

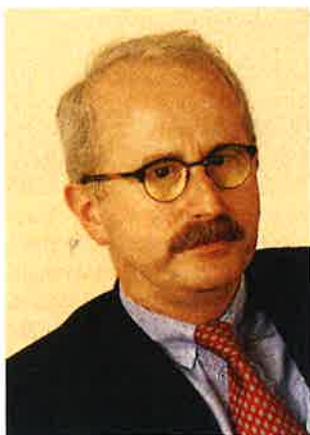
*Ausgerechnet in ihrem hundertsten Jubiläumsjahr konnte die DG-Bank nach harter Restrukturierungszeit gestärkt in die Gewinnzone zurückkehren. Dabei startet sie neue Initiativen zur*

# Absicherung von Ausfall-Risiken

*Das Hedgen von Zins-, Währungs- und Kursrisiken gehört heute zum Alltagsgeschäft einer international aktiven Bank. Was bleibt, ist das Gegenparteien- oder Ausfall-Risiko. Aber genau dieses könnte einen Domino- oder Systemeffekt provozieren. Gelingt es hier, einen funktionierenden Markt zu schaffen, so würde sich den Banken im Kreditgeschäft nicht nur ein enormes Potential eröffnen, sondern auch eine bessere Anbindung der Finanzmärkte an die Realwirtschaft. «SCHWEIZER BANK» sprach mit dem für Controlling, Finanzen und Organisation zuständigen DG-Vorstandsmitglied Dr. Johann Rudolf Flesch und dem für das Risiko-Controlling verantwortlichen Abteilungsdirektor Bernhard Krob am Hauptsitz der DG-Bank in Frankfurt am Main.*

- BRIGITTE STREBEL, FRANKFURT -

Die deutschen Banken sind noch sehr traditionell kreditorientiert», erklärt Dr. Johann Rudolf Flesch, für Controlling, Finanzen und Organisation zuständiges Vorstandsmitglied der DG-Bank in Frankfurt, «zum Beispiel erteilt das Bundesaufsichtsamt nur dann die Geschäftsführerbefugnis als Vorstand, wenn der Betreffende mehrere Jahre verantwortlich im Kreditgeschäft war. Dies prägt natürlich die Köpfe der Geschäftsführer, für die dann das Kreditgeschäft sozusagen die Mutter des Bankgeschäfts ist.» Nun können aber die traditionellen Funktionen (Volumen-, Fristen- und Risikotransformation) des Bankgeschäfts auch für den gesamten derivativen Bereich angewandt werden. Auch hat das Wertpapier- und Vermögensverwaltungsgeschäft stark an Bedeutung hinzugewonnen. «Die Banken geraten immer stärker ins Informationsmanagement hinein», betont Vorstandsmitglied Johann Rudolf Flesch, «somit müssen sie sich auf die wichtigsten Funktionen fokussieren. Die Entwicklung der Technologie und der zunehmende Wettbewerb erzwingen geradezu die Automatisierung der Abwicklungsprozesse wie zum Beispiel des Zahlungsverkehrs.» Dasselbe gelte übrigens auch für den Vertrieb oder die Abwicklung von Bankprodukten. Bei auf das Kreditgeschäft spezialisierten Banken liege es deshalb nahe, dass diese zum Beispiel die Absicherung von Markt- und Ausfall-Risiken anböten, erklärt DG Bank-Vorstand Johann Rudolf Flesch. Deshalb sei es auch nicht erstaunlich, dass ausgerechnet die DG-Bank als Spitzeninstitut und Zentralbank der regional ori-



DG-Vorstandsmitglied Johann Rudolf Flesch.

entierten genossenschaftlichen Volks- und Raiffeisenbanken in Deutschland sich für die Entwicklung von Kreditderivaten einsetze. «Dabei geht es um das Hedgen von Markt- und Ausfall-Risiken. Denken Sie an eine Volksbank in der Region, die zum Beispiel Kredite in ihren Büchern hält, die sie rund um ihren Kirchturm eingeworfen hat. Aufgrund der sehr beschränkten Diversifizierungsmöglichkeiten des Kreditportefeuilles eines solchen Instituts ist dieses total vom Konjunkturverlauf in der Region abhängig und kann sich aus einer solchen Risikoposition kaum befreien. Während bei den Marktrisiken Absicherungsmöglichkeiten bzw. Diversifikationsmöglichkeiten bestehen, ist dies heute bei den Ausfall-Risiken noch nahezu unmöglich. Unser Ansatz geht nun aber davon aus, die Ausfall-Risiken genauso steuerbar zu machen, wie die Marktrisiken.» Dies setzt aber auch ein neues Denken über das Ausfallrisiko-Management voraus.

