

Nationale und internationale  
Finanzmärkte  
Funktionsweise, Probleme, Reformen

Attac-Sommerakademie 2007  
Jörg Huffschmid

# Struktur

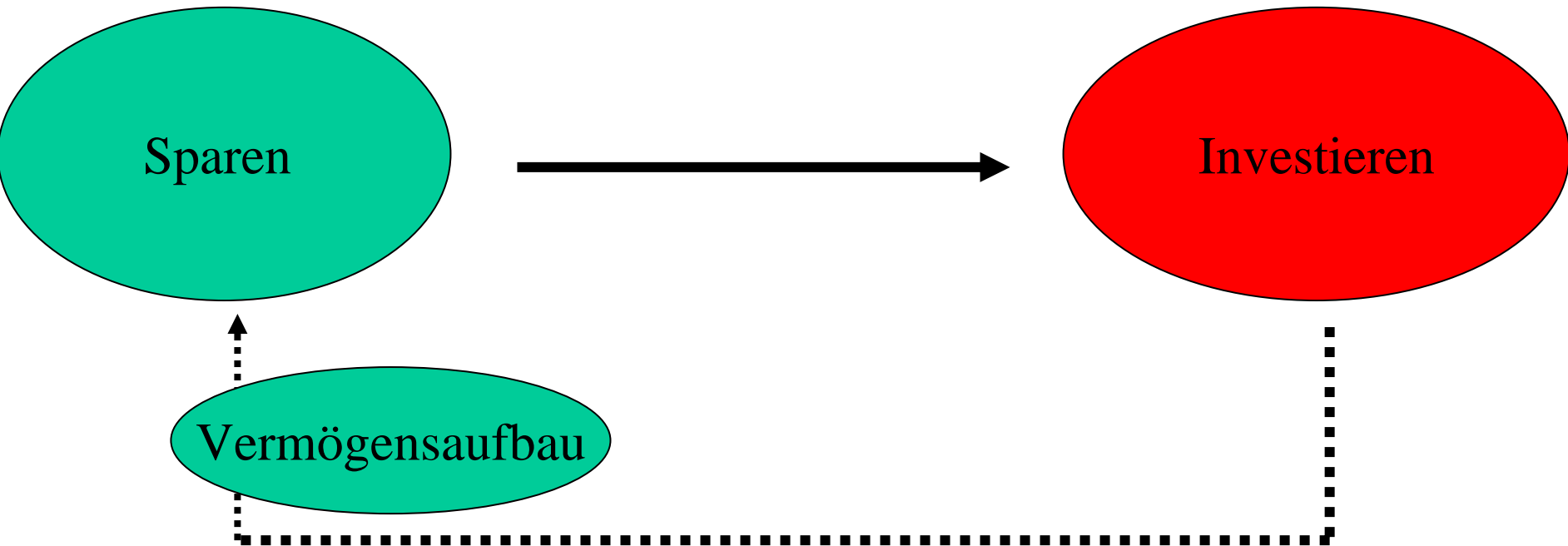
1. Was sind und wie funktionieren Finanzmärkte ?
2. Entwicklung der nationalen und internationalen Finanzmärkte
3. Ursachen für Wachstum und Internationalisierung – Finanzmarktkapitalismus?
4. Probleme moderner Finanzmärkte
5. Reformansätze

# 1. Was sind und wie funktionieren Finanzmärkte?

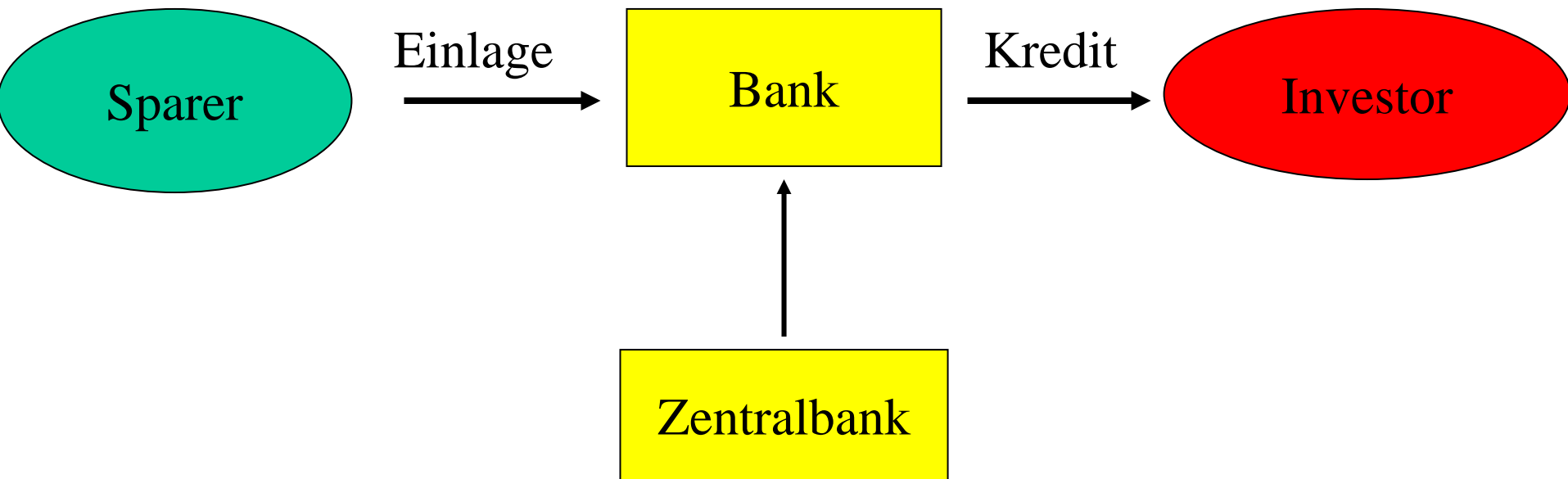
Allgemeine Funktion der FM: Vermittlung von Sparen und Investieren

- über Banken
- über Börsen
- über Institutionelle Investoren

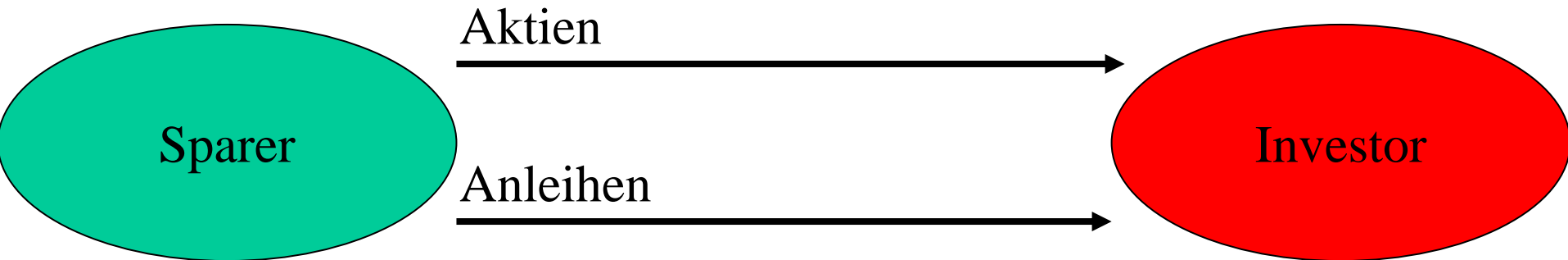
# Die Grundfunktion der Kapitalmärkte: Vom Sparen zum Investieren



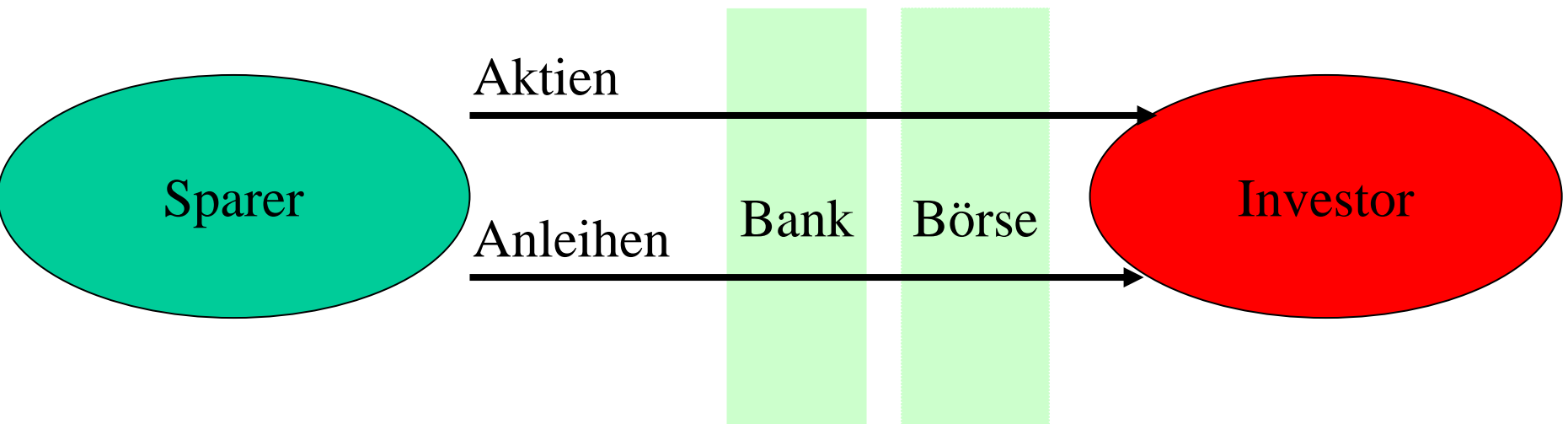
# Traditionelle Form: Einlage und Kredit (Intermediation)



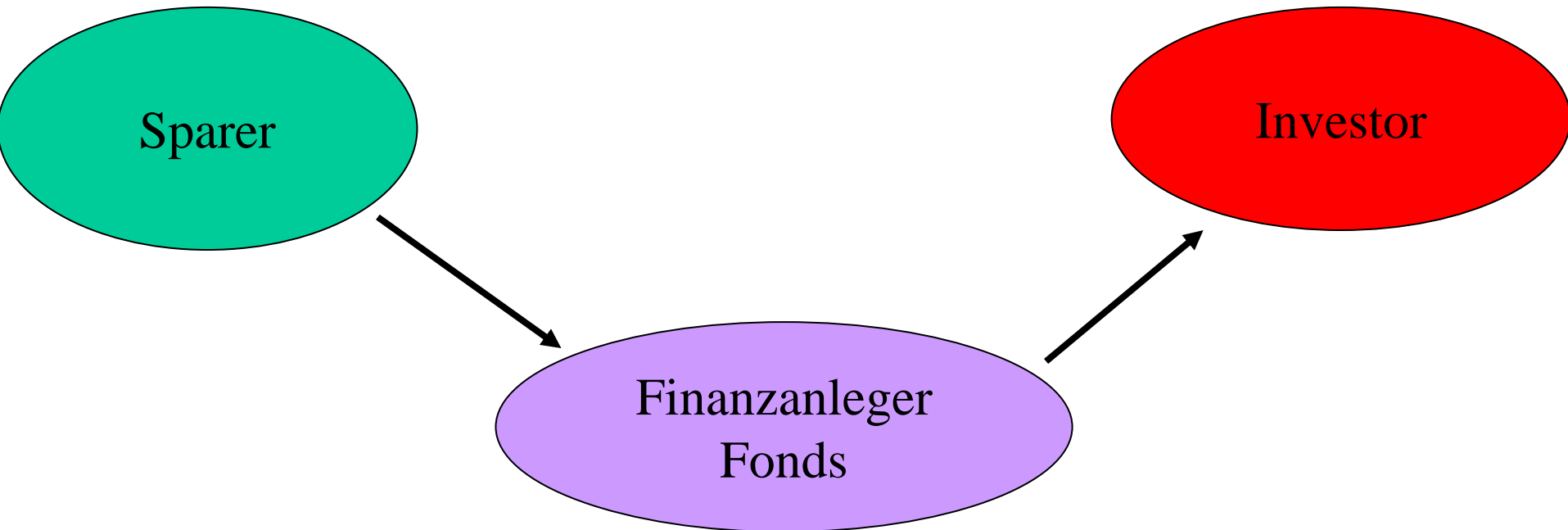
# Neue Form I: Wertpapierfinanzierung (Disintermediation)



# Wertpapierfinanzierung (Disintermediation)



# Neue Form II: Finanzanleger (Re-Intermediation)

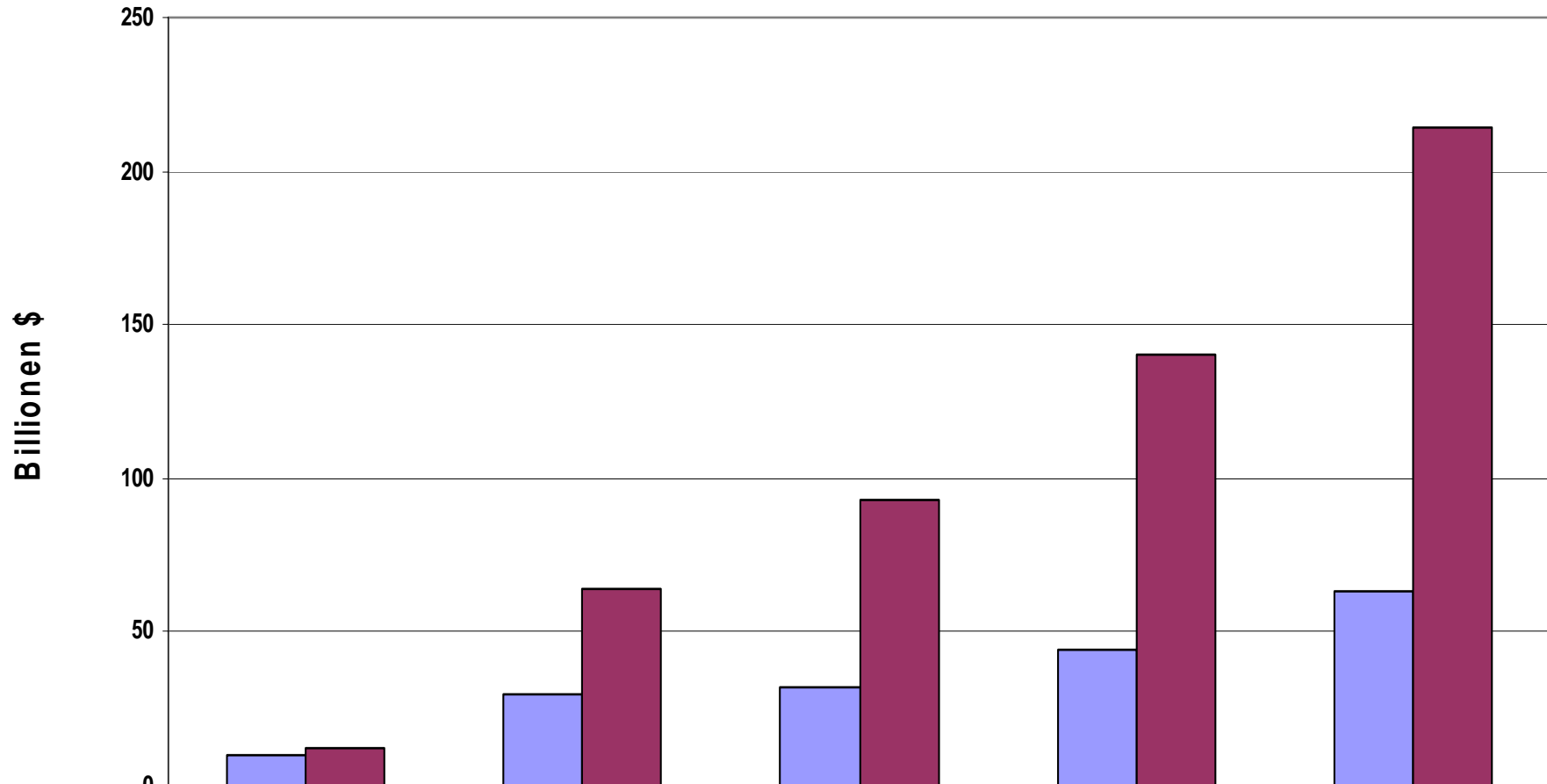




# 2. Entwicklung der Finanzmärkte

- Wachstum von
  - Finanzvermögen und
  - Handel
- Internationalisierung

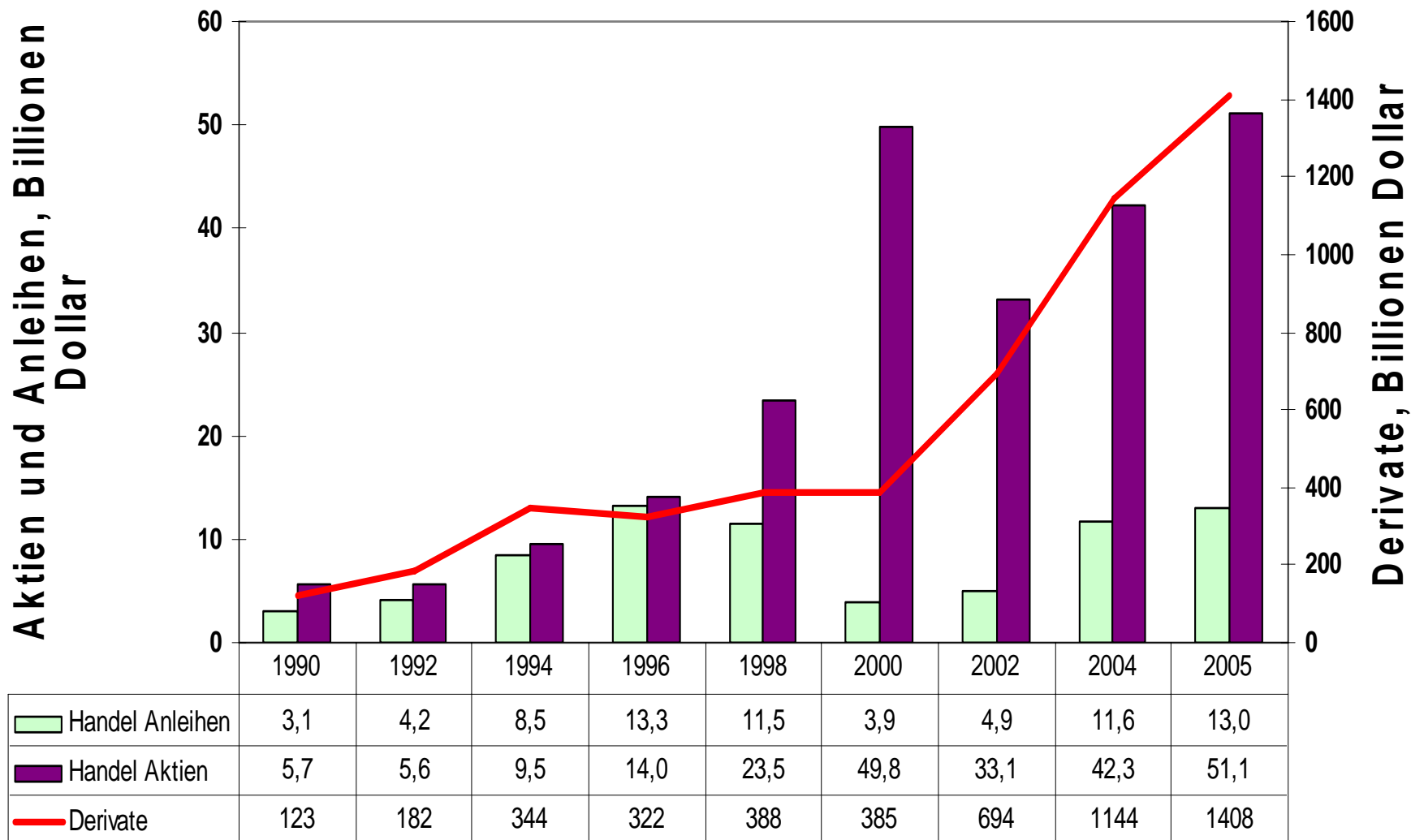
# Entwicklung von Sozialprodukt und Finanzvermögen weltweit, 1980-2010



	1980	1995	2000	2005	2010*
Sozialprodukt	10,1	29,4	31,7	44,5	63,3
Finanzvermögen	12	64	93	140	214

Quelle: McKinsey Quarterly, January 2007, Mapping the global capital markets, S.8

# Handel an den Finanzmärkten weltweit, 1990-2005



# Was wird gehandelt?

Aktien

Festverzinsliche Wertpapiere

Anleihen (langfristig, öffentlich – privat)

Geldmarktpapiere (kurzfristig)

