

Die jüngste Finanzkrise und ihre Auswirkungen auf die akademische Forschung im Finanzbereich

# Forschung zu Derivaten ist notwendig, um eine erneute Finanzkrise zu verhindern

Antrittsvorlesung von Prof. Thorsten Lehnert, Luxembourg School of Finance, an der Universität Luxemburg

„Für einen Professor der Finanzwirtschaft, der die letzten drei Jahre durchlebt hat, gibt es zurzeit nur ein Ereignis, das im Rahmen einer Antrittsvorlesung besprochen werden muss; und das ist die jüngste Finanzkrise und ihre Auswirkungen auf die akademische Forschung im Finanzbereich. Die Krise hat viele Facetten, und es wäre unmöglich, auch nur zu versuchen, alle von ihnen anzusprechen. Also musste ich eine Auswahl treffen, und daher werde ich mich auf die Preisgestaltung und den Handel von Finanzderivaten konzentrieren.“

Diese Auswahl ist eng mit meiner Forschungsagenda für die kommenden Jahre verbunden. In der neueren Diskussion der Finanzkrise werden die Derivatmärkte als der Teufel in der Krise bezeichnet. Die Mainstream-Presse hat das einstimmige Urteil gefällt, dass (deregulierte) Derivate die Krise verursacht haben, indem sie unergründliche systemische Risiken beigetragen haben. Derivate wurden dafür kritisiert, Instrumente der Finanzspekulation geworden zu sein, sodass sie das Finanzsystem destabilisiert haben und die anhaltende Wirtschaftskrise katalysiert haben. Daher ist das Verständnis von Derivatehandel und seine Rolle in der Krise wichtig, um erfolgreich an der Zukunft des Finanzsystems zu arbeiten.

Meine Forschungsschwerpunkte an der Luxembourg School of Finance beziehen sich auf Themen wie die Verhaltensheterogenität im Optionshandel, die Ökonometrie der Optionsbewertung, die Informationsübertragung in Aktien-, Options- und Kreditderivatmärkten und die Anwendungen von Techniken zur Derivatebewertung auf die Quantifizierung und Überwachung der Finanzstabilität.

Derivate haben eine wichtige Rolle auf Finanzmärkten: die Umverteilung von Risiken. Obwohl ich teilweise mit der allgemeinen Stimmung hinter der Kritik sympathisiere, muss ich sagen, dass viele der negativen Kommentare, die ich gelesen habe, sich offensichtlich auf die Nutzung dieser Instrumente und vor allem ihre Regulierung und nicht auf das Wesen von Derivaten beziehen. Der Einsatz dieser Instrumente, deren Preis eine Funktion des Basiswertes ist, hat exponentiell zugenommen. Unternehmen nutzen sie um unter dem Strich ihre Geschäfte abzusichern.

Ein Landwirt kann den Verkaufspreis von Getreide durch den Verkauf eines Futures-Kontrakts für die kommende Ernte festsetzen. Dieser Preis sorgt hoffentlich für eine profitable Saison, indem die Risiken von Preisstürzen im Kassamarkt abgesichert werden. Trotz der Angst und Kritik, mit der die Derivatmärkte häufig betrachtet werden, übernehmen



Thorsten Lehnert: „Derivate haben eine wichtige Rolle auf Finanzmärkten: die Umverteilung von Risiken.“ (FOTO: GERRY HUBERTY)

diese Märkte zusätzlich eine Reihe von ökonomischen Funktionen.

Preise in einem organisierten Terminmarkt spiegeln die Wahrnehmung der Marktteilnehmer über die Zukunft wieder und führen die Preise des zugrundeliegenden Basiswertes auf das wahrgenommene zukünftige Niveau. Die Preise von Derivaten konvergieren mit den Preisen des Basiswertes bei Laufzeitende des Derivatevertrags. Daher helfen Derivate einen Konsens bezüglich zukünftiger als auch aktueller Preise zu finden. Der Derivatemarkt hilft, Risiken von denen, die sie haben, aber nicht wollen, auf die, die den „Appetit“ dafür haben, zu übertragen.

