

BILD: ISTOCKPHOTO

MICHAEL BRENNAN

«Mehr Eigenkapital ist nötig»

Am 7. Oktober, mitten in der grössten Bankenkrise seit 80 Jahren, hält Professor emeritus der UCLA Anderson School und der London Business School Michael Brennan morgens um 7 Uhr bei der ZKB im Steinfels-Areal eine Vorlesung für das Swiss Finance Institute zu «The Mispricing Return Premium». Vor einer den Umständen entsprechend grossen Zuhörerschaft breitet Brennan seine statistischen Formeln aus. Ein Professoren-Kollege im Publikum fordert ihn mit einigen Fragen zu kleinen intellektuellen Scharmützeln heraus.

Wie viele der übrigen Zuhörer die Ausführungen wirklich bis ins Detail verstanden haben, bleibt ungewiss. Aber eines ist klar: Beeindruckt sind alle und wer nicht verstanden hat, will dies nicht zugeben.

Ein ungutes Gefühl

Auf die Frage, was einem Finance-Professor durch den Kopf geht, wenn er das gegenwärtige Desaster in der Finanzbranche betrachtet, wird Brennan nachdenklich und gibt zu, dass ihn ein ungutes Gefühl beschleicht. «Denn eine wichtige Ursache von dem, was im Moment geschieht, ist ein naives Vertrauen in ökonomische Modelle.

«Wir leben nun einmal nicht in einer statistischen, sondern in einer epochalen Welt», sagt er, der einst Assistent bei Myron Scholes war, dem Mitbegründer des Optionspreismodells. «Statistische Modelle mögen in normalen Zeiten meistens funktionieren. Aber wer sich voll auf sie verlässt, wird Probleme bekommen, wenn ein historisch neues Ereignis auftritt. Modelle basieren immer auf Zeitreihen, gewonnen aus Vergangenheitsdaten. Diese setzen sich aber in der Realität nicht immer in die Zukunft fort.

Die Subprime-Krise entstand aus einem Ereignis, das noch in keiner Sta-

Der Finance-Professor Michael Brennan über die **desaströsen Auswirkungen der Modellgläubigkeit der Finanzbranche**, über Irrtümer bei CDO und Ratings sowie über Wissensgräben innerhalb der Banken.

CLAUDIA GABRIEL

tistik vorkam: Sehr starke Rückgänge der Häuserpreise in den USA kombiniert mit ganz anderen Standards für die Hypothekenvergabe als je zuvor».

«Modelle sind wie Generäle»

Als Einwohner Kaliforniens sei ihm der rasante Anstieg der Häuserpreise in den vergangenen Jahren stets als aussergewöhnlich präsent gewesen. «Vielleicht haben das die Einwohner anderer Staaten weniger gemerkt. Aber: Die nächste Krise ist immer anders als die vorhergehende. Modelle sind wie Generäle, immer für den letzten Krieg vorbereitet, nicht für den nächsten», sagt er und lacht.

«Modelle sind gut für Akademiker. Das war immer meine Meinung. Mich hat erstaunt, wie sich die Finanzbranche in letzter Zeit sozusagen engros akademische Modelle einverleibt hat, um sie von Doktoren der Mathematik und der Physik weiterentwickeln zu lassen. Stellenweise ging dabei der gesunde Menschenverstand verloren.»

Was die Banken tun können, um die Balance zwischen finanzwissenschaftlichen Modellen und dem gesunden

Menschenverstand wieder herzustellen? «Es gibt Ansätze einer Verständnis- lücke zwischen den markterfahrenen Leuten an der Spitze von Banken und den Spezialisten der Finanzwissenschaft in den tieferen Chargen.

Während die Bankspitzen nicht immer verstanden, wie «ihre» Geldströme zustande gekommen waren, waren sich die Spezialisten nicht immer bewusst, dass sie nur mit Modellannahmen jonglierten. Mathematiker, Physiker und andere Naturwissenschaftler sind statistische Systeme gewohnt, die sich in vorhersehbarer Weise verhalten – nicht wie die Märkte.»

Brennan geht nun davon aus, dass in nächster Zeit die Eigenkapital-Ausstattungen erhöht werden und weniger Fremdkapital zum Einsatz kommt. «Und vielleicht werden wir weniger von diesen schicken strukturierten Produkten mit Tranchen sehen, wie Collateralized Debt Obligations (CDO). Sie haben das Problem, dass man sie nur mit einem mathematischen Modell, in dem gewisse Annahmen getroffen werden, bewerten kann. Wer damit Geschäfte macht, maximiert gewissermassen seine Abhängigkeit von den Modellen.»

«Tranchieren erschwert die Diversifikation»

Die nun als Mitverursacher der Finanzkrise kritisierten Kreditverbriefungen CDO poolen verschiedene Kredite und teilen dieses Portefeuille auf in Tranchen mit unterschiedlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten (und Ratings). Kommt es auf einem oder zwei unterliegenden Krediten zum Zahlungsausfall, erleiden zuerst die Besitzer der am schlechtesten gerateten Tranche Verluste, kommt es zu mehr Ausfällen, spüren es die Investoren der am zweitbesten eingestufteten usw., die Anleger in der Tranche mit dem

höchsten Rating sollten nur dann zu Schaden kommen, wenn es bei sehr vielen der unterliegenden Kredite zum Zahlungsausfall kommt.

