

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 verschärften, ist ein bisher wenig beachteter Aspekt. In seiner Keynote-Rede ging Douglas Diamond, Professor für Finance an der Universität Chicago, am Freitagmittag 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 zusammen 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.



Douglas Diamond

Personen heute auf Seite 13

„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 Vor-

gabe 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 Hypothekendarlehen 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 Regulierung jetzt die Anhebung von Eigenkapitalquoten debattiert, 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.

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 CDS-Spreads europäischer Staaten deutlich sensibler auf Änderungen des Umfelds im Rahmen der Krise reagiert als die der Banken.

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 Ausdrück kommenden wissenschaftlichen Engagement – was verspricht 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 Finanzdienst-

leistern 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 gefördert 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?

ZUR PERSON

Transatlantiker

lz – Philip Holzer (44) ist stellvertretender 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



Philip Holzer

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)

ten: 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 Finanzmarktakteuren 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.

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 3000 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 1364 Papieren mittels eines komplizierten und langwierigen Begutachtungsprozesses beurteilt worden sind. In diesem Verlauf wurden etwa 3000 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 Award

Patrick 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 Kreditversicherungsmecha-

nismen (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 Investoren 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 Nobsbusch, 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.

Krahnen neuer EFA-Präsident

Amtsantritt zum 1. Januar 2011

Börsen-Zeitung, 28.8.2010
 lz Frankfurt – Der Frankfurter Finanzmarktökonom Jan Pieter Krahnen ist auf der Jahrestagung der European Finance Association (EFA) zum Präsidenten gewählt worden. Er löst am 1. Januar 2011 Kristian

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. Krahnen 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.



Jan Pieter Krahnen

Miltersen von der Copenhagen Business School ab. Krahnen ist bisher Vize-Präsident der Vereinigung.

Krahnen hat sich in den vergangenen Jahren nicht nur hohen Respekt