

Derivatmarkt steht am Scheideweg – Weshalb versagten die ausgefeilten Regelwerke der Regulatoren? – Politik trägt Mitverantwortung

Staats- und Marktversagen gemeinsam heilen

Von Mario Koglin

Warren Buffett hat es uns nicht nur einmal gesagt: Derivate seien finanzielle Massenvernichtungswaffen und potenziell tödlich sowohl für deren Händler als auch das gesamte Wirtschaftssystem – nachzulesen im Jahresbericht 2002 der Berkshire Hathaway. Das derivative Genie (genauer der «Djinni», also ein unsichtbarer Geist) sei aus der Flasche entwichen, und die Regulatoren – namentlich Zentralbanken und Regierungen – seien unfähig, diesen zu überwachen, geschweige denn zu kontrollieren.

Im Nachhinein schien selten eine Prognose so treffsicher zu sein wie diese nur wenige Jahre vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise abgegebene Warnung. Zu vergleichen ist sie höchstens mit Nostradamus' genialer Voraussage (1555) der Ermordung des französischen Königs Heinrichs II. (1559) durch den Hauptmann seiner schottischen Leibgarde. Inzwischen wissen wir freilich: Der Mann (Nostradamus) wusste etwas und wollte nicht zuletzt den König vor einer Verschwörung warnen.

Gilt dies auch für Buffett und andere? Zweifellos. Von dem altruistischen Multimilliardär darf man getrost annehmen, dass er nicht nur die Vernetzungsfahren der globalisierten Welt gut kannte. Der ehemalige Rückversicherungsmanager illustrierte auch gleich einige der von ihm identifizierten Transmissionsmechanismen. Besonders die Konzentration von Kreditrisiken in den Händen weniger Akteure brandmarkte er als Gefahrenpotenzial einer Weltwirtschaftskrise.

Warren Buffetts weise Warnung

Nicht zuletzt verwies er auch auf das latente Vertrauensproblem, das durch die Mark-to-Market-Bewertung der Risikopositionen aufgebaut werde. Diese in der Regel auf Modellrechnungen beruhenden Bewertungsansätze könnten in Absenz von handelbaren Marktpreisen schnell zu Märchenpreisen (Mark to Myth) degenerieren. Hoch aktuell ist auch seine Warnung, dass der endgültige Wert derivativer Kontrakte, sofern sie nicht besichert oder garantiert sind, von der Kreditwürdigkeit der Handelspartner

abhängen. Eigentlich ist das eine Binsenweisheit, wie zurzeit nicht nur mancher Privatkunde verbittert feststellen muss.

Aber waren nicht gerade viele Produkte häufig als 100% kapitalgarantiert etikettiert oder sogar mit dem Höchstrating Triple-A versehen, von den hypothekenbesicherten Mortgage-backed Securities ganz zu schweigen? Wie kann es sein, dass Regulatoren, Aufsichtsbehörden, Auditoren, Revisoren, Risikomanagement, professionelle Finanzdienstleister, Consultants, Advisory Desks, Kundenberater usw. diese berechtigten Warnungen so ausser Acht gelassen haben? Und haben sie das wirklich? Nein, das haben sie mitnichten. Von Mitschuld freizusprechen sind sie deshalb noch lange nicht.

Viele Regelwerke sind gerade infolge der nicht nur von Buffett frühzeitig artikulierten Besorgnis (vgl. FuW Nr. 71 vom 7. September 2005) sowie eingedenk des Worldcom- und des Enron-Skandals implementiert worden. Doch weshalb versagten die neu eingeführten internationalen Buchhaltungsregeln IFRS für kotierte Gesellschaften, die in Basel minutiös ausgehandelten strengen Kapitaldeckungsvorschriften für Banken und die stringenten Solvabilitätsregeln für Versicherungsgesellschaften, Standesregeln und Prospekttrichtlinien usw. in dieser Krise so jämmerlich, dass die Schutzbefohlenen der allzu häufig selbstmandatierten Regulatoren erneut allein im Regen stehen?