Dass ausgerechnet die DG-Bank eine solche Initiative ergreift, ist kein Zufall. «Wir hatten natürlich eine besondere Ausgangslage», erklärt Johann Rudolf Flesch, «weil unsere Risikokosten über beide Kategorien, sowohl Marktpreis- als auch Ausfallrisiken, zu Beginn der 90er Jahre sehr hoch waren. In der damaligen sehr schwierigen Ausgangslage galt es,

eine Neuorientierung zu finden, in der es auch um die Installierung eines neuen Risikomanagements ging.» Der Vorteil der damaligen und inzwischen erfolgreich überwundenen Problemlage sei aber auch der Wille zur Veränderung gewesen. «Im Rahmen dieser Neuorientierung haben wir uns dann auch gefragt, wo wir unserer Kundschaft einen echten Value Added bieten können.» Für die DG-Bank als Spitzeninstitut der Kreditgenossenschaf-

## Hohes Marktpotential in Sicht

*Mit Credit Derivatives wird es zukünftig möglich sein, Ausfallrisiken zu hedgen und diese damit zu steuern. Ausserdem besteht die Möglichkeit, komperative Wettbewerbsvorteile gegenüber den Mitbewerbern am Markt zu nutzen, ohne ein Ausfallrisiko eingehen zu müssen. Kreditportfoliotechnische Überlegungen der Banken, aber auch Anlagealternativen für institutionelle Investoren, lassen einen Markt für diese neuen Produkte entstehen. Aufsichtsbehörden und ISDA (International Securities Dealer Association) müssen sich aber in nächster Zeit über genaue Definitionen der Produkte einigen. Seit Mitte der 80er Jahre wurden vor allem in den USA sechs bis acht Milliarden Dollar in Kreditderivaten gehandelt. Dieses Volumen könnte sich im nächsten Jahr verdoppeln. Neben Banken könnten Lebensversicherungen und Pensionskassen, die am stärksten in Corporate Bonds engagiert sind, zum Wachstum dieses Derivatesegments beitragen.*

ten in der Bundesrepublik stehe hier die Bereitstellung von Bankprodukten und Dienstleistungen über alle Geschäftsfelder hinweg im Vordergrund sowie das umfassende Bilanzstrukturmanagement inklusive der Absicherung der Ausfallrisiken, während sich die über 2500 selbständigen regionalen Kreditgenossenschaften auf die volle Ausschöpfung ihres regionalen Marktpotentials konzentrierten, erklärt Johann Rudolf Flesch. Zur Genossenschaftsgruppe gehört unter anderem die grosse R&V Versicherung, die Raiffeisen- und Volksbank-Versicherung, an der die DG Bank auch eine grosse Beteiligung hält und die Bausparkasse Schwäbisch Hall. Entsprechend breit ist deshalb auch die von den Genossenschaftsbanken vertriebene Produktpalette im Allfinanzbereich.

«Das Ausfallrisiko-Management erfolgt nach der «Risiko-Zerfällung» (Diversifikation), indem die jeweilige Genossenschaft uns einen Teil eines Kredites, den sie gegeben hat, weiterreicht. Wir nennen dies dann Gemeinschaftskredit-Geschäft. Aber diese traditionellen Instrumente geraten immer stärker unter Wettbewerbsdruck», erklärt Johann Rudolf Flesch. Auch bisher als ausgesprochen stabil geltende Regionen wie Baden-Württemberg gerieten immer stärker unter Druck. Entsprechend steckten Institutionen, die in solchen Regionen gebunden sind, in Handlungszwängen, weil sie nicht aus ihrem Portefeuille aussteigen könnten: «Und da merkt man nun den Druck zur vermehrten Absicherung drohender Ausfallrisiken. Entsprechend nehmen bei uns diesbezügliche Anfragen zu.»

