

**PENSIONSKASSEN** Laut dem Pensionskassenverband sind die Reservepolster der Kassen weiter geschrumpft. Seite 12

# WIRTSCHAFT

**STROMPREIS** Bundesrat Leuenberger will die Strompreise leicht senken. Den grössten Bezüglern bringt das zu wenig. Seite 13

## «Das ist so alt wie die Menschheit»

Der Berner Finanzprofessor Claudio Loderer über die **Ursachen und Konsequenzen der Finanzkrise**

Die typische Hauptursache von Finanzkrisen liege in der übertriebenen Verschuldung. Banken und andere grosse Akteure wie Hedge-Fonds sollten engere Grenzen für ihre Verschuldungsquote bekommen. Dies sagt der Berner Finanzprofessor Claudio Loderer.

INTERVIEW:  
HANSUELI SCHÖCHLI

«BUND»: Die Aktienkurse tauchen und tauchen. Haben die Börsen Recht?

**CLAUDIO LODERER:** Das ist schwierig zu sagen. Letztlich sind an der Börse die Fundamentaldaten wichtig – vor allem die Unternehmensgewinne und die erwarteten Wachstumsraten. Aber im Moment gibt es nicht genügend Liquidität. Deshalb wissen wir nicht, was et was wirklich wert ist.

Gilt das selbst für die Aktienmärkte, an denen nach wie vor ein sehr reger Handel stattfindet?

Ja. Wenn Hedge-Fonds oder andere Investoren Liquidität brauchen, weil sie Schulden zurückzahlen müssen, dann sind sie gezwungen, relativ liquide Papiere wie Aktien auf den Markt zu werfen. Kommen auf diese Weise grosse Pakete zum Verkauf, drückt das stark auf die Kurse. Das wirkt wie eine Spirale.

Wie lange geht denn diese Abwärtsspirale noch weiter?

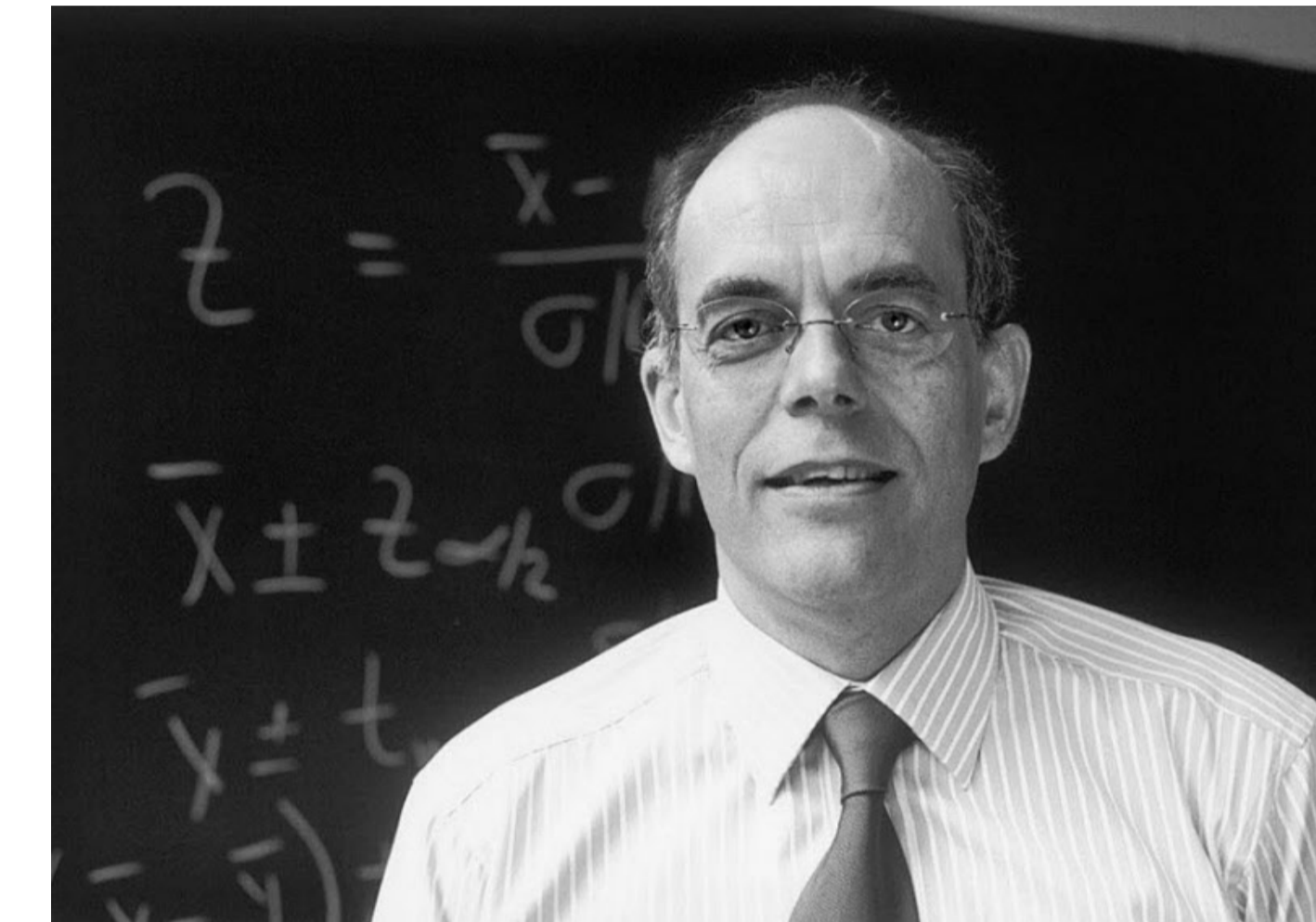
Es ist unklar, welche Schulden die grossen Spieler am Markt haben und wie dringend sie Liquidität brauchen. Ob wir bei den Kursen jetzt schon den Tiefpunkt erreicht haben, weiss ich nicht. Ich hoffe es, auch für mich selbst. Aber den Anlegern würde ich zur Ruhe raten, sofern sie nicht Schulden haben, die sie unbedingt begleichen müssen.

