



Standpunkt

November 2009

Vom unvermeidlichen
Scheitern des Risikomanagements

©2009. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements

- ◆ Die Finanzmarktkrise hat deutlich gemacht, dass das Risikomanagement bei Finanzinstituten und Regulatoren auf ein solches „Black Swan“-Ereignis von der Systematik her nicht vorbereitet war.
- ◆ Der Rückgriff des Risikomanagements auf Modelle ist nur ein Notnagel, weil man Entscheidungen unter Unwissenheit fällen muss. Das tatsächliche Risiko der Kapitalanlage im umfassenden Sinne stimmt nie mit dem überein, was die Modelle abbilden („Modellrisiko“).
- ◆ Entwickeln Entscheidungsträger ein „Overconfidence“ in ihre Modelle, wiegen sie sich in trügerischer Sicherheit und nehmen zu viel Risiko und Leverage.
- ◆ Man kann von einem systemischen Scheitern der Wirtschaftswissenschaften sprechen, denn deren Modelle sind nicht geeignet, die Realität zu erklären oder gar Prognosen zu machen.
- ◆ Das größte Problem der Handelnden bei der Kapitalanlage ist die steigende Vernetztheit der globalen Wirtschaft, die es immer schwerer macht, die Auswirkungen von Entwicklungen auf die Märkte einzuschätzen (“Too Connected to Fail”). Diese Vernetztheit wurde durch den Einsatz von Derivaten und Verbriefungen noch gesteigert.
- ◆ Erfolgreiches Risikomanagement ist nur möglich, wenn ganze Unternehmen eine echte Risikokultur und integriertes Risikomanagement entwickeln.

Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements

Der Umgang mit Risiken ist für jeden, der mit Kapitalanlagen zu tun hat, der Dreh- und Angelpunkt des Handelns. „Risiko“ ist der zentrale Begriff der Kapitalmarkttheorie und der Fokus des Denkens aller Entscheider in der Finanzindustrie. Das Vorhandensein von Risikomanagementsystemen ist eine „conditio sine qua non“, die auch in der Gesetzgebung definitorisch dafür ist, dass sich eine Institution überhaupt Kreditinstitut, Asset Manager oder Altersvorsorgeeinrichtung nennen darf. Mehr noch, ohne Risiko würden die ganze Finanzindustrie und viele Bereiche der akademischen Kapitalmarktforschung an den Universitäten vermutlich nicht existieren, weil man für deterministische Entscheidungen keine Beratungsindustrie benötigt.

Vor diesem Hintergrund erscheint es einigermaßen verblüffend, dass man bei der Frage „Was ist Risiko?“ in weiten Teilen der Finanzindustrie auf eine babylonische Sprachenverwirrung trifft, obwohl die Bedeutung des Begriffs Risiko als Konsens vorab geklärt sein müsste, wenn man mit anderen über Kapitalanlagen redet. Die Aussage „Risiko ist nicht dasselbe wie Volatilität“ werden viele gerne unterschreiben, aber das lässt viele Fragen dahingehend offen, was man genau meint, wenn man vom Risiko einer Kapitalanlage spricht.¹ Und wie sollen ein Risikocontroller oder ein Risikomanager etwas erfolgreich steuern, was sie kaum eindeutig definieren können und von dem jeder eine andere Vorstellung hat?

1. Grenzen des Risikobegriffs

Streng wissenschaftlich unterscheidet man zwischen Entscheidungen unter Unsicherheit bzw. Unwissenheit und Entscheidungen unter Risiko. Kapitalanlageentscheidungen sind in diesem Sinne Entscheidungen unter Unsicherheit bzw. Unwissenheit. Der Entscheidungsträger kennt weder die Menge der möglichen Ereignisse, noch irgendwel-

che Wahrscheinlichkeiten (z. B. von Schäden bzw. Verlusten) oder zeitliche Abläufe von Ereignissen. Er stochert bei der Kapitalanlageentscheidung im absoluten Nebel und versucht sich mit der Berechnung von (historischen) Kennzahlen und der statistischen Einschätzung von identifizierten Risiken eine gewisse Grundsicherheit bei der Entscheidung zu verschaffen. Er tut so, als handle es sich um Entscheidungen unter Risiko, was aber voraussetzt, dass er die Menge der möglichen Ereignisse und deren Verteilung (bzw. deren Parameter) kennt.²

Dadurch ergibt sich der erste Punkt, der zu grundsätzlich übersteigerten Ansprüchen an das Risikomanagement führt. Beim Übergang von der Unwissenheitssituation der Realität in eine Modellwelt, in der man von Verteilungen, Risiken und Volatilitäten spricht, wird immer stark vereinfacht und es werden Dinge vorausgesetzt, die man gar nicht weiß und kaum überprüfen kann. Dies gilt unabhängig davon, wie komplex die Modelle auch immer sein mögen, die man sich von der Realität macht.

Spricht man von Risiko statt von Unsicherheit und interpretiert das Risiko auch noch über eine Kennzahl wie die Volatilität, also als empirische Standardabweichung von Renditen von Vermögenswerten, setzt man Vorstellungen über die Art der Bewegung von Vermögenspreisen, gewisse Verteilungsfunktionen und die Menge denkbarer Ereignisse voraus und blendet andere wichtige Faktoren systematisch aus. Das tatsächliche Risiko eines Anlegers im umfassenden Sinne stimmt nie mit dem überein, was die Modelle abbilden.

