



advisory services
portfolio management
corporate finance

„KLAGEN SIND DIE GRÖSSTEN RISIKEN“

Prof. Dr. Heinz Zimmermann*

Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel,

Mitglied des Verwaltungsrates der Remaco Merger AG und der Internationalen Treuhand AG

* In einem Interview mit der Handelszeitung vom 18. März 2008

„KLAGEN SIND DIE GRÖSSTEN RISIKEN“

HEINZ ZIMMERMANN Der Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel befürwortet eine Abspaltung des Investment Banking von den anderen Geschäftsbereichen. Er erwartet noch mehr Hiobsbotschaften aus dem Finanzsektor und denkt, dass zwei schlechte Aktienjahre bevorstehen.

Der Aktienmarkt hat auf die jüngste Liquiditätszufuhr der Nationalbanken positiv reagiert. Wie nachhaltig ist die Aktion?

Heinz Zimmermann: Die Wirkung hat genau einen Tag hingehalten.... Aber das ist nicht einmal das Hauptproblem. Viel mehr zu denken geben muss, dass es sich dabei ja gar nicht um kurzfristige Liquiditätsspritzen für das Bankensystem handelt, wie häufig geglaubt wird, sondern faktisch um eine permanente Erhöhung der Geldmenge! Die Zentralbanken belehnen im Rahmen dieser Aktion völlig illiquide Wertpapiere und Forderungen, darunter Mortgage Backed Securities, die in absehbarer Zeit weder zurückgekauft noch am Markt veräussert werden können. So werden Liquiditäts- und im schlechtesten Fall wohl auch Kreditrisiken auf das Zentralbankensystem übertragen. Das kann nicht die Aufgabe der Zentralbanken sein. Ob dies langfristig das Vertrauen in die Geldbehörden stärkt, möchte ich bezweifeln.

Was meinen Sie damit?

Zimmermann: Die wiederholt als kurzfristige Liquiditätsspritzen bezeichneten Rechnungen schaffen aus den erwähnten Gründen ein erhebliches Inflationspotential. Verbunden mit den wenig ermutigenden konjunkturellen Aussichten in den USA kann

„Das Gegenparteienrisiko ist zwar erhöht, befindet sich aber nicht im roten Bereich.“

dies zu einer Stagflation führen, die noch dadurch verstärkt wird, als die Leute erst mit der Zeit die Preiserwartungen nach oben korrigieren. Das kann in den nächsten ein, zwei Jahren zu stark rezessiven Tendenzen führen.

Kann man sagen, dass die ganze Krise ein Produkt der Finanzindustrie war und die Ursache die Kreditderivate?

Zimmermann: Viel unmittelbarere Ursache ist die Hypothekarverschuldung der amerikanischen Bevölkerung und die intransparente Verbriefung dieser Schulden, welche dazu geführt hat, dass die damit verbundenen Probleme exportiert werden konnten. Ernüchternd ist, dass auf diese Weise genau das Gegenteil dessen erreicht wurde, was man wollte: Nämlich eine bessere Verteilung der Risiken. Stattdessen sind offensichtlich die Risiken in Häusern gelandet, welche diese Risiken unterschätzt und ihre Risikokapazität überschätzt haben. Das ist ein Lehrstück, wie moderne Finanzmärkte nicht funktionieren sollten.

Könnte man das auf den Retailbereich übertragen?

Zimmermann: Letztlich sind es vielleicht zehn global tätige Investmentbanken, die von dieser Krise betroffen sind. Die Versicherungen sind interessanterweise viel weniger davon betroffen. Im Retailbereich sind die Risikoträger bei den strukturierten Produkten viel breiter diversifiziert.

Sie haben ein höheres Exposure der Versicherungen erwartet?

Zimmermann: Ja, weil diese beim Transfer alternativer Risiken, wozu die Kreditrisiken zählen, eine sehr wichtige Rolle spielen und nach denselben internationalen Rechnungslegungsnormen reporten wie die Banken. Es ist ein Zeichen, dass sie wahrscheinlich in dem Markt doch vernünftiger Engagements eingegangen sind.

