

GESPRÄCH MIT DOUGLAS DIAMOND, UNIVERSITÄT CHICAGO

## „Die kurzfristige Refinanzierung ist immer die Ursache für Finanzkrisen“

US-Starökonom Diamond präsentiert neuen Vorschlag für Eigenkapitalregeln bei Banken

Von Stephan Balling, Frankfurt

**Börsen-Zeitung, 26.8.2010**  
Studenten, die sich auf den Bereich Banking spezialisieren, kommen an Douglas Diamond nicht vorbei. Er hat im Jahr 1984 das zentrale Modell der modernen Wirtschaftswissenschaften entwickelt, das mathematisch erklärt, weshalb Finanzintermediäre, insbesondere Banken, überhaupt existieren. Die Kernaussage des Diamond-Modells: Banken existieren, weil sie die Kosten für die Überwachung der Schuldner zentral bündeln, was günstiger ist, als wenn jeder Kreditgeber selbst dieses Monitoring übernimmt.

Doch wenn Studenten dieses Modell verstanden haben, sind sie noch nicht am Ziel. Denn kurz bevor dieses Modell erschien, hatte Diamond zusammen mit Philip Dybvig eine Theorie entworfen, die sogenannte Bank Runs erklärte, also das massenhafte Abheben von kurzfristigen Bankeinlagen durch die Anleger. In der Krise findet dieses Modell nun viel Beachtung. Diamond berichtet im Gespräch mit der Börsen-Zeitung, dass Makroökonomien, die den Finanzsektor in ihren Modellen bisher ausgeblendet haben, versuchen, dieses Modell in ihre Makrodenke zu integrieren.

Dabei geht es vor allem um die Frage, welche Auswirkungen die kurzfristige Refinanzierung langfristiger Investitionsprojekte hat. Diese sogenannte Fristentransformation gehört zur Kernaufgabe der Banken, für eine Volkswirtschaft ist sie essenziell: Anleger wollen ihre Gelder nur kurzfristig anlegen und liquide halten, etwa auf Girokonten. Dagegen verlangen die Unternehmen nach langfristigen Krediten. Banken finanzieren also langfristige, nicht liquidierbare Forderungen mit kurzfristigen und jederzeit durch die Sparer liquidierbaren Verbindlichkeiten.

### Aggressive Fristengeschäfte

Aber eine zu aggressive Fristentransformation kann die Stabilität gefährden. „In der Krise haben wir gesehen, wie das gesamte Finanzsystem, nicht nur die Kreditinstitute,

sondern auch andere Institutionen, die sich kurzfristig refinanzieren und das Geld langfristig anlegen, wie Hedgefonds, zu viel kurzfristige Schulden aufgehäuft haben“, sagt Diamond, der diese exzessive Aufnahme kurzfristiger Schulden nun durch Regulierung begrenzen will. Auf dem Jahrestreffen der European Finance Association in Frankfurt will Diamond heute und morgen dazu Regulierungsvorschläge präsentieren.

Außerdem will er einen Vorschlag, den er im April 2009 bereits in einem Working Paper zusammen mit einer Reihe anderer Starökonomien wie Robert Shiller und Raghuram Rajan publizierte, weiter vertiefen. Dabei geht es um die Ansteckungsgefahr von Bankkrisen. Grundsätzlich, so Diamond, habe die kurzfristige Refinanzierung der Banken einen Vorteil: Weil die Anleger ihre Gelder jederzeit abziehen können, darf eine Bank keinen Zweifel aufkommen lassen, dass sie bei der Kreditvergabe sehr vorsichtig vorgeht und die Spareinlagen der Anleger sorgsam behandelt. Die Gefahr besteht aber, dass die Bestrafung eines Instituts, also der Abzug der kurzfristigen Einlagen, externe Effekte hervorruft und es zu einem Ansturm auf alle Banken kommt, einem Bank Run. Diamond nennt das eine kollektive Strafe: „Das ist wie beim Militär, wo der Befehlshaber die gesamte Einheit bestraft, weil sich einer falsch verhalten hat.“

In einer solchen Situation, in der die Anleger ihre kurzfristigen Einlagen abziehen und die Banken ihre bereits vergebenen Kredite nicht liquidieren können, schrumpft notwendigerweise das Eigenkapital der Banken. Ist das ganze System betroffen, kommt es zur Kernschmelze. Der Staat muss einspringen und die Banken retten. Banken, die nur leicht angeschlagen sind, aber die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen noch erfüllen, können sich in einer solchen Situation zusätzliche Risiken auflasten, um die Rendite nach oben zu schrauben. Sie wetten darauf, dass der Staat sie ohnehin rettet, ein klassisches Problem von sogenanntem Moral Hazard.

### Kritik an Hedgefonds

Deshalb arbeiten die Regulierungsbehörden weltweit daran, die Eigenkapitalstandards zu erhöhen. Diamond und seine Kollegen schlagen nun die Einführung neuer Schuldverschreibungen vor, die sie „Regulatory Hybrid Securities“ nennen. Das sind im Grunde klassische Wandelanleihen, die sich unter bestimmten Bedingungen in Eigenkapital umwandeln. „Die Hybrid Securities einer Bank sollten sich nur dann in Eigenkapital verwandeln, wenn zwei Bedingungen erfüllt sind: Erstens muss die Regulierungsbehörde erklären, dass das Finanzsystem unter einer systemischen Krise leidet.“ Zweitens müsse die Bank die nötige Eigenkapitalunterlegung verletzen. Um dem System im Falle einer Krise Eigenkapital zuzuführen, fordert Diamond: „Banken sollten ein Drittel der Eigenkapitalanforderungen durch Regulatory Hybrid Securities erfüllen, bei insgesamt höheren Eigenkapitalanforderungen.“

