

Nichts gegen Derivate!

In Deutschland, dem Land der Sicherheitsnetze, muss sich Robert Cox Merton fehl am Platze vorkommen: Der Nobelpreisträger will von Sicherheit nichts wissen, nur davon, ob es den Menschen besser geht als vorher. Warum das in der Krise die richtige Einstellung ist, diskutiert er exklusiv mit *dpn*-Chefredakteur Maik Rodewald.

Fragen: Maik Rodewald

**Antworten: Robert Cox Merton, John and Natty McArthur
University Professor, Harvard Business School**

dpn: Herr Merton, vor uns liegt ein Foto Ihrer Nobelpreisurkunde von 1997. Wo hängt das Original bei Ihnen zuhause?

Merton: Dort hing es lange. Dann habe ich sowohl die Medaille als auch die Urkunde der Baker Library der Harvard Business School gespendet. Dort hängt es nun im historischen Lesesaal. Ich kann es also sehen, wann ich will.

dpn: Wie häufig sind Sie denn da? Ich frage, weil Sie doch auf vielen Hochzeiten tanzen.

Merton: Ich bin häufig dort, immerhin bin ich Vollzeitprofessor in Harvard, und ich lehre auch sehr gerne. Aber ich habe einfach Humeln im Hintern und hatte immer mindestens zwei Jobs.

dpn: Herr Merton, nächstes Jahr kommen Sie ins Rentenalter. Sie werden 65 Jahre alt. Wir wollen jetzt noch keinen Abgesang anstimmen, aber erlauben Sie uns eine Frage: Wer wird der nächste Robert Merton?

Merton: Sie schmeicheln mir: Ehrlich gesagt glaube ich, dass schon viele neue Mertons auf den Campussen herumlaufen.

dpn: Wissenschaft ist kein Selbstzweck, sondern soll den Menschen helfen, das hätte Ihr Vater, ein bekannter Soziologieprofessor an der New Yorker Columbia-Universität, sofort unterschrieben. Nun liegt die Wall Street in Schutt und Asche, und die Investmentbanken, die sich mit Derivaten dumm und dämlich verdient haben, sind nur noch ein Schatten ihrer selbst. Hat Ihr Lebenswerk, und vor allem Ihre Arbeit zur Optionspreisberechnung, geholfen, dass es den Menschen besser geht?

Merton: Hören Sie, mir macht es nichts aus, wenn Sie sticheln, das bin ich seit dem Aus für LTCM gewohnt. Sie werden es kaum glauben: Ich antworte mit Ja. Ich behaupte sogar, trotz Finanzkrise, dass die ganze Evolution von Finanzinstrumenten per Saldo einen großen Mehrwert gebracht hat. Aber ich gratuliere Ihnen, denn Sie stellen genau die richtige Frage.

dpn: Danke, jetzt schmeicheln Sie mir. Sagen Sie mir noch, warum?

Merton: Sie haben nicht gefragt, was derzeit viele fragen: Ob wir jetzt sicherer sind als zuvor. Das ist nicht dasselbe. Meistens fragen die Leute, ob Derivate unser Leben sicherer gemacht haben.



Robert Cox Merton

„Nobody has bailed me out – and I don't think anyone should“ sagt Robert Cox Merton am Ende unseres Interviews. Die Stimme des eben noch so selbstbewusst wirkenden Rotschopfes bebte und ist weinerlich geworden. Die größte Enttäuschung seines Lebens hat er von sich aus angesprochen: die spektakuläre Pleite seines Hedgefonds LTCM im Jahr 1998. Es sprudelt nur so aus ihm heraus und man merkt sichtlich, wie alles wieder hochkommt, was mit seinem Lebenstraum LTCM – dem laut Alan Greenspans 2007 erschienener Autobiografie „stolzen, sichtbaren und prestigereichen Unternehmen mit Sitz in Greenwich“ – alles nicht geklappt hat: zum Beispiel der vergebliche Verkauf an Warren Buffett und Mertons Idee, daraus irgendwann eine Bank-Holding zu formen. Je länger das Interview dauert, desto deutlicher wird: In Mertons Brust schlagen zwei Herzen – das eines sehr rationalen, äußerst begabten Mathematikers, und das eines großen, aber enttäuschten Menschenfreundes. Am 31. Juli 2009 wird der Sohn des 2003 verstorbenen Columbia-Professors und Soziologen Robert King Merton 65 Jahre alt. MRO

dpn: Was antworten Sie dann?

