

# Finanzmärkte brauchen eine klarere Sprache

## *Unangemessene Strukturen und unvollständige Informationen*

Von Martin Janssen\*

Der Dimension der Märkte und der Grösse der Institutionen nicht angemessene Strukturen, unvollständige Informationen über Positionen und Risiken sowie nicht adäquate Anreizstrukturen haben in eine tiefe Finanzkrise geführt. Die Rückkehr zur Normalität könnte Jahre dauern und wird teuer zu stehen kommen.

Die Ereignisse, die auf den Märkten für verbrieftete Finanzinstrumente (Asset-backed Securities, ABS) seit ein paar Wochen mit hoher Geschwindigkeit ablaufen, hat der Ökonom George Akerlof bereits 1970 in seinem Aufsatz «The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism» vorweggenommen. Demnach gibt es Märkte, auf denen Qualitätsunsicherheit eine dominante Rolle spielt. Die Verkäufer verfügen auf diesen Märkten typischerweise über mehr Produktinformationen als die potenziellen Käufer, welche die Qualität der Produkte oft überhaupt nicht beurteilen können. Deshalb sind sie nicht bereit, für angeblich unterschiedliche Qualitäten unterschiedliche Preise zu bezahlen. Als Folge davon werden Produkte tiefer Qualität Produkte hoher Qualität vom Markt verdrängen; die Marktliquidität schwindet, bis sie möglicherweise ganz versiegt. In Märkten mit üblichen ökonomischen Anreizstrukturen zeigt sich, dass die Funktionsweise mit mehr und mit besserer Information sowie mit Garantien glaubwürdiger Partner verbessert wird und dass die Mechanismen, die zum Verlust an Marktliquidität führen, unterbrochen werden können.

### **Intransparente Risiken**

Der ABS-Markt hat sich seit dem Herbst in teilweise dramatischen Schritten zu einem mit grosser Qualitätsunsicherheit behafteten Markt entwickelt. Die Käufer von ABS-Produkten verfügten auch nicht annähernd über genügende Informationen, um deren implizite Risiken zu beurteilen. Es gab ganze Ketten von umgepackten, neu strukturierten und mehrfach neu verpackten Finanzprodukten, bei denen die unterliegenden Risiken kaum mehr festzustellen waren. Die Qua-

litätsbeurteilung wurde vollständig an Rating-Agenturen delegiert. Diese verkauften den Schöpfern solcher Finanzprodukte meistens AAA-Ratings, und zwar ohne, wie sich zeigte, selber genügend über diese Produkte zu wissen.

Als sich diese Ratings nach den ersten Konkursen kleiner Kreditvermittler als falsch erwiesen, wurden Versicherungsfirmen, die sich auf die Versicherung von ABS-Produkten spezialisiert hatten (zum Beispiel ACA Financial Guaranty Corp.), aufgrund des Preiszerfalls dieser Produkte selber bonitätsmässig massiv zurückgestuft. Mit grosser Verzögerung, dann aber innerhalb von Stunden, schlugen die Preisänderungen in der Folge auf die Bilanzen von Investmentbanken und anderer Gläubiger durch. Der Markt für diese Produkte wurde innert kurzer Frist völlig illiquid.

Neben der Möglichkeit, dass einzelne Investmentbanken über Nacht untergehen, sind mit diesen Ereignissen auch andere Gefahren verbunden. Aufgrund des Missverhältnisses aus eigenen Mitteln und Positionen illiquider Instrumente, verbunden mit der Ungewissheit über die Vollständigkeit der Information, hat sich die Kreditwürdigkeit der Investmentbanken in kurzer Zeit massiv verschlechtert. Der Kreditmarkt unter diesen Banken ist weitgehend zum Erliegen gekommen; sie versorgen sich nicht mehr gegenseitig mit der für das Funktionieren des Zahlungssystems notwendigen Liquidität. Diese Funktion ist weitgehend an die Zentralbanken übergegangen, die quasi als «zentrale Gegenpartei» agieren. Es besteht damit die Gefahr, dass die Zahlungssysteme ganzer Länder in Mitleidenschaft gezogen werden. Aus Sicht der Schweiz ist zudem zu befürchten, dass der Ruf der Schweizer Banken als verantwortungsvolle Vermögensverwalter beschädigt wird. Schliesslich sind auch verschiedene Klagen in Milliardenhöhe in Aussicht gestellt worden.

