

der baz-gast: Prof. Erwin Heri*

Es wird nie mehr wie früher – wirklich?



Die Finanzkrise dauert an. Aber wir werden sie überstehen. Herr Paulson wirds richten. Einige Abstriche hier, einige Lohnkürzungen dort, und die 700 bis 1000 Milliarden Dollar werden gesprochen. Und nachher wird nichts mehr sein wie früher. Mit Verlaub, ich habe meine Zweifel. Natürlich ist es diesmal anders als bei früheren Krisen: Es war jedes Mal anders. Genau dies war allen Krisen gemeinsam. Gemeinsam war ihnen auch, dass man aus ihnen lernen wollte. Versuchen wir, auf einige auslösende Momente der gegenwärtigen Probleme zurückzublicken.

Ganz zuoberst auf der Liste ist die Principal/Agent-Problematik. In der Theorie sind die Manager die Vertreter der Besitzer und vertreten deren Interessen. In der Realität vertritt aber auch ein Manager in erster Linie seine eigenen Interessen. Über Anreizstrukturen kann man versuchen, die Interessen von Managern und Eignern gleichzuschalten. Weil man dabei immer wissenschaftlicher werden wollte, sind Bonussysteme entstanden, die an Intransparenz und Komplexität kaum zu übertreffen sind. Systeme, die oft wegen ihrer Ausrichtung auf Finanzkennzahlen nicht nur in die falsche Richtung zeigen, sondern auch völlig falsche Anreize implizieren.

KURZFRISTIGKEIT. Ein zweiter Aspekt ist die seit Jahren um sich greifende Kurzfristorientierung und Marktpreyschöpfung – die Meinung, Marktpreise seien das einzige Instrument um «true und fair» über Firmen Bericht erstatten

zu können und Transparenz bedeute, dass man dies mindestens alle drei Monate tut, oder noch lieber monatlich. Unterdessen haben auch die Letzten gemerkt, dass Marktpreise nur etwas wert sind, wenn es einen Markt gibt und dass das Konzept in Stresssituationen zu unsinnigem Verhalten führen kann. In der Tat hört man in den USA Stimmen, die meinen, die vorübergehende Aufgabe des Marktpreiskonzeptes könnte gar als Alternative zum Paulson-Plan herhalten.

RISIKO. Der dritte Aspekt ist das Risiko. Es ist ja nicht so, dass in den letzten Jahren den Risiken nicht Rechnung getragen wurde. Das Problem ist, dass man die Illusion hatte, Risiken seien berechenbar. Natürlich kann man Volatilitäten, Korrelationen und ähnliches errechnen und daraus Risikokennzahlen bestimmen. Nur haben

Wenn die Risiken gross genug sind, versichert sie das Gemeinwesen.

diese herzlich wenig mit Risiko im Sinne von Unsicherheit zu tun, dem wir an den Finanzmärkten ausgesetzt sind, wenn wir kurzfristig disponieren wollen. Aber genau dies tun wir, wenn wir zu Marktpreisen und kurzen Berichtsintervallen gezwungen werden. In solchem Kontext haben Risiken nichts mehr mit Normalverteilungen, Valueatrisik und ähnlichen Theorien zu tun, mit welchen wir in normalen Zeiten unser Gewissen zu beruhigen versuchen. In der kurzen Frist – in der

es eben gelegentlich keine Marktpreise mehr gibt – herrschen Chaos und Katastrophen. Viele der verwendeten Risikomodelle sind Schönwetter-Modelle, die bei Sturm wenig nützen.

SPRÜCHE. Und wie sieht die Zukunft aus? Die Principal/Agent-Problematik werden wir in der laufenden Krise nicht lösen. Wir werden Sprüche hören über die Unabhängigkeit von Verwaltungsräten und mehr Transparenz und wir werden an Generalversammlungen unseren Unmut über Gehaltskonzepte ausdrücken dürfen. Eine Änderung der Anreizstrukturen ergibt sich dadurch nicht. Im Gegenteil: Wir lehren künftige Generationen, dass nur mittlere und kleine Risiken einem Konkursrisiko unterliegen. Wenn die Risiken gross genug sind, werden sie vom Gemeinwesen versichert. Von der Kurzfristorientierung werden wir auch nicht Abstand nehmen. Man wird zwar den Anlegern empfehlen, längerfristiger zu denken. Die kurze Frist ist aber ein zu grosses Business für Banken, Medien, Revisionsgesellschaften und andere Player, als dass man darauf verzichten wollte. Im Risikomanagement wird man Vereinfachungen suchen und diese bei zusätzlichen Regulierungen finden. Der Grundsatzproblematik chaotischer Zustände und immer wieder entstehender Illiquiditäten wird man damit aber nicht gerecht, denn sie sind systemimmanent.