Also müssen regionale Klumpenrisiken abgebaut und abgesichert werden, indem zum Beispiel ein Branchenaustausch im Portefeuille zwischen Institutionen in unterschiedlichen Regionen stattfindet. «Damit würde die Basis für ein systematisches aktives Kreditportefeuille-Management möglich», erklärt der für das Kre-

ditrisiko-Controlling bei der DG-Bank zuständige Bernhard Krob, «und zwar analog zu den Anlagen im Aktienportefeuille. Hier gehört es ja heute zum Standard, mit Rendite-Risiko-Überlegungen sein Portefeuille zu strukturieren. Die bisherigen traditionellen Instrumente zur Absicherung der Ausfallrisiken, wie zum Beispiel die Sicherheitenpolitik sind doch sehr schwerfällig und umständlich. Viele Primärbanken haben erkannt, dass sie mit Derivaten ihre Marktpreiskrisen gestalten können», erklärt Johann Rudolf Flesch. «Mit der Handelbarkeit von Kreditrisiken wäre der gesamte Genossenschaftssector flexibler, denn es könnten eigentliche Hedging-Strategien entwickelt werden, andererseits aber wäre es dann für uns auch möglich, in Branchen Risiken zu nehmen, wo wir nicht oder eben zu wenig vertreten sind, und so preiswert und schnell Risiken hinzuzukaufen.»

Man dürfe allerdings die Schwierigkeiten nicht unterschätzen, die in diesem



Die Kravatte als Banker-Symbol: Plastik vor dem neuen DG-Hauptsitz in Frankfurt.

Geschäft, das ja vorerst erst aufgebaut werde, ausgeräumt werden müssten, betont Johann Rudolf Flesch, «denn die Preisfindung war bisher im Kreditgeschäft unter dem Aspekt der Risikoabgeltung instrumentell völlig unzureichend. Es wird immer noch von Durchschnittswerten aus Vergangenheitsanalysen ausgegangen. Meistens aber entspricht der betreffende Kunde eben nicht diesen Werten, weil er zum Beispiel in einer schlechten Branche überdurchschnittlich gut arbeitete oder aber das Gegenteil. Wenn zudem die Risikokosten in einer Branche sehr hoch waren, können weder entsprechende Preise noch die nötige Fristendifferenzierung für das Neugeschäft eingefordert werden, denn

wer weiss schon, welche Risiken ein Kredit mit einer Laufzeit von zehn Jahren effektiv aufweist.»

Banken, die neben den Zins-, Währungs- und Marktrisiken auch ihre Ausfallrisiken besser steuern und absichern, können auf diese Weise auch ihren Eigenkapital-Einsatz optimieren. «Kreditderivate können Instrumente sein, um die Belastung des Eigenkapitals oder das Risikopotential des Eigenkapitals systematischer zu formen», erklärt Bernhard Krob. Es gehe



DG-Controller Bernhard Krob.

auch nicht darum, das Kreditgeschäft der Banken abzusichern, erklärt DG-Vorstand Flesch, «via entsprechende Geschäftszuwächse können wir dann in besseren Risiko-Ertrags-Relationen vorstossen. War es bisher aufgrund der Portfeuille-Struktur nicht mehr möglich, gutes neues Geschäft aus einer bestimmten Branche hereinzuholen, so können via Kreditderivate neu die neuen Risiken zum Marktpreis jederzeit weitergegeben

und glattgestellt werden. Das gilt auch für die Fristenstruktur, allerdings nur, wenn das Pricing stimmt.»

Johann Rudolf Flesch sieht für Kreditderivate ein ähnliches Entwicklungspotential voraus, wie bei den übrigen derivativen Instrumenten. Aber ein liquider Markt ist dafür die Voraussetzung. Und da hapert es noch weitgehend. «Am Anfang wird man entsprechend hohe Margen erzielen können. Diese werden sich dann allerdings mit zunehmender Markttiefe und Liquidität deutlich verringern.» Bis jetzt aber sind solche Kreditderivate, wenn überhaupt, erst für grosse börsennotierte Unternehmen und Banken anwendbar, aber nicht unbedingt für das kleine und mittlere Kundensegment. Aber ausgerechnet hier ist der Bedarf am dringendsten. «Hier könnten verschiedene kleinere Risiken zusammengefasst und über Kreditoptionen abgesichert werden», erklärt Bernhard Krob. «Ausserdem könnte man verschiedene kleinere Risiken in einem Portfeuille zusammenstellen und sich über einen Branchenindex absichern», fügt Johann Rudolf Flesch hinzu, «der dann dem Mix der übernommenen Risiken entspricht.» Kreditderivate hätten einen enormen Vorteil, verglichen mit traditionellen Methoden, weil sie die Bank zur risiko- und marktgerechten Preisstellung zwingen, die dann auch die effektive Schuldnerqualität widerspiegeln würde. «In den USA und am Markt für Länderkredite ist dies bereits üblich», bestätigt Bernhard Krob.