Dies wird insbesondere deutlich an den Schlüsselrisiken, die während der Finanzmarktkrise als unidentifizierte Risiken offensichtlich wurden. Weder das Liquiditätsrisiko, noch das Risiko von Intransparenz, noch das Counterparty-Risiko, ganz zu schweigen von den systemischen Risiken der Kapitalmarktinterdependenzen hatten die Anleger vor der Krise ernsthaft auf der Agenda, zumindest nicht

in der Größenordnung, wie sie in der Krise zu Tage traten. Dies sind Risikogruppen, die mit historischen Volatilitätskennzahlen nicht zu greifen sind und mit deren Steuerung das Risikomanagement der Finanzinstitutionen als auch der Regulatoren überfordert war. Hier müssen entsprechend die Reformbemühungen ansetzen.³

Am Grundproblem des Unterschieds zwischen quantitativem Modell und Wirklichkeit ändert sich im Prinzip auch wenig, wenn man von der einfachen Definition des Risikos als Volatilität weggeht und kompliziertere Berechnungen anstellt. Natürlich ist es eine logische Verbesserung, wenn man den (symmetrischen) Volatilitätsbegriff beiseite legt und konstatiert, dass für einen Anleger das Risiko im Prinzip darin besteht, dass er seine Ziele nicht erreicht bzw. Verluste erleidet. Mittlerweile haben sich auf dieser Basis Risikobegriffe wie das Shortfall Risk oder der Value at Risk (VaR) als Industriestandard durchgesetzt.

So ist der VaR einer Kapitalanlage definiert als die Höhe desjenigen Verlustes, der mit einer bestimmten Sicherheitswahrscheinlichkeit (z.B. 95% oder 99%) innerhalb eines bestimmten Zeithorizontes (z.B. innerhalb eines Handelstags oder Monats) nicht überschritten wird (es handelt sich also nicht um den maximalen Verlust). Das Risiko einer Kapitalanlage wird in diesem Falle durch einen bestimmten Geldbetrag quantifiziert, was das Risiko plastischer und auch dem Nichtfachmann verständlicher macht als die einfache Volatilität. Dennoch macht die ganze Definition des VaR deutlich, dass wir uns hier auf der Ebene von Modellen befinden, die auf einer großen Zahl von Annahmen basieren. Diese Modellebene kann sich von der Ebene der Realität sehr weit entfernen und sollte mit der Wirklichkeit nicht verwechselt werden.

Bei der Diskussion um den VaR wird deutlich, wie schnell bestimmte Modellentwicklungen zum Standard werden, obwohl sie viele Fragen offen lassen. Der VaR wurde ursprünglich für Handelsbücher entwickelt und war nur auf ganz kurze Investmenthorizonte bezogen. Die Annahmen der Modelle, die der Berechnung des VaR zugrundeliegen, sind im Kontext des Wertpapierhandels plausibel. Will man den VaR auf viel längere Zeiträume übertragen und zum Beispiel bei strategischen und taktischen Asset Allocation-Entscheidungen oder gar zur grundsätz-

lichen Steuerung einer ganzen Bank einsetzen, muss man eine ganze Fülle von Annahmen und Anpassungen machen, die mathematisch nicht unproblematisch sind (keine Pfadabhängigkeit der Preisverläufe, symmetrische Verteilungen, Stationarität und Konstanz der Parameter, keine Autokorrelationen).⁴ Obwohl die Interpretation der VaR-Zahlen in vielen Verwendungen daher durchaus zu hinterfragen wäre, ist die einfache Praktikabilität so verführerisch und der Wunsch nach klaren Zahlen bei den Anwendern so groß gewesen, dass sich trotz der Probleme der Anwendung VaR als Standard etabliert hat.

Mittlerweile hat sich eine rege Diskussion entwickelt, wie der VaR auch wegen einiger anderer Probleme verbessert werden kann.⁵ Es werden Alternativen vorgeschlagen wie der Conditional Value at Risk, der Stressed Value at Risk, der sogenannte E-VaR oder die Integration der mathematischen Extremwerttheorie (Randverteilungen) in den VaR. Man muss einräumen, dass diese neuen Methodiken Mängel des einfachen VaR ausräumen, aber bei all diesen Kennzahlen und Methoden darf man nie vergessen, dass man sich weiterhin unverändert auf der Modellebene bewegt, nicht in der Wirklichkeit. Man basiert Entscheidungen auf einem Modell der Erfassung des Risikos, aber die Funktionalität des Modells wird dann selber zum Risiko (Modellrisiko).

