



# Soziale Gestaltung der Weltwirtschaft

## (2) Finanzmärkte

### Regulierung der Wertpapiermärkte

- Krisenanfällige Finanzsysteme
- Probleme liberalisierter Finanzmärkte
- Reformvorschläge für die Wertpapiermärkte





Herausgeber:

**IG Metall**  
**Abteilung Wirtschaft – Technologie – Umwelt**  
**Lyoner Str. 32**  
**60528 Frankfurt**

Verfasser: Prof. Dr. Jörg Huffschmid  
Redaktion: Dr. Margit Köppen  
Layout: Ellen Klement

Telefon: 069 / 6693 – 2257  
Fax: 069 / 6693 – 2521

Internet: <http://www.igmetall.de>  
E-mail:

Aktenplan: 45

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet!  
Redaktionsschluß: Februar 2001

## Inhalt

1. Hintergrund für die aktuelle Dynamik der Finanzmärkte ..... 4
2. Probleme liberalisierter Finanzmärkte: Destabilisierung und  
strukturelle Gewalt ..... 6
3. Lösungsansätze:  
Beschränkung der Spekulation, Demokratisierung der  
Unternehmensverfassung, investitionsfördernde Wirtschaftspolitik ... 10

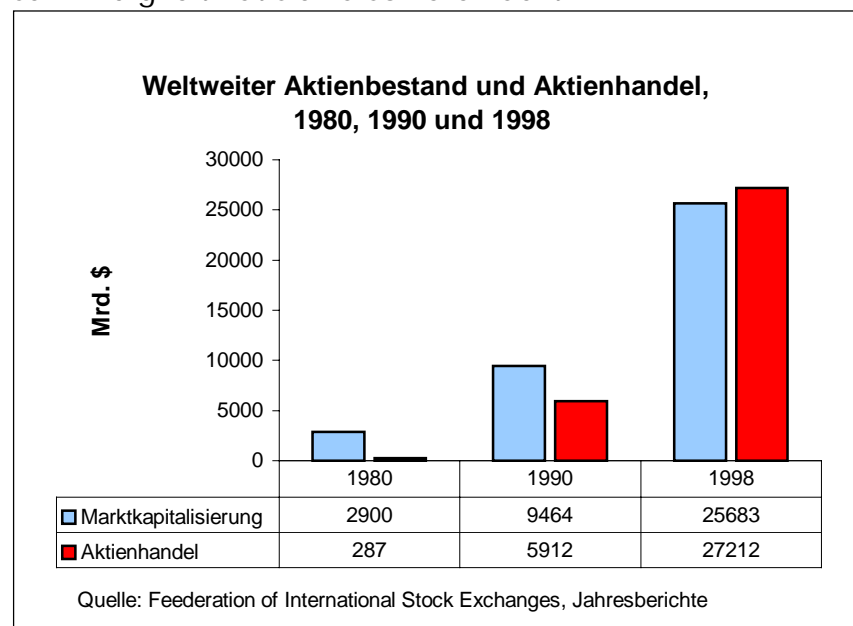
## 1. Hintergrund für die aktuelle Dynamik der Finanzmärkte

*Realinvestitionsquote rückläufig,*

1. Die explosionsartige Entwicklung der Finanzmärkte in den 90er Jahren ist nicht das Ergebnis zunehmender Finanzierungsbedürfnisse des Unternehmenssektors, sondern Ausdruck überschüssigen Kapitals, das nicht produktiv investiert, sondern auf den Finanzmärkten angelegt wird. Die Investitionsquote in den OECD-Ländern nahm überwiegend nicht zu, sondern ab: in der EU von 24,0 Prozent in den Sechzigern auf 20,2 Prozent in den neunziger Jahren, in Japan von 35,5 Prozent auf 28,3 Prozent; nur in den USA lag die Quote in den neunziger Jahren mit 18,2 Prozent zwar niedriger als in den beiden anderen Blöcken, aber genau so hoch wie in den sechziger Jahren.