In Analogie zum Junkbond-Markt wäre somit durchaus auch ein «Junkcredit Markt» möglich, in den vielleicht risikofreudigere Institute, die an die Zukunft gewisser notleidender Schuldner glauben, investieren. Ein Beispiel dafür wäre zum Beispiel auch das Canary-Wharf-Projekt in London. Wer hier nach dem Crash billig eingestiegen ist, der kann nun ernten. «Ganz genauso ist es am Markt für Länderkredite», erklärt Johann Rudolf Flesch. Vor allem die niederlän-

## 1996: Quantensprung bei Kreditderivaten?

Pat Britt, Leiter des Bereichs «structured swaps» bei Prebon Yamane, einem amerikanischen auf derivative Produkte spezialisierten Inter-Dealer-Broker, ist überzeugt, genauso wie die Zinsprodukte werden sich die Kreditderivate vom eigentlichen Nischenprodukt zu einem gewaltigen Markt entwickeln. «In einem Jahr werden wir einen eigentlichen Quantensprung vollbringen», zitierte ihn kürzlich die renommierte «Financial Times». Dabei kommt aber auch Martin Kannengiesser, Vice-President im Bereich Kreditderivate bei Credit Suisse Financial Products (CSFP), zu Wort. Er hält die Kredit-Ausfallrisiko-Option als das bisher beste Produkt zur Vervollständigung des Riskmanagements, denn es hilft den Banken gewissermassen, das Gegenparteien-Risiko besser in den Griff zu bekommen. Ausserdem können Banken mit Hilfe solcher Optionen ihr Kreditportfeuille über nationale Grenzen hinaus diversifizieren, ohne über die dafür nötigen Kundenbeziehungen zu verfügen. Eine deutsche Bank hat möglicherweise ihr Kreditportfolio auf deutsche Unternehmen konzentriert. Mit dem Kauf entsprechender Kreditoptionen könnte sie nun diese Portfolio auf den französischen Raum diversifizieren. Dasselbe gilt übrigens auch hinsichtlich der Fälligkeitsstruktur. Ist diese zu einseitig geraten, können die Fälligkeiten dank Kauf oder Verkaufs von Kreditoptionen diversifiziert werden. Die Laufzeit einer solchen Option kann von einem Monat bis zu zehn Jahren dauern, die durchschnittlichen Laufzeiten liegen jedoch bei drei bis fünf

Jahren. Eine solche Option ist zum Beispiel für ein Unternehmen interessant, das in einem Projekt im Ausland engagiert ist und nach drei Jahren nach Abschluss dieses Projekts Zahlungen im Ausmass von 20 Millionen Dollar erwartet, obwohl das betreffende Land jedoch nicht über die beste Zahlungsmoral verfügt. Entsprechend möchte sich das Unternehmen versichern. Deshalb kauft es gegen jährliche oder halbjährliche Zahlung eine entsprechend strukturierte Option, die ihm bei Eintreten des Ausfallrisikos eine entsprechende Zahlung garantiert.

Wegen der sinkenden Kreditqualität des japanischen Bankensystems und des entsprechend höheren Gegenparteien-Risikos überlegen sich derzeit international aktive Banken, wie sie möglicherweise ihr Exposure gegenüber japanischen Banken via Einsatz von Kreditderivaten senken könnten. Obwohl es sich hier noch um ein neues Derivateprodukt handelt, beginnen aufgrund des bereits sehr intensiven Wettbewerbs auch hier bereits die Margen zu sinken, umso mehr als die Banken hier mit den Versicherungen (Kreditversicherungen) ebenso in Konkurrenz stehen, wie mit staatlichen Exportversicherungs-Agenturen. Dennoch, das Marktpotential ist vielversprechend: Dipak Rastogi, Leiter des Bereichs Global Derivatives bei Citicorp. in London, meinte zur «Financial Times», gerade weil im Kreditbereich bezüglich Pricing noch sehr grosse Ineffizienz herrsche, eigne sich dieser Bereich vorzüglich für die Entwicklung derivativer Instrumente.