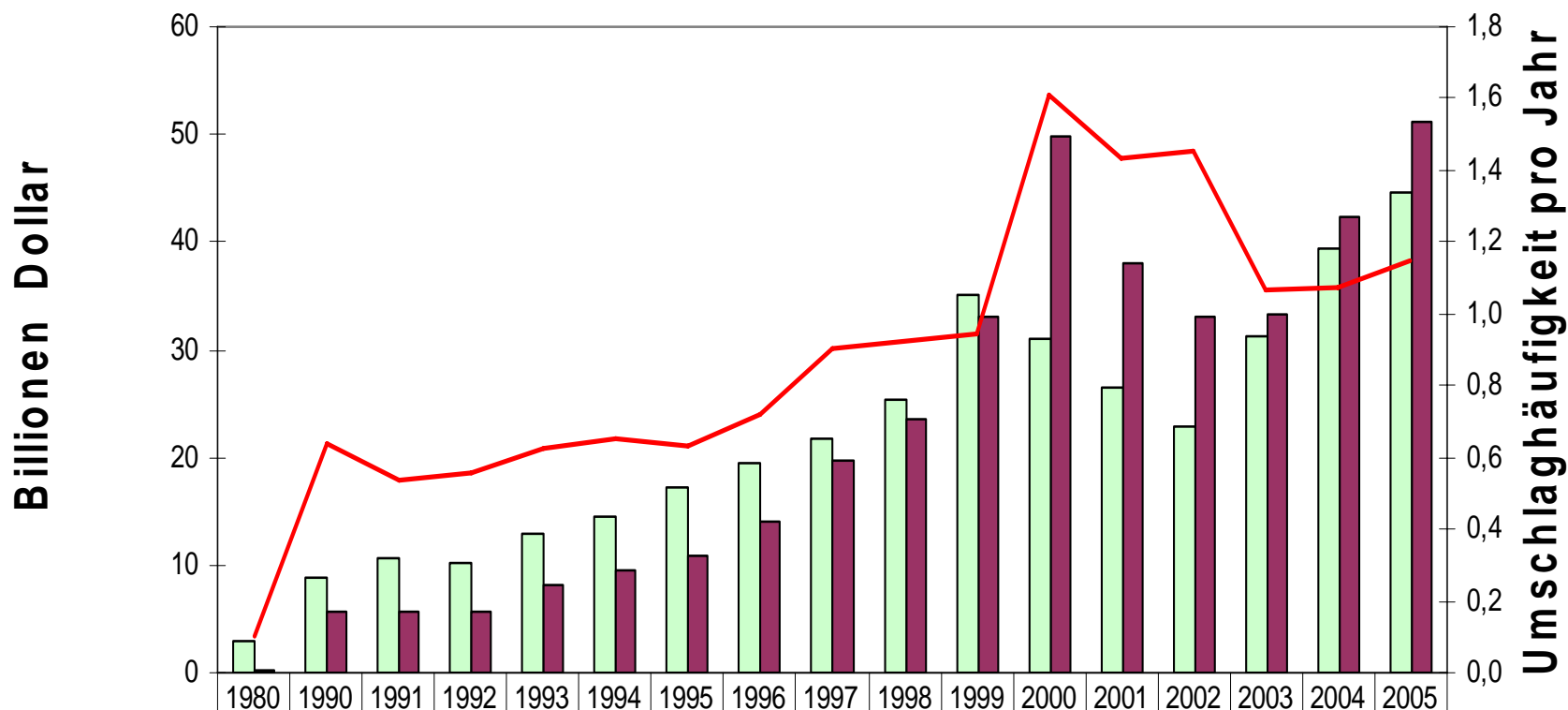
Währungen




Derivate

unbedingte (futures, forwards)

Bedingte (Optionen)

# Aktienbestand und Aktienhandel weltweit, 1980 - 2005

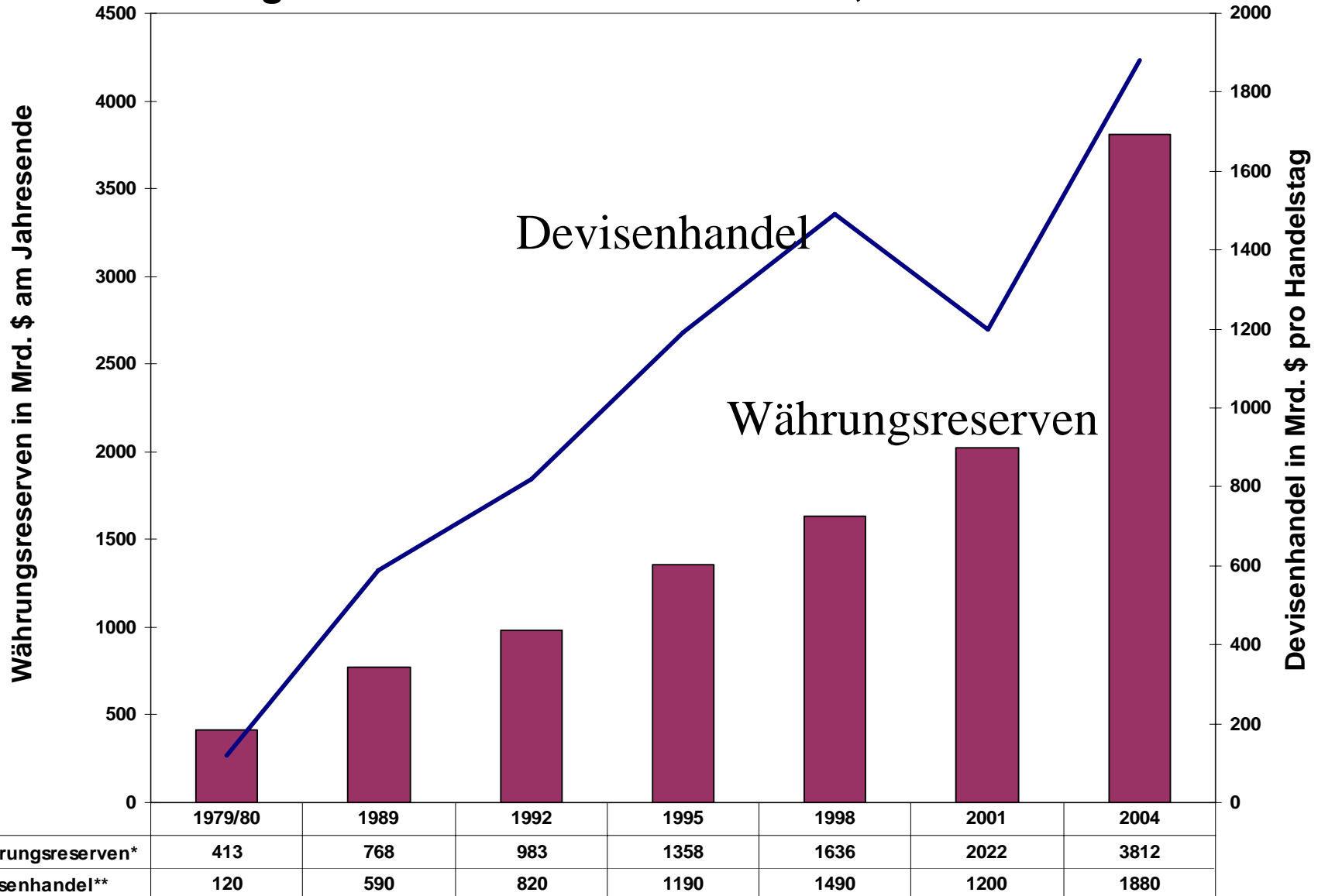


 Aktienbestand*	2,9	8,9	10,6	10,1	12,9	14,5	17,1	19,5	21,7	25,4	35,0	31,0	26,6	22,8	31,3	39,5	44,5
 Aktienhandel**	0,3	5,7	5,7	5,6	8,1	9,5	10,8	14,0	19,6	23,5	33,1	49,8	38,1	33,1	33,3	42,3	51,1
 Umschlaghäufigkeit****	0,1	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	1,6	1,4	1,5	1,1	1,1	1,1

\* Marktkapitalisierung am Jahresende; Quelle: World Federation of Exchanges

 Aktienbestand\*     Aktienhandel\*\*     Umschlaghäufigkeit\*\*\*\*

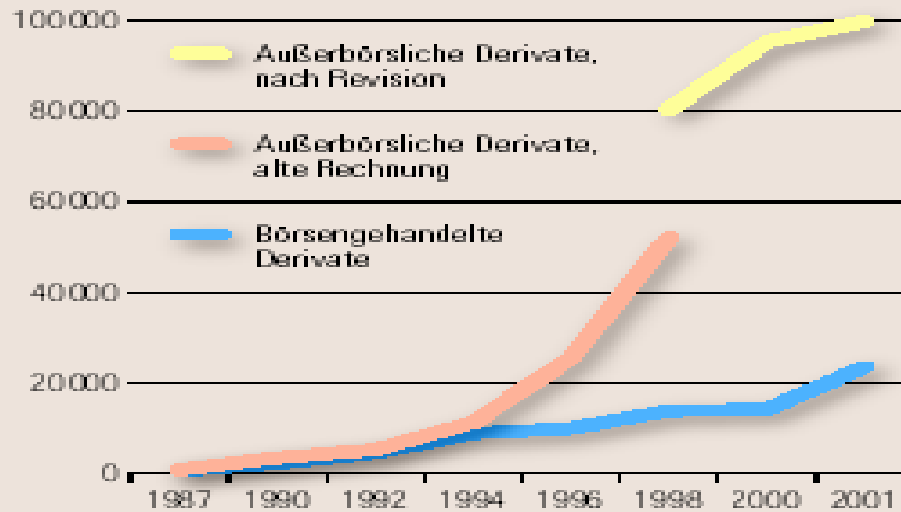
# Währungsreserven und Devisenhandel, 1980 - 2004



Quellen: BIZ, 66., 71., und 76. Jahresbericht; Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and derivative market activity in 2004, March 2005

## Weltweite Bestände an Derivaten

Mrd. US-Dollar



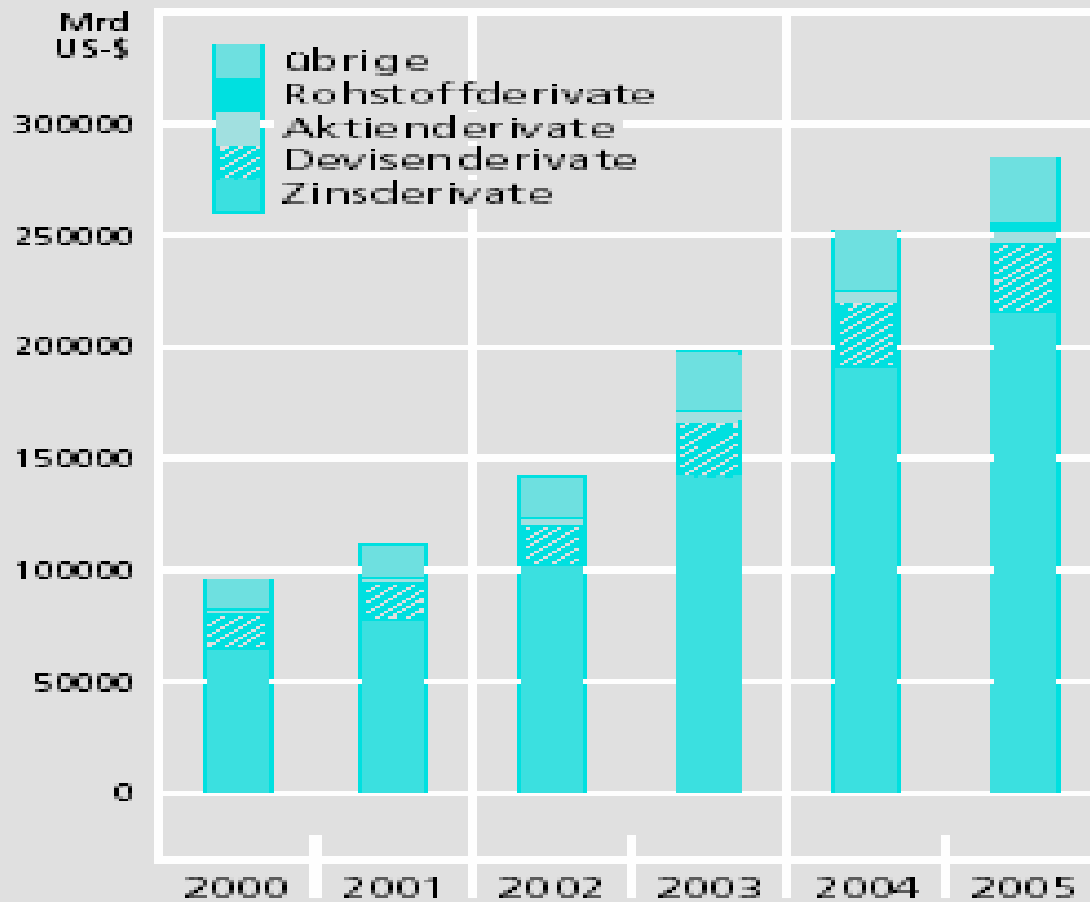
Quelle: Deutsche Bundesbank, 1994: 43; BIZ, 1996: 173; BIZ 1999: 146; BIZ 2002: 491, 496 und eigene Berechnungen aus Hufschmidt 1999

Der Bestand an Derivaten – und hier insbesondere das Over-the-Counter Geschäft – ist in den 90er Jahren sprunghaft angestiegen.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Auf Grund der Änderung der Berechnungsmethode für den Bestand an außerbörslich gehandelten Derivaten im Jahr 1998 ergibt sich in diesem Jahr ein Sprung. Dennoch ist der rasante Anstieg der Bestände deutlich erkennbar.

# Weltweiter Umlauf an OTC-Finanzderivaten

Stand am Jahresende

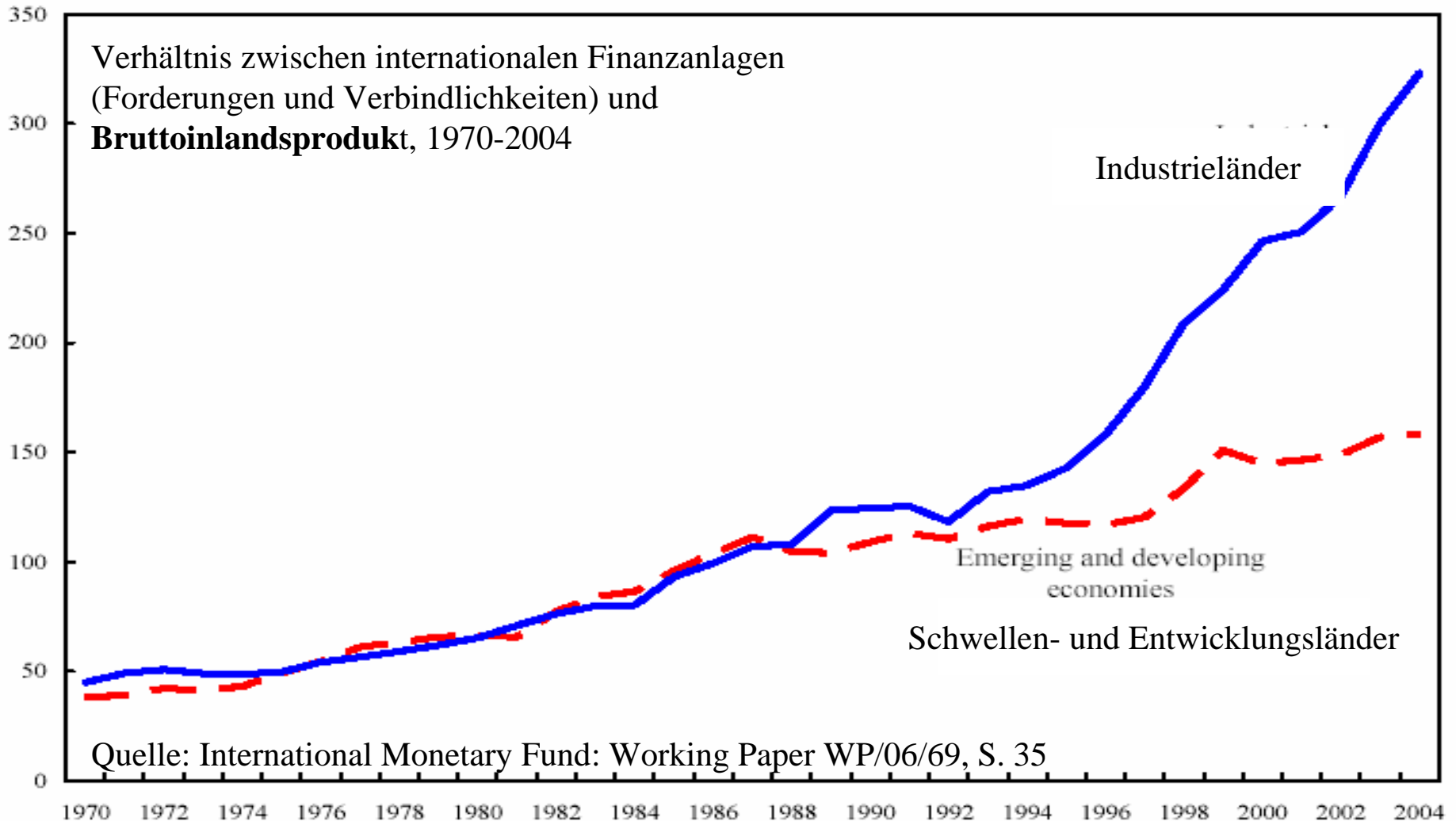


Quelle: BIZ.

Deutsche Bundesbank



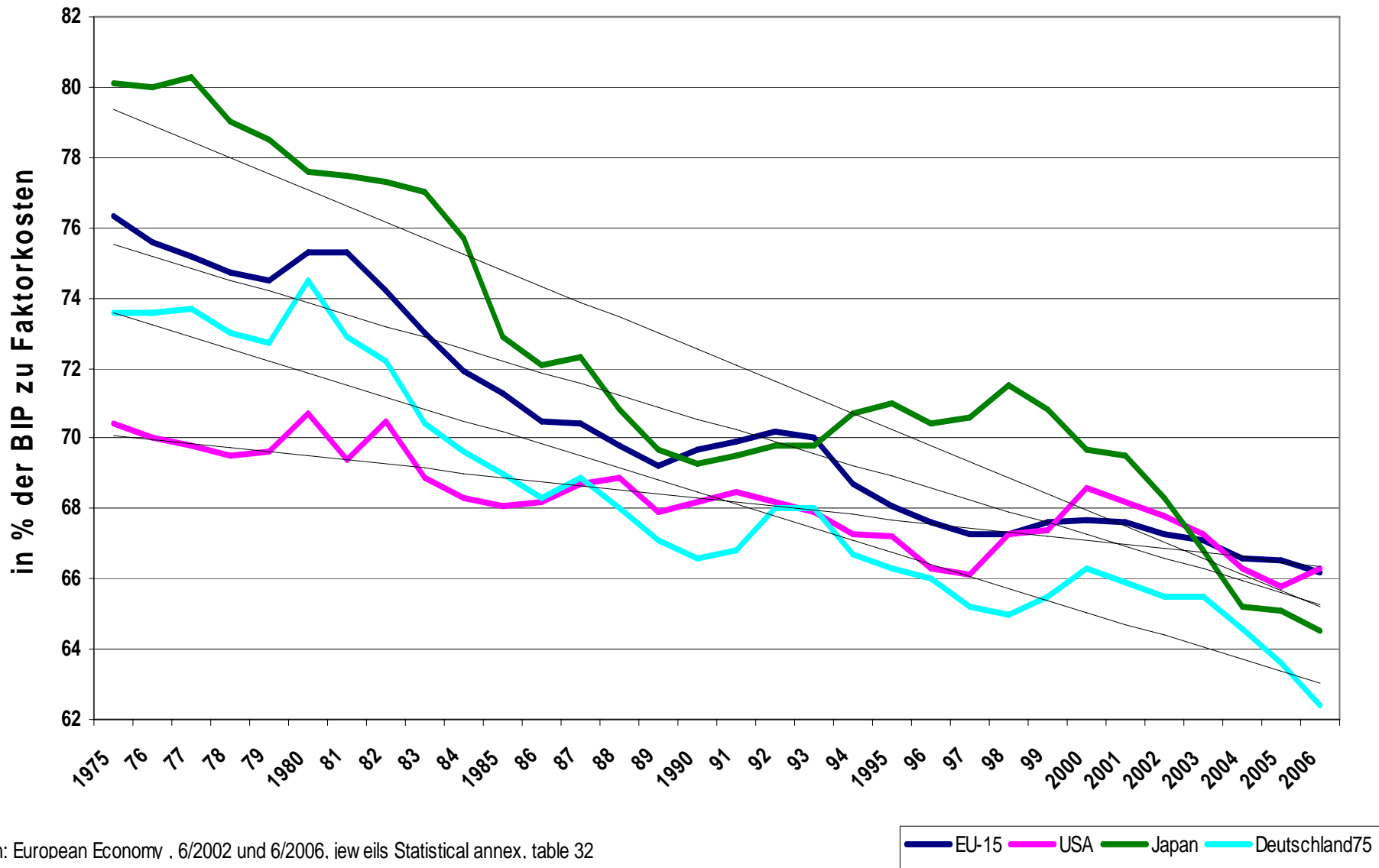
# Die Internationalisierung der Finanzmärkte I