Der Flaschenhals, um neue CDO lancieren zu können, ist der Verkauf der Tranchen mit den schlechten Ratings. In der Folge behielten manche Emittenten von CDO diese hoch riskoreichen Tranchen entweder auf den eigenen Büchern oder fassten sie in neue CDO zusammen (Squares, Cubes). Auch diese neuen CDO hatten Tranchen mit Ratings von AAA, A, BBB usw., doch mit einem deutlich höheren Risiko eines Totalverlusts als eine «gewöhnliche» Obligation, bei der stets mit einer Konkursdividende in einer gewissen Grösse gerechnet wird. Zudem wurden diese Tranchen hyperempfindlich gegenüber selbst geringen Ausfällen in den ursprünglichen CDO.

Die traditionellen Methoden der Bond-Portfolio-Diversifikation, die sich u. a. auf Ratings abstützen, erwiesen sich im Falle solcher Tranchen als untauglich. Und noch schlimmer: Laut den Regeln von Basel II mussten solche Tranchen auf den Büchern der Banken nur mit dem ihrem Rating entsprechenden Eigenkapital unterlegt werden, obwohl in Anbetracht des relativ hohen Risikos eines Gesamtverlustes wahrscheinlich eine 100-prozentige Eigenmittel-Unterlegung angebracht gewesen wäre.

Die Message von Brennan deshalb: Die Tranchierung erschwert oder unmöglich macht die Diversifikation von Bond-Portefeuilles, während die Eigenmittelvorschriften unter Basel II sich zu sehr auf Ratings verlassen und die Portfoliotheorie ignorieren.

Bessere Sicherheiten gefragt

Auf die Frage, ob es nicht nötig wäre, die Liquiditätsrisiken vermehrt in Modellen zu erfassen, wiegelt Brennan ab. Liquidität sei ein amorphes Konzept, man müsse Finanzierungsliquidität – die Fähigkeit einer Bank, sich zu refinanzieren –, unterscheiden von der Marktliquidität, nämlich der Fähigkeit, eine Wertschrift jederzeit ohne Marktverzerrungen in beliebiger Menge handeln zu können.

Die heute problematische Finanzierungsliquidität habe vor allem mit dem Vertrauen in die Gegenpartei bzw. in die Besicherung zu tun. «Die

Branche braucht bessere Sicherheiten. Ein Vertrauensverlust geschieht nicht wegen Positionen, die mit viel Eigenkapital unterlegt sind, wo alle wissen, dass selbst bei einem Preiseinbruch noch Kapital vorhanden ist. Wenn aber nur 3 Prozent Eigenkapital unterlegt sind, das Zinsrisiko zwar «verkauft»

Michael Brennan

«Basel II verlässt sich zu sehr auf Kreditratings und ignoriert die Portfolio-Theorie.»

wurde, aber noch etwas Kreditrisiko auf den Büchern steht, dann machen sich plötzlich alle Sorgen um das Eigenkapital dieser Bank und wollen ihr nichts mehr leihen – voilà das Finanzierungsrisiko.»

Was Brennan speziell Sorgen bereitet? Das makroökonomische Bild der USA: «Ich habe es zwar nicht untersucht, aber die auf null gesunkene Sparquote der Haushalte hat etwas mit der Krise zu tun. Wer kaum noch persönliches Eigenkapital besitzt, wird viel eher auf seiner Hypothek zahlungsunfähig. Zudem wirken die Budget-Verpflichtungen der Regierung heute viel bedrohlicher.

Mittlerweile kann man Credit Default Swaps auf US-Treasury-Bonds kaufen. Sie kosten 25 Basispunkte. Die Leute machen sich also tatsächlich

Sorgen um einen Staatsbankrott der USA. Ich selber sorge mich seit Jahren um die Leistungsbilanz. Erst noch waren die Vereinigten Staaten die weltgrösste Gläubigernation. Nun sind sie der weltgrösste Schuldner, rapide zunehmend. China sollte vernünftigerweise sein Erspartes in die Entwicklung des eigenen Landes stecken, statt es den Amerikanern auszuleihen, die damit fette Geländewagen kaufen.

Aber natürlich haben die Chinesen ein Interesse daran, sowohl den Export-Strom in die USA als auch ihr bestehendes Investment in Treasury Bonds zu schützen. Es gibt nur eine einfache Lösung für das Problem: Wir verkaufen Alaska den Chinesen, mit-samt Sarah Palin (lacht).»

Am Schluss des Treffens drifft das Gespräch wieder hin zu den jungen Naturwissenschaftlern in den Banken. Und dazu, dass man sich in den USA mittlerweile Sorgen macht, weil die Finanztheorie an den Universitäten gegenüber der Bankbetriebswirtschaftslehre ein erdrückendes Übergewicht erhalten hat – nicht unähnlich manchen aktuellen Diskussionen in der Schweiz (vgl. SB 10/08). «

Michael Brennan ist Mitglied des International Scientific Council des Swiss Finance Institute. Zu seinen Titeln gehören ein Ph.D. in Business vom MIT, ein MBA in Management von der University of Pittsburg und einen B.Phil in Economics von der Oxford University.

