

WIRTSCHAFT UND GESELLSCHAFT
35. Jahrgang (2009), Heft 1

INHALTSVERZEICHNIS

Editorial

Regulierung der Finanzmärkte – nicht ohne Hedgefonds

Peter Herrmann, Almas Heshmati, Arno Tausch, Chemen S.J. Bajalan
Efficiency and Effectiveness of Social Spending

Vanessa Mühlböck

Geschlechtergerechtigkeit des Einkommensteuersystems: Mythos oder Wahrheit?

Felix Butschek

Die CA-Krise 1931

Kommentar

Norman Wagner

Beschäftigungsentwicklung älterer Personen seit 2004 – weniger günstig, als die Statistik das vermuten lässt

Berichte und Dokumente

Michael Mesch

Eine neue Rolle für Polens Gewerkschaften

Bücher

Uwe Blien, Gunther Maier, The Economics of Regional Clusters, Networks, Technology and Policy
(Chrisitan Reiner)

Joachim Becker, Rudy Weissenberger (Hrsg.), Dollarization, Euroization and Financial Instability.
Central and Eastern European Countries between Stagnation and Financial Crisis (Johannes Jäger)

Berndt Keller, Einführung in die Arbeitspolitik. Arbeitsbeziehungen und Arbeitsmarkt aus sozialwissenschaftlicher Perspektive, 7., völlig überarbeitete Auflage (Michael Mesch)

Paul Krugmann, Nach Bush: Das Ende der Neokonservativen und die Stunde der Demokraten (Peter Filzmaier)

Elisabeth Nementh, Stefan W. Schmitz, Thomas Ueberl (Hrsg.), Otto Neurath's Economics in Context,
Vienna Circle Institute Yearbook, Bd. 13 (Elisabeth Springler)

Sonja Lyubomirsky, Glücklich sein: Warum Sie es in der Hand haben, zufrieden zu leben (Herbert Schaaff)

EDITORIAL

Regulierung der Finanzmärkte – nicht ohne Hedgefonds

Zu den größten weißen Flecken auf der Landkarte der Finanzwirtschaft zählen Private Equity- und Hedgefonds, oft zusammengefasst als „alternative investments“.

Außerbörsliches Beteiligungskapital (Private Equity) ist eine Form des Beteiligungskapitals, bei der die vom Kapitalgeber eingegangene Beteiligung nicht an geregelten Märkten (Börsen) handelbar ist. Die Kapitalgeber können private oder institutionelle Anleger sein; häufig sind es auf die Beteiligungsförmung spezialisierte Kapitalbeteiligungsgesellschaften oder Wagnisfinanzierungsgesellschaften (Beteiligung an als besonders riskant geltenden Unternehmungen).

Hedgefonds lassen sich nicht positiv, sondern nur residual definieren: Es handelt sich dabei um Investmentfonds bzw. -gesellschaften, die v. a. derivative Finanzinstrumente (z. B. Optionen, Futures) auch zu spekulativen Zwecken einsetzen, Leerverkäufe vornehmen, durch Kreditfinanzierung eine höhere Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften versuchen (Hebel- bzw. Leverage-Effekt) und ein relativ hohes Mindestanlagevolumen und lange Haltefristen voraussetzen. Hedgefonds zielen darauf ab, auch bei sinkenden Preisen eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen. Die Bezeichnung Hedgefonds ist irreführend insofern, als Risikoabsicherung (Hedging) nicht im Mittelpunkt steht. Aufgrund der großen Hebelwirkung der derivativen Instrumente gelten Hedgefonds – wie sich nun zeigt, zu Recht – als besonders risikoträchtige Anlageform.

Bis die gegenwärtige Finanzkrise, die damals schon rund sieben Quartale „alt“ war, durch den Konkurs von Lehman Brothers in voller Wucht die ganze Welt erfasste, war die EU-Kommission offenbar der Meinung gewesen, dass es das Beste sei, im Bereich des außerbörslichen Beteiligungskapitals und der Hedgefonds voll auf die Rationalität bestens informierter Marktteilnehmer zu vertrauen, die dann das beste Ergebnis erzielen könnten, wenn sie das in voller Freiheit, ohne störende Einflüsse von staatlichen Regeln, tun. Umschrieben wurde diese Nichtregulierung mit Selbstregulierung. Wenn uns die gegenwärtige Krise eines zeigt, dann ist dies das Scheitern dieses Systems der Selbstregulierung.