## Katalysator für neue unternehmerische Tätigkeiten

Derivate stehen aufgrund ihres Wesens mit den zugrundeliegenden Kassamärkten in Verbindung. Mit der Einführung von Derivaten erfahren die zugrunde liegenden Märkte höhere Handelsvolumen, da die Anzahl der Marktteilnehmer ansteigt, die aus Mangel an einer Möglichkeit zur Risikoübertragung sonst nicht teilnehmen würden. Typischerweise verlagert sich der spekulative Handel in eine kontrollierte Umgebung von Derivatmärkten. Falls es diesen organisierten Terminmarkt nicht gibt, handeln Spekulanten im zugrundeliegenden Kassamarkt.

In diesem Fall, wird das „Margining“, die Beobachtung und Überwachung der Tätigkeiten der verschiedenen Marktteilnehmer extrem schwierig. Ein wichtiger positiver Nebeneffekt des Derivatehandels ist, dass er als Katalysator für neue unternehmerische Tätigkeiten fungiert. Derivate haben in der Vergangenheit viele intelligente, kreative und gut ausgebildete Menschen mit unternehmerischem Talent angezogen. Sie beflügeln oft andere, neue Unternehmen, neue Produkte und neue Beschäftigungsmöglichkeiten zu schaffen, dessen Nutzen immens ist.

Unterm Strich helfen Derivatmärkte also die Attraktivität von Spar- und Anlageformen auf lange

Sicht zu erhöhen. Die Umverteilung von Risiken ermöglicht den Marktteilnehmern ihren Umfang der Aktivitäten zu erweitern. Diese Fähigkeit, Risiken zu transferieren ist unentbehrlich bei der Ausübung der Unternehmung, so dass die Kosten festgesetzt und daher leichter prognostiziert werden können.

Die internationale Gesellschaft für Swaps- und Derivatehandel hat 2009 in einer Umfrage der weltweit 500 größten Unternehmen festgestellt, dass über 94% Derivate zum Managen und Absichern von Risiken effektiv und verantwortungsvoll benutzen. Es ist daher offensichtlich, dass sie wirtschaftliche Vorteile für viele Unternehmen besitzen. Und man kann davon ausgehen, dass Derivate weiterhin sehr beliebt sein werden, da sie eine Notwendigkeit für alle darstellt, von Landwirten bis zu Fluggesellschaften.

Derivate werden häufig missverstanden und ungerechterweise verschmäht, jedoch beinhalten sie wichtige Funktionen, die die Märkte ohne sie in einen um einiges gefährlicheren Ort verwandeln würden.

Die Finanzkrise und Immobilienpleite war nicht das Resultat von Derivaten, sondern das Ergebnis von over-the-counter Transaktionen, die auf dem Papier Vermögenswerte fehlbewerteten. Die privaten Swaps-Transaktionen hatten einen Wert, den Lehman Brothers (oder irgendeine andere Investmentbank) ihnen zuschrieb, obwohl offensichtlich erschreckend inkorrekt. Sie waren nichts als imaginäre Instrumente, die keinen greifbaren Wert beinhalteten. Finanzinstitute haben sie als eine Art „Wette unter Gentlemen“ auf den Wert der zukünftigen Risiken gehandelt. Ohne eine tägliche Marktbewertung war es unmöglich, einen Preis für diese illiquiden Konstrukte zu finden.

Die Illusion von Vermögenswerten in den Büchern war das

Problem, nicht die Derivate per se. Nur einige Formen von Derivaten wurden als Werkzeuge für Spekulationen benutzt, zusammen mit einem gravierenden Mangel an Transparenz in den Märkten, in denen aufgebaute Risiken von Marktteilnehmern oder der Finanzaufsicht nicht erkannt wurden. In diesem Fall können Derivate dazu beitragen, das Finanzsystem zu destabilisieren.

Es ist wichtig, hier zu erwähnen, dass over-the-counter Derivate, wie Credit Default Swaps, völlig unreguliert sind; es gibt kein Derivate Clearinghaus.

Kein offizieller Bericht erläutert die Gefahren oder tatsächlichen Werte dieser Instrumente; der Nominalwert der Derivatmärkte ist nicht das eigentliche gefährdete Geld, das diesen Wertpapieren zugrunde liegt. Die berichteten Erträge aus Derivaten sind oft wild übertrieben. Dies ist der Fall, da die heutigen Erträge in signifikanter Weise auf Schätzungen beruhen, die fehlerbehaftet sind. Diese Fehler lassen sich auf eine menschliche Eigenart zurückführen, typischerweise eine optimistische Sicht seiner eigenen Verpflichtungen einzunehmen. Zudem haben beide Parteien im Derivatehandel enorme Anreize, bei der Buchführung zu täuschen.

