

# Banken sind ihre eigenen Totengräber

Intransparente Produkte als Hauptursache der Finanzkrise – Mehr Bescheidenheit und weniger Gier gefordert

Von Pirmin Hotz

Die Finanzgemeinde ist erschüttert. Einst renommierte Investmentbanken wie Lehman Brothers, Merrill Lynch und Bear Stearns haben ihre Eigenständigkeit verloren oder sind untergegangen. Die grössten Hypothekenfinanzierer der Welt, Fannie Mae und Freddie Mac, sowie der führende US-Versicherer AIG sind unter staatlicher Obhut vor dem Kollaps beschützt worden. Die einst grösste Sparkasse Amerikas, Washington Mutual, ist zusammengebrochen. Angesehene Universalbanken wie UBS oder Citigroup mussten ihr Kapital mehrfach erhöhen, um den drohenden Untergang abzuwenden. Staatlich orchestrierte Notmassnahmen von Regierungen und Notenbanken in aller Welt konnten schliesslich einen Kollaps des ganzen Finanzsystems verhindern. Da ist einiges schiefgelaufen, und es gilt nun, die richtigen Schlüsse zu ziehen.

Eine wesentliche Ursache der tiefen Vertrauenskrise liegt darin, dass Banken, Versicherungen und andere Finanzinstitute in den letzten Jahren verstärkt auf komplexe und damit undurchsichtige Produkte gesetzt haben. Nicht die Kunden haben nicht mehr verstanden, wo und wie ihr Geld investiert ist, sondern auch die Erfinder dieser nebulösen Innovationen selbst. Vermeintlich konservative Käufer von strukturierten Produkten erhalten jetzt zur grossen Konsternation kollabierte Bankaktien anstelle des eingezahlten Nominalwerts zur Rückzahlung.

## Absolute Rendite eine Illusion

Solche Risikobomben verletzen den elementaren Grundsatz der Diversifikation. Nach Marktrückschlägen erhält der Investor ausgerechnet die am stärksten gefallenen Aktien, also die faulen Eier. Hält er mehrere solcher Produkte, so bildet ein Korb hochrisikanter und im Wert massiv gefallener Bank- und Versicherungstitel sodann das Schwergewicht der Anlagen. Noch schlimmer ist, wenn in hohem Mass in ein Produkt mit vollem «Kapitalerschutz» investiert wurde und der Emittent auf die inzwischen konkursite Lehman Brothers lautet. Anbieter und Investoren sind deshalb gut beraten, zu einfachen, transparenten und ehrlichen Anlagen zurückzukehren, zu denen in erster Linie qualitativ erstklassige Obligationen und Aktien gehören.

Das Konzept der absoluten Rendite ist gescheitert. Nicht erst diese Krise hat gezeigt, dass viele Experten ihre Prognosefähigkeit massiv überschätzen. Wenn selbst das Übertreffen einer Benchmark über eine längere Zeit unter Berücksichtigung der anfallenden Gebühren sehr anspruchsvoll ist, so muss zur Kenntnis genommen werden, dass das Erreichen einer jährlich konstanten Rendite von beispielsweise 8% eine Illusion ist. Wer will in globalisierten und effizienten Märkten schon wissen, wann und wo er «long» oder «short» gehen oder welchen Markt er gerade über- oder untergewichten soll? Genau diese Selbstüberschätzung

hat dazu beigetragen, dass Banken, die es eigentlich wissen müssten, in grenzenloser Gier ihre Risiken in unkontrollierte Sphären ausserhalb liessen. Indem sie den Kauf von intransparenten Hypothekenprodukten auf statistisch ziemlich irrelevante, historische Modellrechnungen abstützten, reicherten sie ihren Übermut mit einer grossen Portion Naivität an.

Der Traum, mit von Ratingagenturen mit hypothetischen Höchstnoten versehenen Ramschhypotheken eine hohe «risikolose» Rendite zu erzielen, ist geplatzt. Ein gewisses Mass an gesundem Menschenverstand hätte gereicht, um Banken, die zu riesigen Hedge Funds mit gewaltigem Hebel mutiert sind, vor dem Schaden zu bewahren. Die einzige absolute Rendite, die mit Konstanz jährlich erzielbar ist, entspricht dem risikolosen Kapitalmarktzins.