### 3. Ursachen von Wachstum und Internationalisierung der Finanzmärkte

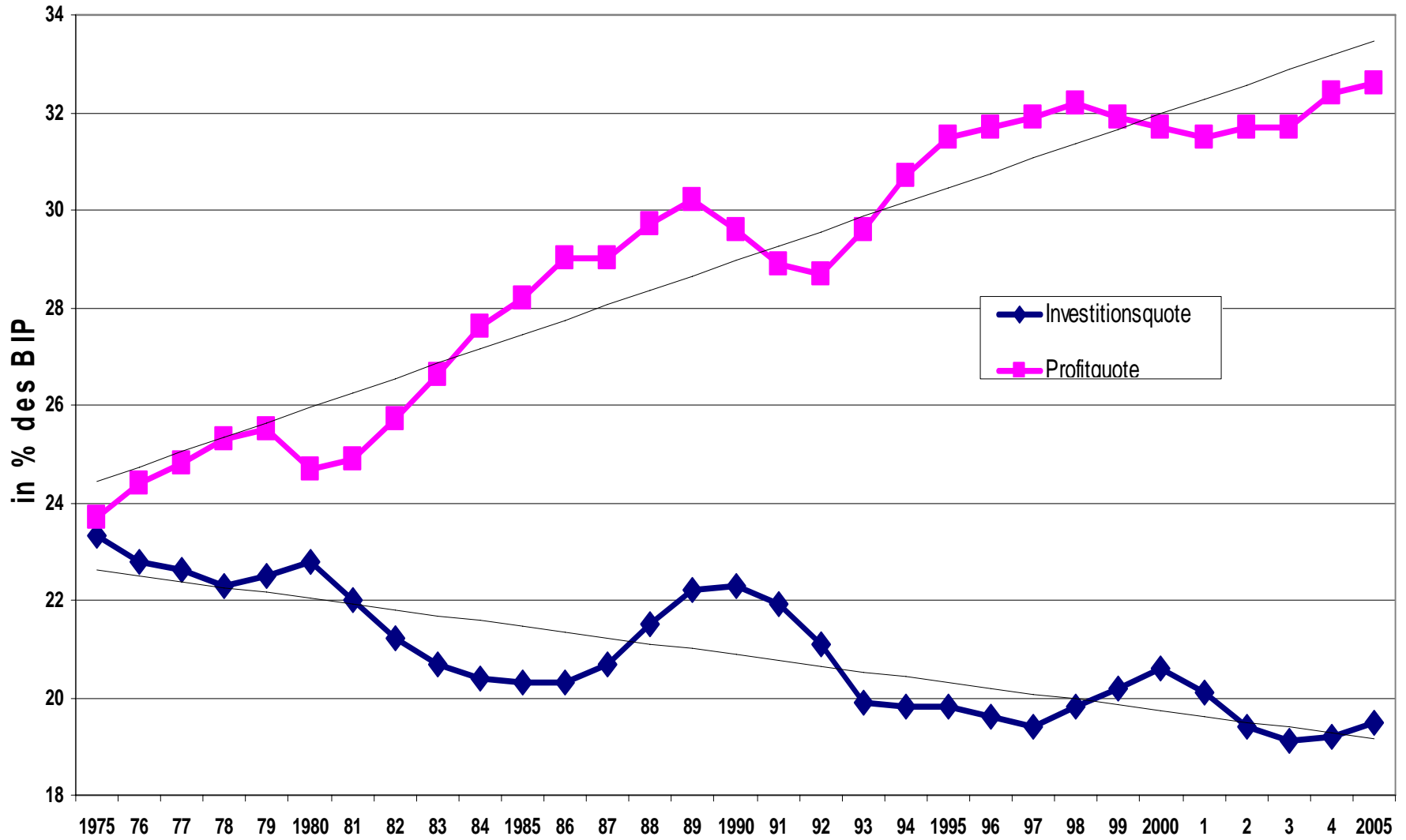
1. Umverteilung von unten nach oben
2. Ausbau kapitalgedeckter Rentensysteme
3. Ende der kooperativen Weltwirtschaftspolitik (Bretton-WoodesSystem)

# Lohnquoten in der EU15, in Deutschland, den USA und Japan, 1975-2006

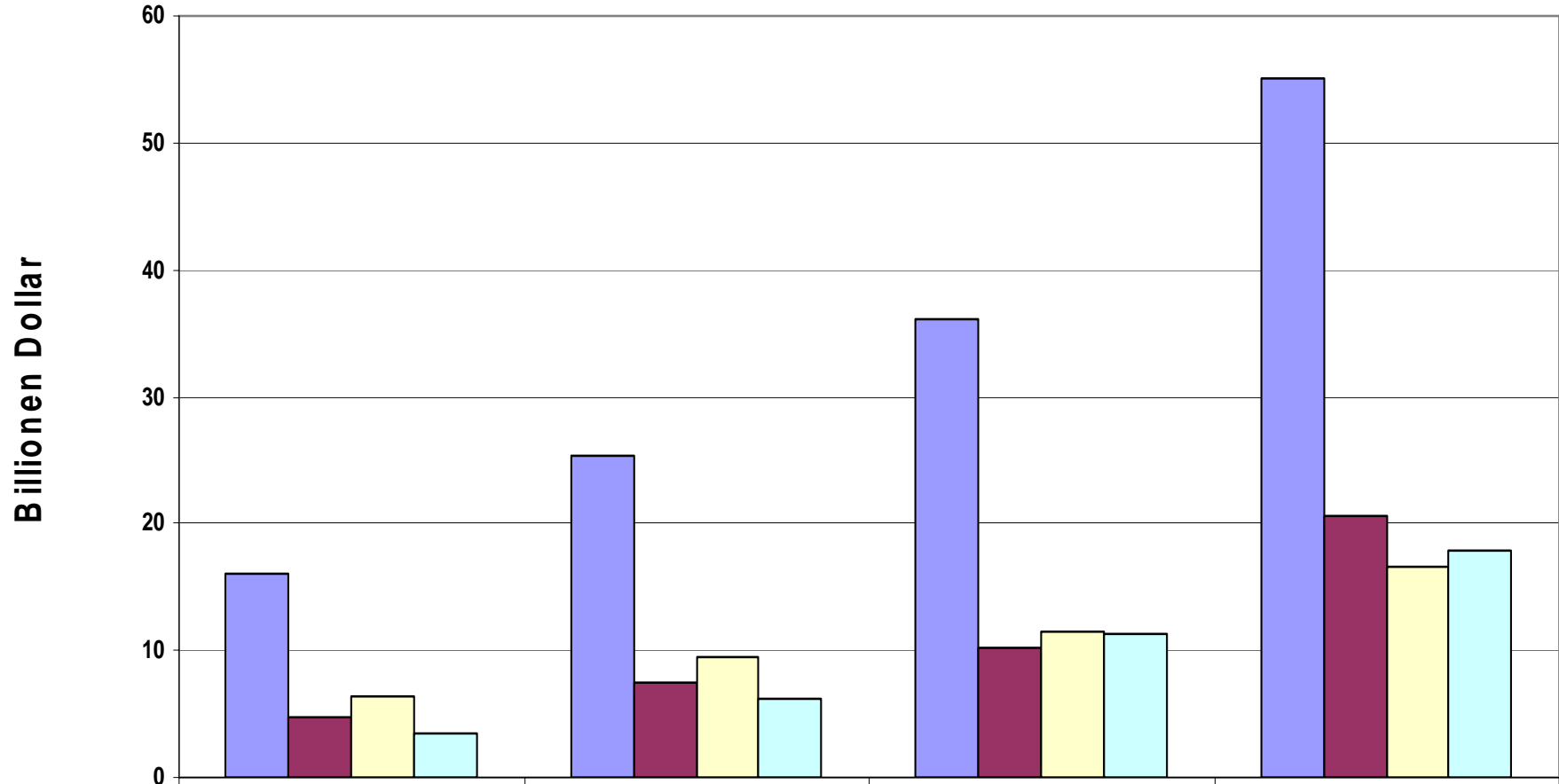


Quellen: European Economy, 6/2002 und 6/2006, ieuw eils Statistical annex, table 32

# Profitquote und Investitionsquote in der EU-15, 1975-2005



# Entwicklung des institutionell angelegten Finanzvermögens nach Arten, 1992 - 2005



<b>■</b> Insgesamt	16	25,4	36,2	55
<b>■</b> Pensionsfonds	4,8	7,5	10,3	20,6
<b>■</b> Versicherungen	6,3	9,4	11,5	16,6
<b>■</b> Investmentfomnds	3,4	6,2	11,3	17,8

# Liberalisierung und Währungs- konkurrenz

- Das System von Bretton Woods: Internationale Kooperation unter Führung der USA
  - Feste Wechselkurse mit Dollar-Gold-Anker
  - Kapitalverkehrskontrollen
- Erfolge und Probleme des Systems
- Ende des Systems: Freigabe der Wechselkurse 1973 (Übergang zur Währungskonkurrenz)
- Liberalisierung des Kapitalverkehrs (Bedingung für die Währungskonkurrenz)

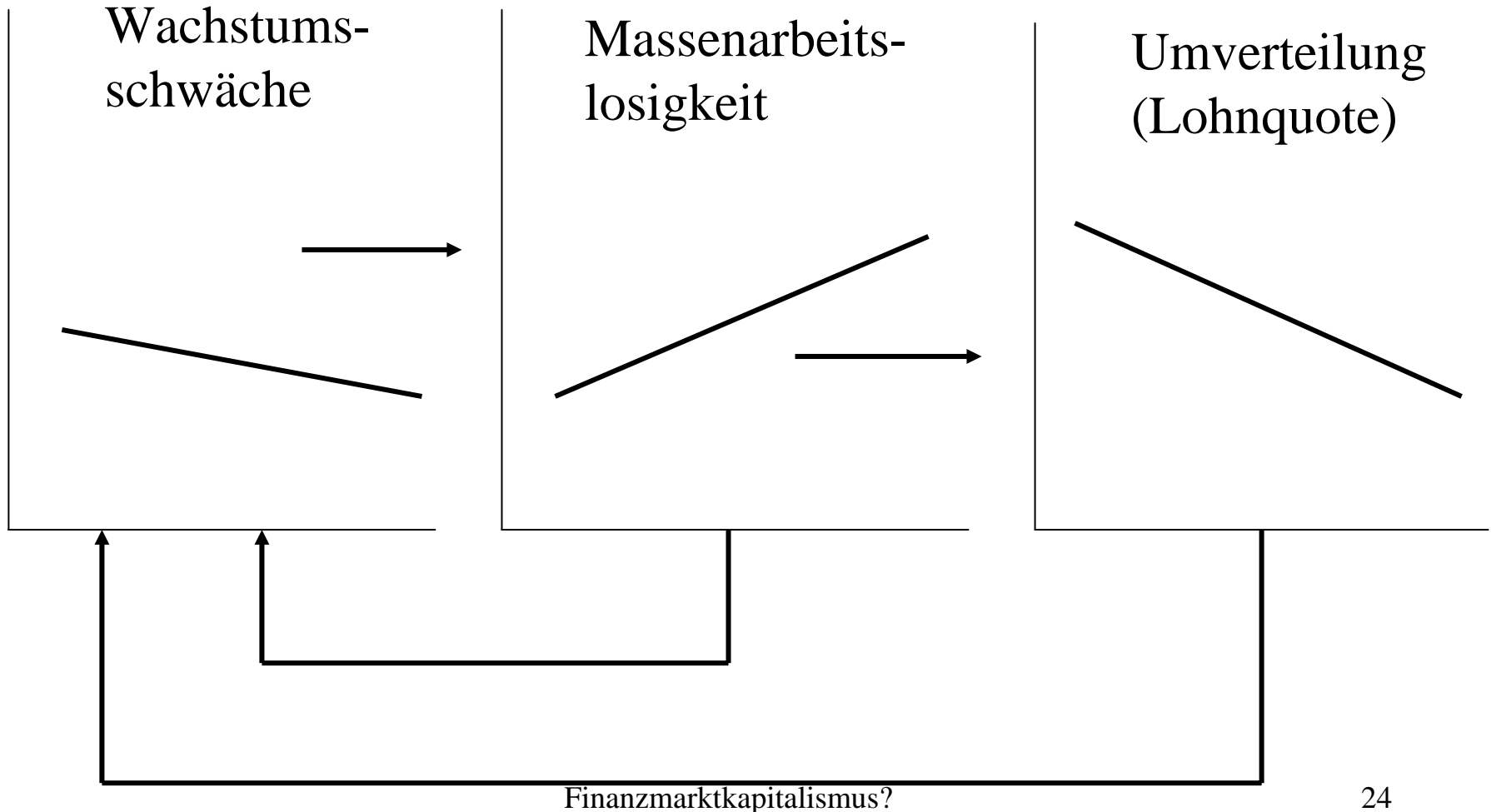
# Liberalisierung des Kapitalverkehrs in den Mitgliedsländern der OECD

Jahr	Land	Bemerkungen
1958	Deutschland	Liberalisierung des Zahlungsverkehrs in allen west-europäischen Ländern, in D auch des Kapitalverkehrs
1964	(Japan)	(Liberalisierung des Zahlungsverkehrs)
1974	USA	Abschaffung aller seit 1963 eingeführten KVK; vor 1963 gab es keine KVK Vollständige Abschaffung
1979	Schweiz Großbritannien	vollständige Abschaffung
1980	Japan	Teilliberalisierung (Liberalisierung wenn nicht anders bestimmt)
1981	Deutschland	Abschaffung aller zwischenzeitlich eingeführter KVK
1983	Australien	weitgehende Abschaffung aller KVK
1984	Neuseeland	weitgehende Abschaffung
1986	Niederlande	Vollständige Abschaffung
1988	Dänemark	Vollständige Abschaffung
1989	Frankreich	Vollständige Abschaffung
1990	Italien Belgien/Luxemburg	Vollständige Abschaffung Vollständige Abschaffung
1992	Spanien Portugal	Vollständige Abschaffung Vollständige Abschaffung
1994	Griechenland	Vollständige Abschaffung

Quelle: Age F.P. Bakker: 264-275,  
Shafer:120-132

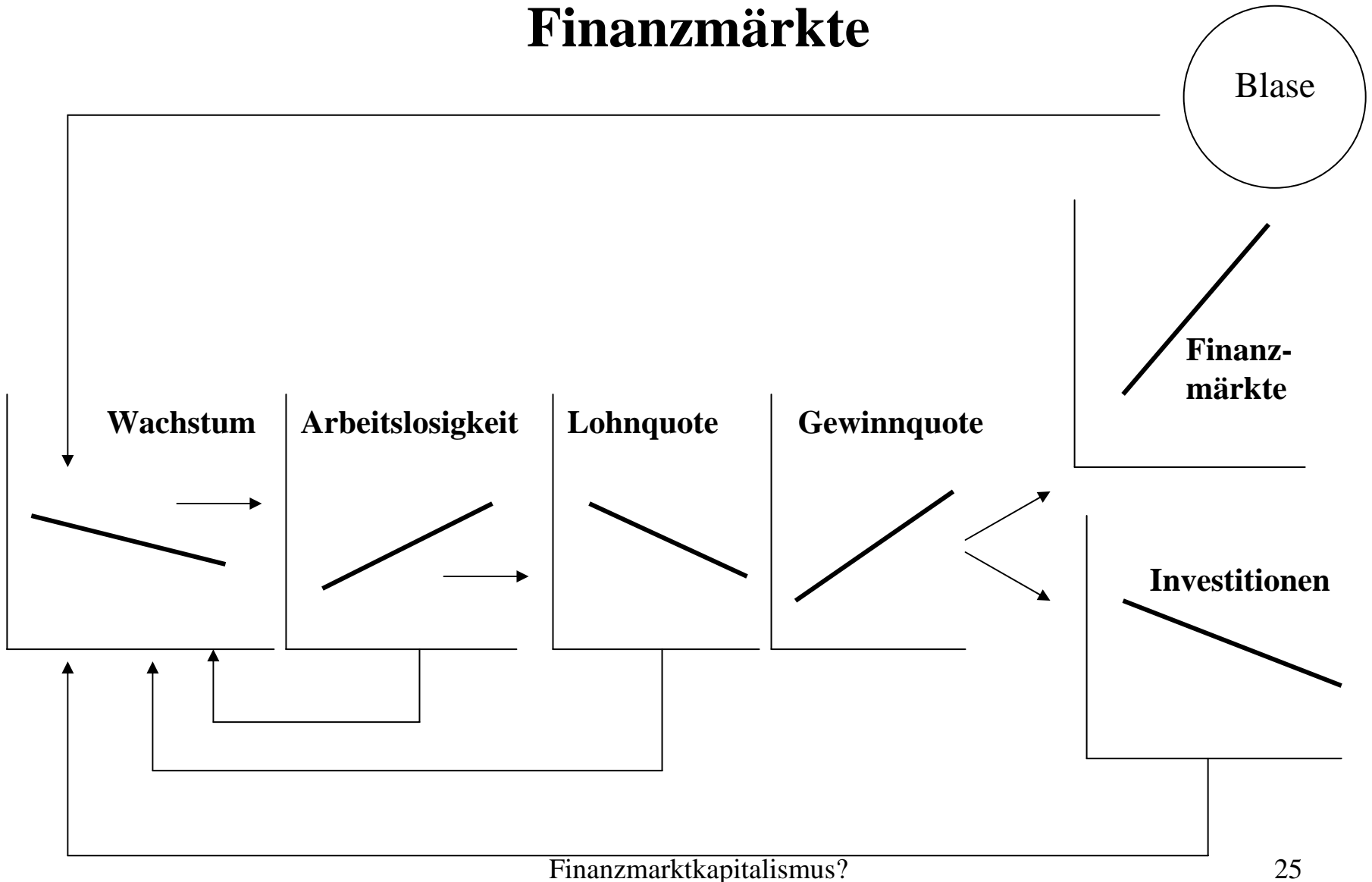
# Hintergrund in der Produktionswirtschaft:

## Teufelskreis aus Wachstumsschwäche, Massenarbeitslosigkeit und Umverteilung





# Folgen von Wachstumsschwäche und Umverteilung: Explosion der - Finanzmärkte



# Finanzmarktkapitalismus?

**Handelskapitalismus:  $G - W - G'$**

**Industriekapitalismus:  $G - W|P|W' - G'$**

Investitionsfinanzierung

**Finanzkapitalismus:  $G - G'$**

Finanzinvestment

# Der Industriekapitalismus

Haushalte  
= Sparer

Untersparen

Unternehmen  
= Investoren

Die Finanzmärkte werden getrieben durch Unternehmen,  
die Geld brauchen, um ihre Investitionen zu finanzieren

