



MARKET INSIGHT

November 2016



DAS REFERENDUM IN ITALIEN: WAS STEHT WIRKLICH AUF DEM SPIEL?

Am 4. Dezember werden die italienischen Wähler zu den Urnen gehen, um über ein Verfassungsreferendum abzustimmen. Es wird bei internationalen Beobachtern grosse Beachtung finden. Eigentlich ist das Referendum ein ziemlich technisches Votum mit komplexen Auswirkungen. Doch den lokalen Medien ist es gelungen, es irgendwie zu einer einfachen Vertrauensabstimmung über den amtierenden Ministerpräsidenten Matteo Renzi zu machen. Die jüngsten Umfragen deuten auf eine Ablehnung hin. Worum geht es bei dem Referendum genau und welche Auswirkungen hätte eine Ablehnung auf mittlere Sicht?

Derzeit hat Italien ein perfektes Zweikammersystem mit insgesamt 945 gewählten Mitgliedern, die sich auf Abgeordnete und Senatoren verteilen. Das Abgeordnetenhaus hat die gleichen Befugnisse wie der Senat und Gesetzesentwürfe müssen von beiden Kammern verabschiedet werden, damit das Gesetz in Kraft treten kann. Dieses Zweikammersystem sorgt in Italien für eine gewisse Trägheit bei der Reformierung von Steuern, Gerichtshöfen, Arbeitsgesetzen und anderen rechtlichen Aspekten des Wirtschaftslebens. Der Referendumsvorschlag sieht die Abschaffung des Zweikammersystems vor. Die Macht der Senatoren soll verringert und ihre Zahl reduziert werden. Nicht zuletzt sollen eine Reihe von Funktionen, die derzeit von den Regionen ausgeübt werden, wieder zentralisiert werden, um eine grössere Effizienz zu schaffen. Letztlich wäre die Zustimmung des Senats zu jedem neuen Gesetz nicht mehr erforderlich.

Dieser letzte Änderungsvorschlag hat die Form eines neuen Wahlgesetzes namens «Italicum», das selbst innerhalb der Demokratischen Partei des amtierenden Ministerpräsidenten Matteo Renzi heiss debattiert wird.

Auf den ersten Blick sind die in dem Referendum angegebenen Ziele recht positiv. Sie würden einen effizienteren Gesetzgebungsrahmen schaffen, der Reformen erleichtert. Die Situation ist jedoch anders. Matteo Renzi hat die Reformen von Anfang an personifiziert und zwingt die Wähler damit, ihr Vertrauen (oder Misstrauen) in den amtierenden Ministerpräsidenten auszudrücken. Die europäische Landschaft ist jedoch derzeit vom allgemeinen Trotz der Öffentlichkeit gegenüber den gegenwärtigen Führungsriege, ihrer Politik und der Brüsseler Bürokratie geprägt. Obwohl das Referendum eine Reihe von Vorteilen aufweist, nutzen die Wähler Abstimmungen als Gelegenheit, ihre Establishment-Müdigkeit und die Notwendigkeit eines Wandels zum Ausdruck zu bringen.

Aus der Reformperspektive ist eine Reform des Justizsystems von höchster Dringlichkeit. Dem IWF zufolge kann es bis zu acht Jahre dauern, bis ein Zivilprozess zum Abschluss gebracht wird und die erste, zweite und letzte Instanz durchlaufen hat. In der OECD sind es im Durchschnitt 800 Tage. Diese Verzögerungen zu beseitigen, würde der Ankurbelung des Wachstums in Italien enorm zugutekommen. Die Ineffizienz des Justizsystems kann das gesamte Wirtschaftssystem lahmlegen. Erstens zögern internationale Anleger

aus offensichtlichen Gründen, in einem Land mit einem schwachen Justizsystem und langsamen Gerichten Kapital einzusetzen und zu investieren, da ihr Schutz bestenfalls unsicher ist. Die Kapitalkosten sind höher, da die Investoren den schwachen Durchsetzungsprozess in ihren Prämien berücksichtigen. Dies führt zu wesentlich höheren Zinssätzen bei Krediten für kleine und mittelständische Unternehmen in Italien als in anderen Industrieländern, was ihr Wachstum indirekt belastet.

Sollte das Referendum verabschiedet werden, hätte Ministerpräsident Renzi die nötige Flexibilität, eine Reihe von Veränderungen am Justizsystem vorzunehmen. In Betracht gezogen werden eine Reduzierung der Zahl der Gerichte, höhere Einstiegshürden in Form von höheren Gerichtsgebühren, die aktive Förderung der Schlichtung zur Streitlösung sowie die Digitalisierung der Gerichte, um die Effizienz zu messen und die Ergebnisse zu erfassen. Eine obligatorische Schlichtung wurde zwar 2012 für verfassungswidrig befunden, aber ein Jahr später wurde das Schlichtungsverfahren wieder eingeführt. Diese Möglichkeit wird jedoch kaum noch genutzt, da die Öffentlichkeit nicht gut über diese schnellere und billigere Option informiert ist. Ein effizienteres Rechtssystem dürfte ausländische Direktinvestitionen in das Land ziehen und langfristig das Wachstum fördern.