Die aktuelle Marktlage erheischt eine Grundsatzbetrachtung des Funktionierens von strukturierten Produkten. Der Autor besitzt weder den Anspruch noch die Kompetenz, diese vollständig und richtig darzustellen. Vielmehr geht es darum, einige Tatsachen in Erinnerung zu rufen und Denkanstösse in die Diskussion um Regulierung und Verantwortung einzubringen. Es fällt zunächst auf, dass diejenigen, die die politische Verantwortung für die verfehlte Regulierung bei ungebremst vorangetriebener Globalisierung tragen, heute möglichst lautstark nach Schuldigen suchen. Bei unseren nördlichen Nachbarn galt schon immer der Grundsatz: Von Anlegern bis Bankdirektoren ist jeder verdächtig. Komischerweise sind die mit der Aufsicht betrauten Stellen bisher kaum in den Fokus öffentlicher Kritik

geraten, von ihren obersten Dienstherren ganz zu schweigen. Dabei hülfe ein Blick über die Grenzen zu verstehen, was spätestens wann mit dem existierenden Regelwerk, einem bisschen Marktkenntnis und gesundem Menschenverstand an Schaden hätte begrenzt werden können.

Ein genaueres Hinsehen deckt auch Ungereimtheiten in den Regelwerken selbst auf. So setzte die erst 1988 in Kraft getretene Kapitaldeckungsvorschrift Basel I entscheidende Anreize für das Aufblühen der Verbriefungsindustrie. Basel II, in der wohlfeilen Intention diese Fehlregulierung zu korrigieren, bewirkte de facto eine Risikoverschiebung zugunsten privater Immobilienkredite. Eine Lektüre von Forschungsberichten – sie sind auf den Internet-Seiten der Aufsichtsbehörden zu finden – beweist, dass dieses Problem schon Anfang der Jahrtausendwende, noch vor Inkraftsetzung der neuen Regulierung, erkannt worden ist.

Zeitzeugnis der Geschichte

Es geht nicht um Häme oder gar Schuldzuweisungen. Vielmehr muss der Schock der Lehman-Pleite als Leitfaden zur Gesundung des Gesamtsystems verarbeitet werden. Das sind wir nicht nur den geprellten Investoren, sondern auch vielen kompetenten und unbescholtenen Mitarbeitern und Kollegen schuldig. Der zutiefst bedauerliche Untergang des US-Giganten ist auch insofern lehrreich, als dass sich hiesige Advisory Desks, Vermittler und Zulassungsbehörden die Frage gefallen lassen müssen, zu welchem Zeitpunkt es spätestens angemessen gewesen war, die florierenden Geschäftsbeziehungen zum Schutze von Investoren und Branchenimage einzuschränken.

Fangen wir aber beim Anfang an: Die erfreulich geräuschlose und flinke Übernahme der angeschlagenen US-Investmentbank Bear Stearns durch den amerikanischen Branchenprimus J. P. Morgan hatte uns alle in dem (Irr-)Glauben bestärkt, das Bankensystem sei robust genug, um solche Fälle in Eigenregie oder in konzertierter Aktion mit der zuständigen Zentralbank zugunsten von Gläubigern und der Gemeinschaft zu lösen. Warum sollte sich diese Übernahmefähigkeit im Falle der Fälle nicht auch für die

anderen, deutlich solider dastehenden US-Investmentbanken auftun? Gerade Lehman zog mit dem hoch effizienten Geschäftsmodell den Neid aller Rivalen auf sich und hätte folglich ein höchst attraktiver Übernahmekandidat sein müssen. Wenig Grund also zur Beunruhigung?

Die Credit Spreads, also die individuellen Risikoaufschläge auf den von einem Schuldner am Kapitalmarkt zu entrichtenden Interbankenzins (Swapsatz), sprachen seit geraumer Zeit eine andere Sprache. Die Grafik unten verdeutlicht die Entwicklung dieser – hier aus Credit Default Swaps (CDS) abgeleiteten Credit Spreads für Lehman Brothers.