Wird die Welt also nie mehr so sein wie früher? Ich habe immer noch meine Zweifel.

* Erwin Heri ist Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel und Verwaltungsratspräsident der Valartis Bank.

Richter verbietet Wachovia-Verkauf

Citigroup will die eingefädelte Übernahme durchziehen

Der Übernahmekampf um die US-Grossbank Wachovia hat sich am Wochenende intensiviert. Das Oberste Gericht des Staates New York hat den Verkauf von Wachovia an das Finanzinstitut Wells Fargo für 14,8 Milliarden Dollar untersagt.

Eine Wachovia-Sprecherin erklärte, man glaube weiterhin, dass das Übernahmeabkommen mit Wells Fargo «gültig und ordnungsgemäss» sei und am besten dem «Interesse der Aktionäre, Beschäftigten und des amerikanischen Steuerzahlers» diene. Im Übrigen stehe es der Citigroup frei, Wachovia ein besseres Angebot vorzulegen, sagte die Unternehmenssprecherin weiter. Die Citigroup hatte am vergangenen Montag die angeschlagene Wachovia in einem eilig eingefädelten Deal mit Unterstützung der US-Einlagensicherung FDIC übernehmen wollen. Notenbankchef Ben Bernanke hatte das Geschäft begrüsst. Doch am Freitag kündigte Wells Fargo an, Wachovia zu übernehmen. Citigroup wollte laut FDIC die Verluste von Wachovia in Höhe von bis zu 42 Milliarden Dollar übernehmen. Jeder darüber hinausgehende Verlust sollte vom staatlichen Einlagensi-

cherungsfonds getragen werden. Im Gegenzug sollte die FDIC Vorzugsaktien und Optionen der Citigroup im Wert von zwölf Milliarden Dollar erhalten.

Wachovia hatte 2006 auf der Höhe des Immobilienbooms für 25 Milliarden Dollar die Hypothekenbank Golden West Financial Corp. gekauft. Damit übernahm sie auch ein 122 Milliarden Dollar schweres Portfolio inzwischen fauler Kredite. Die bisher viertgrösste US-Bank Wachovia ist über mehr als hundert Jahre hinweg aus einer Vielzahl von Übernahmen und Fusionen entstanden. Der wichtigste Schritt war in jüngerer Zeit der 2001 erfolgte Zusammenschluss mit der First Union – nach Ansicht von Experten eigentlich eine für die damalige Wachovia rettende Übernahme durch den Rivalen.

ÖSTERREICH. Wachovia hat den Sitz in Charlotte im Bundesstaat North Carolina – einem der grossen Finanzzentren neben New York. Die Bank ist nach der niederösterreichischen Donauregion Wachau benannt. Auswanderer gaben Mitte des 18. Jahrhunderts einem Landstrich in North Carolina diesen Namen. SDA/AP

up & down



ANZEIGE

Tropfen für Tropfen Qualitäts-Tropfen



Black River Cabernet Sauvignon

2006, Kalifornien, USA

Tiefes Purpurrot. Die generösen Aromen erinnern an dunkle Beeren, schwarze Kirschen und Cassis. Anhaltend rund und beerig im Gaumen.



Fleisch: dunkel, Charcuterie



Cabernet Sauvignon



16–18 °C



4–5 Jahre

6 x 75 cl

23.70

1/2 Preis

statt 47.40



Tarapacá Sauvignon Blanc

2008, Maipo Valley, Chile

Helles Zitronengelb. Aromen erinnern an Zitrusfrüchte und weisse Blüten. Mittlerer Körper. Wirkt unheimlich frisch-furchtig. Ein «Easy-Drinking-Wine».



Apéro, Sushi



Sauvignon Blanc



10–12 °C



2–3 Jahre

6 x 75 cl

39.70

20.- sparen

statt 59.70



Neu im Sortiment

Hardys Oomoo Shiraz

2006, McLaren Vale, Australien, 75 cl

Tiefrote Farbe, in der Nase Aromen von Kirschen, schwarzem Pfeffer, Tabak und einem Hauch Vanille. Voller Körper mit präsenten Tanninen und langem Abgang.



Grilladen, Lamm, Käse: reif



Shiraz



16–18 °C



2–6 Jahre

16.95

DENNER

Der Weinkeller der Schweiz

Gültig vom 1. bis 7. Oktober 2008, solange Vorrat.