2. Übersteigerte Modellgläubigkeit („Overconfidence“)

Es wird oft hervorgehoben, dass es zur Risikosteuerung besser ist, ein Modell von der Wirklichkeit zu haben als gar nichts. Dies gilt aber nur solange, wie der Anwender das Modell nicht mit der Wirklichkeit verwechselt und ein zu großes Vertrauen in sein Modell entwickelt („Overconfidence“).⁶ Eine übersteigerte Modellgläubigkeit kann leicht zu einer trügerischen Sicherheit verführen. Wer glaubt, aufgrund der Ausrichtung an einem Modell die Risiken im Griff zu haben, wird leicht dazu verleitet, zu viele Risiken zu nehmen. Diese Art der Selbstüberschätzung ist zudem leider extrem menschlich, denn nach den Ergebnissen der Forschung im Bereich „Behaviorial Finance“ neigen Investoren stets dazu, die eigenen Kompetenz zu überschätzen und die Risiken von Fehl-

schätzungen systematisch zu verdrängen. Dies war zweifellos der zweite Hauptgrund für das unvermeidliche Scheitern des Risikomanagements in der aktuellen Finanzmarktkrise.⁷

So gehört z. B. der VaR im mathematisch-statistischen Sinne nicht zu den robusten Verfahren, was bedeutet, dass seine Funktionalität in starkem Maße von den Umständen abhängt. Der VaR muss daher zur Einschätzung der Risiken in jedem Falle durch weitere Methodiken ergänzt werden, insbesondere solche, welche die Marktentwicklung und das tatsächliche Marktgeschehen stärker berücksichtigen.

Basiert man Entscheidungen auf Parametern, die auf der empirischen Volatilität beruhen, tritt beispielsweise regelmäßig das Problem auf, dass nach einer längeren stetigen Aufwärtsbewegung der Märkte die gemessene Volatilität eher niedrig ist, was als Indikator für ein geringes Risiko interpretiert würde, obwohl die Bewertungen und damit das wirkliche Risiko, in Zukunft einen Verlust zu erleiden, in solchen Szenarien extrem hoch sind. Deshalb werden in Boomphasen steigender Vermögenspreise (insbesondere, wenn sie auch noch von niedrigen Zinsen begleitet sind) Risiken tendenziell unterschätzt. Stellt man die Volatilitätsentwicklung nicht in einen Kontext von Bewertung und langfristiger Betrachtung des Marktgeschehens, sind Fehleinschätzungen prädestiniert.⁸

Insofern ist es in jedem Falle zu begrüßen, dass in jüngster Zeit Stresstests und Monte-Carlo-Methoden ergänzend zum VaR immer wichtiger geworden sind. Diese Methodiken zwingen den Anleger, in Szenarien zu denken und über zukünftig mögliche Marktentwicklungen zu philosophieren, statt zu glauben, dass eine aus der Vergangenheit hergeleitete Zahl das Risiko eines Investments darstellte („Risk Is One Word, But Not One Number“). Werden diese Methoden von Risikomanagern angewendet, die nicht nur Zahlen berechnen wollen, sondern auch über Zusammenhänge nachdenken, ist man schon einen ganzen Schritt weiter.

Unter den Begriffen „Robustheit“ und „konvexe Risikomaße“ werden neuerdings einige verbesserte Risikomodelle diskutiert.⁹ Diese Methoden basieren – einfach gesprochen – darauf, dass unterschiedliche stochastische Modelle und Wahrscheinlich-

keitsverteilungen mit unterschiedlichen Gewichtungen berücksichtigt werden. Die Entwicklung robuster Modelle bezieht sozusagen das Problem des Modellrisikos explizit in die Verfahren mit ein. Man verlässt sich gedanklich nicht auf ein einziges Modell, sondern beleuchtet die Wirklichkeit unter verschiedenen Annahmen und Blickwinkeln.

Dies ist auch genau das, was man im Risikomanagement tun kann und soll. Der Risikomanager sollte sich nicht in ein Modell verbeißen, so intelligent es auch sein mag, flexibel und offen bleiben und sich mit Verstand und Augenmaß grundlegende Gedanken um einen möglichen „Worst Case“ machen. Dabei muss der Entscheider aber demütig bleiben, was die Einschätzung der eigenen Weitsicht angeht, denn die Finanzmarktkrise hat gezeigt, dass es immer Szenarien geben wird, mit denen man nie gerechnet hätte (Black Swan-Diskussion).¹⁰

3. Das systemische Scheitern der Wirtschaftswissenschaften

Die Risiken einer unreflektierten Modellgläubigkeit werden durch den dritten Punkt betont, den man ebenfalls für die grundlegenden Schwächen des Risikomanagements verantwortlich machen muss: Die systemischen Mängel der Wirtschaftswissenschaften, die in der Finanzmarktkrise überdeutlich wurden.¹¹ Die Modelle, welche die Wirtschaftswissenschaften zur Erklärung der Wirklichkeit aufgebaut haben, scheinen weder geeignet, um die Realität befriedigend zu erklären, noch um wirtschaftliche Entwicklungen vorab zu prognostizieren.

Das Denken der Wirtschaftswissenschaften beruht in ganz starkem Maße auf sehr einfachen Modellen, weil man schon früh erkannt hat, dass die wirtschaftlichen Zusammenhänge in einer Volkswirtschaft so komplex sind, dass man nur durch starke Vereinfachungen („ceteris paribus“) klare Aussagen zu Wirkungszusammenhängen treffen kann. Die entwickelten Modelle basieren meist auf einer Denkweise, die aus der Physik stammt, genauer auf der Idee mechanischer Abläufe.