Auch dem ungeübten Auge kann kaum entgehen, das sich die Risikoaufschläge seit geraumer Zeit deutlich über dem Branchendurchschnitt bewegten. Hinzu kam, dass die Spreads für kurze Laufzeiten bereits seit Jahresfrist auf quasi gleichem Niveau handelten wie für längere Laufzeiten, denen ja zumindest theoretisch mehr Risiko inhärent wäre. Überträgt man nun einzelne Datenpunkte für jede Restlaufzeit in ein Laufzeit-Spread-Diagramm, erhält man eine sogenannte Spread-Term-Analyse (vgl. zweite Grafik unten).

Alarmzeichen CDS-Inversion

Nach einer ersten episodenhaften Explosion mit ausgeprägter Inversion (kurzfristige Spreads höher als langfristige) fielen die Spread Terms spätestens im Frühsommer Juni 2008 völlig aus dem Rahmen. Ein kurzfristiges Geldmarktpapier zahlte nun schon 130 Basispunkte (Bp) mehr als eine fünfjährige Floating Rate Note des gleichen Schuldners! Das war nicht nur ein deutliches Zeichen für akute Geldknappheit und offenkundig fehlende Refinanzierungsmöglichkeiten bei der eigenen Zentralbank. Für das geübte Auge eines Kreditrisikomanagers war diese invertierte und stetig weiter auseinanderdriftende Spread-Kurve ein untrügliches Signal für das Risiko einer bevorste-

henden Zahlungsunfähigkeit. Der Markt antizipierte also nicht nur das erhöhte systemische Risiko des reinen Investment-Banking-Ansatzes (vgl. Morgan Stanley und Goldman Sachs), sondern auch das spezifische Risiko von Lehman.

Aus Konkurrenzsicht betrachtet mussten die kurzfristigen Credit Spreads kurz vor einem Kreditereignis zwangsläufig überproportional steigen, da im Konkursfall alle Gläubiger gleichen Ranges zum einheitlichen Liquidations- bzw. Schrottwert bedient werden. Denn somit wird es für Risikoarbitrageure rational, die viel höher diskontierten Langläufer gleicher Qualität aufzukaufen respektive überkotierte kurzlaufende Papiere abzustossen.

Diese Informationen waren nicht nur öffentlich, sondern quasi in Echtzeit jedem interessierten Risikomanager zugänglich. Die meisten global aktiven Banken und professionell geführten Geldmarktfonds reagierten schnell und geräuschlos. Schon nach der ersten Inversionsepisode im Frühjahr ergingen fast überall die interne Anweisung, Lehman-Risiken abzubauen, und das strenge Verbot, neue Positionen einzugehen.