*explodierender Welt-handel*

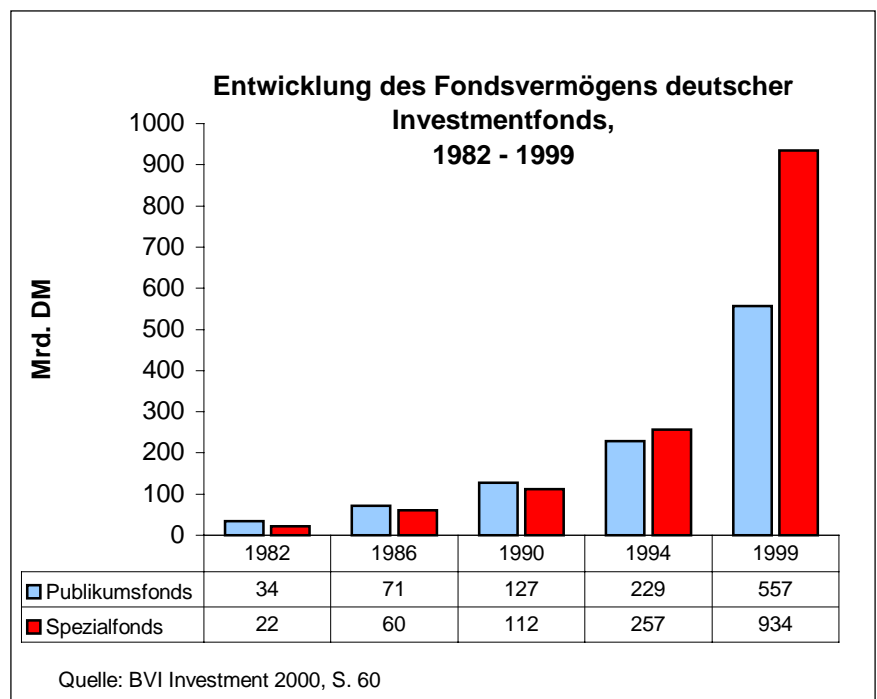
Die Unternehmensfinanzierung erfolgt weltweit nach wie vor in erster Linie aus Eigenmitteln, in zweiter Linie über Bankkredite und erst in dritter Linie durch Emission von Aktien, Anleihen oder sonstigen Wertpapieren. Für Europa gilt das auch für die großen börsennotierten Unternehmen. Was in den letzten Jahren besonders stark gewachsen ist, ist nicht die *Ausgabe* von Wertpapieren, sondern der *Handel* mit Wertpapieren. Die Marktkapitalisierung von Aktien wuchs von 1980 bis 1999 auf das zwölffache, der Handel auf das 131-fache; ihre Umschlagsgeschwindigkeit hat sich also verelfacht.



2. Der Hintergrund für die mangelnde Wiederanlage von Gewinnen in produktive Investitionen ist vor allem die drastische Umverteilung des Volkseinkommens zu Gunsten der Gewinne und zu Lasten der Löhne. Dies hat sich in einer Verlangsamung des privaten Konsums und damit des wesentlichen Elements der gesamtwirtschaftlichen Endnachfrage niedergeschlagen, von dem die Entwicklung der Investitionen als Zwischennachfrage in erster Linie abhängt. Die daraus folgende Wachstumsschwäche und hohe Arbeitslosigkeit haben die Tendenz zu Umverteilung und Ausweichen auf die Finanzmärkte weiter verstärkt.

***Versicherungskonzerne, Investmentfonds und Pensionsfonds sind zu entscheidenden Akteuren auf den Finanzmärkten geworden. Die Hälfte der institutionellen Anleger hat ihren Sitz in den USA.***

3. Das Auftauchen großer liquider Kapitalmassen auf den Finanzmärkten hat zur Herausbildung der institutionellen Investoren (Versicherungen, Investmentfonds und Pensionsfonds) als einer neuen mächtigen Gruppe von Akteuren geführt. Sie verwalteten 1996 bereits 21 Billionen Dollar Finanzvermögen. Für viele Länder bedeutete das einen erheblichen Teil des gesamten nationalen Finanzvermögens. Das Sparvermögen der privaten Haushalte wird zum hohen und zunehmenden Teil weder von diesen selbst noch von den Banken, sondern von den institutionellen Anlegern verwaltet. Dadurch, dass sie sehr große Massen von Kapital bündeln und durch ihre Anlageentscheidungen können sie das Geschehen auf den Finanzmärkten weitgehend bestimmen.



