ist insofern vernünftig, als etwa Rentenkassen in Situationen eines steigenden Risikos die gefährdeten Anleihen schnell verkaufen können. Es bedeutet jedoch gleichzeitig eine unfreiwillige Verlagerung der Risiken auf den Bankensektor. Zwar können sich Investmentbanken meist dagegen absichern, dennoch reduziert dies ihr Eigenkapital und erhöht die Möglichkeit einer Bankenpleite. Die europäische Staatsschuldenkrise von 2010 entsprach solch einer Situation und sorgte dafür, dass Investmentbanken enorme Summen von kriselnden Staatsanleihen zu übernehmen hatten, sodass letztlich die EZB mit ihren Rettungskäufen den Bankensektor entlasten musste.

Die durch den Subprime-Skandal, die Lehman Brothers-Pleite und spätere Staatsschuldenkrise entstandenen Schieflagen der Investmentbanken wäre nicht so dramatisch ausgefallen, wenn sie nicht noch ein weiteres Problem ausgelöst hätten. Die hohe *Verunsicherung* in den Kapitalmärkten sorgte für einen *Vertrauensschwund* in die Stabilität des gesamten Finanzsystems, sodass der *Interbank Markt*, über den sich alle Banken gegenseitig Liquidität verschaffen, schwer in Mitleidenschaft gezogen wurde und eine bedrohliche Kreditklemme auslöste. Das *Vertrauensspiel*, das unter normalen Bedingungen zu einer starken Vernetzung und wechselseitigen Abhängigkeit führt, drehte sich ins Negative, da die Marktrisiken dermaßen stiegen, dass kaum eine Bank es wagte, anderen Banken liquide Mittel zur Verfügung zu stellen. Unter diesen gefährlichen Umständen war damals eine ernsthafte Bankenkrise nach dem Muster von 1931 vorprogrammiert. Nicht nur verlangte ihre Abwendung staatliche Maßnahmen, die Krisensituationen von 2008 und 2010 verdeutlichten, wie *instabil* die Finanzmärkte unter gewissen Voraussetzungen sein können. Geht das *Vertrauensspiel* nicht auf, versagt das liberale Marktsystem. Hier haben wir es mit einem sozialen Dilemma zu tun, da der gegenseitige und kollektive Vertrauensverlust nicht nur den betroffenen Banken, sondern dem gesamten Finanzsystem und dem Allgemeinwohl schadet.

Bevor wir den kritischen Aspekt des Vertrauens verlassen, soll noch auf die in öffentlichen Debatten häufig geäußerte Position eingegangen werden, das *Zocken* auf den Kapitalmärkten diene nicht der Realwirtschaft und entspräche vielmehr dem Glückspiel im Casino. Vor dem Hintergrund der Nachfrage von Staaten, internationalen Organisationen und Unternehmen nach Finanzierungsmitteln existieren Kapitalmärkte, um prinzipiell realwirtschaftliche Nachfragen zu bedienen. Dasselbe Argument gilt auch für die Anlegerseite, denn zunehmender Wohlstand bedeutet, dass immer mehr Sparvermögen relativ sichere Anlagemöglichkeiten benötigt. Dies geschieht nicht nur auf privater Ebene, sondern auch über die Großanleger der Rentenkassen, Versicherungen, Banken und Anlagefonds. Unter der Annahme, dass die Interessen der Kapitalnehmer und Anleger berechtigt und legitim sind, lassen sich daher die meisten Kapitalmarktaktivitäten als Bestandteil der Realwirtschaft bezeichnen.