Aus Sicht der Wirtschaftswissenschaften befinden sich Volkswirtschaften und ihre Komponenten bzw. Teilmärkte im Prinzip im Gleichgewicht und

werden nur durch externe Schocks in ein Ungleichgewicht gebracht, bevor sie im Anschluss daran aufgrund gewisser mechanischer Zusammenhänge und rationaler Verhaltensweisen von Wirtschaftssubjekten auf Basis rein ökonomischer Erwägungen und vollständiger Information schnell zurück ins Gleichgewicht gebracht werden („effiziente Märkte“).

Die Finanzmarktkrise hat gezeigt, dass man mit einem solchen Herangehen die Welt und die Zusammenhänge an den Kapitalmärkten nicht wirklich erklären kann. Zum einen sind die Kausalketten und die Wirkungsmechanismen noch viel komplexer, als man es ohnehin schon vermutet hatte. Wir stellen uns mittlerweile unser wirtschaftliches Handeln eher als ein Agieren in einem permanenten Ungleichgewichtszustand vor, in dem es rein zufällig gelegentlich zu einer ökonomischen Gleichgewichtssituation kommen mag.

Die Idee vom „Homo Oeconomicus“, der auf Basis rational-ökonomischer Triebfedern Entscheidungen trifft, scheint in einer Welt permanent aus politischen Motiven handelnder Wirtschaftseinheiten (z. B. das Agieren im Rahmen des Gefangenendilemmas zwischen den USA und China) und Menschen, die von Gier und Angst getrieben werden, hoffnungslos überholt. Insbesondere das Zusammenwirken all der (bedingt rationalen) Akteure in einer Volkswirtschaft und die engen Verknüpfungen der Wirtschaftseinheiten („Herdentrieb“) kann man mit diesen einfachen Modellen nicht erklären. Insofern ist deutlich geworden, dass die Erkenntnisse der Behavioral Finance, der Einbezug von Psychologie und menschlicher Charakteristika („Human Bias“) in die Modellbildung, möglicherweise nachhaltige Erkenntnisse für das Risikomanagement bringen können.¹²

Das Handeln der Banken und Investoren beim Kollaps von Lehman im September 2008 macht die Problematik klar. Die US-Zentralbank und die US-Administration haben den Zusammenbruch dieser Investmentbank deshalb in Kauf genommen, weil sie sie für nicht systemrelevant gehalten haben. Was niemand ahnte, war die Tatsache, dass selbst kleinere Institute wie Lehman mittlerweile wegen zu befürchtender Dominoeffekte und aufgrund des Herdentriebs der Bankkunden „Too Connected to Fail“ sein können.¹³ Mit anderen Worten haben

selbst die größten Experten für das Bankensystem die enorme Bedeutung des Zusammenspiels aller Akteure der Finanzwirtschaft vor dem Testfall Lehman Brothers nicht verstanden. Die Wirtschaftswissenschaften mit ihren begrenzten Modellüberlegungen haben keinen Erkenntnis- oder gar Prognosebeitrag leisten können. Bei solchen Entscheidungen wie der über die staatliche Stützung von Investmentbanken geht es im Prinzip um Entscheidungen unter weitgehender Unwissenheit.

In den Themenkomplex des systemischen Scheiterns der Wirtschaftswissenschaften gehören auch gewisse Vorstellungen, die man implizit bei vielen Modellüberlegungen im Risikomanagement macht und die aus den Wirtschaftswissenschaften herrühren. Man versteht das Wirtschaftssystem als ein Konstrukt, das relativ statisch ist und nur ab und zu von externen Schocks heimgesucht wird. Daher glaubt man, aufgrund historischer Daten relativ sichere Aussagen über die Zukunft machen zu können.

In Wirklichkeit sind die volkswirtschaftlichen Systeme und insbesondere die Kapitalmärkte eher biologische Systeme, die sich stetig im Wandel befinden und von permanenten Strukturbrüchen gekennzeichnet sind. Die Systeme sind inhärent instabil und neigen dazu, unter dem Gewicht des eigenen Erfolgs und interner Schocks immer wieder zu implodieren („A Demon Of Our Own Design“).¹⁴

Die Zusammenhänge zwischen verschiedenen ökonomischen Größen bzw. zwischen ökonomischen Faktoren und Kapitalmarktgrößen sind stetig im Fluss, was alle Methodiken, die mit Extrapolation von Trends zu tun haben, extrem problematisch macht. Ein interessanter Ansatz, die Risikomodelle zu verbessern, können daher die gerade in den ersten Überlegungen befindlichen Modelle sein, die versuchen, „Regime Shifts“ zu modellieren, also Strukturbrüche zu erkennen und mit einer veränderten Modellierung darauf zu reagieren.¹⁵

Im Prinzip hat man es gerade bei der Kapitalmarktprognose immer mit Nichtstationarität (und Nichtlinearität) von Zufallsvariablen zu tun, was das Schätzen, Messen und Prognostizieren extrem schwierig macht. Gerade der Erfolg und das Wachstum von Finanzprodukten, deren Risiko man einschätzen

will, verändern das System und erhöhen das Risiko, dass man die wirklichen Zusammenhänge aus der Historie heraus nicht mehr erklären kann.