## Bumerang Illiquidität

Problematisch ist auch die Tendenz der Finanzindustrie, zunehmend in illiquide Anlagen zu investieren. Das gilt für viele Exponenten von Hedge Funds, vor allem aber von Private Equity. Lange Bindungsfristen und abschreckende Ausstiegs Klauseln vermitteln den Anlegern eine Scheinsicherheit. Wie soll das Risiko von nicht-kotierten Unternehmen, Infrastrukturinvestitionen, einer Farm oder von Wald beurteilt werden, wenn kein Marktpreis, sondern nur ein willkürlich festgelegter Inventarwert (Net Asset Value) bekannt ist? Es ist deshalb kein Zufall, dass solche Gefässe nach langjährig beeindruckender Wertentwicklung schlagartig zusammenbrechen können. Wenn illiquide Papiere wie zum Beispiel milliardenschwere Hypothekenprodukte (CDO) veräussert werden müssen, fällt das Kartenhaus wie in einem Schneeballsystem in sich zusammen. Es ist deshalb zu befürchten, dass in vielen Produkten von Hedge Funds und Private Equity noch jede Menge Luft enthalten ist.

Nachdem börsengehandelte Aktien und risikobehaftete Obligationen zwischenzeitlich stark korrigiert haben, werden die innovativen Produkte mit Verzögerung noch grösseren Verwerfungen ausgesetzt sein. Einen Indikator, dass die Vertreter von Private Equity ihre Buchwerte noch massiv zu hoch in den Büchern halten, liefern die börsennotierten Vehikel von Castle Private Equity, AIG Private Equity oder Private Equity Holding. Ihre zu hohen Nettoinventarwerte repräsentieren bis zum Doppelten dessen, was der Markt über die repräsentativen Börsenkurse zu bezahlen bereit ist.

Die Anleger werden auf diese Weise in eine Scheinsicherheit versetzt. Würde auch im Falle von Aktien wie Nestlé oder Novartis anstelle des täglich gehandelten Marktwerts ein träger Nettoinventarwert (etwa in Form des Eigenkapitals) ins Portfolio eines Kunden übernommen, so mutierten bisher riskante respektive volatile Aktien mit einem Federstrich zu extrem konservativen Anlagen. So überraschend es klingen mag – nur auf diese Weise wäre ein sinnvoller Vergleich mit illiquiden

und nicht börsengehandelten Alternativanlagen überhaupt zweckmässig.

Von den Folgeerscheinungen illiquider Anlagen bleiben auch Versicherer wie Swiss Life oder Swiss Re nicht verschont. Während sie die visiblen Aktienrisiken ein weiteres Mal prozyklisch gegen null reduziert oder abgesichert haben, erhöhten sie ihre Anteile in alternativen Anlagen und in minderwertigen Festzinsinvestments. Da die Versicherer darüber hinaus davon «profitieren», dass sie Obligationen mit «Halten bis zum Verkauf» deklarieren können, blenden sie die Risiken ganzer Anlagekategorien faktisch aus. Das führt letztlich zur fragwürdigen Situation, dass Aktien als die langfristig attraktivste Anlagekategorie, die liquide handelbar ist und deshalb die Risiken transparent offenlegt, in den Portfolios der Versicherer kaum mehr vertreten sind. Die Ernüchterung nach Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten ist dann höchstens aufgeschoben, aber mit Sicherheit nicht aufgehoben.

Eine Aktienquote von maximal 3 bis 5%, wie sie die Versicherer heute halten, ergibt ohnehin keinen Sinn. Auf einen so bedeutungslosen Anteil könnte man ebenso gut verzichten. Institutionelle wie private Investoren sind aber besser beraten, liquidere und naturgemäss volatile Anlagen zu kaufen, als sich von vermeintlich risikoarmen, illiquiden und oft intransparenten Produkten blenden zu lassen.

## Problematische Leerverkäufe

Problematisch erweisen sich in Krisenzeiten auch Leerverkäufe. Wenn Banken Kredite an Hedge Funds vergeben, ist nicht auszuschliessen, dass diese die Not der Kreditinstitute ausnutzen, um deren Aktien leer zu verkaufen und sie in den Keller zu schicken. Parallel zum Wertverfall zerfällt dann auch das Vertrauen der Kunden in die Bank, deren Kapitalisierung schwindet. Die angeschlagene Bank als Kreditgeberin für Hedge Funds wird dann zu ihrer eigenen Totengräberin. Wenn der berühmte Hedge-Fund-Manager John Paulson mit Short Selling Milliarden verdient, mag das für ihn und seine Kunden erfreulich sein. Für die bereits erodierenden Börsenkurse aber möglicherweise der Todesstoss. Es ist deshalb nachvollziehbar, dass der Einsatz von Leerverkäufen (und damit auch das Securities Lending) thematisiert werden muss.