Merton: Ein Auto mit Vierradantrieb ist im Schnee sicherer als ein normales Auto mit Rückradantrieb. Nehmen Sie an, dass in zehn Jahren, wenn vielleicht alle nur noch mit Vierradantrieb herumfahren, die Daten zeigen, dass die Unfälle pro gefahrenen Kilometer quasi unverändert sind. Es ist also nicht sicherer geworden, trotz Vierradantrieb. Wie kann das sein? Ganz einfach: Mit einem Zweiradantrieb traut man sich bei hohem Schnee entweder gar nicht raus oder fährt nur ganz langsam, weil einem das Risiko zu hoch ist. Mit einem Vierradantrieb fühlt man sich dagegen sicherer und fährt 50 Kilometer pro Stunde. Verstehen Sie? Wenn alle das Gleiche machen würden wie in der Vergangenheit, wäre es sicherer. Aber die Menschen passen sich an, sie fühlen sich besser gerüstet, mit Risiko umzugehen, und deshalb gehen sie mehr Risiko ein als vorher. Die Risiken werden „akzeptabel“.

Für mich ist überhaupt keine Frage, dass wir heute Risiken viel besser messen und managen können als vor zehn Jahren und es besser ist, wenn Risiken über die Welt möglichst stark gestreut sind statt lokal konzentriert. Auch Zentralbanken verstehen die Märkte viel besser als vor zehn Jahren. Und trotzdem sind wir nicht sicherer.

dpn: Sie sprechen über messbare Risiken. Doch die wahren Risiken



sind diejenigen, die wir noch überhaupt nicht auf dem Radarschirm haben. Da gibt's nichts zu messen.

Merton: Machen Sie jetzt einen auf Akademiker? Die suchen auch immer nach perfekten Lösungen, und wenn sie keine finden, geht die Welt unter. Praktiker sind ganz anders: Sie wissen, dass sie niemals jedes Risiko werden beherrschen können. Das ist logisch. Die Frage ist doch, ob man es besser macht als vorher, und nicht, ob alles perfekt ist. Man kann sich nicht mithilfe von Modellen auf Krisen vorbereiten. Man muss aber Modelle finden, die möglichst schnell reagieren können. Und hier spielen auch Erfahrung und Ausbildung eine Rolle.

dpn: Ach, und jetzt sind Sie plötzlich der kluge Praktiker und ich der dumme Akademiker?

Merton (lacht): Nein. Wie gesagt, sie hatten doch die richtige Frage gestellt: Es geht nicht um Sicherheit, sondern um mehr Wohlstand. Und ich sage, dass wir alles in allem mit Derivaten besser dran sind als ohne.

Und nebenbei: Die „gute alte Zeit“ war gar nicht so gut. Ich habe sie ja erlebt, die Krisen der 1970er oder die von 2001. Wenn man das heute sieht, kann man sagen: Ach, die waren ja gar nicht so schlimm. Aber das sagen nur die, die überlebt haben. Die anderen sagen nichts mehr. Die Vergangenheit verklären und sich rosarot malen, das gilt nicht.

dpn: Mitte November haben sich die G20-Staaten auf einen 50-Punkte-Plan für eine neue Weltfinanzordnung geeinigt. Viel Trost konnte der Plan nicht spenden. Was würde ein Ökonomie-Nobelpreisträger jetzt tun?

Merton: Die Welt gleicht einem Patienten, der gerade in die Notaufnahme des Krankenhauses eingeliefert wurde. Was macht man mit einem solchen Patienten? Man stabilisiert ihn. Wenn Medikament A nicht hilft, muss er Medikament B schlucken, da muss man flexibel sein. In der Notaufnahme haben Sie nicht den Luxus, alle Daten zu sammeln und penibel zu analysieren, um die Wurzel des Übels zu erforschen. Das kann der Arzt machen, der den Patienten auf seiner Station hat. Er kann methodischer vorgehen – wie ein Ingenieur. Sie als Deutscher müssten das bestens verstehen.