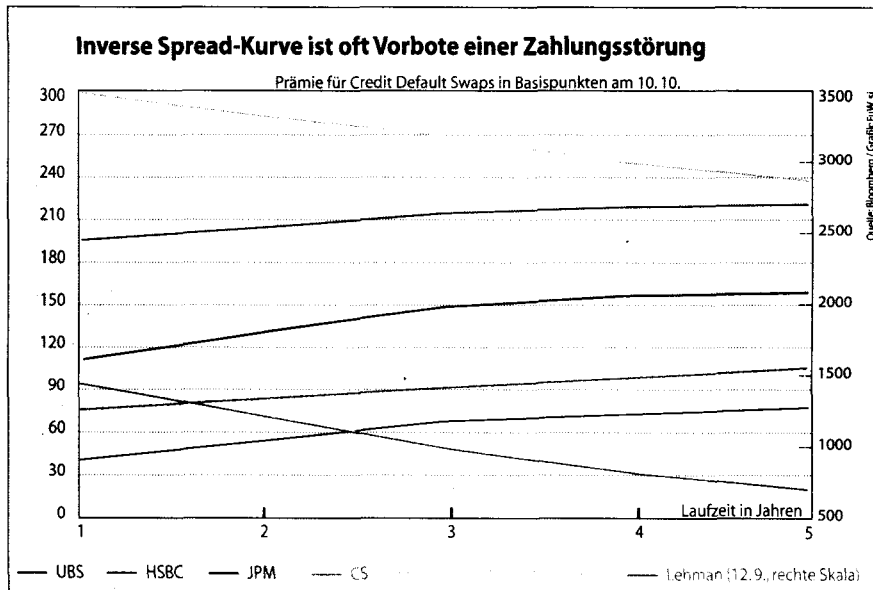
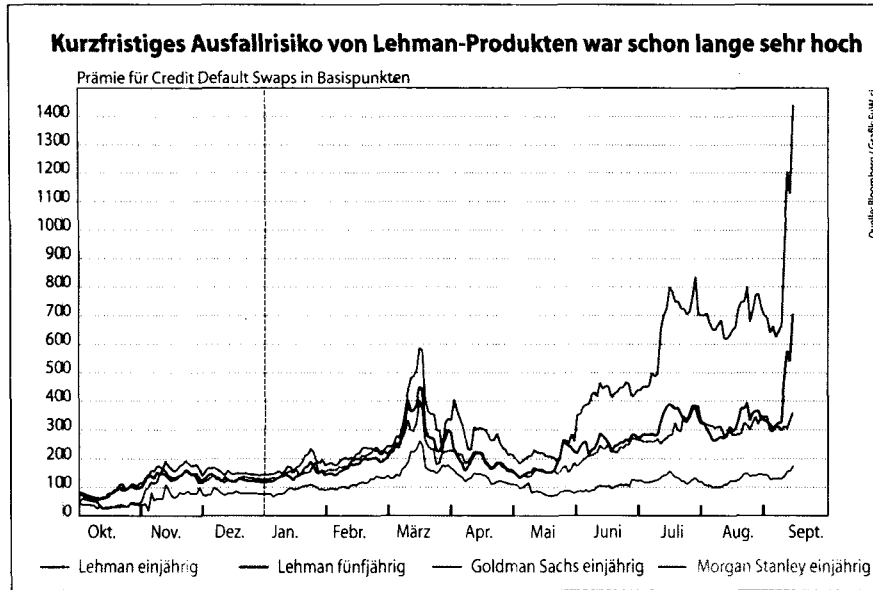
Die zum Branchendurchschnitt vergleichsweise hohen Spreads hatten aber einen angenehmen Nebeneffekt: Die am Kapitalmarkt zunehmend gemiedene bzw. mit hohen Risikoaufschlägen arbeitende Investmentbank konnte über ihr florierendes Geschäft mit Geldmarkt- und strukturierten Produkten hochattraktive Konditionen bieten, denen kaum einer ihrer reputierlichen Konkurrenten gewachsen war. Mit angenommenen Refinanzierungskosten von 400 Bp über dem Swapsatz (Libor) im Frühsommer war sie einer sich zu Libor plus 80 refinanzierenden Doppel-A-Bank um 3,2 Prozentpunkte jährlich überlegen. Basierend auf dem Satz von 3% betrug der Preis eines einjährigen Zero Bond (Anleihe mit 0%-Coupon) der Doppel-A-Bank 96,3%, aber nur 93,45% für Lehman.

«Hochattraktive» Strukturierte

Ein hübsches Differenzial, das sich beliebig in Marge, Retros, tiefere Preise, höhere Coupons und bessere Partizipationsrate aufteilen lässt: Verständlich, dass bei solchen Preisunterschieden in a priori gleichen Produkttypen nicht jeder ausreichend Vorsicht walten liess und das Emittentenrisiko zumindest für kurze Laufzeiten und Produkte ohne explizite Kapitalgarantie (z. B. Reverse Convertibles) unter Umständen in Kauf nahm.

Einen Haken hatte die Sache allerdings: Der anschliessende Sekundärmarktpreis war eben auch um diesen Abschlag preiswerter als ein vergleichbares Konkurrenzprodukt. Besonders hart traf dies Investoren, die den Vorteil der höheren Credit Spreads weder in Preisnachlässen noch in Partizipationsraten vergütet bekamen, weil sie ihr Produkt bereits vor Jahresfrist erworben hatten. Wies ein Lehman-Produkt mit zweijähriger Laufzeit im Oktober 2007 noch einen Credit Spread von 80 Bp auf, so betrug dieser Ende des Jahres schon das Doppelte, gegen Ostern das Vierfache. Man stelle sich den Schock der Investoren vor, die ein länger laufendes Garantieprodukt, z. B. eine auf der Strategie der Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) beruhende Fund-linked Note (vgl. FuW Nr. 80 vom 13. Oktober 2007), dieses Emittenten im Portfolio hielten.