4. Politisch ist die Expansion von Finanzmärkten (neben

der Einbeziehung der Währungen in die internationale Konkurrenz, die hier nicht behandelt wird) vor allem durch die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs und die weitgehende Deregulierung der nationalen Finanzsysteme unterstützt worden.

## 2. Probleme liberalisierter Finanzmärkte: Destabilisierung und strukturelle Gewalt

### *Finanzspekulation*

5. Liberalisierung und Deregulierung haben die kurzfristige spekulative Kapitalanlage gefördert, bei der nicht die Erwartung über Güte und Rendite eines Unternehmens, sondern die Erwartung über die kurzfristige Entwicklung seines Aktienkurses im Vordergrund stehen. Die Spekulation wird durch Herdenverhalten, durch Kreditfinanzierung und durch die Erfindung von Derivaten und immer neuer Finanzinnovationen sowie durch die Möglichkeit angeheizt, die noch bestehenden Regulierungen in off-shore-Zentren zu umgehen.

Weltweite Bestände an Derivaten							
	Ausstehender Nominalbetrag, Billionen \$						
	1987	1990	1992	1994	1996	1998	1998/87**
<b>Börsengehandelte Instrumente</b>	0,7	2,3	4,6	8,9	10	13,5	19,2
darunter:							
- Zinsfutures	0,5	1,4	2,9	5,7	5,9	7,7	15,4
- Zinsoptionen	0,1	0,6	1,4	2,6	3,3	4,6	46
- Währungsfutures	0,01	0,02	0,03	0,04	0,05	0,04	4
- Währungsoptionen	0,1	0,06	0,07	0,06	0,05	0,02	0,2
- Aktienindexfutures	0,02	0,07	0,088	0,1	0,2	0,3	15
- Aktienindexoptionen	0,03	0,1	0,2	0,2	0,4	0,9	30
<b>Ausserbörsliche Instrumente</b>	0,9	3,5	5,3	11,3	25,5	52	56,7
darunter							
- Zinsswaps	0,7	2,3	3,9	8,8	19,2	22,3*	31,8
- Währungsswaps	0,2	0,6	0,9	0,9	1,6	1,8*	9,1
- Sonstige swapbezogene Derivate	-	0,6	0,6	1,6	4,7	4,9	(8,2)
<b>Insgesamt</b>	<b>1,6</b>	<b>5,7</b>	<b>10</b>	<b>20,1</b>	<b>34,2</b>	<b>64,5</b>	<b>40,3</b>

\*Schätzung

\*\*bezogen auf Milliardenbeträge

Qellen: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, November 1994, D. 43, BLZ, 68. Jahresbericht 1997/98, Basel 1998, S. 173, Tabelle VIII. 5,69 Jahresbericht 1998/99, Basel 1999, S. 148, Tabelle VII.5

*Derivatgeschäfte folgen  
dem Grundmuster der  
Wette*

### Grundformen von Derivaten

Grundsätzlich gibt es zwei Grundformen, die sich modifiziert in jedem Derivat wiederfinden – **Forwards** und Optionen. **Forwards** wurden ursprünglich geschaffen, um Landwirten einen festen Preis für ihre Produkte schon vor der Ernte oder der Saat zu garantieren. Der Bauer kann im Voraus seine Ernte zu einem fixierten Preis verkaufen, und der Käufer weiß bei Abschluß eines solchen Vertrages bereits, zu welchem Preis er den in sechs Monaten zu erntenden Weizen kauft. Werden **Forwards** an Börsen gehandelt, so heißen sie Futures. Ein **Forward** bietet dem Landwirt eine gewisse Sicherheit, ohne die er vielleicht gar nicht pflanzen würde. Ebenso gibt ein im Voraus bestimmter Wechselkurs für einen Warenhandel die Sicherheit (die es in einem festen Wechselkurssystem ohnehin gibt), bei einem Terminverkauf ins Ausland nicht unter kurzfristigen Währungsschwankungen zu leiden.