Es sei aber entscheidend, dass eine solche Regulierung auf globaler Ebene stattfinde. „Ich bin da aber nicht sehr optimistisch“, so der Ökonom. Regeln fordert er nicht nur für die Geschäftsbanken, sondern für alle Finanzinstitutionen: „Das Basel-Komitee etwa ist sehr stark konzentriert auf die Geschäftsbanken, und ich glaube, wir brauchen ähnliche Regeln über die Länder hinweg, die mehr davon abhängen, was eine Institution tut, als was ihr Name ist, ob sie ein Hedgefonds oder eine Investmentbank ist.“ Das betreffe etwa auch Transparenzvorschriften: „Hedgefonds müssen ihre Positionen stärker offenlegen, sowohl gegenüber Regulierungsbehörden als auch gegenüber der Öffentlichkeit.“

Doch nicht nur bei der Regulierung sieht Diamond Handlungsbedarf. Auch die Geldpolitik habe die Krise mitverantwortet. „Die niedrigen Zinsen im Jahr 2003 waren ein Fehler“, sagt er, und zwar nicht einfach weil zu niedrige Zinsen schlicht immer Blasen förderten. Der Prozess sei dreistufig: Wenn eine Zentralbank in normalen Zeiten den Zins zu niedrig belässt, wissen die Banken, dass sie ihn im Falle einer Bla-

senbildung nicht einfach erhöhen kann, weil sonst das Finanzsystem gefährdet ist.

„Das ist eine Art Greenspan-Put: Blasen werden nicht angestoßen, man wartet, bis sie platzen, und beseitigt hinterher das Chaos“, erklärt Diamond die Philosophie des früheren Präsidenten der US-Notenbank Federal Reserve (Fed), Alan Greenspan. Doch dann tritt Stufe 3 des Zyklus in Kraft: Die Beseitigung des Chaos erfolgt wiederum durch extrem niedrige Zinsen. In der Krise haben Fed und Europäische Zentralbank (EZB) die Zinssätze fast auf null gesenkt.

### Gefahr durch Greenspan-Put

Doch damit ist der durchschnittliche Zins dauerhaft zu niedrig. Eine Bank weiß also: Ist der Zins in normalen Zeiten, in denen die Wirtschaft wächst, zu niedrig, wird er dauerhaft zu niedrig sein. „Der Greenspan-Put ermutigt Banken, nicht liquidierbare Anlagen zu halten und kurzfristige Verbindlichkeiten aufzunehmen“, so Diamond. Sie kann sicher sein, dass die Fristentransformation dauerhaft eine satte Rendite erlaubt, und die Banken können sicher sein, dass im Falle einer Systemkrise die Zentralbanken und der Staat helfen. „Die kurzfristige Refinanzierung ist immer die Ursache für Finanzkrisen“, so das Fazit. Seien die Zinsen einmal zu niedrig angesetzt, könne nur Regulierung die Banken von einem Moral-Hazard-Verhalten abbringen. „Das ist der Kern der Krise: Illiquidität, die

durch die Regierungen und die Zentralbanken versichert ist.“

Heute sieht Diamond wieder Gefahren durch die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken. „Es ist aber schwieriger, heute kritisch zu sein, als in den Jahren 2003 und 2004, weil die Makrobedingungen heute viel schlechter sind als damals.“ Wenn die Zinsen allerdings zu lange zu niedrig bleiben, etwa wie derzeit bei nahe 0 %, dann drohen zwei Dinge: zu hohes Risiko oder Inflation. Für die Zentralbanken sei es sehr schwer, neben dem Ziel Preisstabilität, das sie mittlerweile ziemlich gut im Griff hätten, auch das Ziel Finanzstabilität zu verfolgen. Schließlich hätten sie für beide Ziele nur ein Instrument, den Zins, weshalb sie eine Mischkalkulation machen müssten. „Ich denke, die Zentralbanken machen heute denselben Fehler wie in den Jahren 2003 und 2004, aber sie machen ihn mit offenen Augen, und sie haben derzeit kaum eine andere Möglichkeit“, so Diamond.

Dem von einigen Ökonomen gehegten Verdacht, die Fed wolle vor den Kongresswahlen im Herbst die Zinsen nicht erhöhen und male deshalb ein besonders düsteres Bild von der Konjunktur, will Diamond nicht widersprechen. Diesen Vorwurf machten manche Volkswirte vor allem Alan Greenspan in den Jahren 2003 und 2004, der so die Wiederwahl des damaligen Präsidenten George W. Bush sicherstellen wollte, wie ihm Kritiker vorwerfen. „Die Fed fürchtet derzeit viel stärker den Druck im Kongress als zu irgendei-

nem Zeitpunkt in der Geschichte“, glaubt Diamond. Allerdings sei der jetzige Fed-Chef Ben Bernanke sehr unpolitisch, was dagegenspreche, dass die Fed ihre Politik abermals an den Interessen der regierenden Politiker ausrichte. Klar sei: „Die Fed manipuliert nicht die Daten. Die Zentralbanken der Welt und die Fed im Besonderen sind sehr genau damit.“