Nachdem selbst Alan Greenspan, der ehemalige Vorsitzende der US-Notenbank, dieses blinde Vertrauen in die Verantwortung der Akteure und die Beherrschbarkeit der Risiken als Fehler erkannt hat, scheint nun auch die Europäische Kommission das Thema ernster zu nehmen und hat mit einem Konsultationsprozess zum Thema Hedgefonds einen ersten Schritt in Richtung Regulierung eingeleitet.

Dabei sollte spätestens nach der LTCM-Krise im Jahr 1998 klar gewesen sein, dass die enormen Hebel, mit denen diese Fonds großteils im Verborgenen agieren, zu einem erheblichen Anstieg des systemischen Risikos führen können – ein Risiko, das die mathematischen Modelle, auf denen sie basieren, nicht erfassen können. Genau dort liegt das Problem einer Branche, die sich vor allem auch durch eine Artenvielfalt und rasch wechselnde Akteure und Typen auszeichnet. So liegt die „Sterblichkeitsrate“ der Branche sehr hoch, was einerseits deren Risikoneigung zeigt und sich andererseits in einer verzerrten Branchenrendite („survivor bias“) niederschlägt. Zu einem breiteren Problem wurden die Instrumente erst durch ihre zunehmende Verbreitung bei institutionellen Investoren, die dieses Risiko aber großteils an ihre Endkunden (z. B. Pensionsfonds) weitergaben, und dadurch, dass sie mit ihrem Risiko auch Banken belasten, welche die Fonds in einer Stimmung übertriebener Zuversicht, die auf den Finanzmärkten vor allem seit Mitte der 1990er-Jahre herrschte, nur zu gern finanzierten.

Wie oben erwähnt, zeichnen sich Hedgefonds vor allem auch durch ihre Artenvielfalt aus. Sie weisen jedoch über diese Arten hinweg einige gemeinsame Charakteristika auf: Sie agieren ohne wesentliche Beschränkungen auf internationalen Kapitalmärkten. Ein Großteil von ihnen ist in offshore-Zentren gelistet. Sie betreiben auf diese Weise sowohl „Regulierungsarbitrage“ als auch Steuervermeidung. Ihre hohe Fremdkapitalfinanzierung (Hebel), die vernünftigen Risikomanagementansätzen eigentlich zuwiderläuft, dient dazu, aus kleinsten Preisdifferenzen hohe Eigenkapitalrenditen zu schlagen. Sie zeichnen sich durch hohe Intransparenz bezüglich Eigentum, Finanzierung, Geschäftsmodell und Investmentstrategien gegenüber Publikum und Aufsicht aus. Die überdurchschnittlich hohen Renditen werden durch überdurchschnittlich hohes Risiko erzielt. Oft wird argumentiert, dass diese Rendite unabhängig von z. B. Aktienmärkten durch geringe oder negative Korrelation ihrer Anlagen oder durch die besonders gut zeitlich abgestimmte Übernahme der Gegenposition erreicht werden kann. Wo jedoch Transparenz fehlt, ist auch unklar, woher die Renditen tatsächlich stammen. Es ist nicht immer auszuschließen, dass kreative Bewertungsverfahren oder schlimmstenfalls Ponzi-Schemata in großem Ausmaß dahinterstecken.

Aufsichtsbehörden ist aufgrund der mangelnden Transparenz zum Teil nicht einmal das Ausmaß der Hebel bekannt, wodurch eine Einschätzung des tatsächlichen Risikos wesentlich erschwert wird. Die Forderung nach Transparenz – für die Anleger und die Aufsichtsbehörden – ist daher eine Mindestforderung. Alle Transaktionen müssen gegenüber der Aufsichtsbehörde offengelegt werden. Aber auch die konkreten Ausgestaltungen der Finanzderivate sind in möglichst standardisierter Form zu

dokumentieren, weil die Aufsichtsbehörden ohne Kenntnis der Transaktionen wenig über den Einfluss der Hedgefonds auf den Preisbildungsprozess sagen können.

Ein direkter Regulierungsansatz, der bei den Hedgefonds ansetzt, sollte also zumindest diese Charakteristika miteinbeziehen. Hedgefonds haben mit ihrem Modell der Hebel-Finanzierung und der Forderung nach zweistelligen Renditen aber auch massive Auswirkungen auf die Realwirtschaft, deren Wachstumsraten regelmäßig unter solchen Renditen liegt. Es bedarf daher eines breiten Zugangs zum Problem, welcher auch die Auswirkungen der Geschäftsmodelle der Hedgefonds auf die Realwirtschaft umfassen muss.

