

## **Derivatkontroverse Gibson/Zimmermann gegen Hafner/Trepp vom Oktober 1994**

**Neue Zuercher Zeitung, 15.10.1994, S. 29**

Wirtschaft

### **Schwierige Regulierung derivativer Finanzmaerkte Voraussetzungen und moegliche Ansatzpunkte**

Eine voreilige und unreflektierte Regulierung derivativer Finanzmaerkte waere mit grossen volkswirtschaftlichen Schaeden verbunden. Regulatorische Massnahmen sind nicht nur auf die potentiellen "systemischen" Risiken auszurichten, sondern duerfen den erwiesenen Nutzen der Derivate fuer das Finanzsystem nicht beeintraechtigen. Sie muessen deshalb darauf ausgerichtet sein, den adaequaten Einsatz der Instrumente innerhalb einer geeigneten Infrastruktur sicherzustellen - und nicht deren Verwendung einzuschaeraken.

Von Rajna Gibson und Heinz Zimmermann\*

Die Frage nach der Notwendigkeit und Ausgestaltung eines regulatorischen Rahmens fuer derivative Finanzinstrumente steht mehr denn je im Zentrum der oeffentlichen Diskussion. Besonders deutlich wurde dies an der 15. Jahrestagung der internationalen Optionen- und Futuresboersen, welche im September auf dem Buergenstock stattgefunden hat. Augenfaellig war dabei allerdings, dass kein besonders breiter Konsens ueber Anlass, moegliche Ansatzpunkte und oekonomische Kosten regulatorischer Massnahmen besteht. Der Regulierungsbedarf wird meistens aus "systemischen" Risiken, einem in der Finanzmarkttheorie kaum gebrauchlichen Begriff, abgeleitet. Damit bezeichnet man jene Risiken, welche die Funktionsfaehigkeit des Finanzsystems als ganzes zu beeintraechtigen vermoegen.

Keine Evidenz fuer destabilisierende Effekte

Zunaechst gibt es zum heutigen Zeitpunkt keine Evidenz darueber, dass derivative Instrumente eine nachhaltige destabilisierende Wirkung auf die Finanzmaerkte oder das Finanzsystem ausueben. Verlustmeldungen einzelner Gesellschaften im Zusammenhang mit dem Einsatz von Derivaten liefern letztlich keine Gewissheit ueber "systemische" Gefahren. Waehrend es unbestrittenemassen wichtig ist, die Relevanz potentieller Gefahren fruehzeitig einzuschaetzen, muss diesen auch der tatsaechliche "systemische" Nutzen gegenuebergestellt werden. Dieser tritt meistens erst dann klar zutage, wenn beachtet wird, dass der Einsatz von Derivaten nicht nur neue Moeglichkeiten der Risikoverteilung oder Informationsbeschaffung schafft, sondern bestimmte Transaktionen am Kassamarkt durch kostenguenstigere oder transparentere Alternativen ersetzt. Gerade die modernen Instrumente zum Management von Zinsaenderungsrisiken (Zinsoptionen und Futures, Swaps oder Swaptions) weisen eine Flexibilitaet und Liquiditaet auf, wie sie in den stark fragmentierten Bondmaerkten nie zu finden sind. Ein anderes Beispiel: Mit dem Kauf (Verkauf) von Optionen signalisiert man fruehzeitig die Bereitschaft, in einem spaeteren Zeitpunkt bei bestimmten Preisen, Zinssaetzen usw. Risiken zu uebernehmen oder abzutreten, etwa im Rahmen von Strategien zur Verlustbegrenzung von Vermoegensanlagen. Anderen Strategien mit aehnlicher Zielsetzung (beispielsweise Stop-Loss-Auftraegen oder prozyklischen/antizyklischen Strategien) geht dieser Informationsgehalt ab, was die Preisfindung erschwert und unerwartet hohe Kursausschlaege nach sich ziehen kann.

Einschraenkung spekulativer Transaktionen?