Was heißt das nun? Ich befürchte, dass jetzt Notfallärzte in einem sehr frühen Stadium das machen, was eigentlich die Stationsärzte machen sollten. Am Ende könnten wir viele Gesetze und Regeln erlassen, die alles verschlimmern statt verbessern.

dpn: Werden Sie konkret. Welche Zutaten braucht ein leckeres Omelette – bezogen auf die Weltfinanzordnung?

Merton: Transparenz. Aber nicht in dem Sinne, dass jede Bank oder jeder Hedgefonds seine Bücher en détail einem breiten Publikum offenlegt. Das ist unpraktisch. Aber es spricht nichts dagegen, die Daten aufbereitet und gesammelt zu veröffentlichen. Dann werden Fehlentwicklungen transparent.

dpn: Das soll alles sein? Ich fragte nach einem leckeren Omelette – etwas gewürzt muss es schon sein, sonst rührt es doch niemand an.

Merton: Dann würzen Sie es wie folgt: Das Top- und das mittlere Management, die Aufsichtsräte und die Regulatoren der Institute dürfen nicht weniger als bisher über Finanzmarktinstrumente und die Finanzingenieurswelt verstehen, sondern mehr! Vergessen wir nicht: In den feinen Etagen der Bankentürme residierten nicht böse Finanzingenieure – im Gegenteil. Da wohnten diejenigen, die davon eben gar nichts verstehen. Wer als Regulator und Aufsichtsrat nicht mit den Grundzügen des Financial Engineerings vertraut ist, sollte den Job auch nicht weitermachen. Sie müssen fundiertes Basiswissen mitbringen. Das gilt umso mehr, als die meisten Geschäfte mit Derivaten zwischen Finanzinstituten gemacht wurden. Deshalb sollte es künftig auch eine zentrale Clearing-Stelle geben.

dpn: Aber wenn es die Banken nun einmal selbst nicht mehr kapieren, dann kann man es ihnen doch nicht einfach weiter erlauben.

Merton: Sorry, aber mir ist das alles zu pauschal. Über richtig komplizierte Strukturen wird viel geredet, das sind aber wirklich nur wenige Derivate. Ich weigere mich, darüber „Financial Engineering“ zu schreiben. Im Übrigen: Was Sie gut kennen, kann genauso risikoreich sein wie etwas, das Sie nicht kennen. Dafür gibt es viele Beispiele. Jede normale Hypothek enthält zwei Optionen, eine für die vorzeitige



Ablösung und eine für den Ausfall. Ja, da spitzen Sie die Ohren, nicht wahr? Es ist ein Derivat! Auch Leistungszusagen in der Betrieblichen Altersversorgung, sogenannte Defined-Benefit-Pläne, sind Derivate, und zwar enorm gehebelte, hoch risikoreiche Konstruktionen. Aber wir kennen sie bloß unter dem harmlosen Begriff „Pensionspläne“.

dpn: Jetzt haben wir Transparenz und Bildung. Das hört sich ziemlich vage an.

Merton: Ich bin nicht per se gegen Regulierung, aber auch dafür muss man verstehen, was auf den Märkten passiert. Man kann doch nicht herumlaufen und fordern, dass die Finanzbranche nicht innovativ sein darf, bloß weil Aufsichtsräte, Vorstände und Regulatoren zu wenig davon verstehen. Das wäre, als würde man Medikamente verbieten, weil der Chef der Gesundheitsbehörde sich damit nicht so richtig auskennt.

Und die pauschale Ausrede, zu viele kapierten es nicht, akzeptiere ich nicht. Das ist lächerlich. Außerdem ist es nicht zu kompliziert. Mit ein bisschen Training können solche Leute immerhin die richtigen Fragen stellen, also nicht: „Wie viel Geld können wir damit machen?“, sondern: „Warum können wir so viel Geld damit machen?“

dpn: Aber Frau Merkel und Herr Sarkozy ...