Beim Kauf von **Futures** ist immer nur ein kleiner Teil des Gesamtwertes zu zahlen (Einschusszahlung). Beim Einlösetermin wird der Rest bezahlt. Dieser Einschussmechanismus kommt einer Fremdfinanzierung gleich. Mit nur wenigen US-Dollar Einschuss kann man somit Geschäfte tätigen, die ein wesentlich größeres Volumen besitzen.

Die zweite Grundform der Derivate sind **Optionen**. Eine **Option** gibt dem Inhaber das (handelbare) Recht, innerhalb eines vorher festgelegten Zeitraumes eine bestimmte Leistung in Anspruch nehmen zu können. Dabei wird zwischen dem Recht zum Bezug eines Objektes (Kaufoption, Call) und dem Recht auf Lieferung eines Objektes (Verkaufsoption, Put) unterschieden. Die **Option** stellt für den Inhaber bzw. Käufer ein Recht dar, das er ausüben kann, aber nicht muss. Analog stellt dieses Recht für den Verkäufer der Option eine Verpflichtung dar, der er nachkommen muß, sofern der Käufer sein Recht ausübt. Um bei unserem Beispiel zu bleiben: Wenn ich weiß, dass in 6 Monaten bei einem Produzenten eine Weizenernte anfällt, könnte ich dem Landwirt eine bestimmte Summe geben (Optionsprämie), damit er mir eine bestimmte Menge Weizen zu einem bestimmten Termin und Preis verkauft, sofern ich meine Option einlöse. Dies ist eine Call-Option. Das maximale Risiko des Käufers liegt im Verlust der Optionsprämie. Bei einem großen Preisanstieg für Weizen kann er aber auch hohe Gewinne machen. Der Verkäufer hat schon mal die Optionsprämie verdient, könnte aber analog auch große Verluste realisieren. Das ist das Grundmuster der Wette, dass mit der Veränderung der Parameter (z.B. wann darf oder muss ich einlösen) beliebig variiert werden kann.



Wer sich ausschließlich auf den Erwerb von Aktien beschränkt, macht bei steigenden Kursen Gewinn, verliert aber unweigerlich, wenn die Kurse fallen. Mit Derivaten hat man dagegen die Chance, auch dann Geld zu verdienen, wenn die Börse nach unten geht. Doch nicht nur das: die selbe richtige Entscheidung wird bei den Derivaten mit einem weitaus höheren Gewinn belohnt wie bei Aktien – allerdings wird ein Fehler natürlich auch mit einem stärkeren Minus bestraft (Hebeleffekt).

*Quelle: Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung (Weed) e.V.; Kapital braucht Kontrolle; August 2000*

### **Finanzkrisen**

Für das Derivategeschäft gilt die für Spekulanten wichtige Tatsache: man kann höchstens 100% verlieren, jedoch unendlich viel gewinnen.

6. An derartigen riskanten Geschäften sind die großen Banken massiv beteiligt. Die spekulative Überhitzung kann dazu führen, daß kleine und unkontrollierbare Anlässe zu plötzlichem Stimmungsumschwung führen, Kapitalflüsse sich abrupt umdrehen, Kreditketten reißen: es kommt zur Finanzkrise mit einer starken Tendenz zu sektoraler und internationaler Ansteckung.

Nur durch Vermittlung der Zentralbank konnte im Fall LTCM eine Finanzkrise in der USA vermieden werden.