### Keine Blase bei Bonds

Diamond, der sein gesamtes berufliches Leben der wissenschaftlichen Erforschung des Finanzsystems gewidmet hat, beobachtet auch derzeit intensiv die Märkte. Die Furcht mancher Anleger, dass auf den Bondmärkten eine Blase anschwillt, teilt er dabei nicht. Das gelte besonders für Staatsanleihen. „Bei einer Blase kaufen die Leute Bonds, weil sie glauben, dass ihr Wert so weitersteigt wie in letzter Zeit“, erklärt er. Derzeit sei die Nachfrage nach sicheren Assets weltweit stark. „Es könnte sein, dass in einem neuen Normalzustand die Rendite für sichere Anlagen niedriger ist als zu früheren Zeiten.“ Wenn die Anleger derzeit also zum Beispiel Bundesanleihen kaufen und beabsichtigen, diese bis zur Endfälligkeit zu halten, um dann den Nennbetrag zurückzuerhalten, bestehe keine Blase. Wenn sie aber auf weitere kurzfristige Kurssteigerungen wetten, sehr wohl. Allerdings warnt er: „Es sieht so aus, dass die Risiken klar auf einer Seite liegen. Es gibt nicht mehr viel Raum für die Renditen, zu sinken.“

## Ökonom bemängelt laxe Geldpolitik

**Börsen-Zeitung, 26.8.2010**  
bal Frankfurt – Der US-Starökonom Douglas Diamond hält die kurzfristige Refinanzierung langfristiger Anlagen für eine Kernursache der Finanzkrise. Die laxe Geldpolitik in den Jahren 2003 und 2004 habe die Krise dann noch befeuert, sagte er im Gespräch mit der Börsen-Zeitung. Er will deshalb auf der Jahrestagung der European Finance Association, die in Frankfurt zu Gast ist, Vorschläge für eine neue Art von Bankanleihen unterbreiten, die im Falle systemischer Krisen die Eigenkapitalbasis des Finanzsystems stärken. Diamond hat die wichtigsten ökonomischen Modelle zur Entstehung von Banken entwickelt und Studien über Bank Runs, den massenhaften Ansturm von Anlegern auf ihre Sparguthaben, vorgelegt.

.....

► Interview Seite 7

## BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION IN FRANKFURT

### Lasche Regeln treiben Preise

#### US-Häusermarkt durch Liberalisierung angefeuert

**Börsen-Zeitung, 27.8.2010**  
bal Frankfurt – Die Deregulierung des amerikanischen Bankenmarktes hat in den Jahren 1994 bis 2005 die Preise für Immobilien steigen lassen. Zu diesem Ergebnis kommt Giovanni Favara, Wissenschaftler beim Internationalen Währungsfonds (IWF) und Assistant Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Lausanne, in einer Studie, die er gestern im Rahmen des Jahrestreffens der European Finance Association (EFA) vorstellte.

Bis zum Jahr 1994, so Favara, sei die Geschäftstätigkeit amerikanischer Banken geografisch auf bestimmte Bezirke und Bundesstaaten begrenzt gewesen. Erst mit dem Interstate Banking and Branching Efficiency Act von 1994 sei diese Beschränkung aufgehoben worden. Allerdings hätten einzelne Bundesstaaten lange Zeit weiter versucht, ihre Banken vor Konkurrenz aus an-

deren Bundesstaaten zu schützen, weshalb die Deregulierung nur allmählich vorangegangen sei, aber insgesamt zu einem intensiveren Wettbewerb geführt habe.

Durch die Liberalisierung in den USA stieg das Kreditangebot, weil Banken in und über einzelne Staaten hinaus expandieren konnten, so Favara. Das höhere Kreditangebot wiederum habe sich auf die Nachfrage nach Immobilien und damit auf die Preise für Häuser ausgewirkt. In dieser Zeit gab es noch fast keinen Einfluss durch das Verbriefungsgeschäft und Subprime-Kredite. Diese Formen hätten sich im Grunde erst nach dem Jahr 2005 massiv entwickelt und erst dann begonnen, den Immobilienmarkt zu beeinflussen. Allerdings sei dies nicht mehr auf die Freigabe der geografischen Begrenzung der Geschäftstätigkeit von Banken zurückzuführen, so der Wissenschaftler.

## BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION IN FRANKFURT

### Politischer Einfluss entscheidet

Börsen-Zeitung, 27.8.2010  
Iz Frankfurt – Dass Unternehmen in China besser fahren, wenn an ihnen der Staat beteiligt ist oder ihre Manager gute Beziehungen in die Politik haben, konnte man sich denken; eine auf der EFA-Tagung vorgestellte Studie hat dies jetzt auch empirisch anhand der Daten aus rund 7 800 Firmen im Land nachgewiesen: Ihre Performance ist wegen besserer Rohstoffzuteilung und anderer administrativer Hilfen höher, und sie bekommen wohl auch das bessere Personal. In demokratischen Staaten ist dagegen davon auszugehen, dass politische Rücksichtnahmen die Performance eher bremsen. Dass in jenen Ländern selbst verwandtschaftliche Beziehungen nicht unbedingt mehr Profit bringen, hat denn auch eine andere Studie am Beispiel des nahezu korruptionsfreien Dänemark gezeigt. Selbst unter diesen besonderen Umständen ist eine Bevorzugung nur schwach nachzuweisen.

BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION IN FRANKFURT

## Weniger Steueranreize für Leverage setzen

Korrelation zwischen Interbanken- und Aktienmarkt

**Börsen-Zeitung, 27.8.2010**  
**bal Frankfurt – Man sollte darüber nachdenken, im Steuersystem weniger Anreize für einen hohen Leverage im Finanzsystem zu setzen, forderte Robert McDonald, Professor für Finance an der Kellogg School of Management der Northwestern University im US-Bundesstaat Illinois, gestern auf der ersten Podiumsdiskussion des Jahrestreffens der European Finance Association in Frankfurt.**

McDonald antwortete in einer Stellungnahme auf den Vortrag des Ökonomen Douglas Diamond von der Universität Chicago. Ein großer Teil der Diskussion drehte sich um Diamonds Vorschlag, mit Hilfe spezieller Wandelanleihen dem Bankensystem im Falle systemischer Krisen Eigenkapital zuzuführen (vgl. BZ vom 25. August). McDonald ließ die Forderung in einer Nebenbemerkung fallen, als es um die Frage ging, ob eine Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital wegen eines Krisenerignisses die Einnahmehasis des Staates schwächen würde.