Merton: Nein, stopp! Jetzt frage ich Sie mal etwas: Wieso haben wir ausgerechnet in den Branchen Probleme, also bei Banken und teilweise Versicherern, die weltweit am stärksten reguliert werden – durch Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Finanzministerien?

dpn: Weil der Wettbewerb stark ist und die Aufsicht schwach.

Merton: Nein. Mit Banken hatten wir immer mal wieder Probleme, und das wird auch in Zukunft so sein. Ich will auf etwas anderes hinaus: Die Idee, dass mehr Gesetze und Regularien mehr Sicherheit schaffen, ist falsch. Vielleicht fühlen Sie sich dadurch sicherer, aber damit steigt das Risiko. Das habe ich vorhin in meinem Beispiel über den Vierradantrieb ja schon angedeutet. Und wenn man Maßnahmen einleitet, müssen sie intelligent sein und von Leuten stammen, die etwas vom Finanzhandwerk verstehen – also genau das Gegenteil von dem, was viele vorschlagen: ausgerechnet die zu verbannen, die etwas davon verstehen, und sie mit solchen zu ersetzen, die das nicht tun.

dpn: Warren Buffett versteht etwas vom Finanzhandwerk, oder?

Merton: Zweifellos – und er ist nicht bekannt dafür, dass er zu hohe Gebote abgibt.

dpn: Von ihm stammt der Satz, dass Derivate „financial weapons of mass destruction“ sind.

Merton: Das Zitat wird von der Finanzpresse immer gerne missbraucht. Wissen Sie, warum und in welchem Kontext er das gesagt hat? Er hat das gesagt, nachdem er ein großes OTC-Derivate-Buch liquidieren musste, das niemals zur Liquidation angedacht war – und für ihn war das ein Schlamassel. Er hat ja auch öffentlich gesagt, dass Berkshire Derivate nutzt und damit Geld macht. Außerdem hat er vor einiger Zeit auch gesagt, dass Berkshire eine große Zahl lang-

laufender Put-Optionen auf den Aktienmarkt geschrieben hat. Also kann er doch Derivate gar nicht pauschal verdammen.

dpn: Die wohl bitterste Erfahrung Ihres Lebens war der Kollaps von LTCM – ein Hedgefonds, von dem Sie sehr überzeugt waren, so sehr, dass Sie ihm und den dahinterstehenden Personen wie etwa Myron Scholes die letzten Absätze Ihrer Autobiografie widmeten, die Nobelpreisträger traditionell für die Nobelstiftung schreiben. Wie viele Hedgefonds werden im Zuge der Finanzkrise kollabieren – in einer Welt mit viel weniger Leverage?

Merton: George Soros wurde vor kurzem zitiert, dass das Hedgefonds-Vermögen um 70 Prozent sinken wird. Wenn das stimmt, wären neun von zehn Hedgefonds betroffen. Das ist nicht abwegig, da sich die Natur des Hedgefonds-Geschäfts über die Jahre geändert



hat: Die Hürden, ein Hedgefonds zu werden, sind gesunken, deshalb gibt es automatisch mehr Pleiten. Durch das Deleveraging und infolge der Mittelabflüsse wird die Branche leiden, da gibt es kein Vertun. Ich denke aber, dass es Hedgefonds geben muss, sie haben ihre Rolle. Sie sind nicht nur Risiko-Broker. Ihre Funktion ist wichtig, weil sie die andere Seite von Risikotransaktionen eingehen können, die anderen aus verschiedenen Gründen verwehrt ist.

dpn: Nun die Frage, die nicht nur Hedgefonds beschäftigt: Wie schlimm wird die Krise im nächsten Jahr noch?