Die Grafik auf der übernächsten Seite vergleicht die Marktpreisentwicklung eines fünfjährigen Zero Bond auf Swapbasis (Constant Maturity Swap) und eines Zero Bond von Lehman Brothers. Abgebildet sind auch der fünfjährige Swapsatz (Libor) und der Credit Spread (aus CDS hergeleitet) von Lehman. Wollte die Bank zumindest ihrem Versprechen eines liquiden Sekundärmarktes nachkommen, konnte sie sich bestenfalls zur roten Preislinie refinanzieren, der dem Libor-Modell zugrunde liegende Preis war also im besten Buffett-Sinn zum «Märchenpreis» verkommen. Wo solche Garantie-



produkte belehnt worden sind, dürften die für die Lombardkreditvergabe Verantwortlichen schon lange keine ruhigen Nächte mehr gehabt haben.

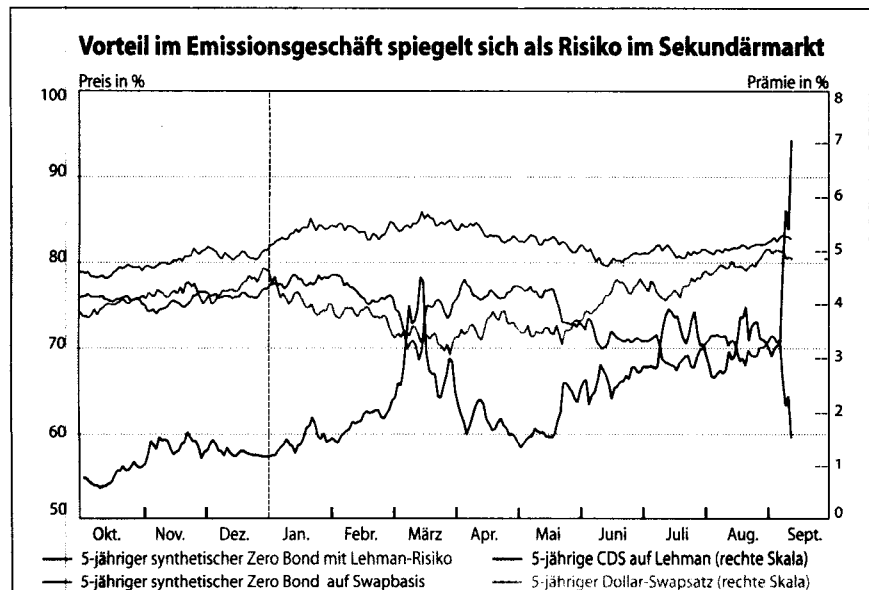
Spätestens jetzt wurden auch die optimistischsten Geschäftspartner stutzig. Denn diesen für Investoren so offenkundig «schlechten» Sekundärmarktsservice lastete die Kundschaft ihnen als Berater respektive Vermittler des Produkts an. Aber sollte man diese zum verlusthaften Verkauf drängen, wenn doch das Aushar-

ren in der Position Hoffnung auf Besserung oder gar eine wundersame Heilung des Patienten à la Bear Stearns verhieß?

Die Einsicht kam zwar spät, aber immerhin besser spät als nie, könnte man einwenden, denn im serviceunsensiblen Umfeld öffentlicher Gläubiger fiel dieses Manko noch weniger auf: Obwohl zu Sommeranfang in einigen europäischen Ländern die Alarmglocken nun auch bei den Aufsichtsbehörden oder den Staats-tresorerien läuteten, ging die regulatori-

sche Arbitrage des Traditionshauses in seinen früheren Stammländern bis zum Schluss lustig weiter: Geschützt durch das Versprechen des deutschen Einlagen-sicherungsfonds wurden die hochrentier-lichen Schulscheindarlehen des nach al-len Spielregeln des Kreditgeschäfts klinisch toten Patienten noch zu Milliarden-summen an den Mann gebracht.