So wird für das Scheitern des Risikomanagements im Bereich der Verbriefungen (ABS, MBS, CDOs und speziell Subprime) in der Finanzmarktkrise beispielsweise angeführt, dass die Prognosegüte der Modelle zur statistischen Prognose von „Defaults“, die man in einer Zeit niedriger Verbriefungsvolumen aufgebaut hatte, beim Übergang in eine Epoche hoher Verbriefungen vollständig kollabiert ist. Die wachsenden Volumina im Verbriefungssegment haben demnach zu einem Strukturbruch des Marktes geführt, der zur Folge hatte, dass die Analysten die Ausfallwahrscheinlichkeiten von Emissionen niedrigerer Qualität komplett und systematisch unterschätzten.¹⁶

4. Kollateralschaden von Derivaten und Verbriefungen

Man kann sagen, dass die letzten dreißig Jahre die Zeit der Finanzinnovationen waren. Die Märkte für Derivate und Verbriefungen sind im Rahmen der Deregulierung der Finanzmärkte explosionsartig gewachsen und haben sich in immer weitere Bereiche des Wirtschaftslebens ausgebreitet. Das starke Wachstum dieser Märkte ist klarer Indikator dafür, dass die neu entwickelten Produkte und Strategien auf einen echten Bedarf bei den Nutzern gestoßen sind. Derivate und Verbriefungen erfüllen eine Fülle von wichtigen Funktionen in der Volkswirtschaft, insbesondere im Bereich des Risikomanagements und beim Absichern gegen Risiken, so dass das Wachstum auch der Realwirtschaft ohne Einsatz von Derivaten und Verbriefungen wesentlich geringer gewesen wäre, als wir es in den letzten Jahrzehnten global verzeichnen konnten.

Wie immer gibt es aber auch hier kein „Free Lunch“ an den Kapitalmärkten. Der Einsatz von Derivaten und Verbriefungen hat seinen Preis und war zweifellos ein vierter Punkt, der zum Finanzmarktdesaster beigetragen hat. Man könnte sagen, dass Finanzinnovationen es zwar auf der Mikroebene erlaubt haben, dass einzelne Marktteilnehmer und Unternehmen ihre jeweiligen Risiken besser steuern konnten, dass die gesamtwirtschaftlichen Risiken auf der Makroebene aber nicht gesunken,

sondern vielleicht sogar gestiegen sind. Zudem ist die Komplexität der globalen Wirtschaft und der Kapitalmärkte durch den boomenden Derivateeinsatz deutlich gestiegen. Böse Zungen formulieren es so: „Derivate und Verbriefungen lösen Probleme, die wir ohne Derivate und Verbriefungen gar nicht gehabt hätten“.

Den ambivalenten Charakter des Einsatzes von Derivaten und Verbriefungen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene zeigt folgende Überlegung: Einerseits haben Finanzinnovationen in den letzten Jahrzehnten dazu beigetragen, dass die Märkte weltweit stärker zusammengewachsen sind. Die Möglichkeit, die Höhe des Eingehens von Risiken zu planen und über den Einsatz von Derivaten zu steuern, hat den Handlungsspielraum der einzelnen Marktteilnehmer deutlich erweitert.

Es war beispielsweise für Unternehmen leichter möglich, das Risiko auf das gewollte Maß zu reduzieren bzw. Risiko, das sich aus dem realwirtschaftlichen Geschäft ergibt, am Markt zu verkaufen. Dadurch konnten viele Unternehmen ihr Geschäftswachstum leichter steigern. Über den wachsenden Handel des Risikos wurden die Marktteilnehmer zudem stärker miteinander vernetzt, was man in einer offenen Volkswirtschaft im Prinzip auch erreichen will, um den Wettbewerb, die Ressourcenallokation und die Markteffizienz zu verbessern.

Andererseits kann man durch den Handel von Derivaten und Verbriefungen das aggregierte Risiko am Markt nicht wirklich reduzieren, sondern die Risiken werden global nur anders verteilt.¹⁷ Dies hat verschiedene Konsequenzen, die man als Kollateralschaden der Derivaterevolution ansehen kann.

Das Risiko aus Transaktionen gerät zum Teil in Hände, die mit dem eingegangenen Risiko keine Erfahrungen haben und damit nicht umgehen können (Subprime-Krise). Durch die Intransparenz des Handels des Risikos weiß letztlich keiner mehr, wo sich die Risiken befinden, so dass es beispielsweise für Staaten, Überwachungsbehörden und Zentralbanken fast unmöglich wird, das Systemrisiko insgesamt einzuschätzen. Schließlich ist als Kehrseite der beschleunigten Vernetzung der Marktteilnehmer zu nennen, dass das Risiko, dass jede kleine Finanzinstitution systemrelevant sein

kann, deutlich gestiegen ist.¹⁸ Das kann, wie viele Marktteilnehmer in der Finanzmarktkrise gelernt haben, sogar bedeuten, dass Risiken, die man eigentlich (mikroökonomisch) verlagert glaubte, wegen makroökonomischer Konsequenzen in Krisenzeiten zu einem zurückkommen.