Das heisst, man soll zurzeit weder verkaufen noch kaufen?

Ja. Man wartet am besten ab.

Zu einem Kernthema dieser Finanzkrise. Die grossen Banken haben nun quasi weltweit die Staatsgarantie. Ist dies das Ende des Bankenkaptalismus, wie wir ihn kennen?

Das grundlegende Problem liegt im finanziellen Hebel – in der Tatsache, dass man durch die Aufnahme von Fremdkapital Gewinn erwirtschaften kann. Man nimmt Geld zu 2 bis 3 Prozent auf und legt es mit einer höheren Rendite an. Die höhere Rendite ist dabei mit Risiken behaftet. Solche Geschäfte kann im Prinzip jeder machen. Es braucht kein besonderes Verständnis, nur ein wenig Mut. Wenn man diese Marge mit Millionen und Milliarden multiplizieren kann, gibt es riesige Gewinne. Das Problem vergrössert sich, wenn Manager mit Boni und Optionen an diesen Gewinnen beteiligt sind und das Risiko bewusst nach oben treiben. Für die Verwal-



Claudio Loderer: «Ohne Intervention wäre das ganze Kreditwesen zusammengebrochen.»

ZVG

tungsrate ist es dabei sehr schwierig, die Zügel in der Hand zu behalten. Erstens verstehen die meisten Verwaltungsräte das grundlegende Problem nicht. Zweitens stellen sie kaum Fragen, solange die Gewinne fliessen.

Bei den Schweizer Grossbanken entstanden die hohen Verluste aber nicht im rentabelsten Geschäftsbereich der Vermögensverwaltung, sondern im Investment-Banking – der selbst in den Boomjahren am wenigsten rentablen Sparte.

Die Vermögensverwaltung war in der Tat nicht das Problem. Es geht vielmehr um das Phänomen der Verschuldung – die Möglichkeit,

**«Hedge-Fonds können zum Risiko für den ganzen Markt werden.»**

durch klassische Verschuldung oder interne Quersubventionierung Geld zu machen. Das ist so alt wie die Menschheit.