# Der „reife“ Kapitalismus



Sparer:  
Reiche  
Unternehmen

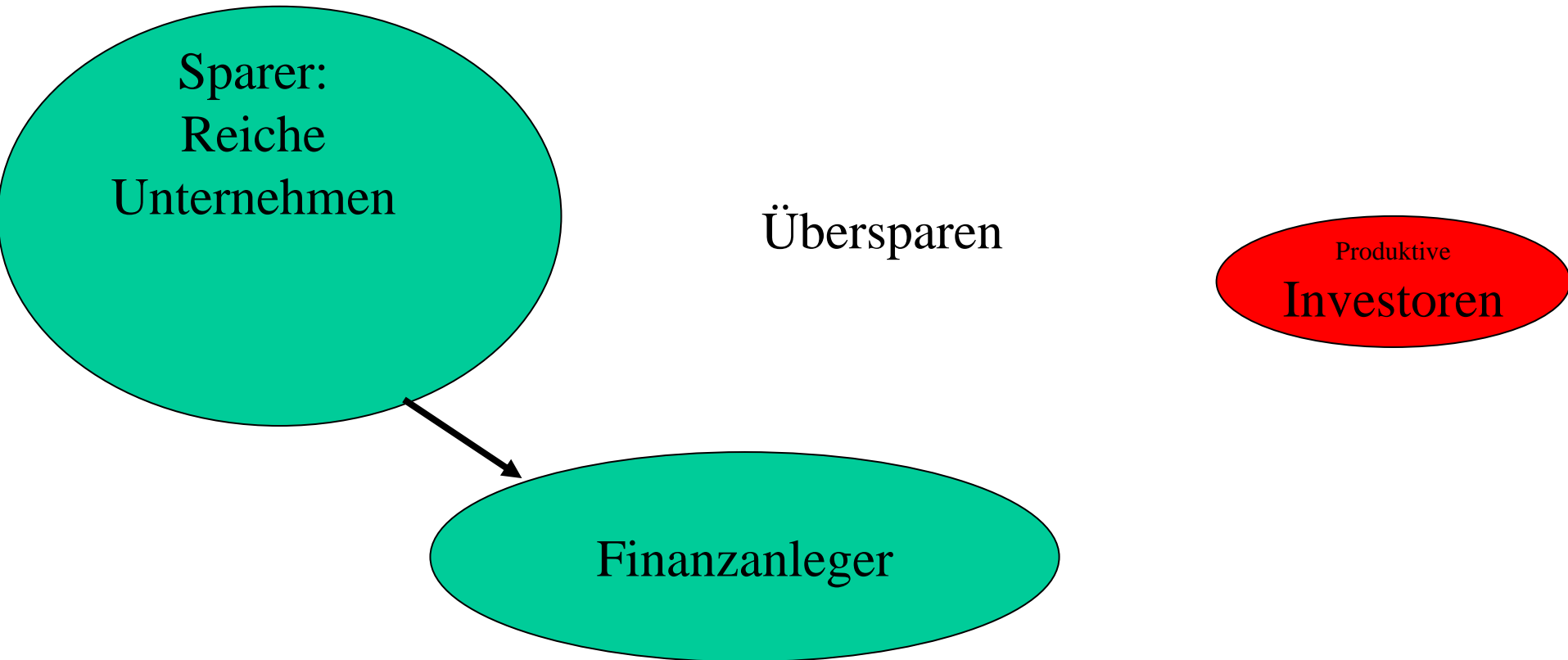
Übersparen



Produktive  
Investoren

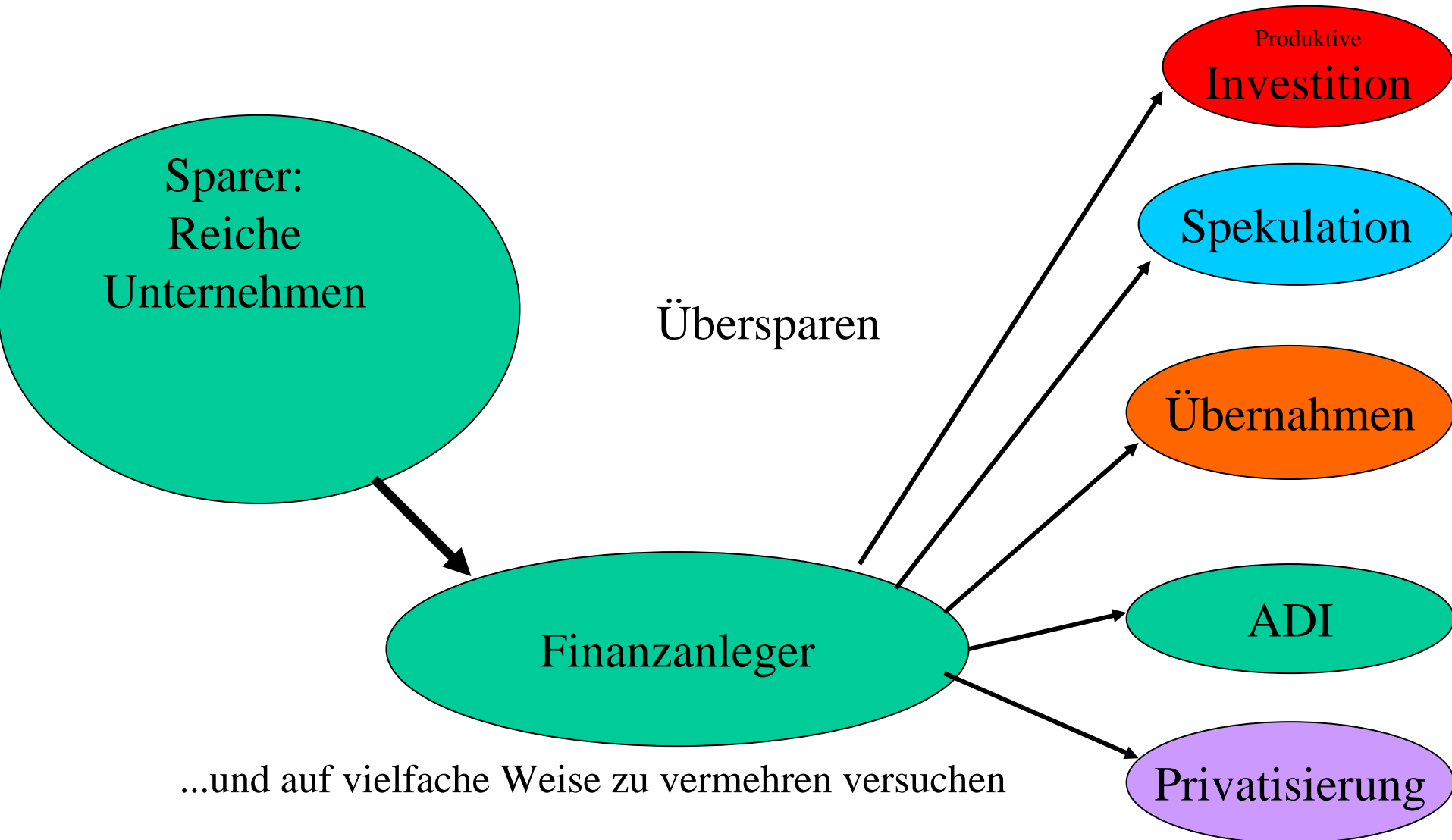
Die Finanzmärkte werden getrieben durch Unternehmen und Haushalte, die viel Geld haben und rentable Anlagemöglichkeiten suchen, die aber immer knapper werden

# Der Finanzmarktkapitalismus



Dies ist die Stunde der Finanzinvestoren, die das Geld der Vermögensbesitzer verwalten ...

# Der Finanzmarktkapitalismus



...und auf vielfache Weise zu vermehren versuchen

Finanzmarktkapitalismus?

# Dominanz institutioneller Investoren

## Was sind Institutionelle Investoren?

Allgemein: Unternehmen, die Kapitalsammeln und für die Kapitalgeber anlegen

- Versicherungen (Anlage der Prämien)
- Pensionsfonds (Anlage der Beiträge)
- Investmentfonds (Anlage von Ersparnissen)
  - Meist über die Börse
  - Oder außerbörslich
    - Private Equity Häuser
    - Hedgefonds

# Institutionelle Investoren

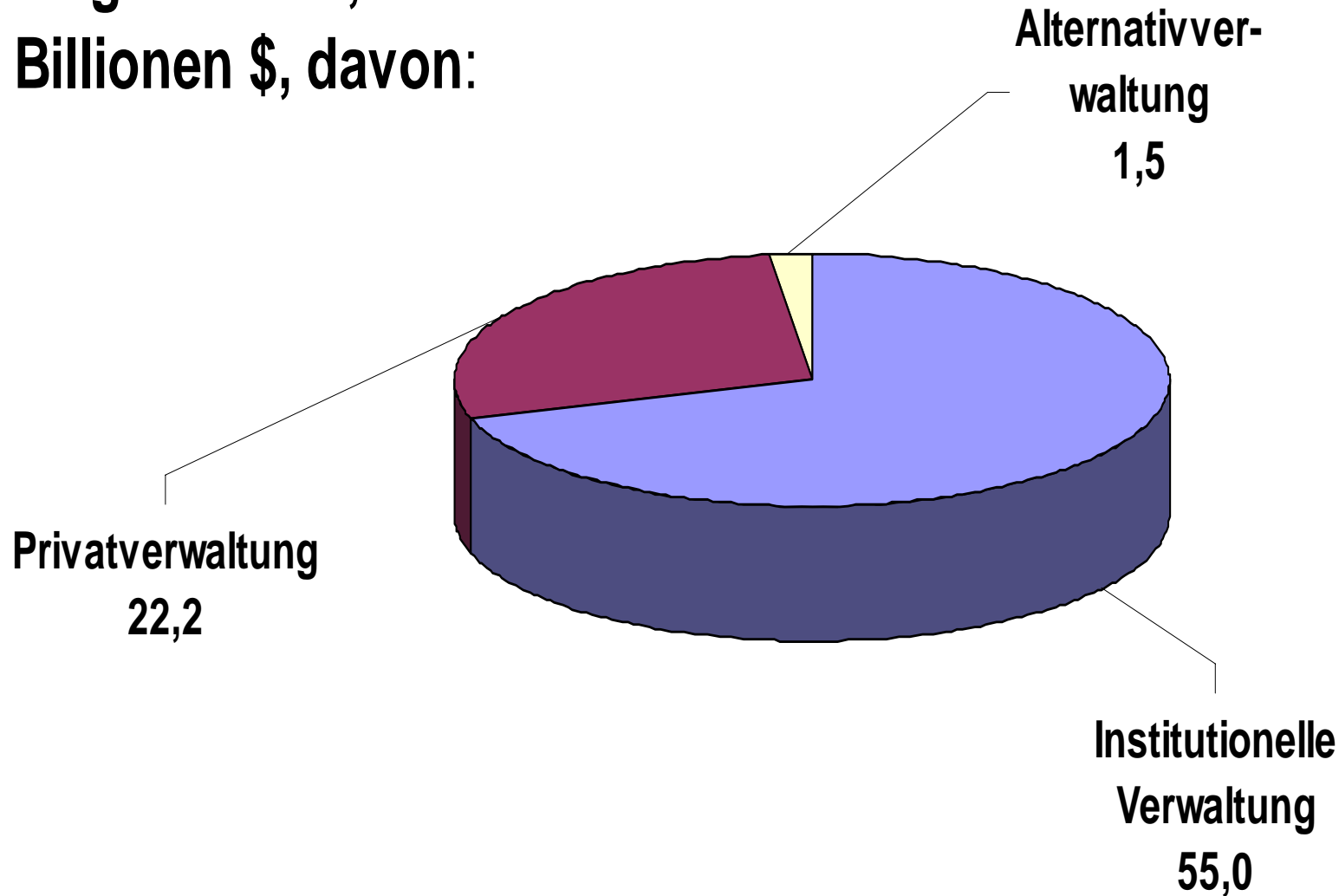
## *Drei Gruppen*

1. Pensionsfonds:	20 Billionen US\$
2. Versicherungen:	17 Billionen US\$
3. Investmentfonds	<u>18 Billionen US\$</u>
4. Zusammen:	55 Billionen US\$



# Weltweit verwaltetes Vermögen 2005, Billionen \$

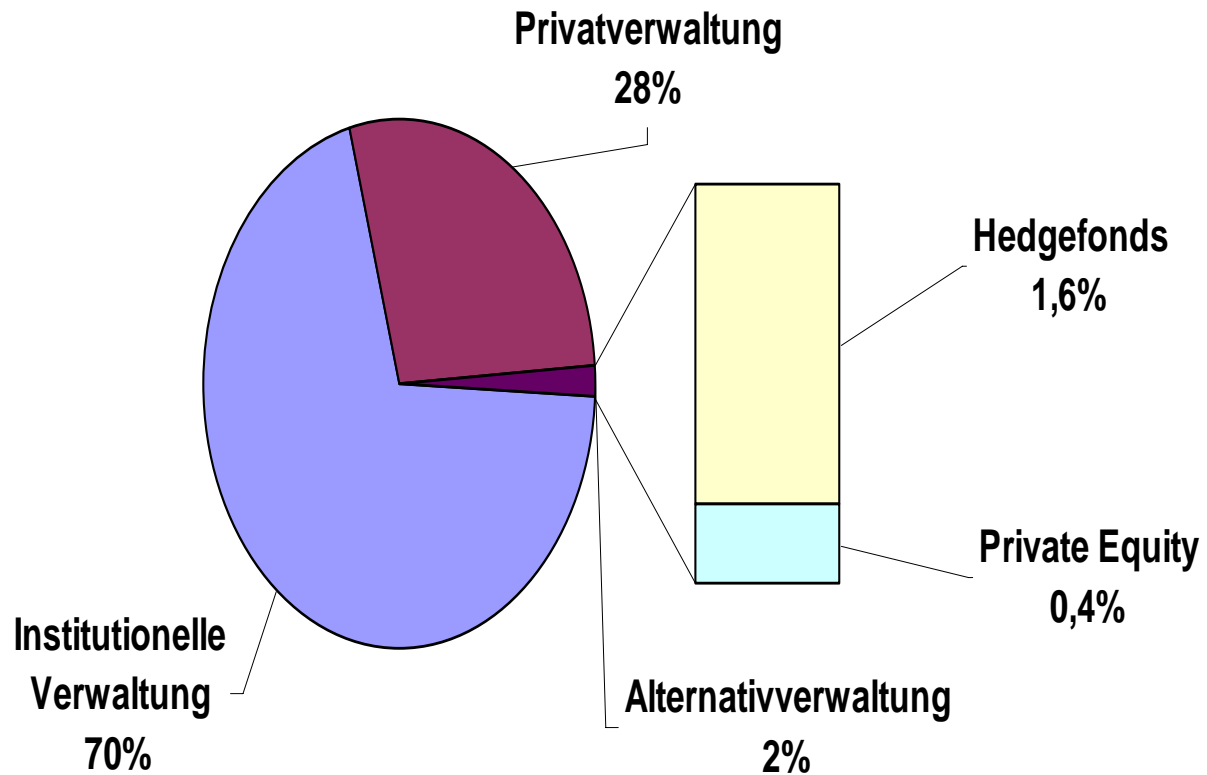
**Insgesamt 78,7  
Billionen \$, davon:**



Finanzmarktkapitalismus?

# Weltweit verwaltetes Vermögen 2005

## Anteile der Verwaltung



# 4. Probleme moderner Finanzmärkte

1. Destabilisierung
2. Druck auf Unternehmen
3. Druck auf Regierungen

# 1. Destabilisierung

- Ganzer Länder durch Finanzspekulation und Finanzkrisen
- Der öffentlichen Haushalte durch Steuerhinterziehung (über Offshorezentren)
- Der politischen Stabilität durch Geldwäsche (Unterstützung von Kriminalität)

# Finanzkrisen nach dem Ende des Bretton Woods Systems

1980/82	Lateinamerika
1987	New York
1992/93	Europäisches Währungssystem
1994/95	Mexiko-Krise
1997/98	Asienkrise
1999	Brasilienkrise
2000	Argentinien, New Economy Crash
2001	Russland, Türkei
2007	?

# Vier Phasen des Finanzkrisen-Zyklus

(nach Charles Kindleberger)

1. Auslöser und Aufschwung
2. Herdenverhalten, Euphorie, Käufe auf Kredit, Spekulationsblase
3. Stillstand, erste Verkäufe
4. Massenverkäufe, Panik

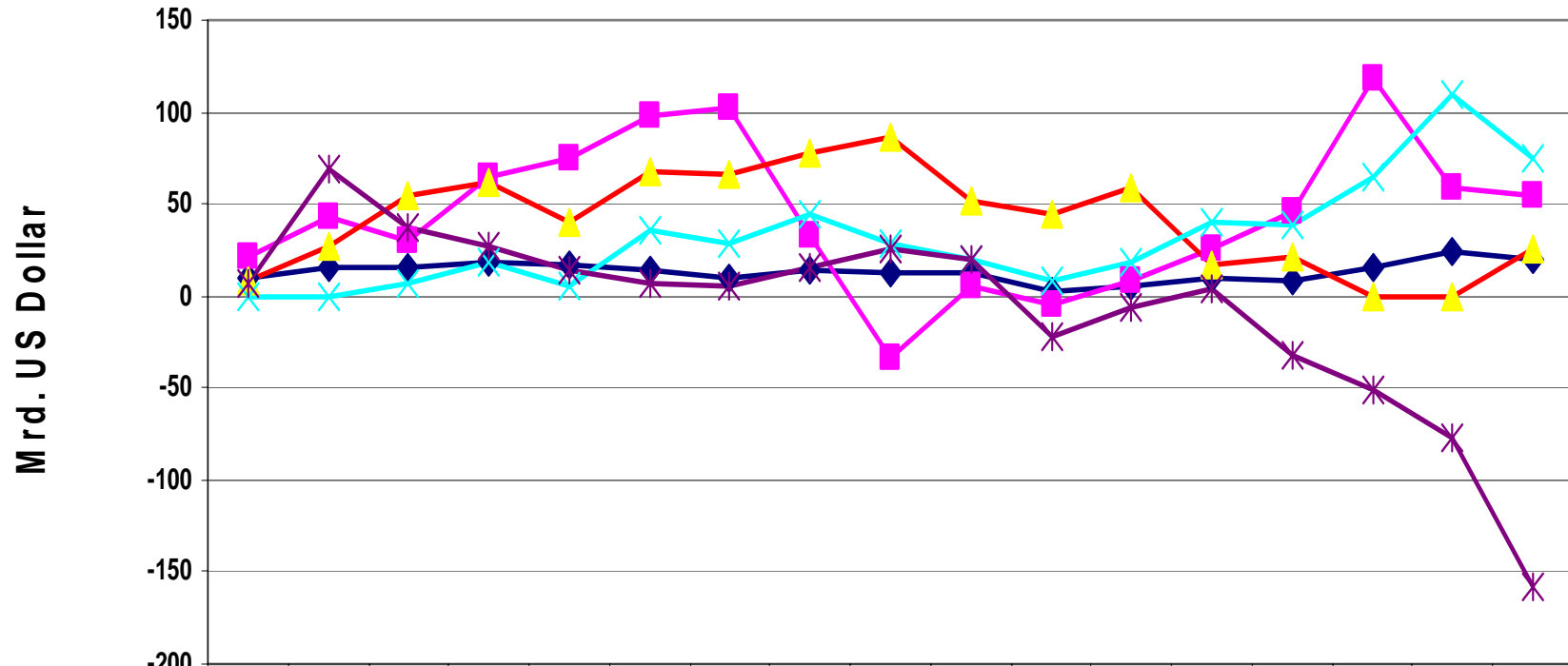
## Der „Konsens von Washington“

Der Begriff wurde 1990 von John Williamson geprägt<sup>13</sup> und hat sehr bald die Qualität eines Begriffs erhalten, mit dem komplexe Politikprozesse der „strukturellen Anpassung“ in verschuldeten Ländern, die vom IWF und der Weltbank verordnet werden, zusammenfassend umschrieben wurden. „Konsens von Washington“ steht für ein Politikkonzept, das nicht nur von IWF und Weltbank (mit Sitz in Washington), sondern auch von Institutionen der Politikberatung, der US-Regierung und international operierender Finanzinstitute propagiert und durchgesetzt wird.

Zur Politik der Anpassung gehören:

- Haushaltsdisziplin,
- Prioritätensetzung in öffentlichen Haushalten zu Gunsten von Bildung, Gesundheit, Infrastruktur und zu Lasten von Subventionen,
- Steuerreformen, um die Steuerbasis zu erweitern und die Steuersätze zu senken,
- Zinsen, die Kapitalflucht verhindern und ausländisches Kapital anziehen,
- Wechselkurse, die der Wettbewerbsfähigkeit zuträglich sind,
- Handelsliberalisierung,
- Förderung des Umfeldes für ausländische Direktinvestitionen,
- Weitgehende Privatisierung öffentlicher Unternehmen und Einrichtungen,
- Deregulierung, Entbürokratisierung und Abbau staatlicher Einflussnahme,
- Stärkung der Eigentumsrechte durch rechtlich eindeutige Definition zur Stimulierung von Akkumulation und Wachstum.