Fast schon skurril erscheint in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass ausgerechnet die weltgrösste Anbieterin von Hedge Funds, die MAN Group, die Finanzmarktaufsicht darum bittet, auf ihren Aktien Leerverkäufe zu verbieten. Diese Forderung wurde erhoben, nachdem Leerverkäufer die Valoren der MAN Group massiv nach unten gedrückt hatten. Der Jäger wurde zum Gejagten.

Als schmerzliche Konsequenz für Anhänger der freien Marktwirtschaft sind regulatorische Einschnitte wohl unvermeidlich geworden. Das waghalsige Verhalten geringer Hasardeure und ihre un-

säglichen Bonusbezüge in den vergangenen Jahren können nicht dem Steuerzahler angelastet werden.

## Staatsgarantien aufgeben

Eine naheliegende, wenn auch unpopuläre Forderung muss deshalb sein, die expliziten und impliziten Staatsgarantien aufzugeben. Sie verzerren den Wettbewerb und transferieren die Risiken in Krisenzeiten zu Staatsinstituten. Da diese die ihnen zugeführte Liquidität wieder im Interbankenmarkt plazieren, werden durch die Fluchtbewegung die Risiken der gefährdeten Bankinstitute wiederum auf den Steuerzahler überwälzt. Kantonalbanken sollten vollständig privatisiert werden. Banken müssen darüber hinaus in ihrer Grösse limitiert werden, damit sie in Krisenzeiten auch in Konkurs gehen können.

Bankinstitute sind ebenfalls gut beraten, in zukünftigen Boomphasen in ihrer Berichterstattung vorsichtiger mit auf den ersten Blick beeindruckenden Eigenmittelrenditen umzugehen. Eine Eigenmittelrendite von 20 oder 30% ist wohl weniger ein Indiz für brillante Managementleistungen, sondern vielmehr dafür, dass die Institute über viel zu wenig Eigenkapital verfügen. Auch das ist eine banale Erkenntnis, die leider mit der aktuellen Krise in aller Heftigkeit bestätigt worden ist.

Schliesslich zeigt sich erneut, dass überhitzte Immobilienmärkte oft die Ursache einer Finanz- und Wirtschaftskrise sind. Die Risiken werden von den Marktteilnehmern systematisch unterschätzt. Deshalb ist eine Belehnung von 80% (oder mehr) auf Immobilien nicht vertretbar. Welcher konservative Anleger käme schon auf die Idee, sein Aktienportfolio zu 80% fremdzufinanzieren? Die Kreditvergabepolitik der Banken muss deshalb restriktiver werden, um zukünftige Ausfälle möglichst zu vermeiden.

## Zurück zur Einfachheit

Banker und generell die Zunft der Vermögensverwalter müssen bescheidener werden. Es ist verantwortungslos, gebetsmühlenartig immer wieder neue Geschichten von beeindruckender Überperformance, risikoloser Rendite und erfolgreichen Prognosemodellen aufzutischen, die keiner wissenschaftlichen Überprüfung standhalten. Wesentlich ist es, dass wir zurückkehren zu einfachen, transparenten, qualitativ guten und möglichst liquiden Anlagen. Komplexe, mehrschichtige, hochmarginale und oft mit viel Kredit hochgehebelte Produkte bildeten den Nährboden für die Finanzkrise. Sie sind prädestiniert, einer explosiven Mischung von Gier und Naivität die erforderliche Sprengkraft zu verleihen. Transparenten Direktanlagen wie Obligationen und Aktien mit guter Qualität gehört deshalb die Zukunft im Wertschriftengeschäft.

Pirmin Hotz ist Inhaber der gleichnamigen, auf Vermögensverwaltung spezialisierten Gesellschaft in Baar.

## Auslandkommentar

# Gefährliche Absprachen



Von Thomas Wyss  
Paris

Die Finanzkrise stellt eine Belastungsprobe für die internationale Zusammenarbeit dar – und zwar innerhalb Europas und darüber hinaus. In der Krise ist sich jeder selbst der nächste. In einer solchen Situation ist es – gelinde ausgedrückt – nicht sehr weise, Initiativen zu unternehmen, die die bereits labile internationale Kooperation zusätzlich belasten. In dieses Kapitel passt die jüngste Tagung einer Reihe von Staaten am Dienstag in Paris, die sich zum Thema Steuerwettbewerb absprechen wollen – und zwingend Unfrieden stiften.