Diamond hatte bereits im vergangenen Jahr mit einer Reihe von US-Starökonomen im Rahmen des sogenannten Squam Lake Reports vorgeschlagen, Banken sollten sogenannte Regulatory Hybrid Securities emittieren, also Fremdkapitalanleihen, die sich im Fall einer systemischen Krise in Eigenkapital verwandeln. Diamond will die Konversion an zwei Bedingungen knüpfen: Erstens muss die Regulierungsbehörde eine Systemkrise ausrufen, und zweitens muss die emittierende

Bank in eine Notlage geraten. Gegen die erste Bedingung wehrt sich McDonald: Viele Regulatoren würden gerne die Rolle vermeiden, eine Krise auszurufen zu müssen. Statt dessen schlägt er einen Automatismus auf vorher definierte Ereignisse am Aktienmarkt vor.

Den Grund für die Notwendigkeit solcher Wandelanleihen sehen Ökonomen darin, dass im Falle einer Krise das vorhandene Eigenkapital der Banken rasch zusammenschmilzt und am Ende der Staat die Geldhäuser retten muss, um eine Kernschmelze des Finanzsystems zu verhindern. Per Östberg, Associate Professor für Unternehmensfinanzierung an der Norwegian School of Economics and Business Administration, erklärte, warum es zu dieser Schmelze beim Eigenkapital kommt. Er präsentierte zunächst eine Korrelation zwischen dem Anstieg von Risikomaßen am Geldmarkt, dem sogenannten Ted Spread und dem Libor-OIS, die beide in Finanzkrisen stets steigen, und dem Preisverfall bei liquiden Vermögensgegenständen wie Aktien. Das Problem: Sinken in einer Krise die Kurse für rasch liquidierbare Anleihen, erhöht sich zum einen das vorhandene Risiko in den Bankbilanzen, weil dort der Anteil nicht liquidierbarer Assets steigt. Zweitens schrumpft das gesamte Eigenkapital im Finanzsystem.

Östberg zitierte einen Satz des berühmten Ökonomen Milton Friedman: Eine Bank kann ihren Geldbestand nur erhöhen, indem sie eine andere Bank überredet, ihren Geldbestand zu senken. Ohne Eingriff der Zentralbanken kann also die ge-

samte Liquidität nicht steigen. In Krisen nehmen alle Banken Liquidität vom Markt und verschärfen so den Mangel, den sie durch den Verkauf liquider Assets ausgleichen wollen.

### Anleihen für Pensionsfonds

Um diese Entwicklung zu verhindern, wollen Ökonomen wie Diamond durch Regulierung erreichen, dass die Banken ihre Bilanzen so ausstatten, dass im Krisenfall die Eigenkapitalbasis steigt, damit nicht der Steuerzahler die Geldhäuser retten muss. Der Ökonom ist überzeugt: Krisen sind immer ein Problem von kurzfristigen Schulden. Weil die Zinssätze auf kurzfristige Verbindlichkeiten niedrig sind, refinanzieren sich die Banken vorwiegend darüber. Damit steigt der Hebel, mit dem die Eigenkapitalrendite gesteigert wird. Die Finanzmarktregulierung muss eine exzessive Kurzfristverschuldung vermeiden, fordert Diamond. Natürlich sei der Nutzen gering, wenn die Banken gegenseitig die Regulatory Hybrid Securities halten. Deshalb müssten klassische Investmentfonds und Pensionsfonds dort investieren. Aber nicht stark gehebelte Finanzinstitutionen, warnt Diamond und weist etwa auf Hedgefonds. Das Risiko sei relativ begrenzt, wobei die versammelten Professoren noch keine konkrete Antwort auf die Frage fanden, wie hoch das Umtauschverhältnis dieser Krisen-Anleihen sein solle.

BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION IN FRANKFURT

## Wenn Banken Staatsanleihen bewegen

Forscher weisen Zusammenhang zwischen Umfang des Finanzsektors und Risikoprämien eines Landes nach

Börsen-Zeitung, 27.8.2010  
bn Frankfurt – Gibt es einen Zusammenhang zwischen der Größe des Bankensektors eines Landes und den Risikoaufschlägen, die Marktteilnehmer in die Notierungen der Anleihen dieses Staates einpreisen? Tatsächlich ist die Bedeutung der Finanzbranche in einem Land ein wichtiger Faktor für die Spreads eines Staates, gerade im Fall einer sich ankündigenden Krise.

Dies haben Stefan Gerlach, Professor an der Goethe-Universität Frankfurt, sowie die Ökonomen Alexander Schulz und Guntram Wolff in einer Studie über Banking und Staatsrisiken im Euroraum nachgewiesen, über die am Donnerstag auf der Jahrestagung der European Finance Association diskutiert worden ist.

Die Wissenschaftler argumentieren, dass Bankenrisiko und Ausfallrisiko von Staaten zunehmend enger verflochten sind. Mit einer Auswertung der Spreads von Staatsanleihen im Euroraum seit Einführung der Einheitswährung haben sie gezeigt, dass dabei die Veränderung von internationalem, aggregiertem Risiko der wesentliche Einflussfaktor für die Spreads von Staatsanleihen ist.

Die Renditeaufschläge der Bonds haben sich in der Krise als eine eigene Art Fieberkurve entpuppt. Zwischen Einführung des Euro 1999 und August 2008 hatte das durchschnittliche Renditegefälle ausländischer Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen noch bei rund 15 Basispunkten gelegen. Anschließend verstärkte es sich erheblich, bevor es mit der Staatsschuldenkrise im

Frühjahr seinen vorläufigen Höhepunkt fand.

