

# Die Angst vor der Kernschmelze

FAZ vom 19.04.08

18. April 2008 Das Treffen der Finanzminister und Notenbankgouverneure am Wochenende in Washington hat den Eindruck hinterlassen, dass die Krise an den Finanzmärkten noch lange nicht ausgestanden ist. Diese eher skeptische Einschätzung hat ihren Grund unter anderem in der Beinahe-Pleite der amerikanischen Investmentbank Bear Stearns vor einem Monat. Die Bank hatte im Derivate-Geschäft Engagements im Gesamtvolumen von 13 Billionen (13.000 Milliarden) Dollar. Auch wenn diese „astronomische“ Zahl die tatsächlichen Risiken aus den Derivate-Geschäften überzeichnet, macht sie doch deutlich, dass die Banken auf der Jagd nach Rendite auch jenseits der inzwischen berüchtigten Hypothekenanleihen große Risiken eingegangen sind. Diese drohen ihnen nun auf die Füße zu fallen. Die Beinahe-Pleite hat den Finanzakteuren das sogenannte Kontrahentenrisiko bewusstgemacht, und zwar gleich doppelt. Auslöser der Krise bei Bear Stearns waren Sorgen einiger Geschäftspartner, dass die Investmentbank ihren Verpflichtungen aus Derivate-Kontrakten nicht nachkommen könnte. Sie hätten deshalb Engagements aufgelöst und Liquidität abgezogen, berichtet Marco Ryll, ein Kreditstrategie bei der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW). Dies habe die Bank innerhalb weniger Stunden in existenzbedrohliche Bedrängnis gebracht.

**Wäre Bear Stearns nicht gerettet worden, hätte es zu einer „Kernschmelze“ des Finanzsystems kommen können**

Wäre Bear Stearns nicht gerettet worden, wäre das Kontrahentenrisiko tatsächlich schlagend geworden: Ungezählte Geschäftspartner hätten dann ihre Forderungen fällig gestellt. Schon allein aufgrund der Vielzahl der Kontrakte hätte dies vermutlich ein Chaos von bislang ungekanntem Ausmaß verursacht. Die Ungewissheit, ob Bear Stearns etwaige Forderungen erfüllen könnte, hätte die allgemeine Unsicherheit zusätzlich verschärft. In der Konsequenz hätte es zu einer nicht mehr kontrollierbaren Kettenreaktion kommen können. Nicht von ungefähr sprach Bundesfinanzminister Peer Steinbrück nach der Rettung von Bear Stearns davon, er habe eine "Kernschmelze" des internationalen Finanzsystems befürchtet.

Mit dem Derivate-Engagement von 13,4 Billionen Dollar (am Bilanzstichtag 30. November 2007) hat Bear Stearns zwar ein großes Rad gedreht, aber keineswegs das größte. Die Deutsche Bank zum Beispiel hat für Ende 2007 ein Derivate-Engagement von rund 70 Billionen Dollar ausgewiesen. Mit 77 Billionen Dollar noch stärker engagiert war J. P. Morgan Chase - die Bank, die Bear Stearns praktisch über Nacht rettete. "Mit der Rettung von Bear Stearns haben J. P. Morgan und die amerikanische Notenbank Fed nicht zuletzt einen Kollaps des Derivate-Marktes verhindern wollen", sagt Ryll.

Schon seit langem gilt als ungeschriebenes Gesetz, dass manche Banken aus Sicht der Aufsichtsbehörden zu groß sind, um unterzugehen ("too big to fail") - weil ihr Untergang die Stabilität des gesamten Finanzsystems in Gefahr brächte. Bear Stearns, sagt Phillip Gisdakis, ein Derivate-Fachmann bei Unicredit, sei demgegenüber wohl wegen der großen Derivate-Engagements "zu verwoben" gewesen, um unterzugehen: "too interconnected to fail".

Von der breiten Öffentlichkeit weitgehend unbemerkt, ist das Derivate-Geschäft in den vergangenen Jahren sprunghaft gewachsen. Als Derivate werden Finanzkontrakte bezeichnet, deren Wertentwicklung von einer unterliegenden Bezugsgröße abhängt, zum Beispiel einem Aktienkurs, einem Zins oder einem Rohstoffpreis. Die Kontrakte werden in großem Stil zur Absicherung von Risiken eingesetzt; sie tragen damit zur Stabilisierung des Finanzsystems bei. Doch eignen sie sich auch zur Spekulation - und das mit vergleichsweise geringem Kapitaleinsatz und hohem Risiko.

Nach Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist das Gesamtvolumen an ausstehenden Derivate-Kontrakten im außerbörslichen Handel allein in den zwei Jahren bis Juni 2007 von 281 auf 516 Billionen Dollar angeschwollen. Die riesigen Nominalbeträge überzeichnen allerdings die tatsächlichen Risiken, und das aus mehreren Gründen. Zum Beispiel kann die Bezugsgröße bei einem Zins-Swap - einem Zinstausch unter Banken - ein Kredit über 100 Millionen Euro sein; tatsächlich im Feuer steht hingegen nur die Differenz zwischen den beiden getauschten Zinssätzen, die vielleicht nur einen Prozentpunkt ausmacht. Das für dieses Geschäft maßgebliche "Kontrahentenrisiko" beträgt dann eine Million Euro. Die BIZ veranschlagt, dass der Brutto-Marktwert der Derivate-Engagements Ende Juni 2007 "nur" 11,1 Billionen Dollar betrug, also 2,1 Prozent des Nominalbetrags.

### **Selbst nach dem „Netting“ bleiben die Risikopositionen beachtlich groß**

Zudem bläht es das Derivate-Geschäft auf, dass der Handel mit diesen Finanzkontrakten über sogenannte Marktmacher abgewickelt wird. Meist sind das große Banken. Kauft beispielsweise ein Hedge-Fonds bei einem Marktmacher ein Derivat, wird dieser meist sofort versuchen, diese "offene Position" durch ein genau spiegelbildliches Gegengeschäft wieder zu schließen. Im Optimalfall findet er unter seinen anderen Kunden jemanden, der Interesse an solch einem spiegelbildlichen Geschäft hat. Ist das nicht der Fall, geht er mit einem anderen Marktmacher solch ein Gegengeschäft ein, dann meist zu einem ungünstigeren Kurs. Typischerweise löst das ursprüngliche Geschäft somit ein zweites absicherndes Geschäft in gleicher Größenordnung aus, manchmal sogar mehrere.

Üblich ist, dass Marktteilnehmer ihre wechselseitigen Engagements gegenseitig aufrechnen. Berücksichtigt man dies, betrug das Brutto-Kreditrisiko in diesem Markt nach BIZ-Schätzung Mitte 2007 nur 2,7 Billionen Dollar, rund 0,5 Prozent des Nominalvolumens. Auch dieser Schätzwert ist freilich groß genug, um in der Finanzwelt für viel Nervosität zu sorgen - wie sich zum Beispiel an den erhöhten Zinsen für Interbankenkredite zeigt. „Das Kontrahentenrisiko ist komplex, zudem macht die Verflechtung den Markt intransparent“, erklärt Gisdakis. Das trage zu der großen Unsicherheit bei. Ganz allgemein hätten Krise und Rettung von Bear Stearns deutlich gemacht, dass das „Ansteckungspotential“, das von den Derivaten ausgehe, bislang unterschätzt worden sei.