Auch schon eine lange Tradition haben Staatseingriffe bei Bankenkrisen. Der Vorwurf «Privatisierung der Gewinne, Sozialisierung der Verluste» liegt nahe. Würde man nicht gescheiter die grossen Banken gleich offiziell und nachhaltig verstaatlichen?

Ich glaube nicht, dass der Staat jetzt plötzlich eine Bank sein soll und morgen vielleicht ein Pharmaunternehmen. Der Staat hat andere Kompetenzen. Er sollte sich im Prinzip aus Unternehmen heraus-

halten. Aber klar ist: Wenn der Staat in der Krise hilft und mit Garantien eingreift, dann sollte er dafür auch entschädigt werden.

Finden Sie es denn grundsätzlich richtig, dass der Staat weltweit die Banken stützt?

Rein vom System her wäre das längerfristig schlecht. Aber in der derzeitigen Situation konnten die Staaten nicht anders. Die Lage war derart bedenklich, dass ohne Intervention das ganze Kreditwesen zusammengebrochen wäre. Es gab keine Wahl.

Wenn Banken wissen, dass der Staat in der Krise einspringt, sind die nächsten Exzesse schon fast programmiert. Wie lässt sich denn dieser längerfristige Nachteil der Staatskrücken klein halten?

Immer, wenn es Probleme gibt, dreht es sich um Verschuldung. Als jüngere Beispiele können Sie die Immobilienkrise in der Schweiz Anfang der 90er-Jahre nehmen oder den Zusammenbruch des amerikanischen Hedge-Fonds LTCM 1998. Die Verschuldung muss man in den Griff bekommen. Man darf sie nicht verbieten, denn die Verschuldung kann bis zu einem gewissen Grad auch Gutes bewirken. Aber es braucht Limiten der Verschuldung.

Sprechen Sie hier die Diskussionen um höhere Eigenmittel der grossen Banken an?

Ja, aber das sollte nicht nur für Banken gelten. Auch andere Unternehmen sollten sich klare Verschul-

dungslimiten setzen. Das muss in der Regel nicht vom Staat, sondern von den Unternehmen selber kommen. Wenn aber, wie in der Finanz-

**«Ich kenne kaum jemanden, der nicht auf finanzielle Anreize reagiert.»**

branche, der Staat reguliert, dann sollte er es einheitlich tun: Er sollte nicht nur die Banken regulieren, sondern zum Beispiel auch die Hedge-Fonds, welche zum Teil hohe Schuldenberge aufgebaut haben. Weil Hedge-Fonds so viel Geld bewegen, können sie zum Risiko für den ganzen Markt werden. Wir haben aus dem Debakel des LTCM-Fonds offenbar nicht viel gelernt.

Sie sprachen davon, dass der Staat für seine Eingriffe eine Entschädigung erhalten soll. In welcher Form soll dies geschehen?

Ich würde es als Versicherungspolice betrachten, die man bewerten kann. Jene Banken, die eine solche Garantie beanspruchen wollen, sollten auch dafür bezahlen.

Doch die Schweiz könnte den Zusammenbruch einer Grossbank auf jeden Fall nicht tatenlos geschehen lassen. Wäre somit die Zahlung der Versicherungspolice für die Grossbanken nicht obligatorisch zu machen?

Das wäre in der Tat überlegenswert bei Instituten, welche so bedeutend sind, dass sie implizit in jedem Fall eine Staatsgarantie haben. Alternativ stellt sich die Frage zur sinnvollen Grösse von Banken.

Zum Schweizer Rettungspaket für die UBS. Einige Politiker kritisieren, dass der Staat sich stärker an der UBS beteiligen sollte, damit er auch am nächsten Aufschwung teilhaben kann. Wie sehen Sie das?

Ich sehe es nicht unbedingt so. Der Staat hält ja bereits die Wandelanleihe. Zudem kauft er die Problemapiere der UBS in einem Moment der tiefen Liquidität. Letztlich könnte der Staat darauf noch einen Gewinn machen.

Für wie hoch halten Sie die Wahrscheinlichkeit eines Gewinns?

Bei den heutigen Einstandspreisen als relativ hoch.