### **Wie der Derivathandel ausgehen kann:**

#### **Aufstieg und Fall des Long Term Capital Management Fonds (LTCM)**

Der Long Term Capital Management Fonds (LTCM) galt von 1994 bis September 1998 als eine der attraktivsten Spekulationsfonds der USA. Sein Gründer, der New Yorker Finanzguru John Meriwether, hatte zwar 1991 im Zusammenhang mit Finanzmanipulationen die Investmentbank Salomon Brothers verlassen müssen. Drei Jahre später hatte er jedoch schon wieder 16 Partner um sich geschart, die zusammen ein Eigenkapital von knapp 5 Mrd. \$ aufbrachten. Zum Management Team von LTCM gehörten promovierte Mathematiker und Physiker sowie die beiden Ökonomie-Professoren Robert Merton und Myron Scholes, die für ihre raffinierten Kapitalmarkt- und Spekulationsmodelle gerade den Nobelpreis gewonnen hatten. Auch ein ehemaliger Vizepräsident der amerikanischen Zentralbank war mit von der Partie.

Der Fonds machte prächtige Gewinne von zeitweise 40%. Seine Manager spekulierten auf Kursveränderungen im Vorfeld von Fusionen. Und sie nutzten Unterschiede zwi-



schen den Erträgen unterschiedlicher Wertpapiere aus, in der Erwartung, dass diese Unterschiede bei offenen Kapitalmärkten mit der Zeit verschwinden müssten.

Im Herbst 1998 aber war das Gegenteil der Fall und der LTCM am Ende. Die Asien- und Russlandkrise bewirkten eine Flucht der Anleger in sichere amerikanische Staatspapiere. Deren Kurse stiegen und damit vergrößerten sich die Renditeabstände zu anderen Papieren statt geringer zu werden. Der LTCM machte große Verluste. Ende September war das Eigenkapital auf 600 Millionen zusammenschmolzen. Der Fonds war mit Nachschussforderungen für seine Derivatgeschäfte konfrontiert, und es drohte das Aus. Am 24. September rief die Federal Reserve Bank von New York die Vertreter von 14 Banken zusammen und legte ihnen energisch nahe, den bankrotten Fonds zu stützen, um eine allgemeine Finanzkrise zu vermeiden. Die Banken stimmten zu und stellten insgesamt 3,7 Mrd. \$ bereit, mit denen die Geschäfte weitergeführt werden konnten. Im Gegenzug gingen 90% von LTCM in ihren Besitz über.

Im Laufe der Krisensitzung und in den nächsten Tagen stellte sich heraus, dass weder die Banken noch die Aufsichtsbehörden eine Ahnung über die Gesamtverschuldung und die Risikopositionen des Fonds gehabt hatten. Aber alle hatten ihm große Mengen Geld geliehen. Mit dem Eigenkapital von unter 5 Mrd. \$ hatten die Fondsmanager insgesamt 125 Mrd. \$ Kredite erhalten. Die hatten sie dann für spekulative Geschäfte im Umfang von 1250 Mrd. \$ verwendet. Das ist eine Hebelverstärkung um den Faktor 250. Er stieg bis August 1998 auf über 500, als das Eigenkapital auf 2,2 Mrd. \$ gesunken, Kreditvolumen und offene Positionen aber unverändert geblieben waren. Die Federal Reserve Bank war zu Recht alarmiert gewesen: Ein Zusammenbruch des LTCM hätte das gesamte Finanzsystem mit sich ziehen können.

Zu den Banken, die dem Fonds dreistellige Millionenbeträge zum Teil ohne Sicherheiten geliehen hatten, gehörten amerikanische, japanische und europäische Top-Institute, Bankers Trust, Chase, Merrill Lynch, Sumitomo, Deutsche Bank, Credit Suisse, Paribas etc. Die Dresdner Bank hatte 240 Millionen \$ ihrer Währungsreserven bei LTCM angelegt. Bei der größten europäischen Bank, der Schweizer UBS, fiel im Zusammenhang mit LTCM ein Verlust in Höhe von 1,15 Mrd. DM an. Der Kurs der Bank fiel am 24. September um 15%, am Tag danach um weitere 20%, erholte sich später allerdings wieder. Der Präsident von UBS Mathis Cabiavetta musste als Folge dieser Fehlspekulation zurücktreten.