Kommen noch andere Sektoren nach den Banken und den Versicherungen in Frage?

Zimmermann: Nein. Ich glaube, dass es sich um ein Problem innerhalb des Bankensektors handelt, mit gesamtwirtschaftlichen Folgen allerdings. Wenn die zehn grössten Investmentbanken als Gruppe ein Problem haben, dann wird das entweder der Steuerzahler oder die Wirtschaft zu spüren bekommen. Wenn man von einem geschätzten Abschrei-



*advisory services
portfolio management
corporate finance*

bungsbedarf von 400 Mrd Dollar spricht, sind dies schon erschreckende Zahlen. Pro Institut wären das 40 Mrd Dollar zusätzliche Abschreibungen. Bei einer UBS würde das nicht drin liegen.

Bei Scoach, der Börse für strukturierte Produkte, sind die Umsätze im Januar zurückgegangen. Erste Anzeichen eines Vertrauensverlusts der Anleger?

Zimmermann: Ja, das glaube ich schon. Ich sehe allerdings beim Handel mit strukturierten Produkten keinen direkten inhaltlichen Bezug zur Kreditkrise. Indirekt führt die Kreditkrise zu erhöhter Volatilität und lässt die Anleger dann vorsichtiger werden.

Sie denken nicht, dass das Gegenparteienrisiko jetzt erhöht ist?

Zimmermann: Doch, es ist erhöht, aber es ist nicht im roten Bereich.

Vom Marktmechanismus her: Glauben Sie, strukturierte Produkte verstärken oder glätten die Zyklen am Aktienmarkt?

Zimmermann: Ob Instrumente die Volatilität erhöhen oder nicht, hängt letztlich davon ab, ob die emittierende Institution unerwartete Hedge-Strategien vollziehen muss oder nicht. Im jetzigen Umfeld, wo es wirklich Überraschungen am Markt gab in den letzten zwei, drei Monaten, haben sich die Absicherungen dieser Instrumente wahrscheinlich schon volatilitäts-erhöhend ausgewirkt.

Also ist es phasenabhängig?

Zimmermann: Der entscheidende Punkt ist, ob diese Instrumente an liquiden Märkten gehandelt werden und es aktuelle Preisinformationen gibt. Derivative Instrumente wirken sich nur in Verbindung mit einer Marktstruktur, welche eine bessere Preisfindung und Bewertung erlaubt, stabilisierend auf die Finanzmärkte aus. Aber bei den meisten OTC-Instrumenten-over-the-counter, ausserbörslich - fehlt dies.

Die meisten Produkte werden aber OTC gehandelt.

Zimmermann: Ja, vor allem die finanzökonomisch relevanten Produkte wie Swaps oder eben Kreditderivate. Nachdem diese einmal emittiert sind, fehlen Pricing-Informationen. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist es ein grosses Anliegen, dass OTC-Produkte auf eine Handelsplattform gebracht werden.

Warum ist das noch nicht der Fall? Was spricht dagegen?

Zimmermann: Die Banken haben immer argumentiert, das bringe zu viel Transparenz in den Markt und wirke sich kontraproduktiv auf die Liquidität aus. Aber hier kann ich Ihnen versichern, dass ein Umdenken stattgefunden hat und dass sich Veränderungen abzeichnen.

Es sind also Gespräche darüber im Gang den OTC-Handel auf eine Plattform zu bringen?

Zimmermann: Ja: die Banken können dann immer noch jene Produkte emittieren, die sie wollen - entscheidend ist das anschliessende tägliche Settlement und Clearing.

Diese Plattform ist dann öffentlich einsehbar?

Zimmermann: Ja.

Dann müssten es auch alle gleich bewerten, oder?

Zimmermann: Genau richtig.

Und was muss passieren, damit der Markt zurückkommt?