# Kapitalflüsse in Entwicklungsländer 1984 - 2005

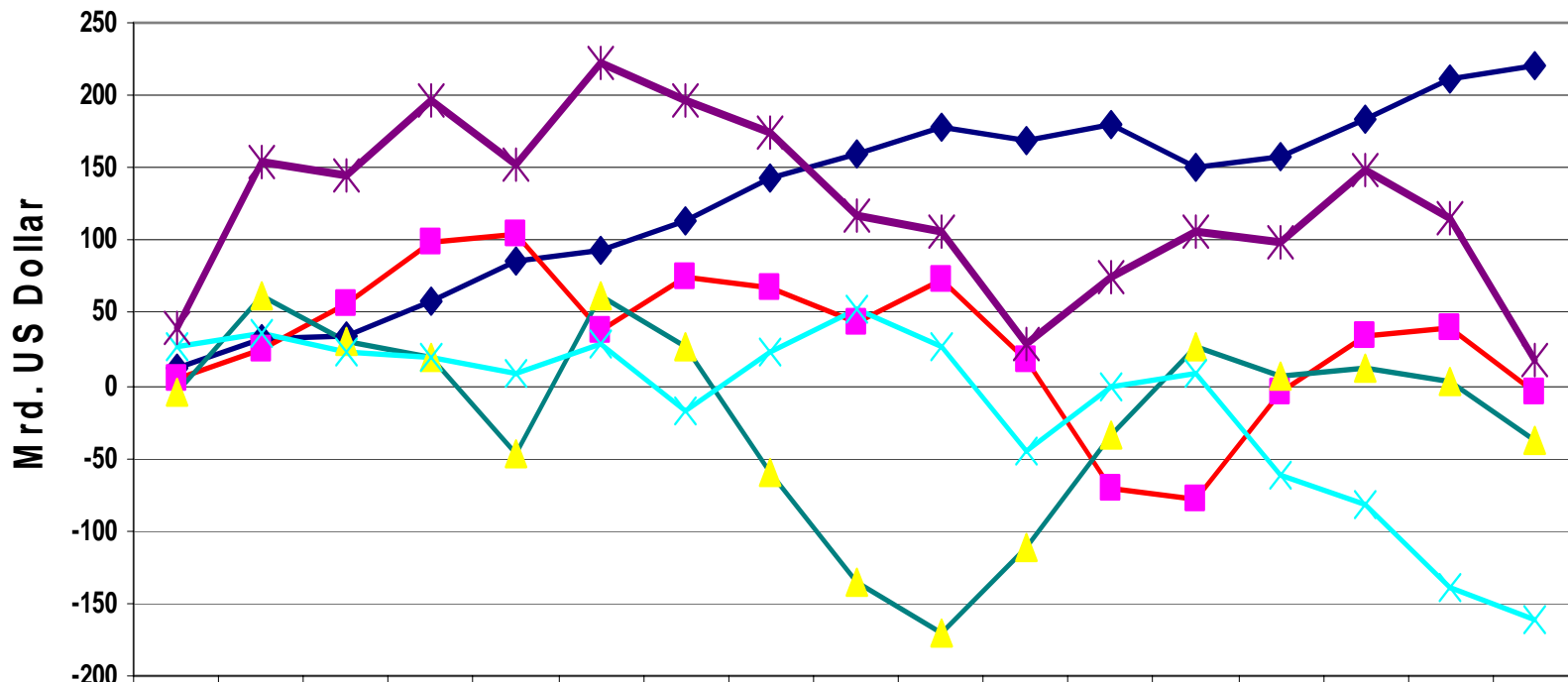


	1984-89	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
◆ Afrika	9	15,2	15,5	18	17	14,3	9,4	14,7	12,9	12,8	2,7	5,2	9,2	8,3	14,8	23,8	19,8
■ Asien	20,9	43,1	29,9	64,9	74,3	97,5	101,7	33,3	-34,2	4,9	-5,2	8,9	25,4	45,9	118,5	58,8	55
▲ Lateinamerika	8	26,8	54	62,1	40,7	67,8	65,6	77,7	86,4	51,1	44,7	59,4	16,4	21,6	-1,1	0	25,4
✕ Transformationsländer*	-0,8	-0,6	6,7	19	5,4	35,7	28,6	43,8	28,4	19,2	7,9	18,6	40,4	38,9	64,5	109,1	74,6
✱ Mittlerer Osten**	7,1	69,6	37,6	26,9	14,6	6,5	5,3	16,2	26,1	19,2	-21,9	-5,7	4,1	-31,8	-51,4	-76,5	-157,5

Quellen: International Monetary Fund, World Economic Outlook, verschiedene Jahrgänge



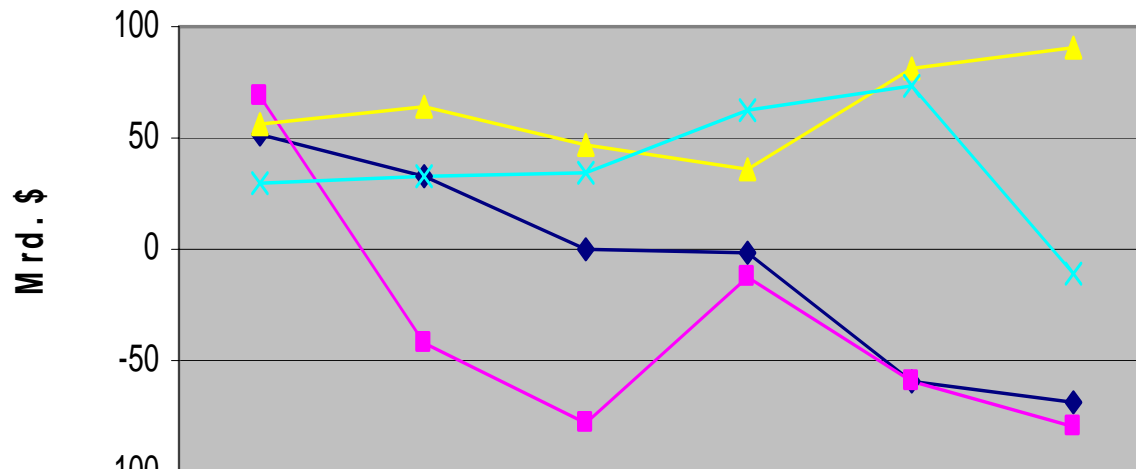
# Nettokapitalzuflüsse in die Entwicklungsländer, 1984-2006



	1984-1989	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
◆ Direktinvestitionen	13	32	35	58	85	93	114	143	159	178	168	180	150	158	184	212	221
■ Portfolioinvestitionen	4	25	56	99	105	38	74	67	43	73	18	-71	-79	-4	35	39	-5
▲ Bankkredite und andere	-4	62	30	20	-47	62	26	-60	-136	-170	-111	-34	27	7	12	3	-37
✕ Staatliche Zuflüsse	26	36	23	19	9	29	-18	24	52	26	-46	0	9	-62	-82	-139	-161
* Insgesamt	39	155	144	196	152	222	196	174	118	107	29	75	107	99	149	115	18

Quellen: International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 1998, S. 60; October 1999, S. 44, April 2006, S. 7

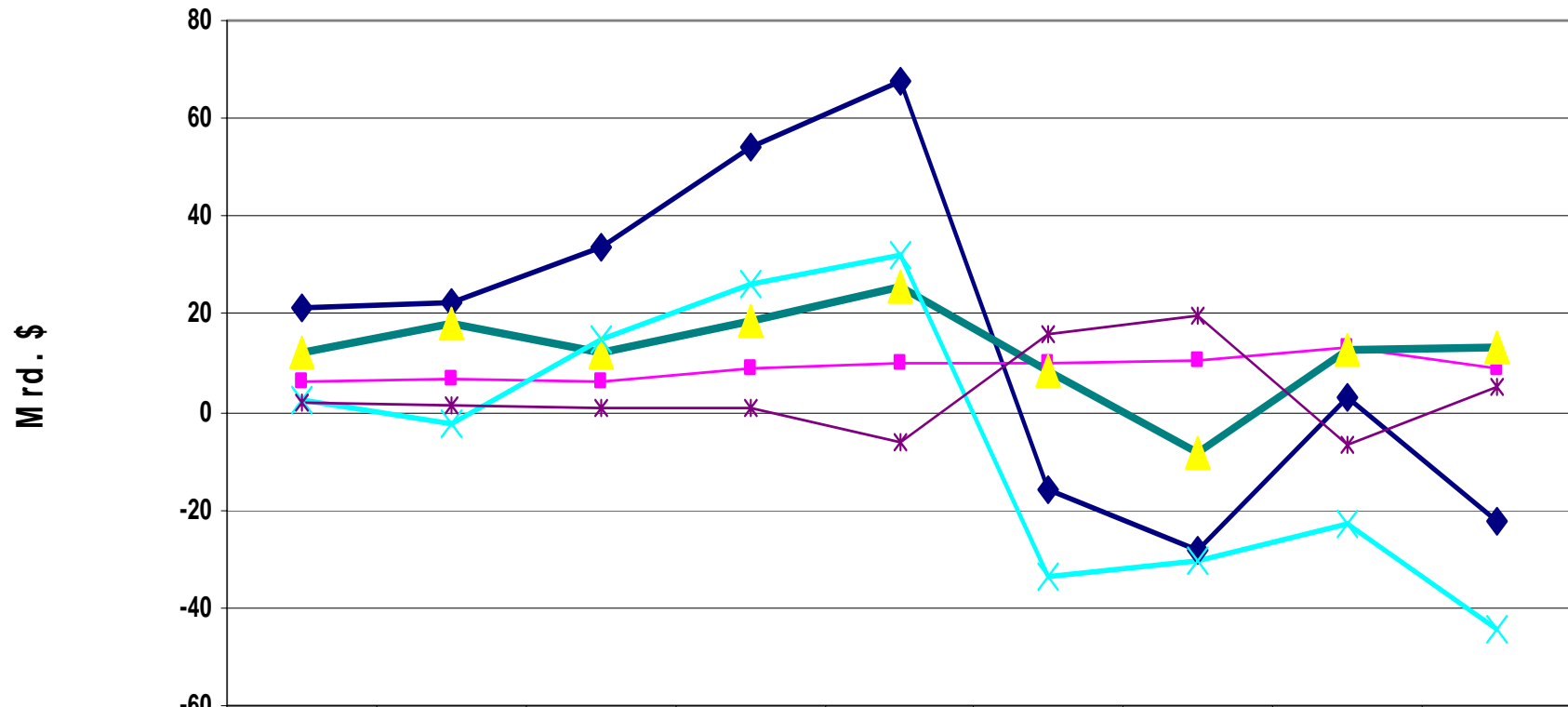
Schaubild S4-1:: Haushaltskonsolidierung in den USA und der EU, Kapitalzuflüsse nach Asien und Lateinamerika,



	1992	1993	1994	1995	1996	1997
◆ Veränderung der staatlichen Neuverschuldung in der EU	51	33	0	-1	-59	-69
■ Veränderung der staatlichen Neuverschuldung in den USA	68	-42	-78	-13	-59	-80
▲ Kapitalzuflüsse nach Lateinamerika	56	64	47	36	81	91

. Quelle: IMF, International Capital Markets. Developments, Prospects and Key Policy Issues, Washington 1998, , S.13  
Europäische Wirtschaft, Nr. 66,1988, Tabelle 54, 55 und 64

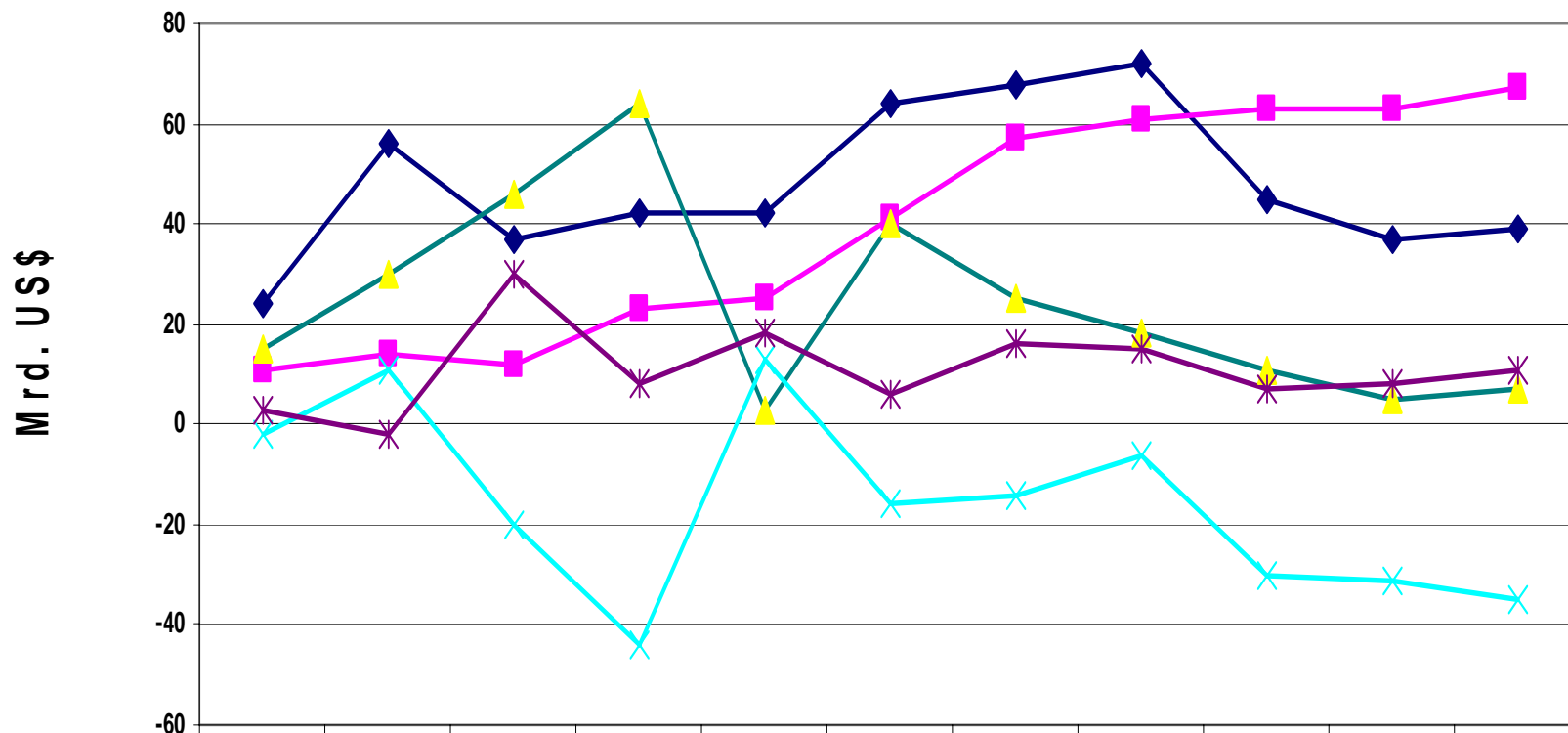
## Netokapitalströme in die asiatischen Krisenländer, 1992 - 2000



	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
◆ Privatkapital insgesamt	21,4	22,5	33,6	53,9	67,4	-15,6	-28,2	2,9	-22,4
■ Direktinvestitionen	6,3	6,7	6,5	8,8	9,8	9,8	10,3	13,1	9,1
▲ Portfolioinvestitionen	12,4	18,3	12	18,8	25,5	8,4	-8,2	12,8	13,2
✕ Andere (Bankkredite)	2,7	-2,5	15,1	26,3	32	-33,8	-30,4	-23	-44,6
* Öffentliche Kapitalflüsse	2,1	1,4	0,6	0,7	-6,1	15,7	19,5	-6,7	5

Quelle: IWF, World Economic Outlook, October 2000, S.65

# Nettokapitalströme nach Lateinamerika, 1991-2001



	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
◆ Private Kapitalströme	24	56	37	42	42	64	68	72	45	37	39
■ FDI	11	14	12	23	25	41	57	61	63	63	67
▲ Portfolioinvestment	15	30	46	64	3	40	25	18	11	5	7
✕ Andere (v.a. Kredite)	-2	11	-20	-44	13	-16	-14	-6	-30	-31	-35
✱ Öffentliche Kapitalströme	3	-2	30	8	18	6	16	15	7	8	11

Quelle: IMF, World Economic Outlook, 10/1999, Table 2.2.; 10/2001, Table 1.2.

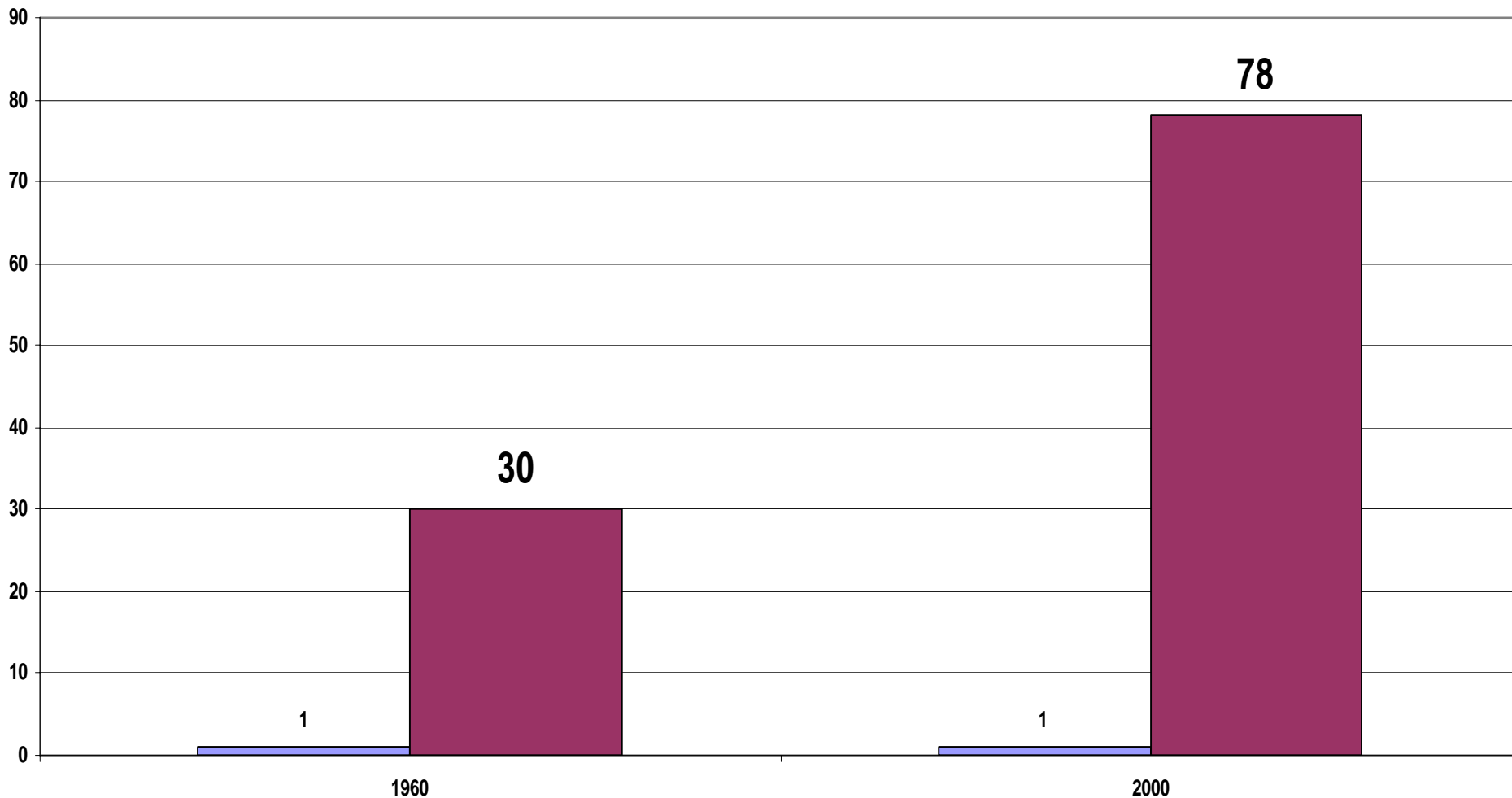
# Entwicklung der Armut nach der Finanzkrise in Indonesien, Thailand und Südkorea

(Personen in % der Bevölkerung)

	<b>Indonesien</b>	<b>Thailand</b>	<b>Südkorea</b>
<b>Armut vor der Krise</b>	<b>11,3</b>	<b>15,1</b>	<b>15,3</b>
<b>Zusätzliche Armut infolge der Krise</b>			
- durch sinkendes Volkseinkommen	4,8	2,3	1,6
- durch höhere Arbeitslosigkeit	Bis 6,4	Bis 9,3	Bis 10,5
<b>Zusammen</b>	<b>Bis 11,2</b>	<b>Bis 11,6</b>	<b>Bis 12,1</b>
<b>Armut nach der Krise</b>	<b>22,5</b>	<b>26,7</b>	<b>27,8</b>
<b>Zunahme der Armut durch die Krise in %</b>	<b>99,1</b>	<b>76,8</b>	<b>77,1</b>



# Die Zunahme der Ungleichheit zwischen Nord und Süd



Im Jahre 1960 war das Prokopfeinkommen im reichsten Zehntel der Länder der Welt 30mal höher als das im ärmsten Zehntel. Im Jahre 2000 war dieser Abstand auf das 78 fache gestiegen.