Zusammenwirken direkter und indirekter Regulierungsansätze

Um starke Hebelwirkung zu erreichen, bedarf es einer finanzierenden Institution, wie Banken und Versicherungen. Hier wäre dafür Sorge zu tragen, dass die Eigenkapitalhinterlegung von Krediten an Hedgefonds entsprechend höher anzusetzen ist.

Bei jenen institutionellen Investoren, die nicht Endnutzer der Instrumente sind, wie zum Beispiel Pensionskassen, sollten quantitative Obergrenzen für nicht regulierte Fonds und nicht börsennotierte Wertpapiere gelten. Im Pensionskassensystem wird das Risiko zwischen Pensionskassenbetreibern, Arbeitgebern und Arbeitnehmern verteilt. Besteht eine Nachschusspflicht des Arbeitgebers im leistungsorientierten System, schlagen bei Problemen mit bestimmten Wertpapieren wie Hedgefonds oder Private Equity-Fonds diese auf die Bilanzen und das Eigenkapital der Unternehmen durch, und es kann auch über diese Kanäle ein Ansteckungsrisiko schlagend werden. Bei beitragsorientierten Systemen, in denen das Risiko fast gänzlich oder zu großen Teilen bei den Anwartschafts- und Leistungsberechtigten liegt, können fehlgeschlagene Investitionen in Hedgefonds und Private Equity-Fonds zu massiven Einkommenseinbußen führen und das Armutsrisiko bei Älteren erhöhen.

Im achten Quartal seit Ausbruch der Krise und nach massiven Stützungsmaßnahmen in Form von Rekapitalisierungsmaßnahmen und Haftungen durch die öffentliche Hand nutzen die Banken nach wie vor in hohem Ausmaß die Fazilitäten der Zentralbanken als Substitut für den Interbankenmarkt. Dies ist ein Zeichen dafür, dass die Unsicherheit über das Liquiditätsrisiko und das counterparty-Risiko so groß ist, dass der Interbankenmarkt noch immer nicht zur Normalität zurückgefunden hat. Dazu tragen vor allem auch außerbilanzielle Positionen sowie Positionen gegenüber Hedgefonds bei.

Eine indirekte Aufsicht von Hedgefonds-Aktivitäten – über Investoren und Fremdkapitalgeber – ist nicht ausreichend. Es bedarf einer direkten Regulierung und Kontrolle der Hedgefonds, sowohl auf der Ebene des Portfoliomanagements als auch auf der Ebene der Verwaltungsgesellschaften, welche die Fonds führen (das sind meist Gesellschaften mit beschränkter Haftung - limited partnerships, deren innere Organisationsstruktur keinerlei Corporate Governance-Standards unterliegt. Ziel muss ein EU-weites einheitliches Regelwerk sein in Bezug auf Registrierung sowie Verantwortlichkeiten und mit klaren Regelungen hinsichtlich Schuldenaufnahme und Eigenkapitalanforderungen.

Es spricht also viel dafür, entsprechend der Komplexität und Vielschichtigkeit der Probleme unregulierter Instrumente und Marktteilnehmer diese Defizite auch auf allen relevanten Ebenen in Angriff zu nehmen, um die Risiken möglichst gut zu isolieren und damit besser kontrollierbar zu machen.

Freiwillige Verhaltenskodizes gewähren keine entsprechenden Sicherheiten für ihre umfassende Befolgung und sind besonders im Einzelfall leicht zu durchbrechen. Wie die Praxis zeigt (z. B. Corporate Governance-Kodex an der Wiener Börse), werden selbstverpflichtende Kodizes oft nicht eingehalten und sind zahnlos.

Zudem gibt es Evidenz dafür, dass veröffentlichte Anlagestrategien und Risikomanagementprozesse mit den tatsächlichen Strategien nicht immer übereinstimmen und es auch – vor allem, wenn die Fonds unter Stress geraten – zu Strategiewechseln kommt. Das kann zu Situationen führen, in denen Investoren letztlich andere Risikopositionen halten als beabsichtigt. Neben anderen Problemen, die mit mangelnder Transparenz verbunden sind, kann dies zu nicht unerheblichen Verwerfungen auf Investorenseite führen. In Fällen, in denen institutionelle Investoren nicht die Endbegünstigten sind und das Risiko voll an Endverbraucher weitergegeben wird, wie im Falle von beitragsorientierten Pensionskassenmodellen, kann dies unmittelbar auch zu Einkommenseinbußen und erhöhtem Altersarmutsrisiko führen.

