

Eine Gefahr für das Finanzsystem?

Von Derivaten und Taschenmessern

Eine Kette von Hiobsbotschaften hat in den letzten Monaten die Diskussion über die *Risiken derivativer Instrumente* neu entfacht. Millionenverluste international bekannter Gesellschaften wie der Metallgesellschaft, Procter & Gamble oder des führenden amerikanischen Bankhauses PaineWebber im Geschäft mit Derivaten verunsicherten den Markt und leisteten jenem Gefühl Vorschub, das die «Financial Times» mit dem anglo-deutschen Zwitter «derivatives angst» einzufangen versuchte. Darunter wird die Befürchtung verstanden, dass die rasante Ausbreitung dieser bisweilen komplexen Produkte ausser Kontrolle geraten und dass nach dem Ausfall eines ersten bedeutenden Marktteilnehmers – einem Dominoeffekt gleich – eine das *gesamte* Finanzsystem bedrohende Pleitewelle einsetzen könnte. Die *Angst* vor einer solchen von Derivaten verursachten «Kernschmelze» ist durchaus ernst zu nehmen; Grund zur Panik besteht indes nicht.

In der ökonomischen Lehre herrscht ein breiter Konsens darüber, dass derivative Produkte per se keine neuen Risiken schaffen, und zwar unabhängig davon, ob diese Instrumente der Absicherung eingegangener Positionen, der Spekulation oder der Arbitrage dienen. Vielmehr besteht ihre volkswirtschaftliche Funktion in der *Umverteilung* bereits bestehender Risiken zum Nutzen aller Marktteilnehmer. Wer sich als Investor in seiner Haut nicht mehr wohl fühlt, kann sehr rasch zu tiefen Transaktionskosten unerwünschte Risiken teilweise oder vollständig auf andere Schultern übertragen. Die Erfahrung zeigt zudem, dass der Einsatz von Derivaten die *Gesamtliquidität* vieler Märkte erhöht und damit rasche und kostengünstige Transaktionen ermöglicht. Schliesslich liefert der Handel mit diesen Instrumenten den Akteuren strategische *Informationen*, die anders nicht erhältlich wären; so gibt beispielsweise die Zahl der zu verschiedenen Ausübungspreisen angebotenen und nachgefragten Call- und Put-Optionen darüber Auskunft, wie stark die Neigung der Anleger ist, bei einer bestimmten Kursentwicklung die entsprechenden Titel am Kassamarkt zu kaufen oder zu verkaufen.

Wenn Optionen, Futures oder Swaps, wie die kurze Charakterisierung nahelegt, ihrer Natur nach in verschiedener Hinsicht eine segensreiche Erfindung sind, lässt sich die zunehmende Zahl von Verlustmeldungen nur mit dem *unsachgemässen Einsatz* dieser Instrumente erklären. Nicht die derivativen Produkte selbst, sondern die sie anwendenden und überwachenden *Akteure* sind demnach als die gewichtigsten Risikofaktoren zu betrachten. Damit drängt sich der etwas weit hergeholt, aber durchaus anschauliche Ver-

gleich von Derivaten mit den weltweit bekannten Taschenmessern hiesiger Produktion auf. Mit einem der teureren Exemplare lassen sich problemlos Flaschen entkorken, Konservendosen öffnen oder lockere Schrauben anziehen. Bei fehlender Übung kann man sich indessen einen blutigen Daumen holen; ist genügend kriminelle Energie im Spiel, kann man damit gar jemanden umbringen. Dieser Vergleich hinkt insofern, als Derivate *schwieriger zu handhaben* sind als ein Messer; dies ergibt sich aus dem Umstand, dass sie ungleich stärker auf Marktbewegungen reagieren als traditionelle Anlagen und ihr Kursverhalten in nichtlinearer Weise von mehreren Faktoren abhängen kann.

Wie lässt sich vor diesem Hintergrund die «derivatives angst» eindämmen? Zunächst gilt es festzuhalten, dass prinzipiell jeder abrupte Kursauschlag, jede unerwartete Austrocknung der Liquidität oder jeder Ausfall einer Gegenpartei potentiell das Vertrauen der Anleger erschüttern und zur systembedrohenden Krise ausarten kann – *unabhängig* davon, ob derivative Instrumente im Spiel sind oder nicht. Damit Derivate in einer solchen Stresssituation die Verunsicherung der Anlegerschaft nicht noch verstärken, dürfen keine Zweifel über ihre *Beherrschbarkeit* und ihren sachgemässen, der Stabilität des Finanzsystems dienlichen *Einsatz* aufkommen. Gefordert sind in erster Linie die Marktteilnehmer selbst, die möglichst rasch allgemein anerkannte Standards in Bereichen wie Risikobewertung, Risikokontrolle oder Rechnungslegung entwickeln sollten. Dass diese Anstrengungen in einem rasch expandierenden, von einem hohen Innovationstempo geprägten Markt unternommen werden müssen, macht die Aufgabe nicht leichter.