Derivate erbringen bezueglich Risikoallokation, Transaktionskosten und Preisfindung nachweisbar oekonomische Vorteile fuer das Finanzsystem. Bei der Diskussion ueber den Regulierungsbedarf von Derivaten finden diese Aspekte kaum gebuehrend Beachtung. Vielmehr wird immer wieder der Eindruck erzeugt, dass der Regulierungsbedarf entscheidend davon abhaengig sei, in welchem Umfang Derivate der Absicherung dienen (und damit als nuetzlich angesehen werden) beziehungsweise spekulativ eingesetzt werden (und damit als schaedlich gelten). Diese Schwarzweissaufnahme ist aus oekonomischer Sicht verfehlt. Anders als im Versicherungsgeschaef, wo das Gesetz der grossen Zahl eine weitgehende Diversifikation von Risiken zulaesst, dienen die meisten Derivate der Allokation von Kapitalmarktrisiken (Zins-, Aktienkurs-, Wechselkurs- und Gueterpreisveraenderungen), welche von der Wirtschaft als ganzer nicht vollstaendig diversifiziert werden koennen und deshalb durch risikofreudige Wirtschaftssubjekte getragen werden muessen. Je besser ein Finanzsystem geeignet ist, Risiken im Zeitablauf auf die risikofaehigen und risikowilligen Wirtschaftssubjekte zu uebertragen, um so eher erfuellt es seine volkswirtschaftliche Aufgabe. Erfolgt dieser Allokationsprozess ueber Finanzmaerkte, so uebernehmen Preise die entscheidende Lenkungsfunktion bei der Verteilung der Risiken. Derivate machen die verschiedenen Kapitalmarktrisiken nicht nur handelbar, das Preissystem sorgt ebenso fuer eine effiziente Allokation dieser Risiken. Die

Informationsleistung des Preissystems setzt jedoch voraus, dass Wirtschaftssubjekte genuegend Anreize verspueuen, Informationen in den Kapitalmarkt zu tragen beziehungsweise subjektive Informationsvorteile gegenueber dem Markt auszunuetzen - was gemeinhin als Spekulation bezeichnet wird. Erst die durch Spekulation (und Arbitrage) erzeugte Liquiditaet sorgt fuer ein informationseffizientes Preissystem als Grundlage einer optimalen Allokation von Marktrisiken. Nur der Verkenning dieser Grundtatbestaende ist es wohl zuzuschreiben, dass Vorschlaege in der Art von Spekulationssteuern (wie dies in diesen Spalten auch schon fuer Devisentransaktionen diskutiert wurde) oder aehnlichen fiskalischen Belastungen ernsthaft in die Diskussion gebracht werden.

#### Prinzipielle Schwierigkeiten

Eine Regulierung, welche an derivative Instrumente anknuepft, fuehrt unweigerlich zu unerwuenschten gesamtwirtschaftlichen Effekten. Der Grund liegt in der Substituierbarkeit von Derivaten. Diese koennen, wie bereits erwaehnt wurde, in sehr vielen Faellen Transaktionen und Strategien ersetzen, welche am Kassamarkt nur mit hoeheren Transaktionskosten und in weniger transparenter Weise implementiert werden koennen. Die Optionspreistheorie zeigt beispielsweise, wie sich Optionen durch dynamische (sogenannte prozyklische oder antizyklische) Strategien am Kassamarkt replizieren oder - im Fachjargon - "synthetisch" herstellen lassen. Allerdings ist dies zum einen mit hohen Transaktionskosten verbunden. Zum andern wird die Informationsleistung des Finanzmarktes eingeschraenkt: Wer mit dem Optionsgeschaefft vertraut ist, weiss, dass man ueber Angebot und Nachfrage nach Optionen auf sehr direkte Weise die Volatilaetserwartungen des Marktes herausfinden kann und auf diese Weise sich abzeichnende Ungleichgewichte fruehzeitig erkennt - in vielen Faellen vor dem Kassamarkt. Je mehr Friktionen am Kassamarkt vorherrschen (z. B. Transaktionskosten, Intransparenz, Fragmentierung oder Handelsbeschraenkungen), um so wichtiger ist der Beitrag der Derivate fuer den Preisfindungsprozess.

Da boersenmaessige Derivate den einfachsten Ansatzpunkt regulatorischer oder fiskalischer Eingriffe bilden, schafft man damit geradezu Anreize, Transaktionen in den bezueglich Abwicklung und Gegenparteirisiko sensibleren ausserboerslichen Bereich zu verlagern beziehungsweise durch synthetische Strategien an den zugrundeliegenden Kassamaerkten zu substituieren. Dadurch geht aber gerade jene Transparenz verloren, welche man durch die Regulierung eigentlich foerdern sollte. Zusaetzliches Gewicht erhaelt dieser Punkt durch die Internationalitaet und das grosse Verlagerungspotential derivativer (wie auch anderer) Finanzgeschaefte, so dass regulatorische Massnahmen nur auf globaler Basis wirkungsvoll sind und nicht bloss zu einer Verlagerung innerhalb des globalen Finanzsystems fuehren, was das "systemische" Risiko in keiner Weise verringern wuerde. Daraus folgt, dass man mit einer unzuweckmaessigen Regulierung der Derivate sehr schnell gerade jene "systemischen" Risiken erzeugt, die man eigentlich vermeiden moechte.