Risikomanagementprozesse, Bewertungsregeln und Transparenzvorschriften sollten daher durch gesetzliche Vorgaben geregelt werden, die sich an denen anderer Finanzinstitutionen, wie Banken und Versicherungen, orientieren. Vergütungs- und Anreizsysteme für Manager sollen längerfristig ausgerichtet sein und nicht zu überhöhter Risikoneigung führen.

Hedgefonds operieren oftmals mit hohem Einsatz von Fremdkapital bei Finanzierung von Unternehmenskäufen. Das Zielunternehmen wird dann verstärkt in die Pflicht genommen, durch forcierte Dividendenausschüttung bei der Rückführung der Kredite mitzuwirken (Zielunternehmen muss sich selbst „kaufen“). Die Kreditfinanzierung und Sonderausschüttungen zu Lasten der Finanzkraft des Zielunternehmens sollten daher beschränkt werden.

Neben den internen Maßnahmen erscheinen aber auch Regulierungsmaßnahmen, welche die Zielunternehmen von Hedgefonds und Private Equity-Fonds betreffen, sinnvoll:

Was die Zielunternehmen von Hedgefonds betrifft:

Beschränkung des Anteilerwerbs (z. B. maximal 10% des Zielunternehmens);

Stärkung des Zielunternehmens gegen unerwünschte Übernahmen:

Zu denken wäre etwa an die von der EU-Kommission zurückgewiesenen Golden Shares, an das Ruhigstellen von Stimmrechten, Mehrfachstimmrechte bei langfristigen Investments. Die Kommission hat in einer Mitteilung grundsätzlich festgehalten, dass der freie Kapitalverkehr (natürlich) keinen absoluten, sakrosankten Schutz genießt, sondern in bestimmten Fällen beschnitten werden kann. Dazu gehören u. E. jedenfalls Gefährdungen der nationalen Sicherheit und die Bereiche der Daseinsvorsorge.

Was die Zielunternehmen von Private Equity-Fonds betrifft:

Überprüfung der Betriebsübergangsrichtlinie unter besonderer Berücksichtigung von fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buy-outs);

Maßnahmen zum Schutz der Belegschaft: verstärktes Mitspracherecht, Konkretisierung der Mitspracherechte der Belegschaft im Rahmen der Übernahmerrichtlinie (vorstellbar wären auch Vetorechte bei undurchsichtigen Übernahmeversuchen).

Denkbar wäre auch, bei einem Kontrollwechsel durch Hedgefonds die Möglichkeit von Sonderprüfungen festzumachen (etwa durch eine Minderheit in der HV oder aber auch im Board) - jedenfalls dann, wenn ein Schaden für das Unternehmen befürchtet wird. Sollte bei dieser Prüfung festgestellt werden, dass der Fonds „gegen“ das Unternehmen operiert, könnte auch überlegt werden, die Stimmrechte zu beschränken.

Beschränkung der Übertragung der Schulden auf das Zielunternehmen zur Verhinderung der Aufzehrung von Eigenkapital.

Dem Deregulierungswettlauf entgegenzutreten

Den Erklärungen des Weltfinanzgipfels der G20 ist zuzustimmen, dass das grundlegende Ziel sein soll, dass kein Akteur auf den Finanzmärkten, kein Finanzprodukt und keine Weltregion mehr unreguliert oder ohne Aufsicht bleibt. Dies zu gewährleisten, sollte in erster Linie eine nationale Angelegenheit sein, für den Fall der EU wäre darunter wohl die Gemeinschaftsebene zu verstehen.

Weil aber die Finanzmärkte inzwischen global sind, bedarf es enger Kooperation und gemeinsamer Standards. Marktdisziplin, Innovation und Dynamik sollen gefördert und negative Effekte für andere Länder vermieden werden. Unternehmen und Anleger sollen nicht von Regulierungsunterschieden zwischen Staaten („Regulierungsarbitrage“) profitieren können.

Instrumente aus Ländern, die sich diesen Grundsätzen entziehen, könnten aus dieser Überlegung heraus durchaus Restriktionen oder einer Sonderbesteuerung unterworfen und die Finanzierung von off-shore-Fonds durch Banken mit einem höheren Faktor bei der Eigenkapitalhinterlegung belegt werden. Strengere Bilanzierungsvorschriften für außerbilanzielle Geschäfte von Banken können zudem die Effektivität der Regulierung auf Gemeinschaftsebene erhöhen.