Aus politischer Sicht könnte eine Ablehnung des Referendums mehrere kurzfristige Folgen haben: Da Ministerpräsident Renzi dieses Referendum



NICOLAS ROTH
CO-HEAD ALTERNATIVE INVESTMENTS

“Sollte das Referendum verabschiedet werden, hätte Ministerpräsident Renzi die nötige Flexibilität, eine Reihe von Veränderungen am Justizsystem vorzunehmen.”

irgendwie in eine Vertrauensabstimmung verwandelt hat, erwähnte er mehrmals, dass er bei einer Ablehnung sein Regierungsamt niederlegen würde. In letzter Zeit hat sich seine Kommunikationsstrategie zwar leicht verändert. Dennoch dürfte er von der Opposition unter Druck gesetzt werden, wenn die Nein-Stimmen die Oberhand gewinnen. Das Extremszenario einer Ablehnung beim Referendum wäre ein Rücktritt von Renzi, gefolgt von Neuwahlen und einem bedeutenden Zugewinn der euroskeptischen Partei Cinque Stelle. Sollte das Referendum angenommen werden, ginge Renzi gestärkt daraus hervor und Italien müsste bis zum Ende der gegenwärtigen Legislaturperiode im Jahr 2018 nicht mehr wählen.

Aus wirtschaftlicher Sicht wäre eine Ablehnung für Italien vermutlich sehr negativ, jedenfalls auf mittlere Sicht. In der Einschätzung der Investoren liegt das Land im Hinblick auf die Investitionsfreundlichkeit und den Gläubigerschutz hinter seinen südeuropäischen Pendanten wie Spanien oder sogar Portugal zurück. Vor allem der Bankensektor des Landes bräuchte dringend eine Justizreform. Die meisten Banken werden von der Last der notleidenden Kredite erdrückt, die für den Verkauf an einen nicht existierenden Sekundärmarkt bereitstehen. Einige wenige ins-

titutionelle Anleger sind zwar in Italien aufgetreten, um notleidende Kredite zu kaufen. Die eingesetzte Kapitalmenge reicht jedoch bei Weitem nicht aus, um das 340 Mrd. EUR schwere Problem anzupacken, mit dem die Banken kämpfen. Da die Aufarbeitung fauler Kredite stark vom Zugang zu einem funktionierenden Justizsystem und der Fähigkeit abhängt, Verträge durchzusetzen, fällt es schwer, sich eine signifikante Verbesserung an dieser Front vorzustellen, wenn nicht vorher massive Reformen durchgeführt werden.

Der entscheidende Faktor bei diesem Referendum ist das Vertrauen. Werden die italienischen Wähler Vertrauen in Ministerpräsidenten Matteo Renzi zeigen oder seiner Politik und der gegenwärtigen Regierung eine Absage erteilen? Bei Anlegern würde eine Zustimmung als Fortsetzung der gegenwärtigen Politik gesehen und zeigen, dass das Land das Zeug zur Reform seiner Institutionen hat. Eine Ablehnung würde dagegen den Glauben der Anleger in die Fähigkeit Italiens untergraben, die dringend benötigten Reformen umzusetzen, und in einem Vertrauensverlust und dem Verlust der Fähigkeit resultieren, das Land voranzubringen.

WICHTIGER HINWEIS - Dieses Dokument wird von der REYL & Cie Holding AG oder / und einem ihrer Organe (im Folgenden „REYL“ genannt) herausgegeben und dient lediglich zu Informationszwecken und ist für die interne Verwendung bestimmt. Diese Dokument stellt weder eine persönlich Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Der Inhalt ist nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Er darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist. Alle Anlageentscheidungen liegen in der alleinigen Verantwortung des Empfängers und stützen sich ausschliesslich auf die Einschätzung seiner persönlichen Umstände sowie seiner eigenen Interpretation der Informationen. Die Informationen und Daten dieses Dokuments stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert REYL, ihre Verwaltungsratsmitglieder, Direktoren, Mitarbeiter, Vertreter und Aktionäre, weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die zukünftige Wertentwicklung. Das Dokument wurde von einer Abteilung erstellt, die nicht der organisatorischen Einheit der Finanzanalyse unterstellt ist. REYL unterliegt unterschiedlichen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, und es kann vorkommen, dass möglicherweise daher Wertpapiere und Anlageprodukte nicht in allen Rechtsordnungen und /oder für alle Personen angeboten werden können. REYL hat nicht die Absicht, Wertpapiere und Anlageprodukte in Ländern und Rechtsordnungen anzubieten, wo dies rechtlich und aufsichtsbehördlich untersagt ist. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich lokal zu informieren.