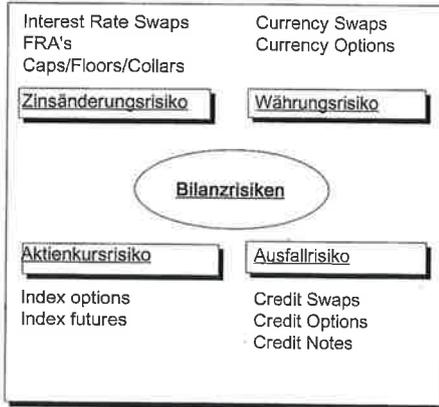
## Neue Wege zur Absicherung des Gegenparteien-Risikos

«Managing risk is the business of banking indeed», zitierte Michael Hof von der DG Genossenschaftsbank Dennis Weatherstone, Chairman von JP Morgan, anlässlich eines IIR-Seminars (Institute for International Research) über Kreditderivate. Seiner Meinung nach ist das Nichteingehen

von Risiken und das Überlassen des Geschäftsfeldes an die Konkurrenz keine Alternative. Was das Management von Bilanzrisiken betrifft, so haben die Banken dank derivativen Instrumenten das Zinsänderungsrisiko, das Währungsrisiko und Aktienkursrisiko weitgehend im Griff, nicht aber das Gegenparteien- oder Ausfall-Risiko. Dieses und die dementsprechende Exposure sind es denn auch, die gegenwärtig das Topmanagement der grossen Global Player am meisten beschäftigt. Höchste Zeit also, dieses fehlende vierte Bein des Bilanzrisiko-Managements zu entwickeln!

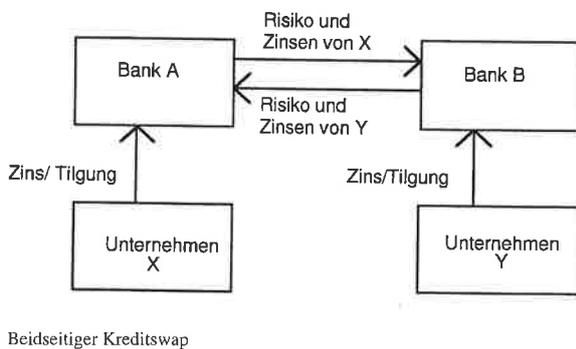
Bisher stützten sich traditionellen Verfahren der Kredit-Ausfallrisiko-Steuerung auf die Risikozerfällung, den Kredithandel (via Securitization, aber der Schuldner muss zustimmen), Sicherheiten, Diversifikation und entsprechende Neugeschäftssteuerung (die oft dazu führt, dass gute Kunden aus portfoliotechnischen Gründen brüskiert werden). Neu

Management von Bilanzrisiken:



hinzu kommt nun die Ergänzung durch Kreditderivate. Diese basieren auf einer Neudefinition des Ausfallrisikos: Ein Unternehmensfinanztitel lässt sich demnach ganz oder teilweise als Option interpretieren. Der Wert eines Kreditittels lässt sich in eine risikofreie Komponente

und eine Optionskomponente zerlegen. Letzere entspricht der Minusposition einer europäischen Verkaufsoption auf das Unternehmensvermögen. Hat nämlich bei Fälligkeit des Kredits bzw. am Ausübungstag der Verkaufsoption das Unternehmen einen geringeren Wert als das Fremdkapital, wird der Unternehmenseigentümer die Op-



tion ausüben, den Kredit nicht zurückzahlen und das Unternehmen dem Gläubiger übergeben. Ist der Wert des Vermögens hingegen höher als die Fremdkapitalisation, so wird er den Kredit zurückzahlen.

Kreditderivate sind Instrumente, bei denen die Auszahlung ausschliesslich

an die Kreditperformance eines oder mehrerer Unternehmen gekoppelt ist. Sie lassen sich in Credit Swaps, Credit Options und Credit Notes unterteilen und ermöglichen eine schnelle flexible Verlagerung der Kreditrisiken, ohne dass eine Zustimmung des Schuldners notwendig ist, was eine bessere Ausnutzung der Kundenbeziehungen (Cross-Selling-Effekt) bewirkt. Auch weisen sie im Gegensatz zu Aktien, Zinsen und Devisen kein systematisches Marktrisiko auf, erlauben jedoch andererseits via Austausch von Kreditexposures die Diversifikation des Kreditportfolios.