*Druck auf Unternehmen:  
shareholder value*

7. Deregulierung und Liberalisierung verschaffen den institutionellen Investoren die Möglichkeit, auf Unternehmen (zunächst nur auf börsennotierte, dann aber über den Mechanismus des benchmarking auf alle Unternehmen) Druck auszuüben, sich bei ihrer Geschäftsführung ganz auf die unmittelbare Gewinnmaximierung, Kurspflege und Gewinnausschüttung zu konzentrieren und alle anderen Gesichtspunkte und Interessen zurückzustellen. Dieser Druck kann durch Eingriff in die personelle Besetzung des Managements, durch kursabhängige Gehaltsgestaltung (Aktioptionen) und durch Drohung mit Kapitalabzug ausgeübt werden.

*Druck auf Regierungen:  
Fundamentalismus im Interesse der Finanzanleger*

8. Durch Drohung mit der Exit-Option üben die institutionellen Investoren Druck auf Regierungen aus, ihre Wirtschafts- und Sozialpolitik (und in weiterem Sinne ihre gesamte Politik) in erster Linie auf die Interessen der Finanzinvestoren auszurichten. Das wichtigste Interesse von Finanzinvestoren ist die Stabilität des Geldwertes. Ihr Einfluss hat dazu geführt, dass Preisstabilität nicht ein Ziel unter anderen sondern das wichtigste und allen anderen, übergeordnete Ziel der Wirtschaftspolitik ist. Dieser politische Fundamentalismus im Interesse der Finanzmärkte ist eine wesentliche Ursache für die hohe Arbeitslosigkeit und die zunehmende soziale Polarisierung in Europa.

### 3. Lösungsansätze: Beschränkung der Spekulation, Demokratisierung der Unternehmensverfassung, investitionsfördernde Wirtschaftspolitik

*Allgemein:*

9. Eine Regulierung der Wertpapiermärkte sollte darauf abzielen, sie in den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsprozess einzubetten und auf ihre Hauptfunktionen, die Finanzierung produktiver Ausgaben und die Bildung langfristigen Vermögens zurückzuführen. Dazu sind einerseits die Beschränkung des kurzfristigen Handels und der Spekulation durch unmittelbare Regulierung der Wertpapiermärkte, andererseits aber auch eine Veränderung der wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen erforderlich, in denen Wertpapiermärkte operieren.

*Die kurzfristige Spekulation weniger attraktiv machen!*

10. Die einfachsten und faktisch gegenwärtig einzig diskutierten Perspektiven bieten sich für die politische Eindämmung von kurzfristigen **Arbitrage- und Spekulationsgeschäften**. Die offizielle Stoßrichtung auf die Her-

stellung von mehr Transparenz und Information reicht allerdings bei weitem nicht aus. Risikogeschäfte müssen massiv eingeschränkt und der Wertpapierhandel insgesamt entschleunigt werden. Instrumente hierfür können sein:

- Die Instrumente**
- Die Ausdehnung von Eigenkapitalvorschriften für Banken auch auf Wertpapierhändler und andere Finanzdienstleister sowie eine höhere Risikogewichtung für das Halten kurzfristiger Wertpapiere und besonders von Derivaten.

- „Bail-in“:**
- Zur Stabilisierung von Finanzmärkten sind auch Maßnahmen zum Schutz von Schuldnerländern geeignet, die Spekulanten und andere Gläubiger daran hindern, im Falle von Zahlungsschwierigkeiten oder – unfähigkeit sofort unbeschränkt auf den Schuldner zuzugreifen und ihn damit vollends ruinieren. Hier ist die Entwicklung eines internationalen Konkurs- oder Insolvenzrechtes mit einer entsprechenden Schiedsgerichtsbarkeit ein vielversprechender Weg. Teilschritte einer solchen Perspektive, die den Gläubigern einen Teil der Belastungen auferlegt, sind die Bildung von Gläubigerausschüssen, Umschuldungsverpflichtungen, Hinnahme von Moratorien. Die stabilisierende Funktion besteht darin, die Finanzanleger von Engagements abzuhalten, deren Seriosität von ihnen nicht genau geprüft worden ist.