Im Vorfeld der Tagung wurde krampfhaft versucht, einen Zusammenhang zwischen Finanzkrise, Steuerwettbewerb und Bankkundengeheimnis herzustellen – allerdings mit einer schon fast fahrlässigen intellektuellen Schludrigkeit: «Spekulanten» werden (wie übrigens schon so oft in der Geschichte) für die Krise verantwortlich gemacht. Mehr noch: Sie sollen in Gestalt der Hedge Funds das nächste Systemrisiko darstellen – das dadurch vergrössert werde, dass diese Investoren auch in Offshore-Plätzen aktiv seien. Um die Anschuldigungen abzurufen, wird grosszügig ein Zusammenhang hergestellt zwischen Steuerparadiesen mit zweifelhaftem Ruf und Ländern die das Bankkundengeheimnis kennen.

Dass diese wirre Verknüpfung keinen Sinn macht, scheint die Autoren nicht zu kümmern. Der Zweck heiligt die Mittel. Doch wer mit dem Zweihänder hantiert, darf sich nicht wundern, wenn Sachschaden entsteht – und zwar auf verschiedenen Gebieten.

Exponenten der derzeitigen deutschen Regierung haben sich in dem Thema festgebissen und wollen nun den EU-Partner Frankreich für sich vereinnahmen. Paris spielt mit, wohl nicht zuletzt deshalb, weil die deutsch-französische Freundschaft auch nicht mehr ist, was sie einmal war. Die wenigen Gemeinsamkeiten zwischen den beiden Ländern sollen zelebriert werden – was über das offensichtliche Auseinanderleben jedoch nicht hinwegtäuscht. Die durch ungesunde Konkurrenz genährten ausserpolitischen Differenzen sollen hier gar nicht zur Sprache kommen. Das peinliche und kleinliche Gezänke um den Flugzeug- und Rüstungshersteller Eads zeigt deutlich, aus welchem Stoff diese europäische «Freundschaft» gemacht ist.

Die deutsch-französische Vertrauenskrise lässt auch bezweifeln, dass sich Paris und Berlin in der Steuerfrage wirklich einig sind. Sicher ist, dass andere Länder in und ausserhalb der EU ausgegrenzt und angeschnitten werden. Von den EU-Ländern nahmen Österreich, Belgien und Luxemburg nicht an der Tagung teil. Unter Nicht-EU-Ländern glänzten die Schweiz, (und was noch viel wichtiger ist) die USA durch Abwesenheit. Was die Schweiz betrifft, so kam es wie erwartet zu verbalen Attacken auf das Bankkundengeheimnis. Das überrascht nicht und ist auch nicht weiter tragisch. Die Wiederholung der immer gleichen Anschuldigungen bedeutet nicht, dass der Sprecher recht hat, sondern lediglich, dass ihm die Ideen ausgehen.

Entscheidend ist etwas anderes. Mit solchen Initiativen wird nicht nur wie eingangs erwähnt in einer äusserst kritischen Situation der Idee der grenzüberschreitenden Zusammenarbeit ein Bärendienst erwiesen. Die Initiative ist auch zutiefst uneuropäisch. Wenn der freie Kapitalverkehr in Europa auf diese Art und Weise behindert wird, so wird der Geldabfluss in den Nahen und den Fernen Osten noch gefördert. Das jedoch ist das letzte, was Europa und Europas Banken derzeit brauchen.

## Literatur

# Achtung: Geld in Gefahr

Martin Hüfner und Heiner Sieger

So viele schlechte Nachrichten musste die Finanzwelt selten ertragen. Die Hektik an den Märkten ist gross, das Rezessionsrisiko steigt, die Verunsicherung unter Anlegern und Sparern greift tief. Wie hängt das alles zusammen? Wie gross ist das Bedrohungspotenzial, und wie kann man ihm begegnen? Der Ökonom und Publizist Dr. Martin Hüfner – unter anderem Leitartikelautor von «Finanz und Wirtschaft» – und der Wirtschaftsjournalist Heiner Sieger erklären, wo Wohlstandsverluste drohen, zeigen Zusammenhänge und Perspektiven auf und nennen Gegenmittel.

«Achtung: Geld in Gefahr! Wie wir jetzt unser Einkommen und Vermögen schützen», Murmann Verlag, Hamburg, 264 Seiten, 16,90 € (D), ISBN 978-3-86774-050-0.

# UP AND DOWN

© HORSCH



www.horschcartoons.de