Darüber hinaus kann eine effiziente Regulierung auch zur Vertrauensbildung beitragen und ein Qualitätsmerkmal darstellen. Angesichts der schmerzlichen Erfahrungen mit der gegenwärtigen Krise ist es nicht unwahrscheinlich, dass es nach dem allgemeinen Warten auf die Schritte des Ersten sehr rasch zu einem Nachziehen anderer Wirtschaftsräume kommt.

Hedgefonds verstärken systemisches Risiko

Es liegt in der Natur der den Hedgefonds-Strategien unterliegenden Modelle, dass sie das spezifische Risiko, basierend auf historischen Daten, relativ gut abbilden können. In den letzten Jahren wurden diese Modelle noch weiter verfeinert und stärker als je zuvor eingesetzt. Da die Modelle jedoch weder systemische Risiken noch historisch bisher nicht aufgetretene Verläufe und Volatilitäten abbilden können, erzeugen sie die Illusion der Beherrschbarkeit von Risiken.

Durch die Stückelung der Risiken wurden diese zunächst breiter gestreut, sodass die Marktteilnehmer zur Überzeugung gelangten, durch technisches Risikomanagement auch nicht optimal zu bewertendes Risiko auf Märkten in den Griff bekommen zu können. Hedgefonds spielten dabei eine nicht unerhebliche Rolle. Tatsächlich haben diese Finanzinnovationen aber zum Anstieg des systemischen Risikos beigetragen. Risikoprämien wurden im Vertrauen auf die Managebarkeit des Risikos wegarbitriert, wodurch Preise ihre Informationsfunktion verloren.

Evidenz für einen solchen Risikoanstieg liefert beispielsweise die Entwicklung auf den Rohstoffmärkten bis zum Sommer 2008. Hier kam es durch Indexspekulation – also die Verwendung von finanziellen Instrumenten auf Rohstoffe als neue Vermögensklasse in den Fonds – zu einem starken Anstieg von Volumen, Preisen und Volatilität. Dies hatte unmittelbare Folgen auf Unternehmen und Haushalte und brachte auch die Wirtschaftspolitik durch das gleichzeitige Auftreten von Inflation und wirtschaftlichem Abschwung in ein Dilemma.

Hedgefonds haben diese Entwicklungen verstärkt, weil sie Treiber bei diesen Finanz-innovationen waren, hohe Summen akkumulieren konnten und mit hohen Hebeln das Risiko verstärkten. Vor allem das Liquiditätsrisiko von sehr komplexen Produkten wurde in der Hausse vernachlässigt. Bei Abzug des Kapitals in Krisenzeiten kommen Hedgefonds dadurch in eine doppelte Klemme und wirken krisenverstärkend. Sie sind gezwungen, Wertpapiere zu verkaufen. Für viele davon gibt es in Krisenzeiten aber keinen funktionierenden Markt mehr, sodass sie notgedrungen vor allem jene Wertpapiere verkaufen, für die es noch einen Markt gibt. Dadurch kann es auch auf diesen Märkten zu einem Preisverfall bzw. Liquiditätsproblemen. Aus dem Liquiditätsrisiko einiger Fonds kann so ein Systemrisiko werden.

Die gegenwärtige Situation auf den Finanzmärkten ist geprägt von massiven Vertrauensverlusten, einer hohen Informationsasymmetrie und Liquiditätsproblemen auf zahlreichen Märkten, auf denen vor Ausbruch der Krise eher Überschussliquidität geherrscht hatte. Diese Überschussliquidität kam etwa dadurch zum Ausdruck, dass manche Märkte durch zum Teil irrational niedrige Risikoprämien gekennzeichnet waren. Nachdem manche Märkte zum Erliegen gekommen sind und auch im achten Quartal nach Ausbruch der Krise bei manchen Marktteilnehmern weder der tatsächliche Abschreibungsbedarf noch der tatsächliche Liquiditätsbedarf bekannt ist, muss die derzeitige Preisbildung noch immer als gestört bewertet werden. Hedgefonds sind dabei nicht die einzigen Marktteilnehmer, auf die das zutrifft, aber aufgrund ihrer mangelnden Transparenz erscheint hier das Problem besonders groß, und sie sind dabei sowohl aktiv als auch passiv betroffen.