Oft wird die Frage gestellt, warum ein Wertpapierhandel notwendig ist. Die einfache Antwort lautet, dass Anleger *Marktliquidität* benötigen, um mühelos die gehandelten Wertpapiere kaufen und verkaufen zu können. Die Liquidität ist auch für den Emittenten von Anleihen bedeutsam, denn das *Liquiditätsrisiko* schlägt sich mit einer Prämie auf den zu zahlenden Zins nieder. Daher dient es besonders dem Staat als größtem Schuldner im Anleihenmarkt, einen reibungslosen und liquiden Handel vorzufinden, um sich problemlos zu refinanzieren und neu zu verschulden, ohne dafür überhöhte Zinsen zahlen zu müssen. Dieser Aspekt ist insofern pikant, als diejenigen, die vehement den ver-

meintlichen *Turbokapitalismus* in den Kapitalmärkten beklagen, häufig diejenigen sind, die eine höhere Staatsverschuldung fordern und daher implizit eine stärkere Abhängigkeit von den Kapitalmärkten in Kauf nehmen.

Probleme in den Kapitalmärkten treten nicht nur durch die Risiken in spekulativen Geschäften realer Finanzprodukte auf, sondern auch im Bereich synthetischer Derivate. Obwohl Termingeschäfte und Swaps besonders im Handel der Staatsanleihen notwendige Mittel zur *Bewertung* und *Risikoabsicherung* darstellen, entwickelten Investmentbanken seit Mitte der 1990er zunehmend künstliche Anlagemöglichkeiten, die mit dem Bereitstellen realer Finanzmittel nichts gemein haben. Daher ist es erstaunlich, dass die in Stuttgart angesiedelte und europaweit größte Derivatbörse für Privatanleger EUWAX in öffentlichen Diskursen unerwähnt bleibt. In Kreisen der Medien und Politik fehlt es nicht an pauschalen Verurteilungen des Wertpapierhandels, eine kritische Auseinandersetzung mit der EUWAX, die im Jahr 2021 über 1,9 Millionen Derivate anbot, findet dagegen nicht statt. Vor dem Hintergrund medialer Erregtheit wäre zu erwarten, dass die Empörung über den Handel unnötiger *Hebelprodukte* in Form der Optionsscheine, Knockouts, Zertifikate und synthetischer Exchange Traded Funds (ETFs) an der Stuttgarter Börse besonders ausgeprägt ausfallen würde. Schließlich sind es diese äußerst spekulativen Anlageformen, die zwar keine ernsthafte Bankenkrise auslösen können, aber im Vergleich zum normalen Anleihe- und Aktienhandel keinen Nutzen für die Realwirtschaft aufweisen.

Dieser Befund trifft generell auch auf den *Hochfrequenz-* oder *Sekundenhandel* mit Computeralgorithmen zu. Hier wird in öffentlichen Kommentaren meist angenommen, hohe Tagesvolumen unzähliger Handelstransaktionen führten automatisch zu mehr Instabilität in den Finanzmärkten. Dies trifft nur bedingt zu, denn auch analoge Wertpapiergeschäfte werden mit sogenannten *Limits* versehen, die dafür sorgen, dass Käufe und Verkäufe in großen Volumen automatisch von Computern ausgeführt werden. Trotzdem hat der Hochfrequenzhandel mit der realwirtschaftlichen Bereitstellung finanzieller Mittel nichts zu tun und könnte durchaus abgeschafft werden.

Eine differenzierte Untersuchung der Finanzmärkte lässt den Schluss zu, dass die meisten Transaktionen in den Kapitalmärkten nicht nur einen direkten Bezug zur Realwirtschaft pflegen, sondern dadurch auch dem privaten und öffentlichen Interesse dienen. Sie leiden jedoch unter systemischen Risiken für die Gesellschaft und können daher als notwendiges Übel bezeichnet werden. Die Kapitalmärkte bieten zwar notwendige Finanzierungs- und Anlagemittel, gleichzeitig verfügen sie über intrinsische Instabilität und erfordern nicht nur effektive Kontrollmaßnahmen, sondern im Notfall auch staatliche Rettungsschirme.

## Literatur

Bernanke, Ben S., Timothy F. Geithner and Henry M. Paulson Jr. (2019): "Firefighting. The financial Crisis and its Lessons", Penguin, 2019