■ ärmstes Zehntel ■ reichstes Zehntel

Abbildung 2-12

## Das Ausmaß der Geldwäsche

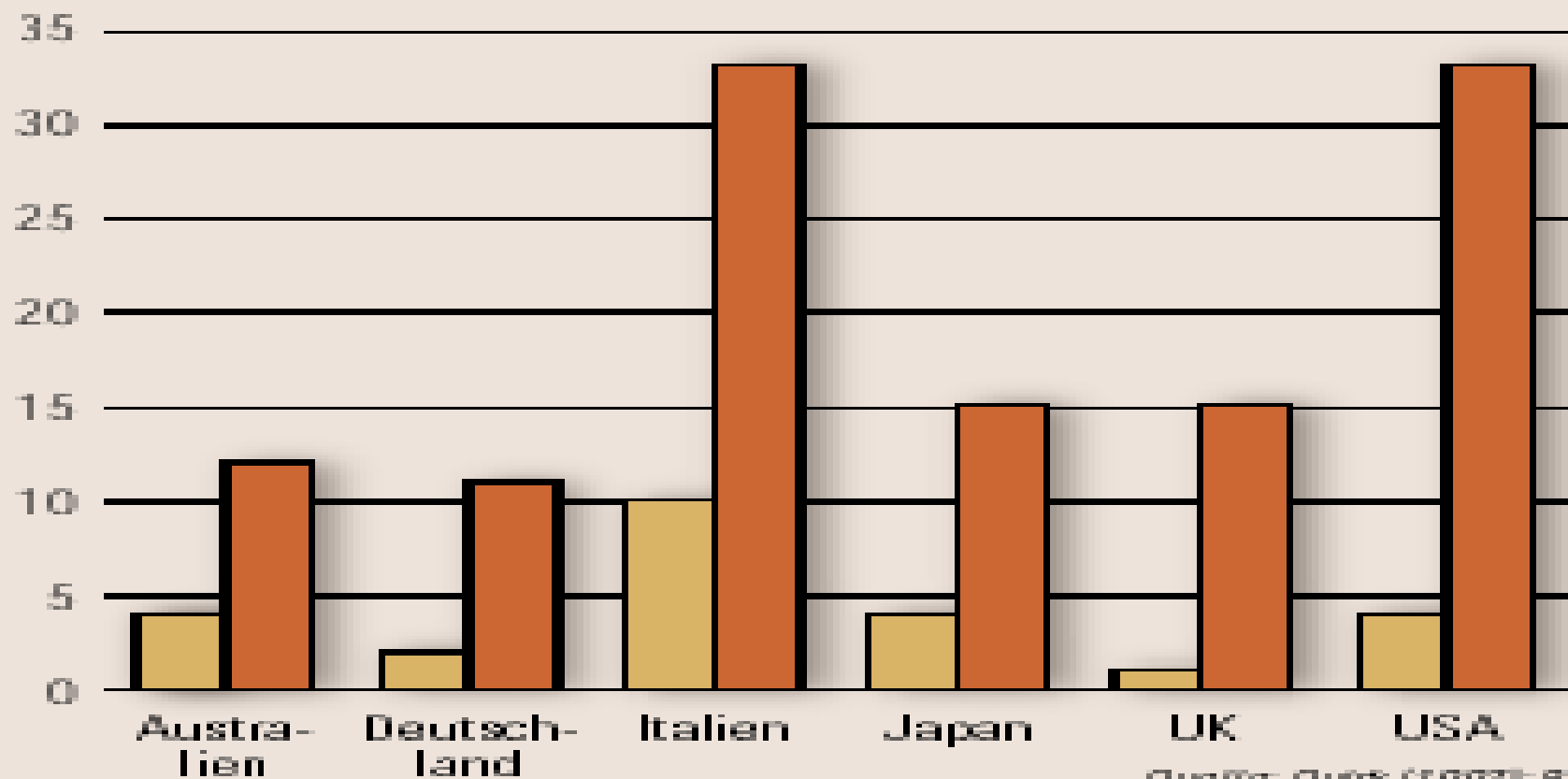
Prozent des BIP



kleinste Schätzung



größte Schätzung



Quelle: Quirk (1997): 8

## **Die Empfehlungen des Financial Stability Forums im Bericht über die Offshore Zentren**

Die Einschätzung der Offshore Finanzzentren (OFC) durch das Financial Stability Forum (FSF 2000b) ist sehr klar:

Das Fehlen angemessener Regeln und die Nicht-Beachtung internationaler Standards und effektiver Aufsicht in den OFC stellt ein ständiges Gefahrenpotenzial für das internationale Finanzsystem dar. Denn schon wegen der Masse des in OFC angelegten und umgesetzten Kapitals steigt die Ansteckungsgefahr im Falle von Krisen. Die Intransparenz hat OFC zu bedeutsamen „Waschanlagen“ von Geld mit kriminellem Hintergrund gemacht. Außerdem dienen sie als „Steuerparadiese“ und unterminieren damit die Steuerbasis von Nationalstaaten.

Aus der Problemanalyse werden die folgenden Empfehlungen abgeleitet:

- OFC sollten unter Federführung des IWF überprüft werden, um die internationalen Standards der Regulierung in den OFC einzuführen und effektive Aufsichtsstrukturen zu schaffen.
- Auf nationaler Ebene sollten Geschäftspartner von OFC sanktioniert werden. Hierzu müssen entsprechende Listen erstellt und öffentlich zugänglich gemacht werden.
- Die Aufsicht sollte auch Versicherungen und den Wertpapierhandel und nicht nur Finanzinstitute einschließen.
- Die OFC sollten aufgefordert werden, ihre Finanzaktivitäten an die BIZ zu melden.

Inzwischen ist von der OECD eine Liste der „nicht-kooperativen“ OFC erstellt worden, um den empfohlenen Sanktionen Wirksamkeit zu verleihen.

Das sind: Ägypten, Cook Islands, Dominica, Grenada, Guatemala, Indonesien, Israel, Libanon, Marshall Islands, Myanmar, Nauru, Nigeria, Niue, Philippinen, Russland, St. Kitts and Nevis, St. Vincent and the Grenadines, Ukraine, Ungarn (OECD 2002a).



# Probleme moderner Finanzmärkte

## 2. Einfluss auf die Unternehmenspolitik: die shareholder value-Orientierung

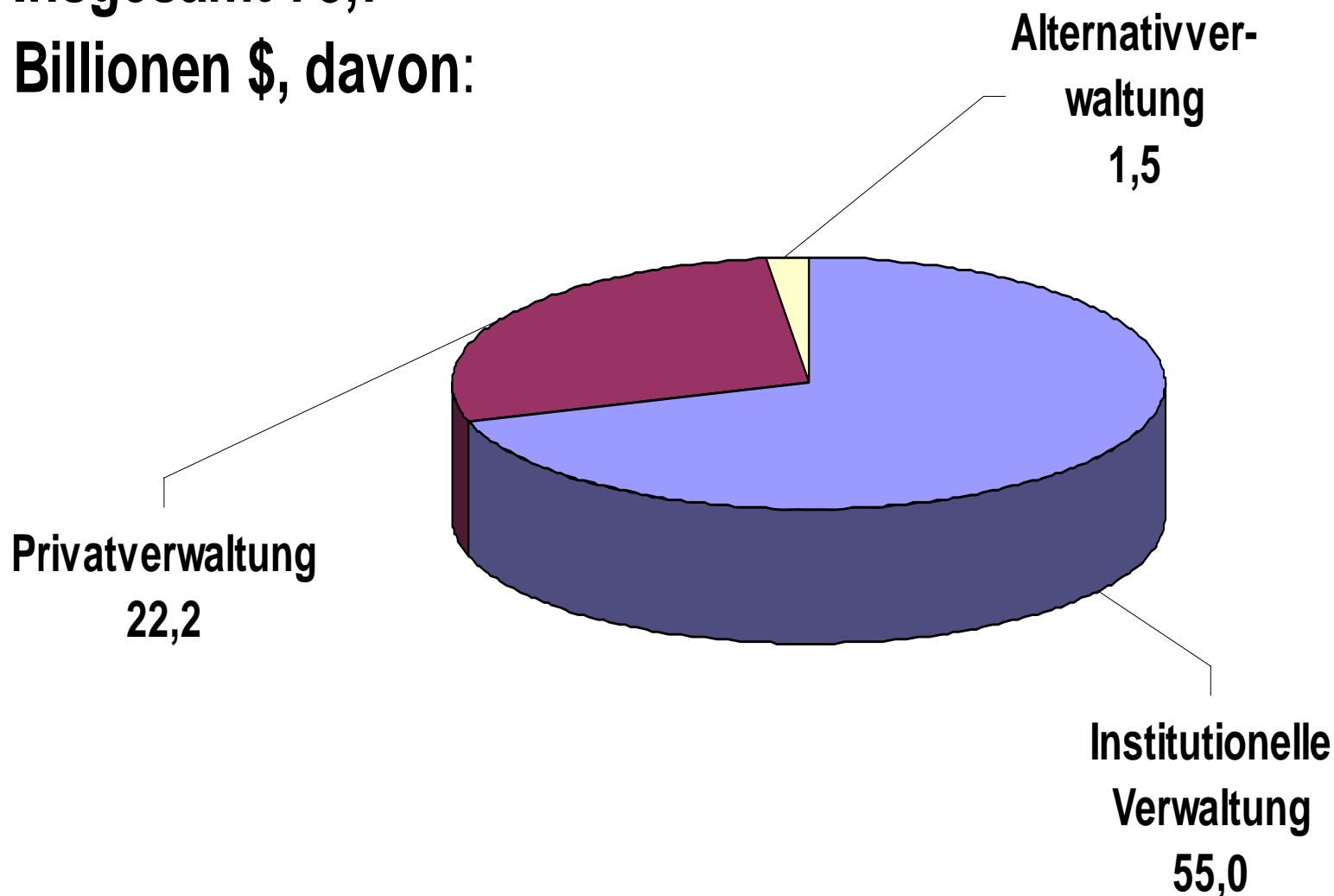
Was ist ein (Groß)Unternehmen? (eine komplexe Organisation, die viele Interessen (stakeholder) berücksichtigen muss? Oder eine Veranstaltung von Eigentümern (shareholder) für Eigentümer und sonst nichts)

Was ist der Shareholder Value? (der abdiskontierte zukünftige cash-flow; Aber: man kennt weder die zukünftigen cash flows noch die richtigen Diskontsätze; Hilfsgröße Aktienkurse; Also Orientierung auf ständige Steigerung der Aktienkurse, auch mit Manipulationen aller Art; Übernahmen etc.)

# Weltweit verwaltetes Vermögen 2005, Billionen \$

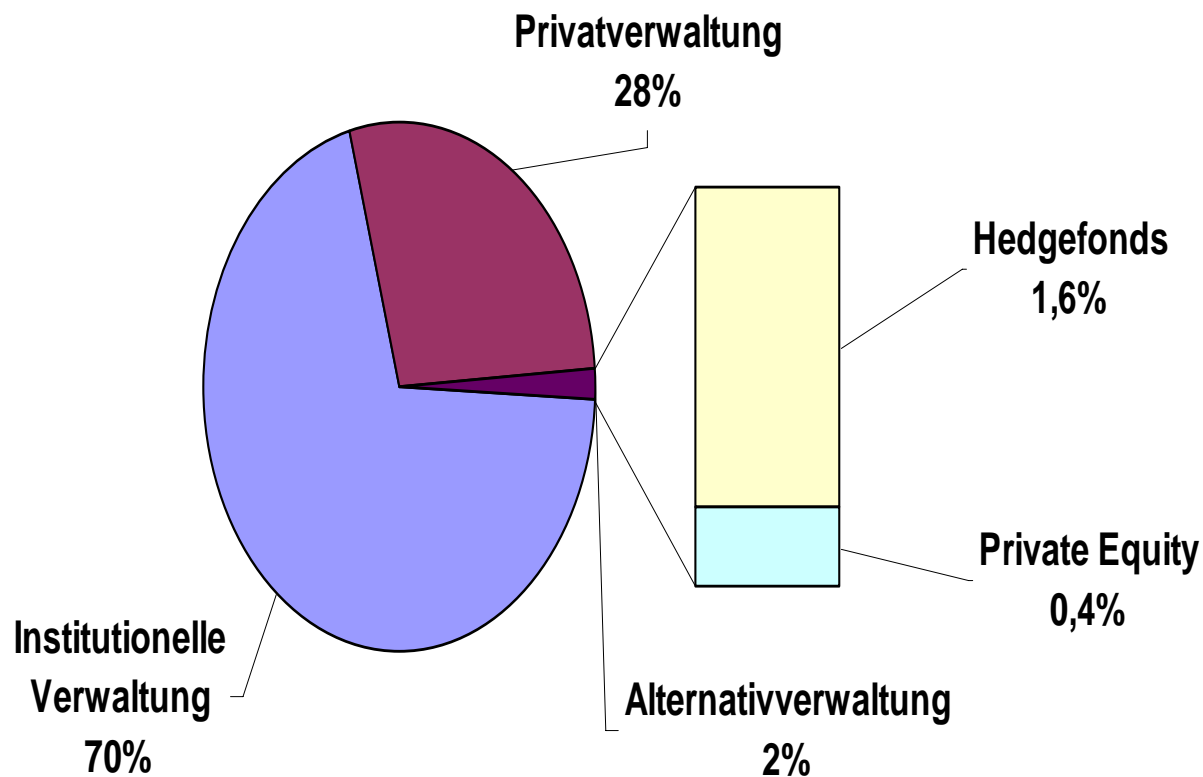
**Insgesamt 78,7**

**Billionen \$, davon:**



# Weltweit verwaltetes Vermögen 2005

## Anteile der Verwaltung



# Institutionelle Investoren

## *Drei Gruppen*

1. Pensionsfonds:	20 Billionen US\$
2. Versicherungen:	17 Billionen US\$
3. Investmentfonds	<u>18 Billionen US\$</u>
4. Zusammen:	55 Billionen US\$

# Die zehn größten Vermögensverwalter der Welt, 2004

Mrd.\$

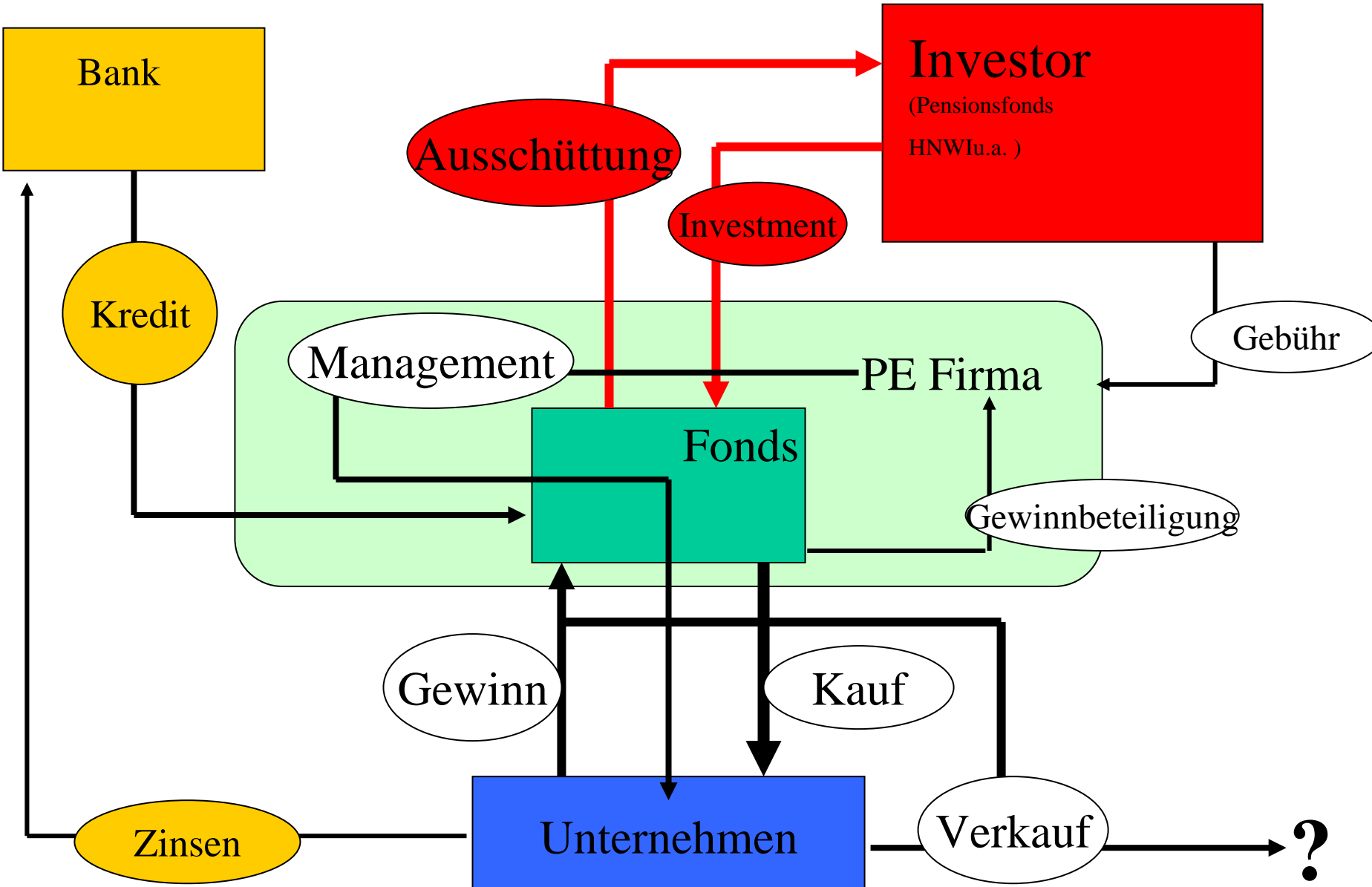
1	UBS	Switzerland	1,975
2	Allianz Group	Germany	1,459
3	Barclays Global Investors	UK	1,362
4	State Street Global	US	1,354
5	Fidelity Investments	US	1,286
6	AXA Group	France	1,185
7	Credit Suisse	Switzerland	1,079
8	Capital Group	US	1,021
9	Vanguard Group	US	848
10	JPMorgan Chase	US	792
11	Deutsche Asset Man.	Germany	731
12	Mellon Financial	US	707
13	ING Investm. Man.	Netherlands	671
14	Northern Trust Global	US	572
15	Morgan Stanley	US	563

Source: Watson Wyatt World 500 Pensions & Investments

# Private Equity

Private Equity Firmen sind Unternehmen, die über eigens zu diesem Zweck geschaffene und von externen Investoren finanzierte Fonds andere Unternehmen ganz oder mehrheitlich aufkaufen, sie für eine bestimmte Zeit (idR. 3-7 Jahre) aktiv managen und dann wieder - mit möglichst hohem Gewinn - verkaufen.

# Private Equity: wie es funktioniert



# Besonderheiten von Private Equity

1. Geschlossener Anlegerkreis
2. Offshore
3. Keine Anlagebeschränkungen
4. Perspektive Verkauf(spreis)
5. Aktives Management
6. Hohe Kreditfinanzierung und Hebeleffekt
7. Regulierungs- und Steuervorteile
8. Hohe Rendite



# Gewinnsteigerung durch Kreditfinanzierung

Gesamtkapitaleinsatz	100 Mio €
- Eigenkapital	20
- Fremdkapital	80
- Kreditkosten 8% =	6,4
Rendite auf das Gesamtkapital	10%
Gesamtprofit	10,0 Mio €
- Kreditkosten	6,4 Mio €
= Gewinn nach Zinsen	3,6 Mio €
= <b>Rendite aufs Eigenkapital:</b>	<b>18%</b>

# Die zehn größten Empfängerländer von Private Equity Investitionen (2004)

	Mrd. \$	Anteil	in % des BIP
US	113.7	64	1.0
UK	23.7	13	1.1
Japan	6.6	4	0.1
France	6.5	4	0.3
Germany	4.7	3	0.2
Spain	2.4	1	0.2
Netherlands	2.1	1	0.4
Sweden	2.0	1	0.6
Italy	1.8	1	0.1
China	1.4	1	0.0
Others	12.0	7	0.0
<b>Total</b>	<b>176.9</b>	<b>100</b>	<b>0.3</b>

Source: EVCA/Thomson Venture Economics/PricewaterhouseCoopers  
Thomson Financial, Centre for Asia Private Equity Research,  
IFSL estimates

# Probleme

1. Rosskuren ohne strategische Perspektive
2. Belastung durch Überschuldung
3. „Sonderdividenden“
4. Exit-Probleme
5. Umgehung der Anlagebeschränkungen
6. Gefahr für die Finanzstabilität

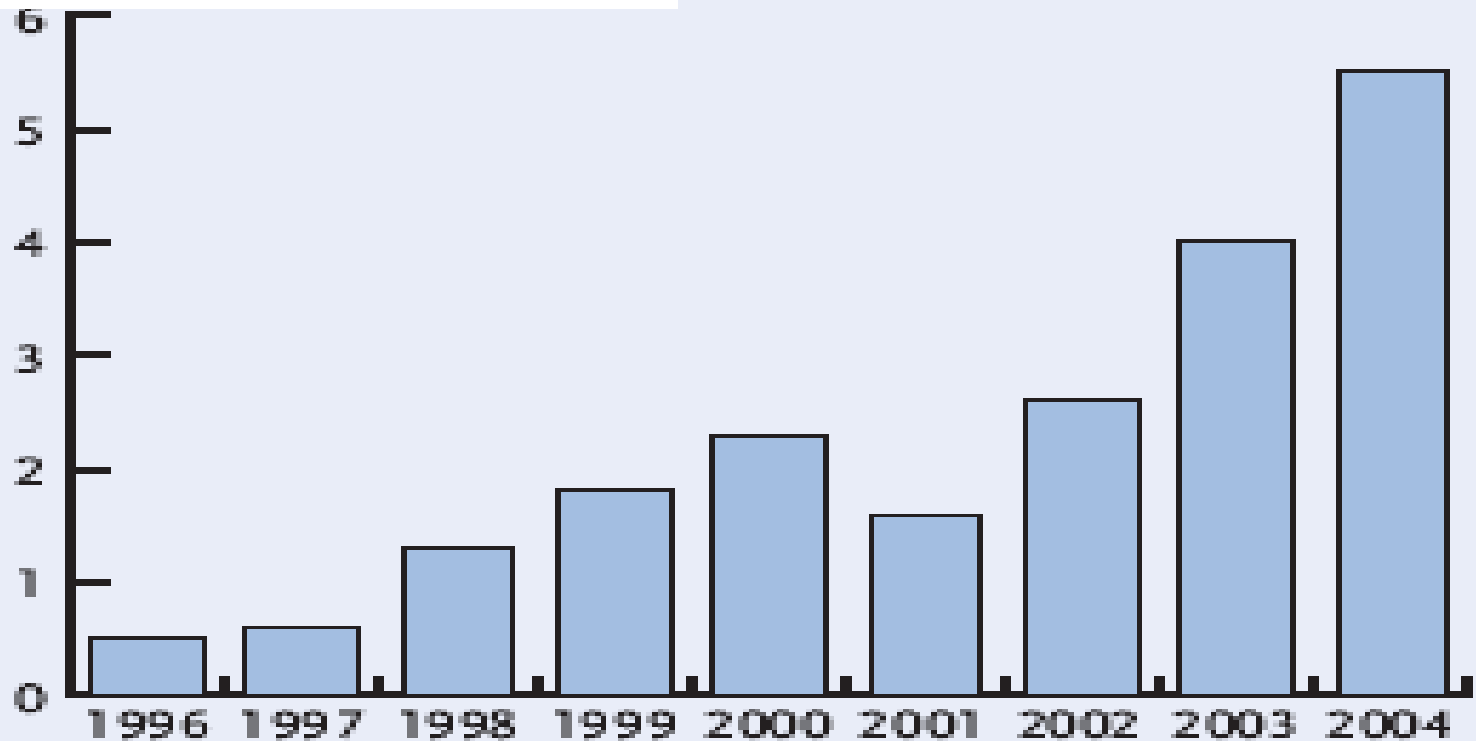
# Die größten Private Equity Transaktionen in Deutschland 2005