Restriktionen von Leerverkäufen?

Grundsätzlich gehört die Spekulation mittels short selling (darunter versteht man Spekulation durch Leerverkäufe) zu jenen Techniken, die irrationale Übertreibungen ins Positive eindämmen können und so – folgt man dem Lehrbuch – zu einer rationalen Preisbildung beitragen können.

Das Akkumulieren von hohen Summen, kombiniert mit Handelstechniken von „absolute return“-Strategien mittels IKT-gestütztem short selling, kann einen bestehenden Abwärtstrend verstärken und so eine Bodenbildung bei den Preisen weiter hinauszögern. Das heißt, Leerverkaufsstrategien können in einer Baisse zu irrational niedrigen Preisen führen und so falsche Preissignale aussenden. Treten solche Techniken zusammen mit der gezielten Streuung falscher Gerüchte auf, so ist der Marktmanipulation aufgrund der hohen Hebel mit relativ geringem Einsatz Tür und Tor geöffnet. Wesentlich ist, dass Options- und Future-Positionen denselben Meldeverpflichtungen wie die jeweils zugrunde liegenden Positionen unterliegen. In Fällen, in denen der Handel mit den zugrunde liegenden Wertpapieren allgemeinen oder spezifischen Beschränkungen unterliegt, muss dies also auch für die entsprechenden Derivativposition gelten.

Leerverkaufstechniken können - wie gesagt - gezielt gestreuter Gerüchte zur Marktmanipulation verwendet werden. Da Hedgefonds hohe Summen von Investoren akkumulieren und ihre Marktmacht aufgrund der Hebel weit über das verfügbare Volumen hinaus vervielfachen können, sollten durchaus sowohl direkt bei den Hedgefonds Maßnahmen gegen diese Praktiken ergriffen werden als auch die allgemeinen Marktmissbrauchsregeln überprüft werden.

Da bisher Hedgefonds geringeren Aufsichtsverpflichtungen unterliegen als etwa Banken oder Versicherungen, ist es notwendig, sie in diese Überwachungsmechanismen einzubeziehen, um Marktmissbrauch überhaupt erkennen und bekämpfen zu können.

Das Aussetzen des Handels von derartigen Finanzvehikeln/-instrumenten kann bei hoher Informationsunsicherheit auf den Finanzmärkten, wie sie derzeit gegeben ist, sinnvoll sein. Es gibt derzeit keine Hinweise darauf, dass die momentanen Liquiditätsschwierigkeiten auf einzelnen Märkten auf die Restriktionen für Leerverkäufe zurückgehen.

Neben diesem Ansatz könnte der Einsatz von Transaktionssteuern in Abhängigkeit von Volatilitätsmaßen stabilisierend wirken.

Transparenz: notwendig, aber nicht hinreichend

Da es sich bei Hedgefonds um weitgehend unregulierte Marktteilnehmer handelt, hängt der tatsächliche Informationsfluss stark von der Beziehung zwischen Fonds und Investoren ab. Es gibt jedoch starke Hinweise dafür, dass die Eigenangaben von Hedgefonds über ihren Anlagestil und somit über das tatsächliche Risiko von den tatsächlichen Praktiken abweichen.

Selbstverpflichtende Kodizes erscheinen daher wenig geeignet, den für eine Anlageentscheidung essentiellen Informationsfluss zu regeln. Gesetzliche Vorgaben und regelmäßige Berichte betreffend Eigentümerstruktur, Veranlagungsstil, Veranlagungsstruktur und risikobereinigte Performance oder über die Kongruenz von Eigenangaben und tatsächlichem Stil an Abschlussprüfer, Aufsicht und Anlagepublikum erscheinen daher angezeigt. Auch institutionelle Investoren wie Fonds und Pensionskassen, die ihrerseits Hedgefonds-Anteile halten, müssen die Möglichkeit haben, diesbezügliche Informationen zu prüfen. Dies ist v. a. deshalb notwendig, weil es bei Hedgefonds-Beteiligungen in

vielen Fällen keinen liquiden Markt mit transparenter Preisbildung gibt, anhand dessen die Anleger die Plausibilität der Bewertung prüfen können.