Beim Kreditswap wird nicht, wie der Name vermuten lässt, ein Kredit getauscht, sondern das Risiko, dass die dem Swap zugrundeliegende Adresse ausfällt und den Kredit nicht zurückführen kann. Via Kreditswaps ist aber auch der Zugang zu Ausfallrisiken ohne Kundenbeziehung möglich.

Die Kreditoption bietet die Möglichkeit, aus einem eingegangenen Kreditengagement ohne Kapitalverlust auszustiegen. Übt der Käufer der Kreditoption diese am Fälligkeitstag aus, haftet der Verkäufer der Kreditoption für den Ausfall des Kreditschuldners. Allerdings wird die Option nur dann ausgeübt, wenn der Schuldner wirklich mit hoher Wahrscheinlichkeit ausfällt. Bewertungstechnisch ist die Kreditoption eine Compound-Option (Option auf eine Option). Da der Kredit als geschriebener Put auf das Unternehmensvermögen plus risikofreie Nullcoupon-Anleihe interpretiert werden kann, ist die Hedgeposition ein Call auf einen Put.

Credit Notes wiederum gleichen einer strukturierten Schuldverschreibung und dienen der Weiterplazierung des Ausfallrisikos an institutionelle Investoren. In diesen Papieren werden verschiedene Ausfallrisiken beliebig kombiniert. Sie werden in neuer Struktur zusammengesetzt und für Investoren verbrieft.

dische ING hat hier mit Engagements in Südamerika unmittelbar nach der internationalen Schuldenkrise zu Beginn der 80er Jahre gutes Geld verdient. «Unser Ansatz für Kreditderivate ist kein Risikoverhinderungs-, sondern ein Risiko-steuerungsansatz», erklärt DG-Vorstandsmitglied Flesch, «wenn ich die Bank nach dem Risiko-Return-Ansatz

ausrichten will, um ihr Eigenkapital effizient zu allozieren, muss ich auch das Risiko berechenbar machen. Daran führt kein Weg vorbei.» Wenn dies richtig gemacht wird, dann weiss man bei jedem gewährten Kredit, wieviel Eigenkapital er effektiv beansprucht. «Und man hat vor allem das Ausfall-Risiko analysiert und in einem Preis zusammengefasst», erklärt

Bernhard Krob, «so dass auch dieses steuer- und handelbar wird. Wir bedienen uns da der üblichen Mechanismen, die auch die Basis für die Berechnung der Marktrisiken bilden. Der Gegenwert einer Aktie zum Beispiel wird aufgrund der zukünftigen Dividende errechnet. Auch hier bildet der Markt seine Meinung über das Unternehmen und sein Potential. Das

drückt sich schliesslich auch im Aktienkurs aus.» Im Anlagebereich, zum Beispiel an den Aktienmärkten, würden die Optionen auch aufgrund des potentiellen Ertragswertes millionenfach gerechnet und Milliardenbeträge darüber kontrahiert, betont Johann Rudolf Flesch, «weshalb soll es dann nicht auch möglich sein, den künftigen Zahlungsstrom eines Kreditkunden und dessen Schwankungsbreiten zu schätzen? Also haben wir diesen Mechanismus als Lösungswert zum ««Bepreisen»» des Risikos im Kreditgeschäft

übernommen.» Nun braucht es aber einen liquiden Markt der den Austausch beziehungsweise das Handeln dieser Risiken unter den Banken ermöglicht. Deutsche Banken sind hier noch zurückhaltend, doch Johann Rudolf Flesch sind andere Banken bekannt, die zum Aufbau eines solchen Kreditderivate-Marktes bereit sind. US-Banken seien hier führend, aber auch bei gewissen Schweizer Banken bestehe ein grosses Interesse an einem solchen Markt. Wenn sich in diesem Bereich ein ähnlich internationaler Markt

entwickeln würde, wäre es ja plötzlich möglich, Branchenrisiken länderübergreifend auszutauschen und zu diversifizieren. Bernhard Krob verweist auf das Rückversicherungsgeschäft: «Gäbe es dieses nicht, wäre vieles nicht mehr versicherbar oder aber zu ganz anderen Preisen.» Und warum soll man nicht versuchen, diese Methoden via Kreditderivate-Pooling auch für das Kreditgeschäft auf internationaler Ebene nutzbar zu machen? ■