### **Defizite auf mehreren Ebenen**

Was ist offensichtlich falsch gelaufen? In erster Linie waren viele Investmentbanken über die gefährdeten Positionen mehrstufig verbriefteter Anlagen nicht nur bezüglich der Qualität, sondern auch bezüglich der Positionsgrössen zu wenig genau im Bild. Die Aufsichtsbehörden und die involvierten Revisionsgesellschaften haben diese Probleme offensichtlich nicht erkannt. Hinzu kommt, dass bei den Investmentbanken Anreizstrukturen wirkten, welche die Händler und das Management veranlassten, existenzgefährdende Positionen in solchen Finanzprodukten aufzubauen bezie-

ungsweise deren Aufbau zuzulassen. Schliesslich kamen innerhalb einzelner Banken Transferpreissysteme zum Tragen, die den involvierten Anlage Risiken nicht angemessen waren. In dieser Situation sind die von den internationalen Aufsichtsbehörden zugelassenen Mechanismen und Strukturen, über die sich solche Entwicklungen bei Investmentbanken auf andere Banken und ganze Volkswirtschaften übertragen können, voll zum Tragen gekommen. Die Schnelligkeit der Reaktion der Finanzmärkte und damit die Gefahr, bei einer Lageverschlechterung auf solchen Positionen sitzenzubleiben, wurden völlig unterschätzt.

Wie kann der Situation begegnet werden? Der Markt wird die Lage bereinigen, und die Aufsichtsbehörden werden so reagieren, wie in den Gesetzen vorgesehen ist; anderes ist kurzfristig nicht zu erwarten und auch nicht zu erhoffen. Es stellt sich indes die Frage, wie die Eintretenswahrscheinlichkeit solcher Situationen in der Zukunft verringert werden kann. Im Vordergrund muss die Pflicht der Banken stehen, detaillierte Informationen über alle Positionen (bedingte und unbedingte Guthaben und Verpflichtungen) innerhalb und ausserhalb der Bilanz zu publizieren oder mindestens gegenüber den Aufsichtsbehörden offenzulegen. Zu diesem Zweck müssen Banken mit vereinbarten Definitionen und mit einer gemeinsamen Sprache auf der Ebene der Cashflow-Strukturen untereinander und mit der Aufsicht kommunizieren; sie müssen Datenstrukturen unterhalten, mit denen bankenweit alle Positionen beziffert und alle Risiken identifiziert und berechnet werden können. Nur mit Hilfe solcher Datenstrukturen kann die notwendige Transparenz geschaffen werden. Und nur mit solchen Informationen werden die mit der Aufsicht betrauten Stellen, insbesondere die Bankenaufsicht und die Revisionsgesellschaften, in die Lage versetzt, ihre Verantwortung auch tatsächlich wahrzunehmen.

### **Bereinigung wird Jahre dauern**

Schliesslich müsste eine Bank vor die Wahl gestellt werden, solche Positionen rechtlich vom Transaktionsgeschäft abzutrennen – beispielsweise unter einer gemeinsamen Holding – oder nur noch eingeschränkte Bonus- und Transferpreissysteme einsetzen zu können. Dabei sollte das Augenmerk auf die Mechanik dieser Systeme («Incentives») gelegt werden, nicht auf die Höhe der Boni. Auf jeden Fall sollte künftig vermieden werden, dass die negativen Auswirkungen kurzfristig ausgerichteter Anreizsysteme drohen, direkt auf die Funktionen des «Lender of Last Resort» durchzuschlagen. Unabhängig davon besteht kein Zweifel: Die Bereinigung der Situation wird lange dauern – Jahre und nicht Monate.

\* Martin Janssen ist nebenamtlicher ausserordentlicher Professor für Finanzmarkttheorie am Swiss Banking Institute der Universität Zürich und Leiter der Ecofin-Gruppe.