### Welche Bedeutung der Bankensektor Ende 2008 im Euroraum hatte

Staat	Bilanzsumme <sup>1)</sup>
Irland	939
Frankreich	395
Österreich	380
Niederlande	374
Belgien	371
Deutschland	317
Spanien	311
Portugal	290
Italien	235
Finnland	213
Griechenland	191

<sup>1)</sup> des Bankensektors (in % des Bruttoinlandsprodukts)  
Quelle: Eurostat

Börsen-Zeitung

In normalen Zeiten verlangen die Anleger keine Risikoprämie von Staaten mit großen Bankensektoren, haben Gerlach, Schulz und Wolff ermittelt. Nehme die Wahrnehmung des aggregierten Risikos jedoch zu, weiteten sich die Renditeaufschläge in Staaten mit großen Bankensektoren stärker aus. Diese Unterschiede können ökonomisch signifikant sein: So konnte auf dem Höhepunkt der aktuellen Krise rund 1 Prozentpunkt an Spread in europäischen Staatsanleihen mit diesem Faktor erklärt werden. In Perioden niedrigen aggregierten Risikos genossen Staaten mit großen Bankensektors unterdessen geringere Risikoaufschläge. Vor diesem Hintergrund hatten

Staaten wie Österreich, Belgien, Frankreich und die Niederlande, vor allem aber Irland zum Höhepunkt der Krise schlechte Karten: In den vier Staaten auf dem Kontinent summieren sich die Bilanzsummen der Banken Ende 2008 jeweils auf das rund Vierfache des Bruttoinlandsprodukts, auf der Insel sogar auf das gut Neunfache (siehe Tabelle).

Gerlach, Schulz und Wolff haben zudem Belege gefunden, dass der Einfluss des Bankensektors auf die Spreads von Staatsanleihen von der Verwundbarkeit eines Landes abhängt: Ist der Eigenkapitalpuffer der Banken in einem Land relativ klein, müssen die Staaten höhere Risikoprämien zahlen als andere Länder.

Ein erhöhtes aggregiertes Risiko kann rasch ein fragiles Bankensystem erzeugen, da die Bilanzen der Banken dann unter Druck geraten und möglicherweise zu einer staatlichen Rettung führen, meinen die Forscher. Da solche Interventionen typischerweise sehr kostspielig seien, könnten sie einen bedeutenden Effekt auf die finanzpolitische Situation einer Regierung haben und wiederum zu Sorgen hinsichtlich des Staatsrisikos führen.

Um das aus der Fragilität von Banken entstehende Risiko des Steuerzahlers zu reduzieren, könnten Staaten Banken dazu verpflichten, mehr Eigenkapital zu halten, meinen Gerlach, Schulz und Wolff. Zudem sollte auf die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber dem aggregierten Risiko geachtet werden. Die Studie habe gezeigt, dass dies die entscheidende Verbindung zwischen Bank- und Staatsrisiken sei.

## BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION (EFA)

### „Bei der Regulierung nicht die Risikokultur vergessen“

Zu starke Konzentration auf Kapitalpuffer kritisiert

Von Stephan Lorz, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 28.8.2010

„Wir müssen uns mehr auf die Vernetzung des Finanzsystems insgesamt konzentrieren – und auf die Verhaltensweisen der Akteure im Banksystem“, sagte Svein Andresen, Generalsekretär des Financial Stability Board (FSB) in Basel auf der EFA-Jahrestagung in Frankfurt. Auf einem Panel zur „Zukunft der Finanzregulierung“, das vom früheren Bundesbankvorstand Hans-Helmut Kotz moderiert wurde, zeigte sich Andresen davon überzeugt, dass es nicht allein genügt, auf höhere Kapital- und Liquiditätspuffer zu setzen. Viel stärker sollte man bei der Regulierung zudem auch die vielfältigen Anreize zum Leverage beachten, wodurch die Dynamik der Finanzkrise erst so richtig verstärkt worden sei.

Der Vize-Gouverneur der Schweizer Nationalbank (SNB), Thomas Jordan, verwies auf das Thema „Too-big-to-fail“. Der Finanzsektor in vielen Staaten – und eben auch der Schweiz – sei inzwischen viel zu groß geworden, als dass sich das System in einer Krise retten ließe. Er votierte für eine „einfache und effektive Regulierung“. Dabei sollte man der jeweiligen Bank allerdings freistellen, ob sie etwa bei der Vorgabe

höherer Eigenkapitalquoten zusätzliche Mittel einwirbt oder nicht doch lieber das Geschäftsvolumen schrumpfen lässt.

Christian Sewing, Chief Credit Officer der Deutschen Bank in London, hält die Konzentration auf die Frage „Too-big-to-fail“ für überzogen, schließlich hätte sich gezeigt, dass in der Mehrzahl vor allem kleine und mittlere Institute sowie Hypothekenbanken in Schieflage geraten seien. Die Größe selber sei kein Maßstab, ob eine Bank in Schwierigkeiten kommen könne; entscheidend sei das dahinterstehende Geschäftsmodell. Zwar sei es gleichwohl richtig, dass die Regulierer jetzt die Anhebung von Eigenkapitalquoten debattierten, doch sollte man seines Erachtens das Augenmerk auch auf das Risikomanagement in den einzelnen Banken richten, das „die erste Verteidigungslinie in einer Krise darstellt“. Entscheidend sei dabei die Risikokultur und die Erfahrung der Risiko-Manager. Auf die Ausbildung letzterer habe man sich in der Vergangenheit zu wenig konzentriert. Der Verbriefungsmarkt muss nach Sewings Worten so umgestaltet werden, dass er „wieder mehr dem alten deutschen Pfandbriefmarkt“ ähneln hinsichtlich dessen Transparenz und Sicherheitsstrukturen.



## BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION (EFA)

# „Die Anreize für Banken werden pervers“

Keynote-Rede von US-Starökonom Diamond

Börsen-Zeitung, 28.8.2010  
bal Frankfurt – Dass der Zusammenbruch von Märkten für bestimmte Assets wie sogenannte Subprime Mortgage Backed Securities, also mit zweitklassigen Hypothekendarlehen besicherte Wertpapiere, die Krise auslöste, ist kein Geheimnis. Aber dass Banken in Erwartung der Krise sich dazu entschlossen, diese Papiere trotz der sich abzeichnenden Probleme in ihren Büchern zu halten, und so die Krise verschärfen, ist ein bisher wenig beachteter Aspekt. In seiner Keynote-Rede ging Douglas Diamond, Professor für Finance an der Universität Chicago, am Freitagnachmittag auf diesen Aspekt ein. „Die Anreize für Banken werden pervers, und ihre Handlungen führen zu einem massiveren Kollaps des Systems, als nötig ist“, so Diamond.

Der Ökonom stellte die Kernaussagen eines Modells vor, dass er Ende des vergangenen Jahres zusam-

men mit seinem Universitätskollegen Raghuram Rajan unter dem Titel „Fear of Fire Sales and the Credit Freeze“ verfasst hat. Darin argumentieren die Autoren unter anderem, dass eine Bank im Fall einer Krise Anreize bekommen kann, darauf zu verzichten, ihre Bilanz zu reinigen und eine Insolvenz zu verhindern, „obwohl solche Verkäufe die Banken retten könnten“. Der Grund: Wenn die Bank die Wertpapiere heute verkauft, wird sie Geld einnehmen, das die Last ihrer ausstehenden Verbindlichkeiten erträglicher macht. Aber in einer Krisensituation, wenn die Preise dieser Assets bereits gefallen sind, verzichtet sie auf den Ertrag, den sie aus dem Asset ziehen würde. Weil der Wert der Anlage sich nur dann erholt, wenn auch die Bank ohnehin überlebt, werde das Bankmanagement illiquide Assets im Falle von Panikverkäufen lieber behalten.

## BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION (EFA)

### Krahen neuer EFA-Präsident

Amtsantritt zum 1. Januar 2011

**Börsen-Zeitung, 28.8.2010**  
lz Frankfurt – Der Frankfurter Finanzmarktökonom Jan Pieter Krahen ist auf der Jahrestagung der European Finance Association (EFA) zum Präsidenten gewählt worden. Er löst am 1. Januar 2011 Kristian Miltersen von der Copenhagen Business School ab. Krahen ist bisher Vize-Präsident der Vereinigung.

Krahen hat sich in den vergangenen Jahren nicht nur hohen Respekt wegen seiner eigenen Finanzmarktforschung erworben, sondern wird auch wegen seiner Tätigkeiten in zahlreichen Organisationen des Wissenschaftsmanagements wie dem Center for Financial Studies (CFS) sehr gelobt. Gefragt ist er zudem als Politikberater. So ist er Mitglied der Expertenkommission der Bundesregierung zur Finanzmarktreform.

Der 56-Jährige ist Professor für BWL, Kreditwirtschaft und Finanzierung an der Universität Frankfurt. Von 1991 bis 1995 hielt er eine Professur für BWL, insbesondere Finanzwirtschaft, an der Universität Gießen. Davor war er seit 1985 als Lehrbeauftragter an den Universitäten Frankfurt, Köln und Berlin tätig. Er promovierte an der Goethe-Universität Frankfurt und schrieb seine Habilitation an der Freien Universität Berlin. Krahen ist CEPR Research Fellow und hat Gastprofessuren an der Wharton School der University of Pennsylvania und der Stern School of Business an der New York University inne. Er betätigt sich ferner als Mitherausgeber des Journal of Banking and Finance sowie des Journal of Financial Services Research.

## BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION (EFA)

# Länder der Eurozone anfälliger für Finanzkrisen

## Studie untersucht CDS-Spreads von Sovereigns

Börsen-Zeitung, 28.8.2010  
ku Frankfurt – Länder der Eurozone sind anfälliger für Finanzkrisen. Zu diesem Ergebnis kommt eine Studie von Stephan Dieckmann und Thomas Plank von der Wharton School der University of Pennsylvania, die auf dem 37. Jahrestreffen der European Finance Association in Frankfurt vorgestellt wurde. Gemäß den Ergebnissen der Untersuchung ist die Sensitivität der Spreads von Credit Default Swaps (CDS) auf Staatsanleihen bei Ländern der Eurozone gegenüber Einflüssen des Weltfinanzsystems, gemessen am MSCI World Financial Index, sowie von Einflüssen der lokalen Finanzsysteme der Länder, gemessen an den jeweiligen Dow-Jones-Total-Market-

Financial-Indizes, größer als bei Ländern außerhalb der Eurozone. Allerdings seien die CDS-Spreads bei den Ländern der Eurozone niedriger als bei Ländern, die sich nicht einer multinationalen geldpolitischen Instanz unterwerfen.

Nach einer Untersuchung von Jacob Ejsing und Wolfgang Lemke von der Europäischen Zentralbank hat mit den Rettungspaketen der europäischen Staaten für die Banken im Rahmen der Finanzkrise ein Risikotransfer vom privaten zum öffentlichen Sektor stattgefunden. Nach dem Transfer hätten die CDSSpreads europäischer Staaten deutlich sensibler auf Änderungen des Umfelds im Rahmen der Krise reagiert als die der Banken.

## BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION (EFA)

# Preisträger der Best Paper Awards 2010

Aus 1364 Studien wurden 220 Papiere zum Vortrag ausgewählt – und davon nur wenige ausgezeichnet

**Börsen-Zeitung, 28.8.2010**  
lz Frankfurt – Auf der Jahrestagung der European Finance Association (EFA) wurden mehrere Best Paper Awards verliehen, darunter u. a. in Zusammenarbeit mit Goldman Sachs International der „Best Conference Paper Award“ für die beste wissenschaftliche Arbeit auf der Konferenz. Diese Auszeichnung ist mit einem Preisgeld im Wert von 3 000 Euro dotiert. Weitere Auszeichnungen sind: Deutsche Bank Prize in Financial Economics Review of Finance, der Nasdaq OMX Prize for Best Doctoral Tutorial Paper, der LECG Prize of Best Paper in Corporate Finance, der Commonfund Prize on Endowment and Foundation Management sowie der EFA-Best Conference Paper Award written by a Doctoral Student.

Insgesamt wurden auf der Tagung 220 Studien vorgestellt, die aus 1 364 Papieren mittels eines komplizierten und langwierigen Begutachtungsprozesses beurteilt worden sind. In diesem Verlauf wurden etwa 3 000 Gutachten geschrieben. 350 Wissenschaftler der bedeutendsten Universitäten aus Europa und den USA haben bei der Programmauswahl geholfen. Nachstehend die drei Hauptpreise und die jeweiligen Preisträger dazu:

Goldman Sachs International – Best Conference Paper Awardp – Pa-

trick Bolton/Barbara and David Zalaznick, Professor of Business, Columbia University, sowie Martin Oehmke, Assistant Professor of Finance, Columbia University: „Credit Default Swaps (CDS) and The Empty Creditor Problem“

Die Autoren analysieren den Einfluss von Kreditversicherungsmechanismen (wie z. B. CDS) auf die Beziehung zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber.

■ Viral Acharya, Stern School of Business, New York University, und Hassan Naqvi, National University of Singapore: „The Seeds of a Crisis: A Theory of Bank Liquidity and Risk-Taking over the Business Cycle“

In ihrer Arbeit zeigen die Autoren, wie große Mengen an Liquidität in Verbindung mit bestimmten Anreizstrukturen in Banken zu spekulativen Blasen führen können.

■ Mark Grinblatt/J. Clayburn LaForce, Professor of Finance, UCLA Anderson School of Management, Matti Keloharju, Aalto University School of Economics, und Juhani Linnainmaa, University of Chicago Booth School of Business: „Do Smart Investors Outperform Dumb Investors?“

Die Arbeit analysiert das Anlageverhalten von Investoren in Abhängigkeit von ihrem IQ. Im Ergebnis finden die Autoren heraus, dass In-

vestoren mit höherem IQ bessere Ergebnisse erzielen.

Deutsche Bank Prize in Financial Economics Review of Finance – Best Paper Award

■ Alon Brav, Duke University – Fuqua School of Business, James. B. Heaton, Bartlit Beck Herman Palenchar & Scott LLP, und Si Li, Wilfrid Laurier University, School of Business and Economics: „The Limits of the Limits of Arbitrage“

Die Autoren analysieren den Einfluss von institutionellen Grenzen auf die Preisfindung auf dem Aktienmarkt.

■ Jens Hilscher, Brandeis University – International Business School, Yves Nobsch, London School of Economics: „Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt“

Die Arbeit untersucht den Effekt von makroökonomischen Fundamentaldaten auf die Kreditwürdigkeit von Sovereigns.

EFA – Best Conference Paper Award written by a Doctoral Student – Felix Suntheim, Bocconi University – Department of Finance: „Managerial Compensation in the Financial Service Industry“

Die Arbeit untersucht, wie Managervergütung auf die Firmenpolitik von Banken wirkt.

BERICHTE VON DER JAHRESTAGUNG DER EUROPEAN FINANCE ASSOCIATION (EFA) – INTERVIEW MIT PHILIP HOLZER

## „Theorie und Praxis an einen Tisch bringen“

Der Vize-Deutschland-Chef bei Goldman Sachs fordert die Forschung auf, weniger zurückhaltend zu sein

**Börsen-Zeitung, 28.8.2010**  
**Rund 500 Ökonomen aus Wissenschaft und Praxis haben die Tagung der European Finance Association (EFA) in Frankfurt besucht. Goldman Sachs ist einer der Sponsoren. Ein Gespräch über die Intention dieses Engagements.**

■ Herr Holzer, Goldman Sachs hat einen der Hauptpreise für exzellente Studien ausgeschrieben: den Goldman Sachs International Best Conference Paper Award. Neben dem damit auch zum Ausdruck kommenden wissenschaftlichen Engagement – was ver spricht sich eine Investmentbank eigentlich davon?

Ein solches Engagement ist, das möchte ich betonen, für uns kein Selbstzweck. Für den Finanzplatz Frankfurt ist es ein ausgezeichnetes Signal, dass renommierte Finanzwissenschaftler aus aller Welt hier zusammenkommen, um aktuelle Aspekte der Forschung miteinander zu diskutieren. Erstklassige Forschung auf dem Gebiet der Finanztheorie halten wir für enorm wichtig und unbedingt förderungswert, da sie auch für unser tägliches Geschäft wertvolle Impulse liefert.

■ Welche Bedeutung haben die hier auf der Tagung präsentierten wissenschaftlichen Forschungen für das praktische Geschäft?