Diejenigen, die Derivate handeln, werden in der Regel zum Teil oder komplett nach ihren Erträgen bezahlt. Die Erträge werden nach der jeweiligen Marktbewertung berechnet. Aber hier gibt es keinen wirklichen Markt, und typischerweise wird eine Modellbewertung verwendet. Diese Substitution kann in großem

## Die Illusion von Vermögenswerten in den Büchern war das Problem, nicht die Derivate per se.

Maße Fehlverhalten mit sich bringen. Als allgemeine Regel gilt, dass Verträge mit mehreren Referenzobjekten und fernen Abwicklungstagen die

Chancen für Gegenparteien erhöhen weit hergeholte Annahmen der Bewertung zugrunde zu legen. Da beide Parteien die Möglichkeit haben, unterschiedliche Modelle zu verwenden, wird ihnen fälschlicherweise ermöglicht, über viele Jahre erhebliche Profite auszuweisen.

## Die Mahner wurden nicht ernst genommen

Abschließend ist es wichtig zu erwähnen, dass die entstandenen Probleme, die zur Krise geführt haben, Experten nicht überrascht haben. Zum Beispiel schon im Jahre 1998 hatte die Vorsitzende der „Commodity Futures Trading Commission“, Brooksley Born, eine Anfrage über Derivate an Alan Greenspan, Bob Rubin und Larry Summers (die drei Köpfe der US-Wirtschaftspolitik) gestartet. Sie argumentierte, dass over-the-counter Derivate in die

Schranken gewiesen und reguliert werden sollen, da sie außer Kontrolle gerieten.

Die Antwort von Greenspan, Rubin und Summers war, dass wenn sie wirklich die Regulierung vorantreiben wollte, der Markt implodieren würde. Schon damals war es allgemeine Überzeugung, dass over-the-counter Derivate ein großes Problem darstellen, und dass der Versuch sie zu regulieren bzw. transparenter zu machen den Markt zerstören würde.

Born sah eine finanzielle Katastrophe voraus, in der exotische Investitionen eine entscheidende Rolle in einer Krise spielen würden. Die gleiche Art von Derivaten, die damals Born beschäftigt hatten – darunter Credit Default Swaps – haben zur Intensivierung der jüngsten finanziellen Implosion geführt. Aber am Ende der neunziger Jahre boomte die US-Wirtschaft und die schicksalhaften Vorhersagungen einiger weniger wurden nicht ernst genommen.

Im Jahre 2002 äußerte Warren Buffet, bekannt als der legendäre US-Investor, seine Bedenken in einem Brief an seine Aktionäre. In seinen Worten: „Ich betrachte Derivate als Zeitbomben, sowohl für die Parteien, die sie handeln, als auch für das wirtschaftliche System ... diese Instrumente werden mit ziemlicher Sicherheit in Vielfalt und Zahl zunehmen, bis ein Ereignis ihre Toxizität deutlich macht. Zentralbanken und Regierungen haben bisher keine effektiven Möglichkeiten gefunden, die Risiken durch diese Verträge zu kontrollieren. ... Große Mengen von Risiken, insbesondere Kreditrisiken, befinden sich in den Händen von relativ wenigen Derivatehändlern, die zudem noch beträchtlich miteinander handeln. Die Probleme einiger weniger können schnell zu den Problemen anderer werden.“

Offensichtlich wurden schon zu einem frühen Stadium Bedenken geäußert, ob der over-the-counter Derivatemarkt effizient funktioniert und ausreichend liquide ist, bzw. ob er nicht eventueller Preismanipulationen unterliegt, die destabilisierend wirken können.

Aber interessanterweise ist dies nicht die erste Katastrophe dieser Art, und nach jeder Finanzkrise verkünden Regierungen weltweit, dass der over-the-counter Markt reguliert, die Transparenz erhöht, die Eigenkapitalausstattung angepasst und Betrug und Manipulation bekämpft werden muss. Aber unterstützt durch den Lauf der Zeit, versucht Wall Street immer wieder diese Bestrebungen mit aggressiven Lobbyismus zu bekämpfen.

Die vorliegende Finanzreform ist vielleicht die einzige Chance, um dieses Problem in den Griff zu bekommen, bevor dem Finanzsystem ein weiteres Dilemma droht, mit noch mehr Insolvenzen und verlorenen Arbeitsplätzen.“