Weil nur fachlich kompetente Marktteilnehmer Optionen, Futures oder Swaps zielgerecht einsetzen können, wäre in einem ersten generellen Schritt auf dem Weg zu einer sichereren «derivativen» Welt wohl bei der *Ausbildung* anzusetzen. Es kommt immer wieder vor, dass Verantwortliche in den Finanzabteilungen von Industriefirmen oder institutionelle Investoren auf Derivate setzen, ohne die bisweilen komplexen Auszahlungsmuster oder quantitativen Bewertungsmethoden zu durchschauen. Das bisher mehr oder weniger auf die «Frontabteilungen» konzentrierte Fachwissen müsste möglichst rasch Eingang in die «back offices», internen Revisionsstellen und Direktions-etagen finden.

Neben dem Mangel an Wissen besteht namentlich im ausserbörslichen Geschäft mit Derivaten auch ein Mangel an *Transparenz*. Der Zugang der Marktteilnehmer zu relevan-

ten Informationen über die angebotenen Produkte, die Gegenspieler und den Markt ist ungenügend. So kann es durchaus vorkommen, dass sich Instrumente mit gleichem Namen durch unterschiedliche Eigenschaften auszeichnen und umgekehrt Produkte mit verschiedenen Bezeichnungen identische Charakteristiken aufweisen. Wohl noch schwerer wiegt der Umstand, dass auf Grund der gängigen Rechnungslegungspraxis die Bonität einer Gegenpartei kaum zu überprüfen ist; als Behelf mögen allenfalls die von den führenden Rating-Agenturen vergebenen Bewertungen dienen. Um diese Mängel zu beheben, wären in diesem Geschäft *länderübergreifende Rechnungslegungs-Standards* zu entwickeln, die weit über die traditionelle Bilanz und Erfolgsrechnung hinausgehen. Diskutiert wird etwa, neben einer Erhöhung des Informationsrhythmus, der Übergang zu einer möglichst auf Marktpreisen basierenden Rechnungslegung.

Weil Vertrauen gut, im Geschäft mit Derivaten Kontrolle aber besser ist, sprechen sich nicht nur Rating-Agenturen für ein strenge, vom Handel losgelöste interne quantitative und qualitative Kontrolle aus; denn der weitaus grösste Teil der bisher bekanntgewordenen, das Vertrauen in die Derivate aushöhlenden Verluste lässt sich auf das Versagen der *hausinternen Überwachungsmechanismen* zurückführen. Problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass sich die Interessen der am Markt handelnden Abteilungen nicht immer mit den langfristigen Zielen der Unternehmensführung decken. Wenn man bedenkt, dass im letzten Jahr einige schweizerische Industrieunternehmen Finanzgewinne erzielten, die das Ergebnis aus dem eigentlichen Stammgeschäft egalisierten oder gar übertrafen, lassen sich die möglichen firmeninternen Spannungen erahnen. Eine geeignete *Anreizstruktur* müsste daher dafür sorgen, dass aus kurzfristigen Ertragsüberlegungen heraus nicht zu grosse Risiken eingegangen werden. Aus dieser Sicht könnte sich bei marktnahen Abteilungen etwa ein Lohnsystem aufdrängen, bei dem die Lohnhöhe weniger vom Finanzertrag als vielmehr von der strikten Einhaltung der vorgegebenen Risikolimiten abhängt.

Schliesslich sei noch auf einen eher technischen Aspekt hingewiesen, der für die Stabilität des Finanzsystems von Bedeutung sein kann, nämlich das *«Netting»*. Darunter werden Vereinbarungen verstanden, die eine Verrechnung der zwischen den Parteien zum Ausgleich anstehenden Beträge erlauben; die entsprechenden Kontrakte können damit durch die Zahlung der Nettobeträge erfüllt werden. Die Vorteile solcher *«Netting»*-Vereinbarungen sind in einer Reduktion der Liquiditätsrisiken zu sehen. Gegenwärtig sind Bestrebungen im Gange, bilaterale durch *multilaterale «Netting»*-Systeme abzulösen, in denen eine zentrale Clearing-Stelle als Vertragspartner jedes einzelnen

Mitglieds auftritt. Mit solchen multilateralen Konstruktionen liesse sich das Gegenparteien-Risiko auch im ausserbörslichen Derivate-Handel stark reduzieren, wenn nicht gar neutralisieren.

Obwohl insgesamt kaum von einer Bedrohung des Finanzsystems durch Derivate gesprochen werden kann, wäre eine Beseitigung der erwähnten Schwachpunkte der Vertrauensbildung dienlich. Es wäre allerdings unklug, das Feld *allein den Regulatoren* zu überlassen. Diese sind angesichts der wachsenden Kritik an den Derivaten einem gewissen Handlungsdruck ausgesetzt und könnten zu übereilten, wenig durchdachten Schritten neigen. Denn während ein Abseitsstehen in der Regel als Versäumnis gewertet wird, treten die volkswirtschaftlichen Kosten von Markteingriffen selten klar zutage. Im übrigen kann es nicht darum gehen, mit regulatorischen Massnahmen Verluste im Derivate-Geschäft *gänzlich* ausschliessen zu wollen. Bekanntlich gehören diese in einer *Marktwirtschaft* zu den *wirksamsten Sanktionsmechanismen*.

ti.