Doch müsste der Staat von der UBS nicht in jedem Fall später noch eine zusätzliche Abgabe verlangen – als Kompensation dafür, dass er heute hohe Risiken einget?

Ich will mich hier nicht festlegen, weil ich die Details der Verhandlung-

gen um das UBS-Paket nicht kenne. Man könnte jedoch argumentieren, der Staat partizipiere neben seiner Aktienbeteiligung schon via Steuereinnahmen an einem künftigen Aufschwung.

Viel diskutiert wird derzeit die Bonuspolitik der Banken. Was muss dort besser laufen?

Die Manager sollten nicht belohnt werden, wenn sie höhere Gewinne nur mit höheren Schulden und Risiken erkaufen. Als Basis für den Bonus hat jener Gewinn zu gelten, der nach der Entschädigung für das Kapital und nach Berücksichtigung der eingegangenen Risiken noch übrig bleibt.

Wäre es sogar gescheiter, die Boni überhaupt abzuschaffen und zurück zu Fixlöhnen zu gehen?

Fixgehälter könnten funktionieren, wenn sie mit einer höheren Wahrscheinlichkeit des Stellenverlusts gekoppelt wären. Dann hätten die Manager immer noch Leistungsanreize. Aber sonst sind fixe Entschädigungen eine schlechte Idee. Zu den Boni ist zu sagen: Man gibt diese nicht nur als Dank an Leute, die gut arbeiten. Arbeitgeber zahlen auch Boni an Leute, die sonst zur Konkurrenz gehen oder eine eigene Unternehmung gründen würden und dort vielleicht auch hohe Beträge verdienen.

Sagen Sie damit, dass die Leute ohne finanzielle Anreize keine optimale Leistung bringen?

Menschen haben verschiedene Motivationen. Die Frage ist, welche Anreize der Arbeitgeber am besten beeinflussen kann. Die finanziellen Anreize kann der Arbeitgeber relativ leicht steuern. Die meisten Leute reagieren darauf. Ich kenne kaum jemanden, der nicht auf finanzielle Anreize reagiert. Das gilt nicht nur für die Banken. In allen Unternehmen gibt es grosse Diskussionen über die Löhne oder Boni.

Auf der Politbühne sieht es nun so aus, als ob für börsenkotierte Firmen die Pflicht zur jährlichen Aktionärsabstimmung über den Cheflohnbericht kommen wird. Was wird das bringen?

Das klingt schön, aber es bringt nicht viel. Die meisten Aktionäre haben nicht genug Informationen, um zu entscheiden, ob die Entschädigungen in Ordnung sind oder nicht. Deshalb delegieren sie solche Entscheide an den Verwaltungsrat. Die Aktionärsabstimmung ist zwar eine Idee, doch es wäre besser, beim Verwaltungsrat etwas zu ändern – zum Beispiel die Verwaltungsräte zu bestrafen, wenn sie ihre Arbeit nicht machen.

Das heisst raschere Abwahl von Verwaltungsräten?

Das kann es heissen. Es heisst auch, dass vom Verwaltungsrat mehr Kompetenz und Einsatz verlangt wird. Das kann aber nicht der Staat machen, das müssen die Aktionäre tun.

ANZEIGE

**DIE MODERNSTEN NUTZFAHRZEUGE.  
JETZT ZU SENSATIONELLEN  
PREISEN.**



Die modernste und erfolgreichste Nutzfahrzeug-Ränge der Schweiz ist jetzt so günstig wie nie. Und dabei professionell wie immer. Profitieren Sie von aussergewöhnlichen Leistungen zu sensationellen Preisen. Und das mit bis zu 3 Jahren Garantie. Fragen Sie Ihren Fiat Professional Partner nach dem besten Angebot. [www.fiat.ch](http://www.fiat.ch)

**NUTZFAHRZEUGE  
SEIT JEHER.**

Wir bringen Sie vorwärts!  
**AUTO AG**  
Schweiz

**Auto AG Schönblü**  
Bürwilerstrasse 12, 3322 Urtenen-Schönblü  
Telefon 031 340 80 00, Fax 031 340 80 01  
schoenblue@autoag.ch