Zimmermann: Es tönt billig: Vertrauen. Das Vertrauen muss wieder hergestellt werden. Was derzeit passiert, ist genau das Gegenteil. Immer wenn die Leute den Eindruck haben, dass eine Erholung ansteht, kommt der nächste Donnerschlag. Und das Potenzial, dass sich negative Nachrichten häufen, ist riesig. Als Nächstes werden die hängigen Klagen das Finanzsystem belasten. Und juristische Risiken sind die schlimmsten Risiken für Finanzmärkte. Da weiss man nie, was genau kommt und wie lange es dauert, bis eine Lösung steht.

Wie kann das Vertrauen wieder hergestellt werden?

Zimmermann: Das braucht tiefgreifende Reformen. Man wird bald einmal erkennen, dass man nicht darum herkommt, das Investment Banking von andern Bereichen des Bankgeschäfts zu trennen. Aber Sie können keinen Patienten operieren, wenn es ihm schon schlecht geht.

Sie rechnen also nicht mit einer baldigen Beruhigung an den Kreditmärkten.

Zimmermann: Nein. Ich glaube, uns stehen noch ein, zwei schlechte Aktienjahre bevor.

Rechnen Sie noch mit bösen Überraschungen in den testierten Jahresabschlüssen?

Zimmermann: Ja. Das hat man ja bei der CS gesehen. Eine Woche nach dem Jahresergebnis - und schon trübt sich das rosige Bild.

Sie haben vorhin die Abspaltung des Investment Banking vom Private Banking angesprochen...

Zimmermann: Diesen Ansatz würde ich unterstützen. Es ist wichtig, dass das Kerngeschäft, in dem die Schweizer Banken eine echte Kompetenz haben, unabhängig bleibt und nicht gefährdet wird.

„Aktivitäten im Investment Banking sind überdimensioniert und mit zu wenig Kapital ausgestattet.“

Das grösste Problem für das Vermögensverwaltungsgeschäft ist ja, dass Assets abgezogen werden. Das wäre dann die eigentliche Liquiditätskrise für die Banken.

Haben Sie sich schon überlegt, wie man eine Loslösung des Investment Banking umsetzen könnte?

Zimmermann: Ich würde das nicht regulatorisch erzwingen, es müsste in der Selbsteinsicht der Banken liegen. Wie die aktuelle Diskussion um die Boni zeigt, hat das Management wenig Interesse an einer Solidarität zwischen unterschiedlich rentablen Geschäftsbereichen. Deshalb muss sich doch auch der Aktionär immunisieren können gegenüber einem nichtrentablen Geschäftsbereich. Es gibt keinen Grund, warum der Aktionär eine solche Solidarität mittragen sollte.

Dann gäbe es also zwei UBS-Aktien?

Zimmermann: Genau. Ich gehe davon aus, dass heute die Investment-Banking-Aktivitäten letztlich überdimensioniert und mit zu wenig Kapital ausgestattet wurden. Das Investment Banking ist ein Handel mit grossen Risiken, welche sehr stark unterschätzt werden. Aber wenn man zu den Risiken stehen würde, dann müsste man die Boni für die Risikoprämie adjustieren und auch reduzieren.

Und längerfristig ausrichten?

Zimmermann: Ja, wie die gegenwärtige Krise zeigt, erkennt man viele Risiken erst längerfristig.

Warum hat eigentlich der Risikotransfer nicht funktioniert?

Zimmermann: Das hängt sehr stark mit den Anreizstrukturen zusammen. Über verschiedene Stufen hinweg haben Leute immer wieder den Anreiz, ein Risiko zu übernehmen und eine Gebühr zu verdienen. Das Ganze ist sehr stark produktgetrieben. Ich glaube, das hängt mit der sehr komplexen Markt- und Vertriebsstruktur dieser Produkte zusammen.

ZUR PERSON



Name: Heinz Zimmermann

Funktion: Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel

Alter: 49

Wohnort: Basel

Familie: ledig

Ausbildung: Studium der Wirtschaftswissenschaften, Universität Bern und Rochester N.Y.

Seit 2006 Mitglied des Verwaltungsrates der Remaco Merger AG und der Internationalen Treuhand AG

Seit 2001 Professor für Finanzmarkttheorie, Universität Basel

1990 – 2001 Professor für Wirtschaft und Finanzen sowie Leiter des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen, Universität St. Gallen, HSG.