Mrd. €	Zielunternehmen	Käufer	Verkäufer
7,0	Viterra	Terra Firma	E.ON
1,5	Ruhrgas Industries	CVC	E.ON
1,5	Nileg Immobilien	Fortress	Nord LB
1,1	Moeller	Doughty Hanson	Advent
1,0	BauBeCon Immobilien	Cerberus	BGAG

Quelle: Ernst & Young, German Private Equity Activity, December 2005

## Weiterverkauf an andere PE-Investoren

Mrd. \$



Source: Lexington Partners; University of Nottingham

# Hedgefonds

## *Traditionelle Definition*

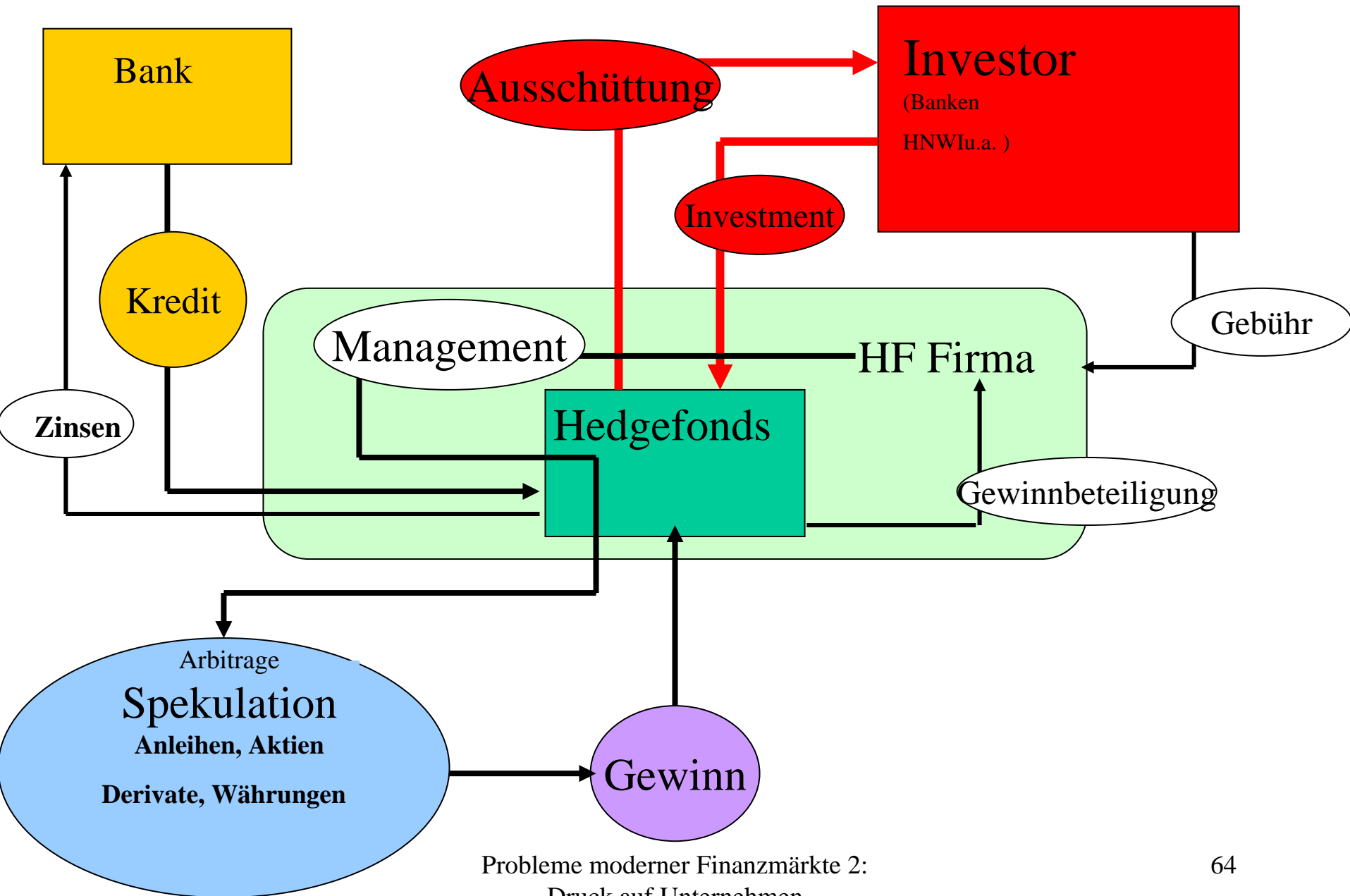
**Hedgefonds sind Vermögen, die von Banken und reichen Individuen kommen und von ihren Verwaltern – unter umfangreicher Nutzung von Krediten und Derivaten – in risikoreiche Wertpapiere und Währungen investiert werden.**

## Arten des Ausstiegs in Deutschland 2005

Exit	Mio. Euro	%	Unternehmen	%
Divestment durch Trade sales	383,04	20,6	86	12,0
Divestment durch IPO				
<i>davon in Deutschland</i>	116,55	6,3	8	1,1
<i>außerhalb Deutschlands</i>	0,00	0,0	0	0,0
Divestm. nach vorherigem IPO	317,81	17,1	25	3,5
Rückzahlung stiller Beteilig.	100,53	5,4	245	34,2
Rückz. Gesellschaftsdarlehen	153,40	8,2	41	5,7
Verkauf an Bet.-gesellschaften	389,48	20,9	27	3,8
Verkauf an Finanzinstitution	85,23	4,6	7	1,0
Totalverluste	191,51	10,3	199	27,8
Buy back von Ges.-anteilen	31,85	1,7	32	4,5
Sonstiges	94,05	5,0	47	6,6
<b>Gesamtsumme</b>	<b>1.863,45</b>	<b>100,0</b>	<b>717</b>	<b>100,0</b>

Quelle: BVK 2005

# Hedgefonds: wie sie funktionieren

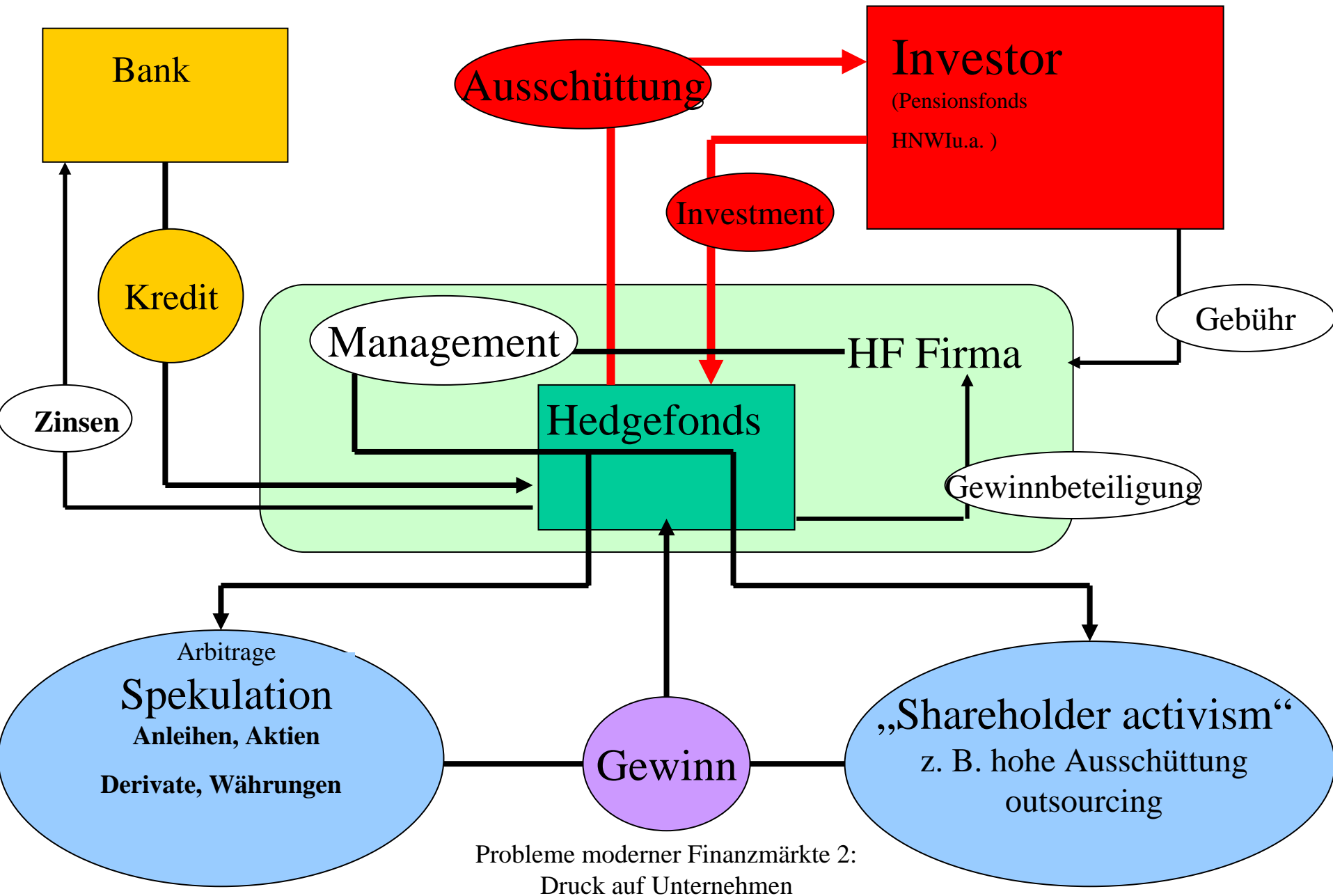




# Besonderheiten von Hedgefonds

1. Offshore – Ansiedlung (>80%)
2. Hohe Eintrittsschwellen (10 Mio.\$)
3. Hohe Gebühren und Gewinnbeteiligungen
4. Hohe Kreditverstärkung (z.T.>90%)
5. Keine Anlagebeschränkungen
6. Strategien
  - Spekulation
  - „shareholder activism“

# Hedgefonds: wie sie funktionieren



# Probleme durch Hedgefonds

## (1. Destabilisierung durch Spekulation

(Wertpapier-Bank-Währungskrisen)

## 2. Einfluss auf Großunternehmen

(Shareholder Value Orientierung)

## 3. Ansteckung des gesamten Finanzsystems

(Pensionsfonds, Versicherungen etc.)

# Probleme moderner Finanzmärkte

## 3. Einfluss auf die Politik

Motor der *Standortkonkurrenz* durch z.B.

- Steuerwettbewerb
- Deregulierung der Arbeitsmärkte
- Privatisierung sozialer Einrichtungen
- Privatisierung der Rentensysteme

Etc. etc.

Fazit:

Finanzmärkte sind das Hauptinstrument zur Durchsetzung der neoliberalen Globalisierung, die ihrerseits ein umfassendes Projekt der Gegenreform ist.

# 5. Reformansätze

1. Stabilisierung: Neue internationale Finanzarchitektur
2. Förderung von Entwicklung
3. Neue Politik in den Industrieländern

# 3. Reformansätze 1: Stabilisierung

## Stärkung der Finanzaufsicht

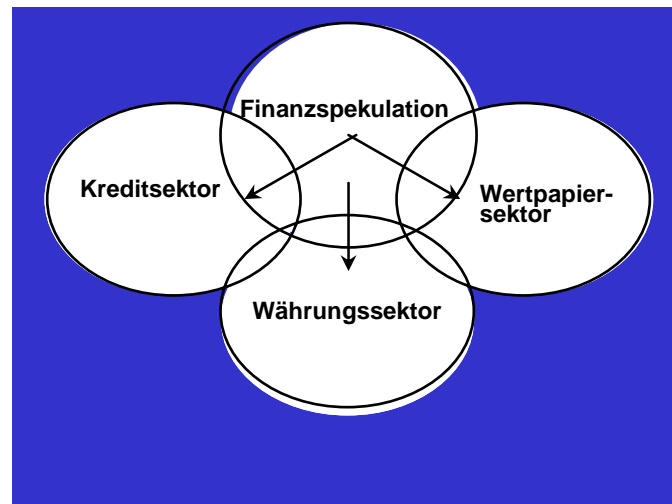
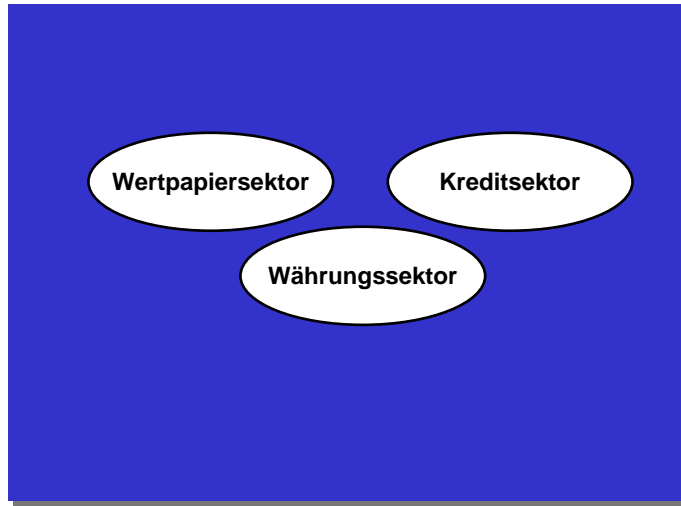
- Verteuerung oder Verbot von Geschäften mit Offshorezentren
- Basel 2

## Devisentransaktionssteuer (Tobinsteuer)

## Kooperatives Währungssystem (Zielzonen)

## Kapitalverkehrskontrollen

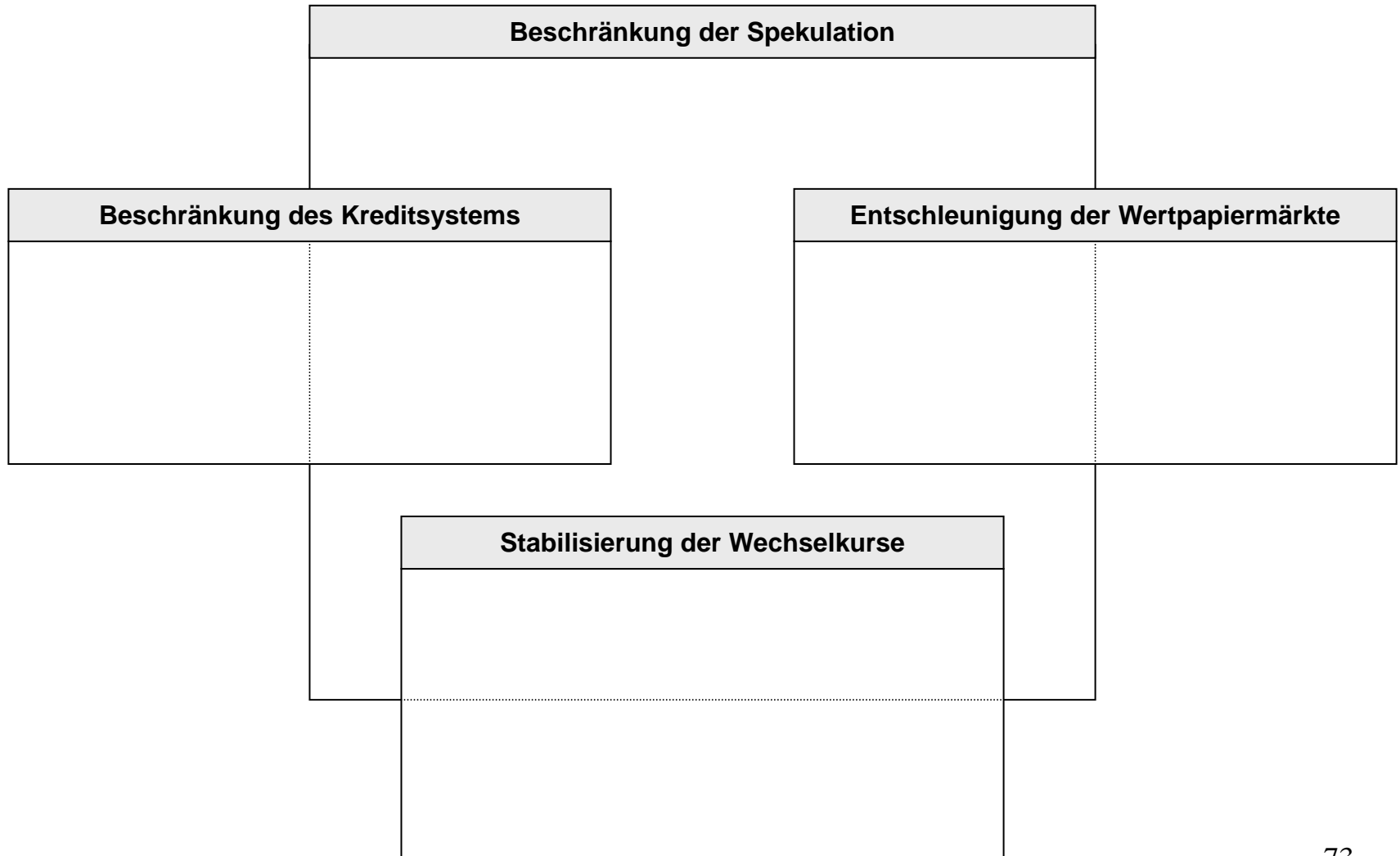
# Teilsysteme der Finanzmärkte



Reformansätze 1: Stabilisierung



# Mittelfristige Reform der Finanzmärkte



# Bereiche und Instrumente für die Reform der Finanzmärkte

<b>Instrument</b> <b>Gefährdungsbereich</b>	<b>Kreditpolitik (Zentralbank)</b>	<b>Administrative Regulierung (Finanzaufsicht)</b>	<b>Ökonomische Regulierung (Steuerpolitik)</b>	<b>Währungspolitik</b>
<b>Geld- und Kreditmärkte</b> <i>Gefahr: Zahlungs- und Kreditkrise</i>	<b>Mindestreservepolitik Zins-Offenmarktpolitik</b>  <b>Lender of Last resort</b>	<b>Transparenzregel Eigenkapitalregel Beschränkung von Finanz- und Großkredit OTC-Verbot</b>		<b>Währungsunion (Weltzentralbank) Regionale Währungssysteme Beistandsfonds (IMF)</b>
<b>Wertpapiermärkte</b> <i>Gefahr: Kursexplosion und -verfall</i>		<b>Regeln für Institutionelle Anleger Insider-Trading Handelsstopp (circuit breaker)</b>	<b>Börseumsatzsteuer Kursgewinnsteuer nach Fristigkeit Sicherheitsleistungen</b>	
<b>Devisenmärkte</b> <i>Gefahr: Währungskrisen</i>	<b>International lender of last resort ?</b>	<b>Administrative Kapitalverkehrskontrolle</b>	<b>Tobinsteuer Bardepflicht</b>	<b>Zielzonen Wechselkursbindung (Pegging)</b>
<b>Finanzspekulation</b> <i>Gefahr: Verstärkung der Ausschläge</i>	<b>Kreditbeschränkungen</b>	<b>Beschränkung des Optionshandels Verbot des OTC Handels Integration der Offshore-Zentren</b>	<b>Tobinsteuer Spekulationssteuer auch intern</b>	<b>Intervention auf den Devisenmärkten</b>

# Basel 2

1. Eigenkapitalreserven für Kredite
2. Basel 1: 8% mit nach Kreditnehmergruppen unterschiedlichen Gewichten
3. Basel 2: Gewichtung nach individuellen Risiken
  - festgesetzt durch Rating-Agenturen
  - festgesetzt durch interne Risikomodelle der Banken

# Externes Rating und Risikogewichte nach Basel 2

Schuldner		Basel I		Basel II					
		OECD	Nicht OECD	AAA AA-	A+ bis A-	BBB + BBB-	BB+ bis B-	Unte r B-	Nicht gerat et
Staat		0%	100%	0%	20%	50%	100 %	150 %	100%
Banken	Option „Herkunftsland“	20%	100%	20%	50%	100%	100 %	150 %	100%
	Option „Bankenrating“	20%	100%	20%	50%	50%	100 %	150 %	50%
Unternehmen		100%	100%	20%	100%	100%	100 %	150 %	100%