Vorsicht auch bei regulierten Hedgefonds

Nachdem auch Großinvestoren mit spezifischem Know-how nicht unerheblich von den schlagend gewordenen Risiken betroffen waren, ist eine stärkere Verbreitung von Hedgefonds kritisch zu beurteilen. Die komplexe Natur und die hohen Hebel machen diese Instrumente zu einer für das allgemeine Anlagepublikum nicht empfehlenswerten Anlageklasse, deren Gesamtperformance darüber hinaus noch dadurch verzerrt wird, als nur die Ergebnisse der Überlebenden erfasst werden (survivor bias). Hohe Einstiegsschwellen durch eine große Stückelung, die einen Einstieg erst ab €50.000 ermöglichen, sind deshalb sinnvoll.

Auch die indirekte Hereinnahme dieser Risiken in private Portfolios über Pensionskassen ist über ein stark beschränktes Ausmaß hinaus abzulehnen. Die langfristige Natur von Pensionskasseninvestitionen macht Pensionskassenvermögen besonders anfällig für hohe Hebel. Auch ist der Bedarf an gehelpten Instrumenten bei derartig langfristigen Veranlagungen nicht unmittelbar einsichtig. Die angeblich geringe Korrelation mit anderen Wertpapierklassen als Argument für eine bessere Diversifikation muss im Lichte der jetzigen Krise revidiert werden (so zum Beispiel bei Rohstofffonds). Besondere Vorsicht sollte vor allem dort gelten, wo LetztverbraucherInnen direkt oder indirekt von Risiken betroffen sind, die nicht an Börsen gehandelt werden und daher einem besonderen Liquiditäts- und Bewertungsrisiko unterliegen. Allfällige Hedging-Instrumente sollten - um ihrem Namen auch gerecht zu werden - bei Pensionskassen vor allem zu Sicherungszwecken verwendet werden.

KURZZUSAMMENFASSUNGEN DER HAUPTBEITRÄGE

Efficiency and Effectiveness of Social Spending

Peter Herrmann, Almas Heshmati, Arno Tausch, Chemen S.J. Bajalan

Zusammenfassung

In this qualitative sociological and quantitative economic policy paper, we start out from the assumption of a very recent European Commission Background paper on the "Efficiency and effectiveness of social spending", which says the effectiveness of social spending can be defined by the degree to which the realized allocation approaches the socially desired outcome. The conclusions listed in the Commission paper are found far reaching and not supported by the empirical data. We perform such an analysis, starting from advances in recent literature. A more encompassing sociological perspective on the issue and factor analytical calculations is presented, which supports our general argument about the efficiency of the Scandinavian model. The social quality approach provides an alternative perspective on welfare system analysis, focusing on public policies rather than social policies. The empirical evidence, suggests that in terms of the efficiency of the European social model, the geography of comparative performance include: the direct action against social exclusion, health and family social expenditures, the neo-liberal approach, and the unemployment benefit centred approach. Applying rigorous comparative social science methodology, we also arrive at the conclusion that in terms of the initial ECOFIN definition of efficiency, the data presented in this article suggest that apart from Finland and the Netherlands, three new EU-27 member countries, especially the Czech Republic and Slovenia, provide interesting answers to the question about the efficiency of state expenditures in reducing poverty rates.

Geschlechtergerechtigkeit des Einkommensteuersystems: Mythos oder Wahrheit?

Vanessa Mühlböck

Zusammenfassung

Obige Darstellungen stellen einen Vergleich der Steuerbelastung von einigen Familientypen in Österreich sowie in Frankreich dar und zeigen die Beziehung der österreichischen Steuerbelastung zu jener in Frankreich. Aus diesen Vergleichen kann das Argument, das französische Steuersplittingmodell sei familienfördernd und würde auch AlleinerzieherInnen steuerlich entlasten, nicht belegt werden. Das französische Modell fördert vielmehr wohlhabende, kinderlose Partnerschaften mit lediglich einem/r EinkommensbezieherIn. Will man nun tatsächlich Maßnahmen zur Familienförderung und Erhöhung der Frauenerwerbsquote setzen und gleichzeitig AlleinerzieherInnen entlasten, so sei hier der Hinweis gegeben, dass Lehner (2002) die Fertilitätsraten mit den Kinderbetreuungsquoten der unter