Ein gutes Geschäft für beide Seiten: für die Emittentin, da sie mit den zusätz-lichen, jeden Abend nach New York



transferierten Liquiditätspritzen ihre Beatmungsmaschine weiter finanzieren konnte, für die Investoren, da diese ja tatsächlich durch den Einlagensicherungsfonds aller deutschen Banken geschützt hochrentierende Rentenpapiere quasi ohne Kreditrisiko erwerben konnten.

Fachleute in die Aufsicht!

Es muss die Frage gestattet sein, ob ein beherztes Eingreifen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – ob durch Autorität oder vertrauliche Information – nicht hätte den Riegel verschieben und somit zumindest die Höhe des Schadens für die solidarisch haftenden Banken begrenzen können. Nicht zu sprechen von den vielen geprellten Kleinanlegern, die im deutschen Rechtsstaat zwar ihre Kapitalgewinne versteuern müssen, für ihre Verluste jedoch keinerlei Abzugsmöglichkeiten haben. Es mutet geradezu unheimlich an, wenn in einem EU-Beitrittsland der Verkehrsminister aufgrund eines Busunglücks zurücktritt, in Europas grösster Volkswirtschaft aber ein zweistelliger Milliardenverlust (davon ein Gutteil bei der öffentlichen Hand) keine Konsequenzen für Spitzenbeamte oder deren politische Dienstherren auslöst.

Freilich, wer im Glashaus sitzt, sollte

nicht mit Steinen werfen: Auch manches Advisory Desk von Kantonalbanken über Privatbanken bis hin zu Zulassungsstellen und Eidgenössischer Bankenkommission wird sich die Frage nach ihrer Reaktivität gefallen lassen müssen. Denn, und dies sei zur Ehre des hiesigen Finanzplatzes gesagt, viele Kontrahenten hatten die Gefahr im Verzug erkannt und drängten ihre Geschäftsbeziehungen mit amerikanischen Bankhäusern zunehmend auf einen Swap des Emittentenrisikos.

Lerneffekte hüben und drüben

Immerhin scheinen die Adressaten Schlüsse gezogen zu haben. Vergleicht man die invertierten Spread Terms von Lehman Anfang September mit denen der isländischen Banken von Anfang Oktober, drängt sich ein Analogieschluss auf: Die Reaktion diverser Regulatoren, das bestehende Inlandvermögen zum Schutz der Gläubiger sicherzustellen, ist daher ein richtiger und notwendiger Eingriff in die Kapitalfreiheit, zumal die hiesige Kundschaft wohl kaum auf eine solidarische Haftung der isländischen Banken oder Regierung bauen kann.

Die Zukunft des Marktes für Finanzanlagen spielt also bei weitem nicht nur im Derivatbereich. Regulatoren, Auditoren und Banker haben das Vertrauen ge-

meinsam verspielt und können es nur gemeinsam wiederherstellen. Einseitige Schuldzuweisungen der Politik sind genauso fehl am Platz wie der reflexhafte Ruf nach stärkerer Regulierung.

Ungeachtet dessen gilt auch für die beste Regulierung: Solide Ausbildung, Forschung und Lehre, Wissensvermittlung, Kommunikation und Kompetenz sind die besten Heilmittel gegen das zu beobachtende Markt- und Staatsversagen. Das gilt für Risikomanagement genauso wie für Aufsicht, Berater und Investoren. An eigenen Propheten wie Pierre Mirabaud, Präsident der Schweizerischen Bankiervereinigung, fehlt es nicht. Er leitete bereits 2004 eine Bildungsinitiative ein; das so angestossene Swiss Finance Institute ist seit Anfang 2006 aktiv.

In diesem Sinne sollte der Finanzplatz Schweiz seine Hausaufgaben schnell und überzeugend machen, um sich in der Finanzwelt von morgen erneut eine Spitzenposition zu sichern. Dies wird umso mehr angebracht sein, falls Verstaatlichung und unkontrollierbare Überregulierung die einzigen Antworten aus Brüssel und Washington bleiben.

Mario Koglin ist internationaler Kapitalmarktspezialist mit langjähriger Erfahrung im Bereich Aktien, Fonds und Festverzinsliche.