# **Kritik an Basel 2 und Alternative**

## **Kritik**

1. Prozyklisch
2. Polarisierend
3. Privatisierung der Bankenaufsicht

## **Alternative**

Beibehaltung des Gruppenprinzips

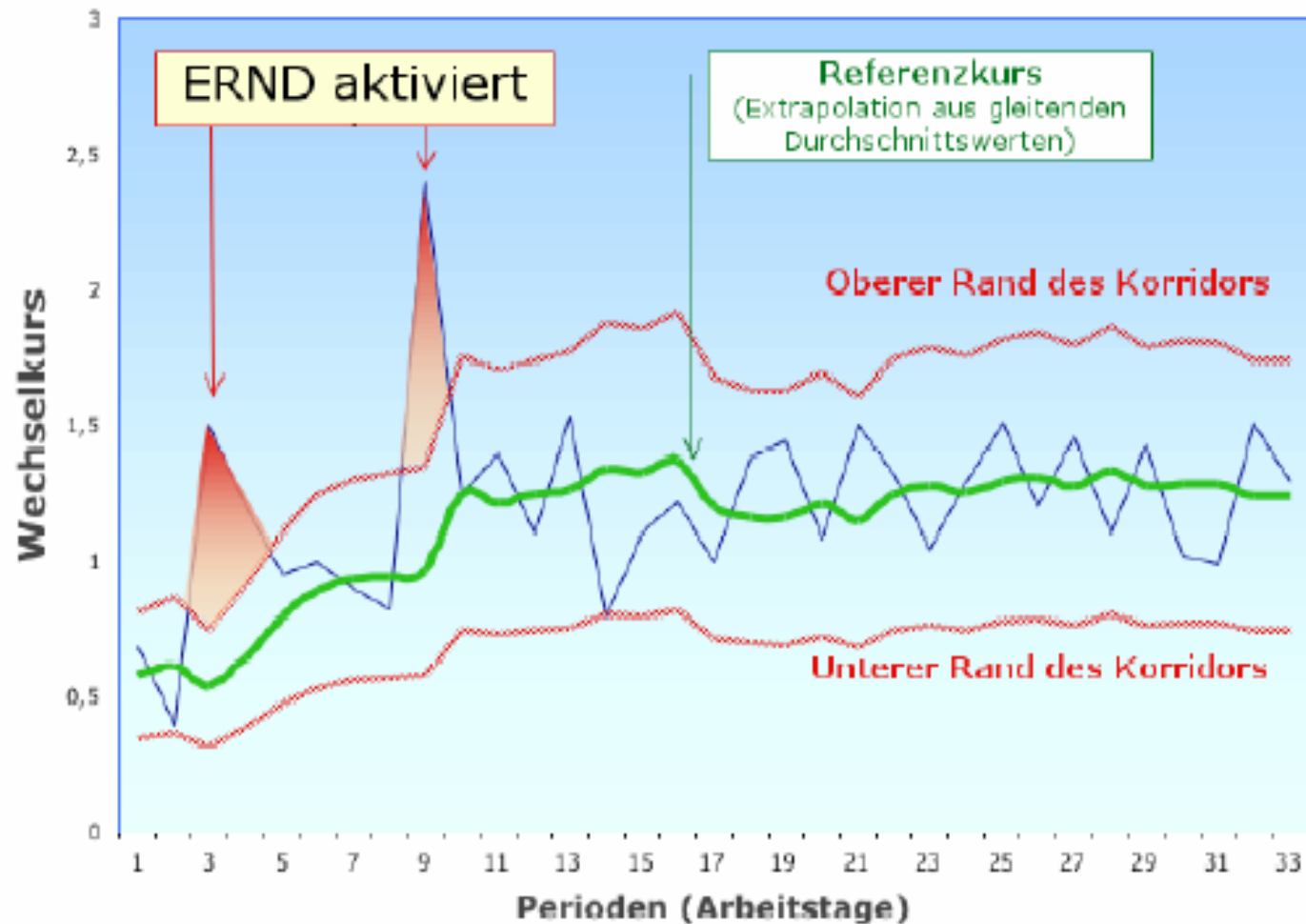
Höhere Sätze bei riskanteren Kreditgruppen

# Devisentransaktionssteuer (Tobinsteuer)

1. Prinzip: Kurzfristige Spekulationen durch Umsatzsteuer verteuern
2. Unschädlich für Handelsfinanzierung und Direktinvestitionen
3. Probleme:
  - technische Durchführbarkeit?
  - Höhe des Steuersatzes?
  - Nur weltweit einführbar?
4. Die „Spahn-Steuer“

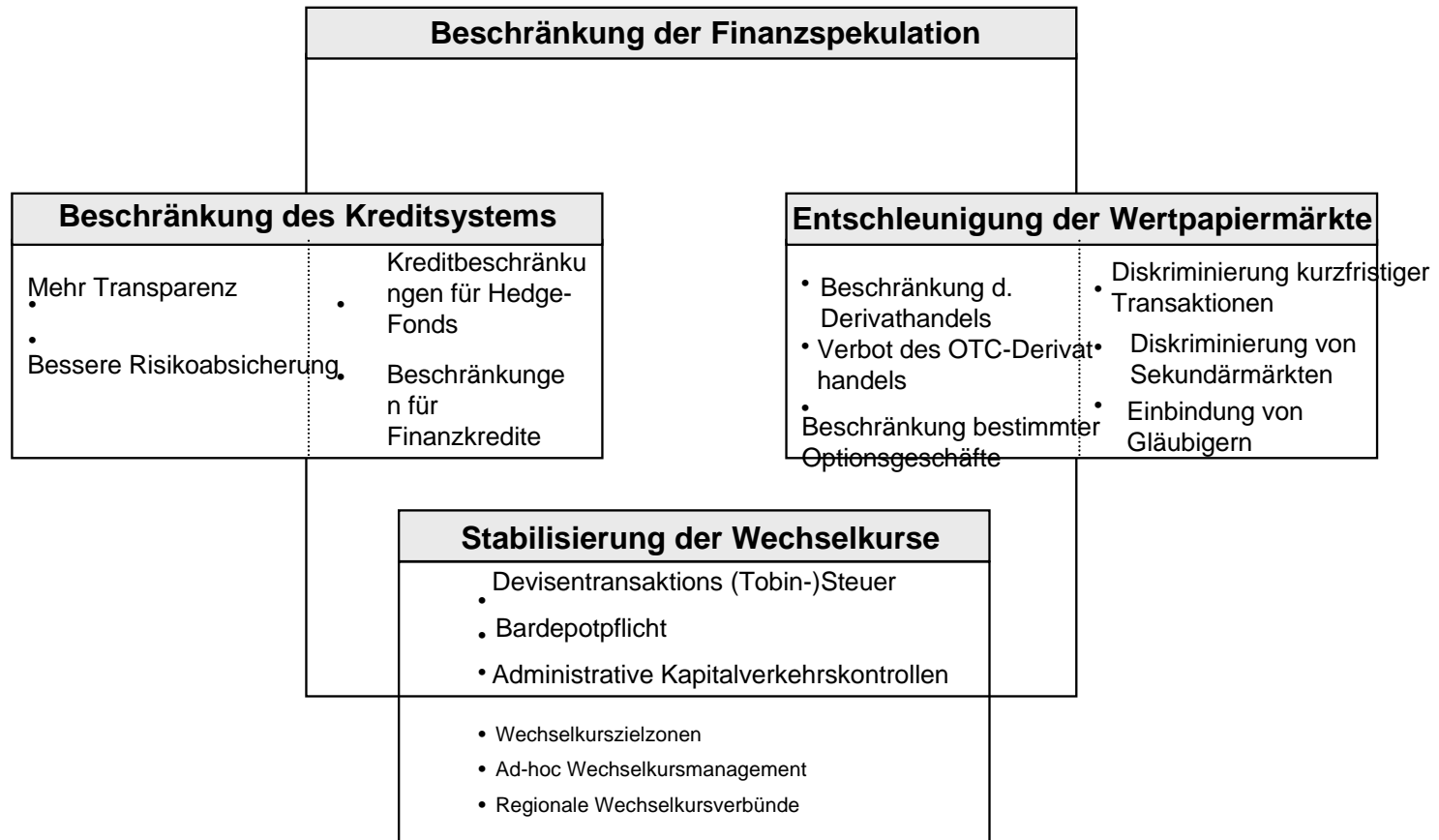
# Die zweistufige Tobinsteuer in der Konzeption von Paul Bernd Spahn

## Die Wirkungsweise der ERND



ERND = Exchange rate normalization duty

## Mittelfristige Reform der Finanzmärkte





# Kooperative Währungsbeziehungen

## 1. Neues Weltwährungssystem (global) WZB

Probleme:

- Demokratische WZB
- Wechselkursanpassungen?
- politisches Interesse an Währungsdominanz

## 2. Zielzonen (target-zones)

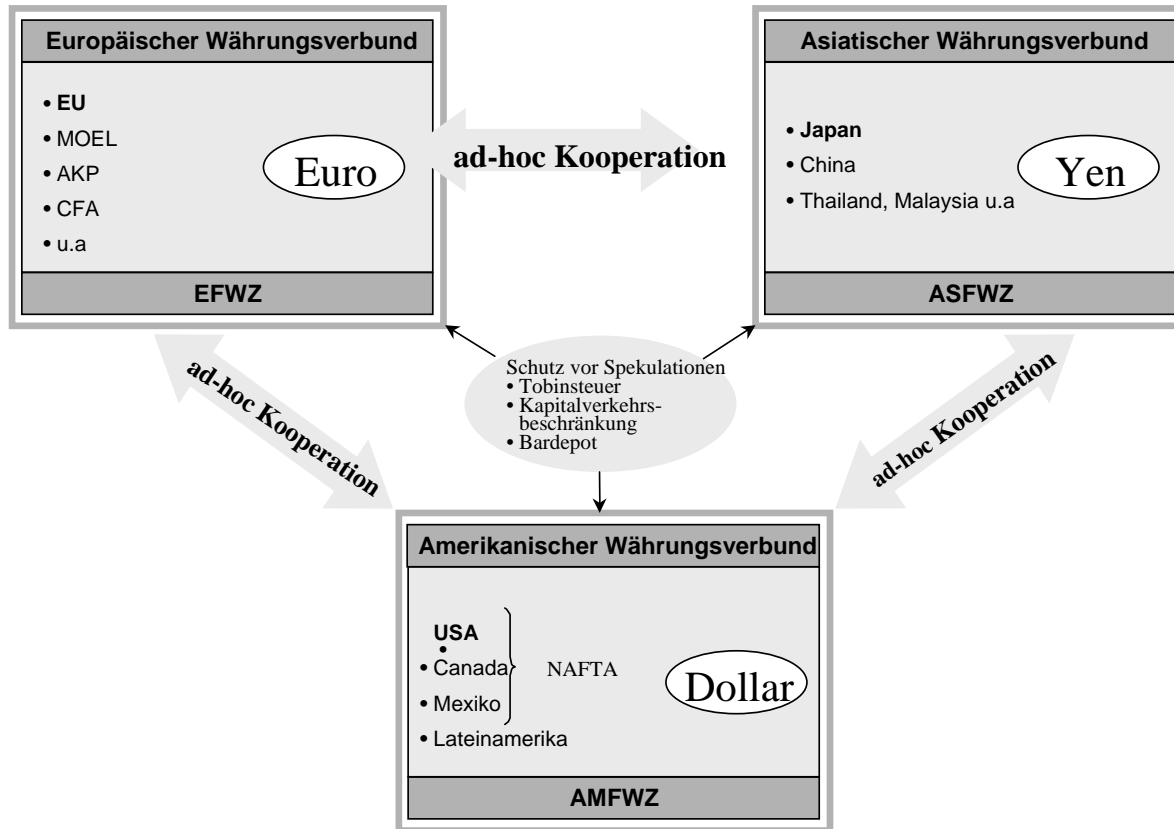
- EWS (1979-1999)
- Interventionspflichten
- Wirtschaftspolitische Kooperation

## 3. Regionalisierte Zielzonen

- mit ad hoc Kooperation und KVK
- mit institutionalisierter Kooperaion

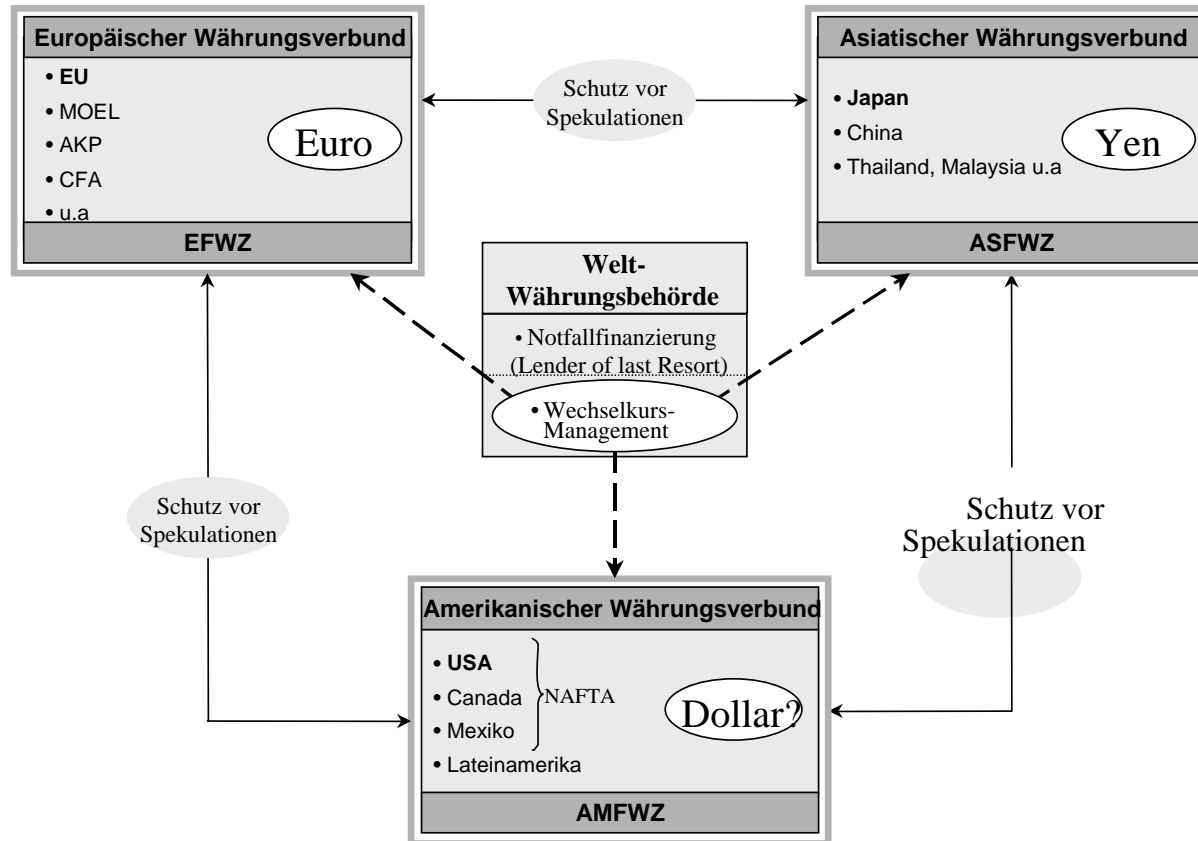
# Stabilisierung des internationalen Währungssystems 1

## Regionale Währungsverbände mit ad-hoc-Kooperation



# Stabilisierung des internationalen Währungssystems 2

## Regionale Währungsverbände mit institutioneller Kooperation



# Kapitalverkehrskontrollen

*„marktkonform“*

- USA 70erJahre: interest equalization tax

*Administrativ*

Malaysia 1997

China

EU Vertrag Art. 59

# Reformansätze 2: Förderung von Entwicklung

## Hilfe für Entwicklungsländer

- Millenniumsziele
- Öffentliche Entwicklungshilfe (0,7%)
- Schuldenerlass (HIPC)
- Neue Finanzquellen (Tobinsteuer, Ticket-, Kerosinsteuer, FDI-Steuer etc)
- Marktöffnung in den I-Ländern (Fair-Trade)

# Neue Stimmrechte im IMF

Bisher: Stimmrecht nach ökonomischer Stärke (BIP, Außenhandel, Währungsreserven)

Dominanz der USA, G7, OECD

Reform:

1. Ein Land eine Stimme (WTO)?
2. Nach Bevölkerung?
3. Mehrere Kriterien: Bevölkerung, BIP, Stellung im HDI

# Reform der Stimmrechte im IWF

	Land <sup>2</sup>	Stimmrecht <sup>1</sup>		Unterschied	
		bisher	Nach der Reform	Prozentpunkte	In %
1	USA	17,8	11,2	-6,6	-37,2
2	China	2,3	8,7	+6,5	+281,6
3	Indien	2,1	6,4	+4,3	+209,7
4	Japan	5,5	6,0	+0,5	+8,2
5	Deutschland	5,5	3,2	-2,3	-41,5
6	Frankreich	5,0	2,2	-2,8	-54,3
7	Brasilien	1,5	2,2	+0,7	+47,8
8	Großbritannien	5,0	2,2	-2,8	-56,8
9	Italien	3,1	2,0	-1,1	-36,2
10	Indonesien	1,0	1,7	+0,7	+64,2
	<b>G7</b>	<b>44,8</b>	<b>28,0</b>	<b>-16,8</b>	<b>-37,5</b>
	<b>G10 (incl. Schweiz)</b>	<b>52,0</b>	<b>30,7</b>	<b>-19,3</b>	<b>-41,1</b>
	<b>EU</b>	<b>28,8</b>	<b>15,9</b>	<b>-12,9</b>	<b>-44,7</b>
	<b>OECD</b>	<b>63,4</b>	<b>41,5</b>	<b>-21,9</b>	<b>-34,6</b>
	<b>G24 (ohne Iran)</b>	<b>12,1</b>	<b>19,0</b>	<b>+6,9</b>	<b>+56,8</b>
	<b>G77<sup>3</sup></b>	<b>28,4</b>	<b>52,0</b>	<b>+23,6</b>	<b>+83,0</b>

1 auf der Grundlage der Zahlen von 1997

2 in der Reihenfolge des reformierten Stimmrechtes

3 ohne 19 kleinere Länder, für die keine vollständigen Daten vorliegen

Quelle: UNDP, Bericht über die menschliche Entwicklung 1999, Bonn 1999, S.168ff., 214ff., 221ff.

Reformansätze 2: Finanzierung von

Entwicklung

# Neue globale Finanzarchitektur

## Alternative 1:

Globale Währungspolitik

Globale Entwicklungspolitik und ihre kooperative  
Finanzierung

Demokratisierung der Institutionen: IWF, Weltbank



# Oder: stärkere Regionalisierung

Mehr regionale Kooperation

Regionale Währungssysteme (à la EWS)

Abschaffung des IWF und der WB

# Reformansätze 3: Änderung der Politik in den Industrieländern

1. Spekulation beschränken
2. Unternehmen schützen
3. Rentensysteme vom Kapitalmarkt entkoppeln

# Spekulation beschränken

## Ansatz bei Finanzinvestoren

- Kreditregister und Kreditbeschränkung
- Verbot der Anlage von Pensionsfonds und Versicherungen in Private Equity und Hedgefonds

## Ansatz bei Kreditbanken

- Höhere Eigenkapitalunterlegung für Kredite an HF (z.B. 300%)
- Beschränkung des Kreditanteils an HF (im Portfolio der Bank, 5%)
- Verteuerung, Beschränkung/Verbot von Geschäften mit Offshorezentren

## Steuerliche Regulierung

- Höherbesteuerung kurzfristig erzielter Veräußerungsgewinne
- Gestaffelte Devisentransaktionssteuer (Tobinsteuer, Spahn-Modell)
- Gestaffelte Börsenumsatzsteuer für Sekundärtransaktionen

## Währungspolitische Kooperation

- regionale Beistandssysteme
- Regionale Zielzonensysteme

# Unternehmen schützen

- Beschränkung der Überwälzung von Kredit-kosten auf übernommene Unternehmen (PE)
- (Befristetes) Verbot von Sonderdividenden (PE)
- Gewinnbesteuerung bei PE-Unternehmen
- Reform der Übernahmerichtlinie und Wertpapier-Richtlinie (MIFID)
- Demokratisierung der Unternehmensverfassung (Mitbestimmung)

# **Anlagedruck vermindern**

- Umverteilung der Primäreinkommen:  
Höhere Lohnquote
- Höhere Gewinnbesteuerung (differenziert  
nach Ausschüttung (hoch) und Einbehaltung  
(niedrig))
- Entkoppelung der Rentensysteme vom  
Kapitalmarkt
- Reform der Unternehmensverfassung  
(corporate governance)

# Erforderliche Gegenstrategien