Merton: Von Prognosen halte ich nichts, auch nicht von meinen eigenen. Ich zeige Ihnen lieber, was passieren kann – ohne irgendwie andeuten zu wollen, für wie wahrscheinlich ich das halte. Ich hoffe, dass der Patient stabilisiert werden kann – aber er wird stark bluten. Ich hoffe und bin auch davon überzeugt, dass die neue Regierung und der Kongress in den USA die Wirtschaft mit Konjunkturpaketen stimulieren können, um eine lange, tiefe Rezession zu vermeiden. Ich denke, man sollte damit aber weniger den Konsum stimulieren, sondern Investitionen in Infrastruktur fördern – in Brücken und Straßen zum Beispiel. Das wurde jahrzehntelang vernachlässigt.

dpn: Was passiert mit dem Markt für Credit Default Swaps?



„Da ist mir richtig schlecht geworden.“ So lautete ein Kommentar eines Investment Consultants, der gerade Robert Mertons düsterem Ausblick auf die Finanzmärkte im nächsten Jahr gelauscht hatte. Der Tatort: die Risikomanagement-Konferenz von Union Investment am 11.11. in Frankfurt.

Merton: Darüber mache ich mir nicht so große Sorgen. Die wirklichen Gefahren lauern woanders.

dpn: Wo?

Merton: Die Amerikaner haben viel Geld verloren, mit ihren Immobilien bis November 4 bis 5 Billionen Dollar, mit Aktien 8 bis 9 Billionen Dollar. Ich frage mich, wann die Menschen anfangen, ihre Investmentfonds-Anteile in großem Stil zu verkaufen. Dann droht ein Blutbad. Eine zweite Gefahr geht von den Städten und Gemeinden in den USA aus. Deren Pensionsfonds sind massiv unterfinanziert. Wenn die ersten Konkurs beantragen sollten, um aus ihren Arbeitsverträgen aussteigen zu können, was bisher noch nicht passiert ist, könnte das eine salonfähige Strategie werden. Und die Folgen mag man sich nicht ausmalen.

Drittens sind da die vielen anderen Pensionsfonds. Die haben etwa 2 bis 4 Billionen Dollar verloren – Geld, das die Josephs und Marys für ihre Altersvorsorge eingeplant hatten! Die Pensionsfonds waren sowieso schon unterfinanziert, und die staatliche Pension Benefit Guaranty Corporation PBGC, die Sicherungseinrichtung für betriebliche Pensionsansprüche, ist bereits jetzt dick im Minus.

dpn: Ihre ersten Aktien waren die von General Motors, und als Sie jung waren, haben Sie in den Sommerferien bei Ford in Dearborn, Michigan, gearbeitet. Jetzt liegt die US-Autoindustrie am Boden – was fühlen Sie dabei?

Merton: Etwas sentimental werde ich schon, wenn ich daran denke. Ich wollte ja ursprünglich auch Autoingenieur werden.

dpn: Ganz ehrlich, Herr Merton: War es aus heutiger Sicht ein Fehler, dass Sie nicht in der Automobilindustrie angeheuert haben? Dann könnten Sie in diesen Zeiten – vielleicht als CEO von Ford – helfen, tausende Jobs zu retten.

Merton: Nein. Ich würde die Würfel nicht noch einmal werfen wollen. Klar, ich bin mit LTCM spektakulär auf die Nase gefallen, aber ich habe auch Feste gefeiert. Ich finde, dieses mentale Spiel sollte man sich überhaupt nicht erlauben. Wissen Sie, was mich immer angetrieben hat? Ich will für viele Menschen einen Unterschied machen. Wieso, glauben Sie, tanze ich auf vielen Hochzeiten, wie Sie es vorhin formuliert haben? Natürlich, weil ich damit Geld verdiene – aber auch, weil ich vielen Menschen helfen kann.

dpn: Womit wollen Sie den Menschen künftig noch Gutes tun?

Merton: Ich arbeite gerade an einem Pensionssystem der nächsten Generation. Denn mit Beitragszusagen, also Defined-Contribution-Plänen, haben die Menschen die Hälfte ihres Vermögens verloren. Das kann nicht der Weisheit letzter Schluss sein. Leistungszusagen, also Defined-Benefit-Pläne, sind keine Option, denn davon verabschiedet sich die Welt ja gerade. Also wird es irgendetwas dazwischen geben müssen.

dpn: Herr Merton, vielen Dank für dieses Gespräch.