- Tobin-Steuer**
- Die *Besteuerung von Börsenumsätzen*, außer bei Emission, gestaffelt nach der Dauer, für die Wertpapiere gehalten werden. Kurzfristige Veräußerungen sind mit hohen Steuern verbunden, langfristiges Halten mit niedrigen. Das macht Transaktionen, die auf das Ausnutzen geringer Zinsdifferenzen oder kurzfristiger Kursänderungen abzielen weniger attraktiv.

- und andere Maßnahmen**
- Besonders strenge Kontrolle und rigorose Einschränkung des Handels mit Derivaten:
  - Der Handel mit Derivaten sollte nur an Börsen zugelassen werden. Der ausserbörsliche Handel mit nicht standardisierten Spezialprodukten (OTC Handel, over the counter = über den Schalter), der gegenwärtig etwa drei Viertel des Derivathandels ausmacht, sollte ganz verboten werden.

*Auch der Fixierung auf den Shareholder Value kann man etwas entgegen setzen:*

- Optionshandel sollte generell verboten werden, da alle ökonomischen Sicherungsfunktionen, die mit Optionen verbunden sind, auch durch Futures erfüllt werden und die Elemente bei Optionen, die über diese Funktionen hinausgehen, reinen Spekulationscharakter haben.
- Geschäfte mit *Offshorezentren*, die keiner Finanzaufsicht unterliegen, dienen dem Ziel, gesetzlichen Regulierungen auszuweichen. Sie sollten daher verboten werden.

11. Schwieriger ist die **Eindämmung des shareholder value orientierten Drucks** der institutionellen Investoren auf die Geschäftsleitungen von Unternehmen. Hierüber gibt es praktisch noch keine Diskussion. Möglichkeiten wären:

- die Beschränkung der Kapitalbeteiligung (oder das Stimmrecht) an einzelnen Unternehmen (was teilweise zur Risikobegrenzung bereits der Fall ist),
- die Einführung einer Mindesthaltedauer von Wertpapieren durch institutionelle Investoren (neben der fristabhängigen Börsenumsatzsteuer),
- die steuerliche Förderung von Finanzanlagen in sozial und ökologisch akzeptablen Unternehmen,
- die Einführung von Verhaltensregeln für institutionelle Investoren,
- die Stärkung von sozialen - und Umweltinteressen in den Unternehmen durch Demokratisierung der Unternehmensverfassungen.

*Die Rolle der Wirtschaftspolitik:*

12. Die **Veränderung der wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen für Wertpapiermärkte** sollte darauf abzielen, die Bildung überschüssigen Kapitals durch eine Verbesserung der Investitionsbedingungen weitgehend einzuschränken und damit die Finanzierungsfunktion der Wertpapiermärkte wieder mehr in den Vordergrund zu stellen. Investitionen hängen in erster Linie von der erwarteten Endnachfrage ab, die zu fast zwei Dritteln aus privater und öffentlicher Konsumnachfrage besteht. Die Stärkung der effektiven Gesamtnachfrage erfordert daher vor allem eine Stärkung des privaten und

öffentlichen Konsums und daher eine Umverteilung des Nationaleinkommens zu den Löhnen und den Staatseinkünften. Die dann steigenden Absatzaussichten werden auch die privaten Investitionen ankurbeln. In einem solchen Rahmen spielten die Wertpapiermärkte eine wichtige Rolle bei der Lenkung von Finanzierungsmitteln in effiziente Verwendungen.

*Möglichkeiten für  
Europa*

13. Auch wenn bei der Deregulierung der Wertpapiermärkte ein globales Vorgehen wünschenswert ist, kann nicht damit gerechnet werden, dass es in dem Maße zustande kommt, wie es zur Stabilisierung und Einbettung der Finanzmärkte in eine gesellschaftlich akzeptable wirtschaftliche Entwicklung erforderlich ist. Europäische Initiativen sind daher erforderlich. Sie sind auch möglich, zum einen aufgrund der starken Position Europas in der Weltwirtschaft und zum anderen auf Grund der Tatsache, daß Kapital im modernen Kapitalismus nicht knapp ist und die Möglichkeiten für die Kapitalflucht zunehmend begrenzt sind.