\* Rajna Gibson ist ordentliche Professorin fuer Finanzmarkttheorie an der Universite de Lausanne und Direktorin des MBF-Programms, und Heinz Zimmermann ist ordentlicher Professor fuer Volkswirtschaftslehre, mit Schwerpunkt Finanzmarkttheorie, an der Hochschule St. Gallen und Direktor am Schweiz. Institut fuer Banken und Finanzen.

120709, NZZ, 15.10.94, Words: 968, NO:  
59F46D2D47C8CB291E7C6A148A2A569E

© GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH

**Neue Zuercher Zeitung, 25.10.1994, S. 33**

Boersen und Maerkte (stocks and markets)

#### **Eine Replik Vorschnelle Entwarnung im Derivategeschaefft**

Wolfgang Hafner und Gian Trepp, zwei freiberuflich taetige Journalisten, nehmen im folgenden Beitrag kritisch Stellung zu einem von Prof. Rajna Gibson und Prof. Heinz Zimmermann unlaengst in diesen Spalten veroeffentlichten Beitrag ueber die Regulierung derivativer Finanzmaerkte (vgl. NZZ Nr. 241). Hafner und Trepp warnen vor der Versuchung, die mit dem Derivategeschaefft verbundenen Risiken zu unterschaeetzen. Kaum jemand geht zurzeit davon aus, dass das exponentielle Wachstum der derivativen Finanzinstrumente in den naechsten Jahren gebremst werden duerfte. Um so wichtiger wird eine realistische Einschaeetzung der damit verbundenen Gefahren und Risiken. Auch eine Gueterabwaegung zwischen den "potentiellen Gefahren" und den "systemischen Nutzen", wie sie Rajna Gibson und Heinz Zimmermann in ihrem Beitrag vorschlagen, ist zu begruessen. Doch ob die von den Autoren angefuehrte "neutrale Wirkung" der derivativen Instrumente - sie uebten keine "nachhaltig destabilisierende Wirkung auf die Finanzmaerkte oder das Finanzsystem aus" - auch zutrifft

Wirkung der Finanzmärkte über das Finanzsystem aus - auch zumit,  
ist umstritten. Die unserer Ansicht nach voreilige Entwarnung koennte sich  
noch einmal als schmerzhafter Bumerang erweisen.

Wenn der Hund mit dem Schwanz wedelt

Eine zentrale Funktion der Derivate ist, wie auch die Autoren des  
erwaehnten Artikels betonen, die Informationsbeschaffung. Aus der  
Wissenschaft ist jedoch bekannt, dass jede Messung - und was anderes ist  
Informationsbeschaffung? - sich immer auf den zu messenden Gegenstand  
auswirkt. Tatsaechlich zeigte sich in der Vergangenheit mehr als einmal, wie  
bestimmend das Marktgeschehen beispielsweise der Terminboersen den  
Basismarkt beeinflusste: Der Schwanz wedelte gewissermassen mit dem  
Hund - um eine in diesem Zusammenhang gebrauchliche Formulierung zu  
verwenden. Ebenso waren internationale Devisenspekulationen, die letztlich  
zum Zusammenbruch der europaeischen Waehrungsschlange fuehrten, nur  
dank dem gezielten Einsatz derivativer Instrumente moeglich. Auch der  
erfolgreiche Spekulant George Soros kennt diesen Feedback-Mechanismus.  
Er schreibt in seinem Buch "The Alchemy of Finance", dass Maerkte die von  
ihnen antizipierten Ereignisse beeinflussen und sogar beschleunigen  
koennen.

Umstritten bleibt im Rahmen des sich weltweit ausbreitenden  
Derivatehandels auch die Funktion des Staates beziehungsweise der  
Nationalbank. Realistischerweise draengt sich beim Zusammenbruch eines  
der grossen Akteure oder auch einer noch zu schaffenden zentralen  
Clearing-Organisation die Intervention eines "lender of last resort" auf, um  
das Fallen der einzelnen Dominosteine zu verhindern und die noch  
handlungsfahigen Mitspieler vor dem Untergang zu bewahren. Auch in der  
juengeren Vergangenheit der Schweizer Grossbanken - in den dreissiger  
Jahren musste die Schweizerische Volksbank mit Bundeshilfe saniert  
werden, und bei der Chiasso-Krise im Jahre 1977 anerbote die Nationalbank  
der Schweizerischen Kreditanstalt ihre Dienste - zeigte sich, wie rasch und  
selbstverstaendlich die Staatsgarantie beansprucht beziehungsweise zur  
Verfuegung gestellt wurde; dies nicht zuletzt auch, um die Bonitaet des  
Bankenplatzes Schweiz zu garantieren. So meint etwa der IMF - im  
Gegensatz zu Gibson/Zimmermann - zu Recht, dass das explosive  
Marktwachstum der Derivate nur vor dem Hintergrund einer impliziten  
UEberlebensgarantie durch den Staat erfolgen kann.