Schließlich ist zum Thema Finanzinnovationen natürlich noch zu betonen, dass es ja gerade ein Merkmal von Finanzinnovationen ist, das sie relativ ungetestet sind und man daher über relativ kurze Erfahrungen verfügt, wie sich diese unter welchen Marktbedingungen verhalten. Dies macht die Risikoeinschätzung schon per se sehr schwierig. Setzt man zu stark auf Erfahrungen der kurzen Vergangenheit, für die die Finanzprodukte ja gerade entwickelt wurden, läuft man Gefahr, die Risiken in anderen Umständen zu unterschätzen.

Insgesamt kann man es nicht leugnen, dass die gegenwärtige Finanzmarktkrise ohne Derivate und Verbriefungen vermutlich wesentlich glimpflicher verlaufen wäre, als es so der Fall war.

5. Prozyklische Welt

Eine fünfte wichtige Lehre der Finanzmarktkrise ist die, dass viele Werkzeuge, Maßnahmen und regulatorische Regelungen der Risikosteuerung die Finanzmarktkrise nicht nur nicht verhindert, sondern sogar eher verstärkt und beschleunigt haben. Fast der gesamte Instrumentenkasten der Risikosteuerung und damit sozusagen das Finanzsystem insgesamt hat sich als inhärent prozyklisch und trendverstärkend, statt antizyklisch und vorbeugend erwiesen. Die regulatorischen Rahmenbedingungen und die Methoden des Risikomanagements tragen also in der heutigen Form nicht dazu bei, systemische Risiken zu verhindern – sie sind in vielen Bereichen sogar kontraproduktiv.¹⁹

Prozyklisch wirken beispielsweise die Ausrichtung von Risikopositionen am VaR, die Orientierung an Credit Ratings zur Bestimmung des regulatorischen Kapitalbedarfs, die Bilanzierung gemäß Fair Value Accounting, viele regelgebundene Strategien der Risikosteuerung wie CPPI, gewisse Regelungen von Reserverfordernissen sowie Elemente der Gesetzgebung, die zu allen Zeiten die volle Deckung von Pensionsverpflichtungen und die

Einhaltung von Mindestfondspreisen erzwingen.²⁰ Zu einem von diesen Bedingungen ausgelösten Teufelskreis, der eine Abwärtsspirale verstärkt, gehört die Tatsache, dass in einem fallenden Markt immer mehr Positionen liquidiert werden müssen, weil gewisse Sicherheitserfordernisse immer weniger Risiko zulassen, so dass viele Marktteilnehmer im Tief des Marktes in einem finalen Ausverkauf alles liquidieren müssen, während antizyklische Maßnahmen eher von den Bewertungen getriebene Käufe empfehlen würden.

Die oben genannten Faktoren führen auch dazu, dass viele Investoren heute nicht mehr in der Lage sind, bei ihren strategischen Kapitalanlageentscheidungen wirklich langfristig zu denken, sondern die Ausrichtung an kurzfristigen Bilanzierungserfordernissen und regulatorischen Zwängen dominiert. Leider ist die langfristig optimale Strategie im Asset Management keineswegs ein Produkt der kurzfristig optimalen Strategien, sondern die Kurzfristigkeit vieler Überlegungen führt eher zu unstrukturiertem und planlosem Vorgehen.

6. Die Organisation des Risikomanagements

Als abschließender sechster Punkt für das Scheitern des Risikomanagements in der Finanzmarktkrise seien die Probleme mit der organisatorischen Einbettung des Risikomanagements in ein Finanzinstitut oder ein Unternehmen genannt.

Mittlerweile hat sich als Marktstandard durchgesetzt, dass das Risikomanagement eine von den Entscheidungsträgern möglichst unabhängige Institution sein soll, die gewissermaßen über den Dingen steht, um die anderen Geschäftsbereiche objektiv zu überwachen. Oft ist das Risikomanagement direkt der Geschäftsleitung unterstellt und von anderen Abteilungen separiert.

Diese Organisationsform folgt natürlich einer gewissen Logik objektiver Kontrolle, hat aber auch schwere Nachteile. Es entsteht nämlich durch diese Konstruktion leicht der Eindruck, dass es in einem Unternehmen eine Institution gibt, die für Risiken zuständig ist, während alle anderen Abteilungen für das Wachstum des Geschäfts und der Erträge verantwortlich sind. Damit kommt dem Risikomanage-

ment innerhalb der Unternehmensorganisation relativ systematisch die Rolle des Bremsers und Bedenkenträgers zu, der die Abläufe der anderen Abteilungen lästigerweise stört. Damit wird das Risikomanagement in die Rolle derer getrieben, welche die Zielkonflikte, die innerhalb eines Unternehmens bestehen, in starkem Maße austragen müssen. Hat das Risikomanagement zu viel Kontrolle, unterbindet dies Innovationen und Wachstum, hat das Risikomanagement zu wenig Macht, kann es kein Risiko effektiver überwachen.

Die offene Rolle des Risikomanagements zwischen den Zielkonflikten einer Unternehmung ist gerade deshalb so problematisch, weil die Aussagen des Risikomanagements in der Regel Aussagen über Wahrscheinlichkeiten, Gefahren und Szenarien darstellen, die unter Unsicherheit bzw. Unwissenheit getroffen werden. Der Risikomanager muss schon sehr überzeugend auftreten und mit der Bereitschaft, sich Kritik auszusetzen, ausgestattet sein, um mit einer Szenarioargumentation echtes Geschäft zu verhindern oder gegen Entscheidungen von Entscheidungsträgern zu intervenieren. Berücksichtigt man, dass die Interventionen des Risikomanagements auf Basis historischer Daten oder ungenauer Kennzahlen erfolgen, wird relativ klar, wie schwierig es ist – beispielsweise in einem Bullenmarkt an den Kapitalmärkten – durchzusetzen, dass Risiken bei der Kapitalanlage oder bei sonstigen Investitionen zu reduzieren sind.