Nobelpreisträger Merton Miller ist bekannt für seine Abneigung gegen staatliche Eingriffe. Für ihn ist klar:

## Risiken gehören zum Bankgeschäft

**Wie weit regelt sich das Derivategeschäft aufgrund der Marktmechanismen selbst, und gibt es Möglichkeiten, das Gegenparteien-Risiko zu vermindern oder gar zu diversifizieren? Diese Frage diskutierte «SCHWEIZER BANK» mit Professor Merton Miller am Rande des Global Derivative Forum der Schweizerischen Bankgesellschaft in Zürich.**

«SCHWEIZER BANK»: Professor Miller, Sie wenden sich gegen die steigende Regulierungsdichte im Derivategeschäft. Nun provozieren meistens ungenügend funktionierende Märkte solche Regulierungen. Sind die Derivatemärkte zu wenig perfekt?

Miller: Worin sehen Sie dieses ungenügende Funktionieren dieser Märkte?

«SB»: Via Derivatemärkte können zwar das Kurs-, Zins und Währungsrisiko abgesichert werden, nicht aber das Gegenparteien-Risiko. Und genau dieses birgt doch die Gefahr eines Dominoeffektes via Systemrisiko in sich. Wenn man dieses Risiko ebenfalls absichern könnte, dann hätte man einen perfekten Markt. Sind Kreditderivate nicht ein erster Schritt in diese Richtung?

Miller: Es gibt in den USA die sogenannte Credit Insurance und auch einen Markt für Kreditderivate, aber er wächst nur langsam, was darauf hindeutet, dass offensichtlich die Nachfrage fehlt. Wenn man alle Risiken absichern könnte, würde man auch keine Gewinne mehr erzielen, denn das Hedgen kostet und nivelliert. Wichtig ist doch, dass die Global

Players jene Risiken nehmen, über die sie effektiv Bescheid wissen und das andere beiseite lassen.

«SB»: Also hängt letztlich alles vom Riskmanagementsystem ab?

Miller: Es geht doch letztlich darum, dass Banken und Grossunternehmen Risiken in vernünftigem Rahmen eingehen, die sich auch aufgrund ihrer Expertise und ihres Know-hows zu managen vermögen.

«SB»: Nun gibt es vielleicht zwanzig Global Players, die im Derivategeschäft als erste Adressen gelten. Bringt dies nicht auch eine Akkumulation von Risiken?

Miller: Glauben Sie, dass diese alle zusammen kollabieren werden?

«SB»: Nein, aber wenn einer kollabiert, wären doch die anderen auch gefährdet?

Miller: Die Grossbanken sind doch alle sehr diversifiziert und weisen eine vernünftige Exposure aus. Diese kann nur dann zur Gefährdung werden, wenn alle aufgrund derselben Fehleinschätzung in die falsche Richtung laufen und durch die effektiven Entwicklungen an den Kapital- und Devisenmärkten überrascht werden.

«SB»: Aber der Replacement-Value kann doch gut und gern die Höhe des verfügbaren Aktienkapitals erreichen?



Merton Miller

Miller: Auch hier wird oft übertrieben, weil ja nicht alles zur selben Zeit wiederbeschafft werden muss.

«SB»: Werden durch die geltenden Boni-Systeme Händler dazu verleitet, zu hohe Risiken einzugehen?

Miller: In gewisser Hinsicht ja, weil sie dabei nur verdienen können und nicht direkt die Risiken zu tragen haben.

«SB»: Wenn die EU-Politiker eine Einheitswährung einführen, was passiert dann mit den Derivatekontrakten, die über das Einführungsdatum hinaus dauern. Wie werden die Märkte reagieren?

Miller: Da braucht es halt neue Gesetze und Vereinbarungen. In den dreissiger Jahren gab es in den Vereinigten Staaten auch Verträge, die auf Zahlung in Gold lauteten. Diese wurden damals auch einfach durch indexierte Dollarvereinbarungen ersetzt. Das ganze ist eine Frage der Akzeptanz der Bevölkerung.

«SB»: Glauben Sie, dass die Probleme der japanischen Banken auch die Weltwirtschaft tangieren könnten?

Miller: Ein Indiz dafür ist die Japan-Prämie. Aber gäbe es Japan nicht, dann wäre dieses Problem wohl anderswo virulent. Wir leben in einer volatilen Welt, und das macht das ganze vor allem für den Derivatebereich so interessant.

Brigitte Strebler