Unterschaetzte Schwierigkeiten?

Regulatorische Aktionen im Derivategeschaef mit dem Ziel einer  
Homogenisierung der Standards, der Bereitstellung einer adaequaten  
Infrastruktur sowie im Sinne einer Vertiefung und Verbreiterung des Know-  
how auf allen Stufen ist, wie auch im Artikel erwaehnt, begruessenswert. Der  
Weg dahin duerfte jedoch bedeutend schwieriger werden, als oft  
angenommen wird. Sogar da, wo sich die Grossbanken bei ihren  
Risikoabschaetzungen auf gemeinsame Grundlagen - wie etwa die G30-  
Studien - abstuetzen, bestehen keine annaeherd aehnlichen  
Risikobeurteilungen; diese bewegen sich vielmehr im Unschaerfenbereich  
einer Kaffeesatzanalyse: Waehrend etwa die Schweizerische  
Bankgesellschaft ihr Risikopotential, das heisst den  
Bruttowiederbeschaffungswert, fuer 1993 auf 64 Mrd. Fr. schaaetzt, betraegt  
die gleiche Masszahl beim Schweizerischen Bankverein bloss 32 Mrd. Fr.  
Sowohl die mit den Derivaten erwirtschafteten Gewinne als auch das  
sogenannte Kontraktvolumen bewegen sich jedoch bei beiden Grossbanken  
in aehnlichen Groessenordnungen. Hier wird suggeriert - wider jede  
Erfahrung aus der Bankenpraxis -, es bestehe kein Zusammenhang  
zwischen Risiko und Gewinn.

Wie Gibson/Zimmermann ausfuehren, ist die Regulierung der derivativen  
Maerkte ein schwieriges Geschaef. Eine der Gefahren dieses Geschaefts  
ist, dass man der Versuchung erliegt, die Risiken herunterzuspielen.

122217, NZZ, 25.10.94, Words: 644, NO:  
505307B5CC85C8610696C9F2629E8C34

**Neue Zuercher Zeitung, 28.10.1994, S. 33**

Boersen und Maerkte (stocks and markets)

**Eine Duplik**

**Keine neuen Argumente**

Unlaengst veroeffentlichten Prof. Rajna Gibson und Prof. Heinz Zimmermann  
in diesen Spalten einen Beitrag ueber die Regulierung derivativer  
Finanzmaerkte (vgl. NZZ Nr. 241). In einer Replik warnten Wolfgang Hafner  
und Gian Trepp vor einer Unterschaetzung der Risiken im Derivategeschaef  
(vgl. NZZ Nr. 249). Mit der folgenden Duplik von Gibson und Zimmermann  
soll die Diskussion abgeschlossen werden.

Der Titel unseres Artikels lautete: "Schwierige Regulierung derivativer  
Finanzmaerkte"; von einer "voreiligen Entwarnung", wie der Titel der Replik  
von Hauser/Trepp suggeriert, kann ueberhaupt keine Rede sein. Derivate  
moegen weitgehend unbekannt und in ihren Charakteristiken nicht immer  
unmittelbar verstaendliche Instrumente darstellen. Die Gratwanderung  
zwischen Furore und undifferenzierter Ablehnung duerfte darum nicht

Zwischen Empirie und unregulierter Abwertung dürfte darin nicht immer einfach sein. Aderquate regulatorische Vorkehrungen erfordern dennoch eine sorgfaeltige Abwaegung zwischen Systemnutzen und Systemrisiken - alles andere waere voreilig. Saemtliche von den Autoren vorgebrachten Argumente werden in unserem Artikel angesprochen (adverse Informations- und Risikoeffekte, unklare Rolle der Zentralbanken, Bedeutung des Ausbildungs- und Wissensstandes sowie des Risikobewusstseins) - und andere mehr.

Die Tatsache, dass Dutzende empirischer Untersuchungen keine destabilisierenden Effekte derivativer Maerkte aufzuzeigen vermochten, werden auch die beiden Autoren akzeptieren muessen. Trotzdem argumentieren wir, dass man potentielle Systemrisiken eingehend untersuchen muss. Ausser einem irrefuehrenden Titel erkennen wir (leider) keine nennenswerten, neuen Argumente zur Belegung der Diskussion.

122742, NZZ, 28.10.94, Words: 227, NO:  
C3A694B258334B7FDEECA031FF4D1B5B