Dies macht es für alle Beteiligten sehr verführerisch, möglicherweise erkennbare Risiken trotzdem zu übersehen, nicht richtig und deutlich zu kommunizieren, Konflikte zu vermeiden oder zu langsam zu reagieren.²¹ Es wäre wahrscheinlich überzeugender, wenn die handelnden Akteure aufgrund eigener Berechnungen, Modelle oder Überlegungen selber Risiken erkennen würden, als wenn Dritte aus dem Risikomanagement eine schlechte Botschaft überbringen. Aber eine Selbstkontrolle von Händlern, Investoren oder sonstigen Entscheidern ist natürlich ebenfalls nicht praktikabel, wie man aus der vorsätzlichen Verheimlichung von Risiken durch Händler einiger Banken im Zuge der Finanzmarktkrise gelernt hat.

Aus diesem Dilemma gibt es offensichtlich nur einen Ausweg. Will ein Unternehmen den Nutzen seines Risikomanagements steigern, muss es die

künstliche Trennung von Risikomanagement und den für die Geschäftsentwicklung verantwortlichen Abteilungen psychologisch aufheben, sozusagen also ein integriertes Risikomanagement aufbauen. Es muss eine echte Risikokultur entwickeln, in dem die Grenzen und Risiken des Handelns jedes Entscheidungsträgers im Unternehmen von allen akzeptiert und als wesentlicher Teil der Handlungsfindung verinnerlicht werden.²²

Zusammenfassung

Die Finanzmarktkrise hat deutlich gemacht, dass das Risikomanagement von Banken, Unternehmen und Regulatoren auf ein solches „Black Swan“-Ereignis nicht vorbereitet war. Aus unserer Sicht kann man sogar von einer unvermeidlichen Überforderung des Risikomanagements sprechen.

Wir haben im vorliegenden Artikel sechs Punkte genannt, welche die Leistungsfähigkeit von Risikomanagementeinheiten systematisch unterminieren. Das erste grundlegende Problem des Risikomanagements besteht darin, dass es sich bei Kapitalanlageentscheidungen um Entscheidungen unter Unsicherheit und Ungewissheit handelt, der Entscheider also eigentlich Entscheidungen in einem absoluten Nebel des Nichtwissens trifft. Der Rückgriff auf Modelle, Verteilungen, historische Risikomessgrößen und Erwartungen ist nur ein Notnagel, um dem Entscheider das Gefühl von Sicherheit zu geben, damit er überhaupt Entscheidungen treffen kann. Man basiert dabei Entscheidungen auf einem Modell der Erfassung des Risikos, aber man darf Modell und Wirklichkeit nicht verwechseln. Das tatsächliche Risiko eines Handelnden im umfassenden Sinne stimmt nie mit dem überein, was die Modelle abbilden („Modellrisiko“).

Daher besteht zweitens ein großes Risiko darin, dass die Entscheidungsträger wie die Risikomanager ein zu großes Vertrauen in ihre Modelle entwickeln („Overconfidence“) und sich in einer trügerischen Sicherheit wiegen, was vor der Finanzmarktkrise dazu verleitet hat, zu viele Risiken (beispielsweise zu viel Leverage) zu nehmen. Dieses Risiko ist umso größer, als dass die Finanzmarktkrise uns drittens gelehrt hat, dass die Modelle, welche die Wirtschaftswissenschaften zur Erklärung der Wirklichkeit aufgebaut haben, wegen ihrer

Annahmen und der starken Vereinfachungen nicht geeignet sind, um die Realität zu erklären oder gar Prognosen zu machen („Systemisches Scheitern der Wirtschaftswissenschaften“).

Viertens ist das Problem der Komplexität der Entscheidungen in den letzten Jahrzehnten deshalb größer geworden, weil die immer engere Vernetztheit der globalen Wirtschaft, der Kapitalmärkte und der einzelnen Wirtschaftsakteure es immer schwieriger macht, die Auswirkungen von bestimmten Ereignissen auf die Märkte und die Reaktionen der Marktteilnehmer einzuschätzen („Too Connected To Fail“). Dabei hat der Einsatz von Derivaten und Verbriefungen bei allen positiven Effekten dazu beigetragen, dass die Vernetztheit und damit die systemischen Risiken weiter gestiegen sind.

Fünftens hat sich im Zuge der Finanzmarktkrise gezeigt, dass sowohl die regulatorischen Regelungen wie auch die Instrumente und Maßnahmen des Risikomanagements prozyklisch wirkten, die Krise also systematisch verstärkten und beschleunigten und damit ihre Aufgabe völlig verfehlten. Schließlich ist sechstens die Verankerung des Risikomanagements im Unternehmen ein Problem. Die Separierung eines unabhängigen Risikomanagements von allen anderen Abteilungen eines Unternehmens erscheint genauso suboptimal wie eine Selbstkontrolle der handelnden Einheiten. Eine Lösung kann nur die Entwicklung einer echten Risikokultur im Unternehmen und ein integriertes Risikomanagement darstellen.