3-Jährigen für diverse europäi-sche Staaten verglich. Demnach hat Frankreich eine Fertilitätsrate von 2,01 und eine Kinderbetreuungsquote von 30%. Im Vergleich dazu weist Österreich lediglich eine Fertilitätsrate von 1,4 und eine Kinderbetreuungsquote von 8,8% auf. Da die Steuer-last nach Brutto-bezugsstufen für einen relativ hohen Teil der EinkommensbezieherInnen in Frankreich nicht oder kaum geringer ist als jene in Österreich, scheint es naheliegend, dass vielmehr das Angebot an Kinderbetreuungsstätten familien- und frauenfördernd ist und nicht das System des Familiensplittings. Doch auch das österreichische System der Individualbesteuerung ist nicht gänzlich frei von Ungerechtigkeiten gegenüber Frauen, welche aufgrund der spezifischen Steuerbegünstigungen hervorgerufen wird. Durch die Analyse der Lohnsteuerstatistik konnte diesbezüglich festgestellt werden, dass die Inanspruchnahme von steuerli-chen Begünstigungen stärker durch Männer erfolgt. Auch deren Wir-kungen sind auf-grund der Ausgestaltung als Freibeträge für männliche Einkommensbezieher deutlich höher. So konnte in diesem Zusammenhang gezeigt werden, dass im Bereich der Sonderzahlungen, welche in gleichem Ausmaß bei Männern und Frauen vorzufinden sind, keinesfalls von Gender-Gerechtigkeit gesprochen werden kann, da durch diese steuerliche Regelung die effektive Steuerbe-lastung von Männern im Durchschnitt deutlich stärker gesenkt wird als jene von Frauen. Diese geschlechtsspezifischen Diskrepanzen sind dem Grunde nach jedoch nicht systemimmanent, sondern sind vielmehr auf gegebene, Einkommensbezieherinnen benachteiligende wirtschaftliche Rahmenbedingungen zurückzuführen, die sich letzt-lich in im Durchschnitt niedrigeren Frauenein-kommen manifestieren. Um also den Mythos eines gendergerechten Einkommensteuersystems Wahrheit werden zu las-sen, bedarf es Lösungen des Problems der wirtschaftlichen Ungleichbehand-lung von Frauen gegenüber Männern. Ein wesentlicher Ansatz hierfür ist die Förderung der Erwerbs-tätigkeit und Qualifikation von Frauen, um deren finanzielle Gleichstellung zu ermöglichen, und be-stimmt nicht die Einführung von Steuersplittingmodellen. Nicht umsonst haben die meisten europäi-schen Länder Abstand von der gemeinsamen Veranlagung genommen, um so die Geschlechterunge-rechtigkeit zu reduzieren.

Die CA-Krise 1931 Felix Butschek

Zusammenfassung

Österreich war im Laufe seiner industriellen Entwicklung häufig von Finanzkrisen betroffen. Keine jedoch verursachte derart dramatische Folgen wie die CA-Krise des Jahres 1931. Sie bedeutete den Abschluss eines Anpassungsprozesses, welchem das gesamte österreichische Bankensystem aus-gesetzt war und darin bestand, sich von Dimensionen einer Großmacht auf jene eines Kleinstaates umzustellen. Dass die Geldinstitute dieser Tatsache lange nicht ins Auge blicken wollten, verursachte ihre Verwundbarkeit.

Anfang 1931 schien es, als ob die Weltwirtschaftskrise ihren unteren Wendepunkt erreicht hätte. Der drohende Zusammenbruch der CA, der größten und angesehensten ostmitteleuropäischen Bank, zeitigte derart fatale Folgen im In- und Ausland – insbesondere in Deutschland –, dass sich die Welt-wirtschaftskrise bis 1933 fortsetzte. Daran vermochte auch der Umstand nichts zu ändern, dass eine Insolvenz des Geldinstitutes durch den Bund, die Nationalbank und das Haus Rothschild mit 180 Mio. Schilling aufgefangen wurde. Und letztlich wuchs sich die Bankenkrise zu einer solchen der Währung aus. 1933 musste der Schilling um 28% abgewertet werden.

Gewisse Ähnlichkeiten mit der gegenwärtigen Währungskrise springen ins Auge. Auch die CA wurde, wie die meisten Banken heute, von der öffentlichen Hand aufgefangen. Die Sanierung anderer Geld-institute war zuvor gleichfalls durch Fusionierung versucht worden. Auch Einlagengarantien wurden ausgesprochen. Freilich unterschied sich die Ausgangssituation: Die heutige Finanzkrise folgt auf einen langen Aufschwung und vollzieht sich in einer Wohlstandsgesellschaft, jene der CA resultierte letztlich aus dem Zusammenbruch der k. u. k. Monarchie und in einem Land, das noch durch ver-gleichsweise niedriges Masseneinkommen geprägt war.