Ich denke, sie haben eine enorme Bedeutung für die gesamte Finanzindustrie. Das beste Beispiel sind die diesjährigen Preisträger, die sich in ihren Arbeiten mit sehr konkreten Fragestellungen für die Finanzindustrie beschäftigen, sei es der Einsatz von CDS, der Liquidität von Banken oder das Verhalten von Anlegern – alles Themen, die für uns große Relevanz besitzen. Was wir hier in den vergangenen Tagen in zahlreichen Beiträgen gesehen haben, sind wertvolle Anregungen und Diskussionsgrundlagen für die stetige Weiterentwicklung der Finanzindustrie. Diese lebt von Innovationen und einem lebhaften Diskurs zwischen namhaften Wissenschaftlern und Fi-

nanzdienstleistern darüber, in welche Richtung sich die Finanzmärkte in Zukunft weiterentwickeln werden.

■ Viele der Vorträge befassen sich mit den Lehren aus der Krise, mit den geforderten Reaktionen auf Banken- und Regulierungsseite. In welchen Bereichen sehen Sie Ihre Bank hier besonders gefordert oder angesprochen?

Alle Marktakteure besitzen eine besondere Verantwortung. Ich denke, dass Themen wie Risikomanagement und eine effiziente Regulierung für die Industrie in den kommenden Jahren eine wesentliche Rolle spielen müssen, um neuerliche Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten besser in den Griff zu bekommen.

■ Spielt auf einer Tagung wie hier in Frankfurt auch die Personalrekrutierung eine Rolle? Immerhin tummeln sich hier exzellente junge Wissenschaftler.

Sicherlich ist eine Tagung wie das EFA-Meeting für uns auch eine Gelegenheit, unser Haus jungen Absolventen und Wissenschaftlern zu präsentieren und mit diesen ins Gespräch zu kommen. Wir stellen jedes Jahr insgesamt mehr als 700 Praktikanten und Absolventen für Vollzeitstellen in der EMEA-Region (Region Europa, Mittlerer Osten, Afrika) ein, von denen wir viele zuvor auf Hochschulveranstaltungen kennengelernt haben.

■ Wie eng arbeitet Goldman Sachs eigentlich außerhalb solcher Tagungen mit der Wirtschaftswissenschaft zusammen?

Es gibt hier schon einen sehr intensiven Austausch zwischen beiden Seiten. Wir engagieren uns regelmäßig, wenn es zum Beispiel um die Unterstützung wissenschaftlicher Studien zu bestimmten Finanzthemen geht, stellen statistisches Material und Einschätzungen zur Verfügung. Darüber hinaus stehen wir gerade mit den akademischen Forschungseinrichtungen am

Finanzplatz Frankfurt in einem sehr engen Dialog und nehmen regelmäßig gerne die Gelegenheit wahr, durch Vorträge und Workshops Studenten und Wissenschaftlern einen Einblick in unsere Arbeit zu geben.

■ Wenn Sie ein paar Wünsche an die Ökonomen loswerden könnten: Was macht die wirtschaftswissenschaftliche Forschung derzeit besonders gut?

Meiner Meinung nach ist das EFA-Meeting hier in Frankfurt ein sehr gutes Beispiel dafür, was die wirtschaftswissenschaftliche Forschung heute sehr gut macht. Sie bringt Theorie und Praxis an einen Tisch, trägt damit entscheidend zur Vernetzung von Finanzwissenschaft und Finanzwirtschaft bei. Im Sinne einer praxisbezogenen Lehre ist das sehr zu begrüßen.

■ Was hat die Forschung falsch gemacht bzw. was hat sie im Vorfeld der Finanzkrise versäumt?

Diese Frage so zu stellen, wäre zu einfach. Heute hören wir oft den Vorwurf, keiner habe die Krise kommen sehen. Gerade einige Wirtschaftswissenschaftler haben aber bereits sehr früh vor möglichen Problemen gewarnt, und diese warnenden Stimmen wollte man nicht hören.

■ Und was sollte die Ökonomie aus Sicht einer Investmentbank besser machen? Ich denke hier vor allem an die im universitären Bereich vielfach noch fehlende Nähe zu den Finanzmärkten und zu den handelnden Finanzmarktakteuren.

Ich würde mir wünschen, dass die akademische Forschung – insbesondere in Europa – in Zukunft weniger zurückhaltend ist, wenn es darum geht, ihre eigenen Leistungen und Errungenschaften einer größeren Öffentlichkeit bekannt zu machen. Wenn ich mir ansehe, was die EFA-Konferenz hier in Frankfurt in den vergangenen Tagen geleistet hat, nämlich genau diesen Austausch zwischen Forschung und Finanz-

marktakteuren zu schaffen, dann halte ich das in jedem Fall für wegweisend. Innovative wissenschaftliche Forschung kommt nicht ohne

die Interaktion mit der Praxis aus, und umgekehrt gilt das auch. Ich hoffe, dass wir eine solche Form der

Kooperation in Zukunft noch stärker sehen werden.

.....  
Die Fragen stellte Stephan Lorz.

## **BERICHTE VON DER JAHRESTA- GUNG DER EUROPEAN FINAN- CE ASSOCIATION (EFA) – ZUR PERSON**

### Transatlantiker

lz – Philip Holzer (44) ist stellvertreter Deutschland-Chef von Goldman Sachs. Er ist zudem verantwortlich für das Wertpapiergeschäft in Deutschland, Österreich und der Schweiz und Chef der European Private Investors Product Group. Holzer kam 1992 zu Goldman Sachs nach New York und wechselte dann 1994 in das Frankfurter Büro. Ab 2000 wurde er bei Goldman Managing Director, dann ab 2004 Partner.

Holzer studierte an der Universität Frankfurt und schloss mit einem MBA ab. Er ist Mitglied der Atlantik Brücke, die sich der transatlantischen Zusammenarbeit verschrieben hat, und Mitglied des Strategic Board des Deutschen Derivate Verbands (DDV).

(Börsen-Zeitung, 28.8.2010)