In einem Umfeld eines Unternehmens mit einer echten Risikokultur füllt das Risikomanagement eine wichtige Rolle aus, sollte sich aber auf das beschränken, was das Risikomanagement tun kann und soll. Der Risikomanager sollte sich nicht in ein Modell verbeißen, so intelligent es auch sein mag, flexibel und offen bleiben und sich mit Verstand und Augenmaß grundlegende Gedanken um einen möglichen „Worst Case“ machen. Dabei muss er wie die Entscheider aber demütig bleiben, was die Einschätzung der eigenen Weitsicht angeht, denn die Finanzmarktkrise hat gezeigt, dass es immer Szenarien geben wird, mit denen man nie gerechnet hätte.

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 140

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ M. Keppler: Risk is Not the Same as Volatility, in: Die Bank, November 1990, No. 11, S. 610-614.
- ² D. W. Hubbard: An Ivory Tower of Babel - Fixing the Confusion about Risk, in: The Failure of Risk Management, John Wiley-Verlag 2009, S. 79-94.
- ³ M. Hellwig: Systemic Risk in the Financial Sector, Arbeitspapier, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2008/43.
- ⁴ J.M. Kleeberg / C. Schlenger: Value-at-Risk im Asset Management, in: L. Johannig / B. Rudolph, Handbuch Risikomanagement, Uhlenbruch-Verlag 2000, S. 973-1014.
- ⁵ A. Schindler: Trügerische Sicherheit durch Risikomodelle?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 16/2009, S. 770-772.
- ⁶ H.M. Enzensberger: Fortuna und Kalkül, Edition Unsel, 2009.
- ⁷ J. Kruger / D. Dunning: Unskilled and Unaware of It – How Difficulties in Recognizing One’s Own Incompetence Lead to Inflated Self-Assessments, Journal of Personality and Social Psychology, 1999, Vol. 77, S. 1121-1134.
- ⁸ B. Eichengreen: Origins and Responses to the Crisis, Arbeitspapier, University of California, Oktober 2008.
- ⁹ H. Föllmer: Alles richtig und trotzdem falsch? – Anmerkungen zur Finanzkrise und zur Finanzmathematik, in: MDMV 17/2009, S. 148-154; H. Föllmer / A. Schied: Convex and coherent risk measures, Arbeitspapier, Institut für Mathematik der Humboldt-Universität Berlin, Oktober 2008.
- ¹⁰ N.N. Taleb: The Black Swan – The Impact Of the Highly Improbable, Random House-Verlag, 2007.
- ¹¹ T. Lux et al: The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics, Arbeitspapier, Universität von Kiel, 98ster Dahlem Workshop, 2008.
- ¹² G. Belsky / R. Gilovich: Why Smart People Make Big Money Mistakes, Simon & Schuster-Verlag, 1999.
- ¹³ IWF: Assessing the Systematic Implications of Financial Linkages, in: Global Financial Stability Report, April 2009, Kapitel 2.
- ¹⁴ R. Bookstaber: A Demon Of Our Own Design, John Wiley-Verlag, 2007.
- ¹⁵ A. Greenspan: We will never have a perfect model of risk, Financial Times, 17. März 2008.
- ¹⁶ U. Rajan / A. Seru / V. Vig: The Failure of Models that Predict Failure – Distance, Incentives and Defaults, Arbeitspapier No. 1122, University of Michigan, Dezember 2008.
- ¹⁷ P. L. Bernstein: The Fantastic System of Side Bets, in: Against the Gods – The Remarkable Story of Risk, John Wiley-Verlag 1998, 18. Kapitel.

¹⁸ R. Lux / F. Westerhof: Economic Crisis, Nature Physics, Vol 5, Januar 2009, S. 2-3.

¹⁹ R. Frydman / M. D. Goldberg: Financial Markets and the State – Price Swings, Risk and the Scope of Regulation, Arbeitspapier, Columbia University, Februar 2009.

²⁰ C. Keating: “Many of our risk management interventions proved counterproductive in use, in: IPE Europe, November 2009, S. 18.

²¹ R.M. Stutz: Was Risikomanager falsch machen, Harvard Business Manager, April 2009, S. 67-75.

²² M. Pfennig: Shareholder Value durch unternehmensweites Risikomanagement, in: L. Johannig / B. Rudolph, Handbuch Risikomanagement, Uhlenbruch-Verlag, 2000, S. 1295-1334.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund November 2007

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2007“

Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

Standpunkt Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen „Stairway to Heaven“ und „Highway to Hell“

Hintergrund Juli 2008

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

Standpunkt August 2008

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

Hintergrund November 2008

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

Standpunkt März 2009

„Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen“

Hintergrund April 2009

„Warum Unternehmensanleihen jetzt?“

Standpunkt Juli 2009

„Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen“

Hintergrund August 2009

„Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets“

Hintergrund September 2009

„Fokussierung auf das absolute Risiko als Alternative zum Benchmarkdenken – Lazard Equity Managed Volatility“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29