

21.2008

- ▶ KREDITRISIKO
- ▶ MARKTRISIKO
- ▶ OPRISK
- ▶ ERM

# RISIKO MANAGER

Mittwoch, 15.10.2008

WWW.RISIKO-MANAGER.COM

## Inhalt

### ERM

- 1, 8 Risikoblindheit und Methodikschwächen
- 14 Fotonachlese

### MARKTRISIKO

- 16 Fair-Value-Bewertung für illiquide Finanzinstrumente

### KREDITRISIKO

- 20 Umsetzung einer Plattform für komplexe Ratingverfahren

### Rubriken

- 2 Kurz & Bündig
- 12 Buchbesprechung
- 19 Ticker
- 23 Impressum
- 24 Produkte & Unternehmen
- 26 Personalien

## Analyse der Subprime-Krise

# Risikoblindheit und Methodikschwächen

Bei einer Analyse der US-amerikanischen Subprime-Krise, die sich zu einer weltweiten Finanzkrise ausgeweitet hat, stellt man sich die Frage, ob diese unvorhersehbar und ein unglücklicher Zufall war. Und ist die aktuelle Krise tatsächlich, wie Josef Ackermann, Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank, sagt, ein Zeichen von Marktversagen, das staatliche Eingriffe erfordert? Tatsächlich waren vielen Führungskräften von Kreditinstituten potenzielle Risiken aus den extrem gestiegenen Preisen amerikanischer Immobilien und der exzessiven Kreditvergabepolitik ebenso bewusst, wie die vergleichsweise geringe Transparenz vieler derivativer Finanzprodukte (etwa der Collateralized Debt Obligations).

**W**ie konnte es dann zu einer derartigen Krise kommen? Im Folgenden werden Erklärungen zusammengefasst, die teilweise überraschend sein mögen – aber mit einem etwas tieferen Blick in die Finanz- und Bankenlandschaft an vielen Stellen verifiziert werden können.

### Defizite in der Organisation des Risikomanagements und der internen Kontrollsysteme

Nicht zuletzt dank der Société Générale wird oft ein Defizit an organisatorischen

Fortsetzung auf Seite 8

2. Jahrestagung

## Strategische Risikosteuerung & Risikocontrolling in KAGen

Risikomessung & Risikoanalyse diverser Assetklassen, InvG, Performance - vs. Risikomanagement

Steigenberger Hotel Bad Homburg

25. & 26. November 2008

Mit freundlicher Unterstützung von

**BHF BANK**  
PRIVAT SEIT 1854

**ValuePrice**

Media Partner

**RISIKO  
MANAGER**

Referieren werden u.a.

**Thies Clemenz**  
Geschäftsführer/Managing Director  
**HSBC Global Asset Management (Deutschland) GmbH**

**Mario Cueni**  
General Counsel & Chief Risk Officer  
**UBS Global Asset Management**

**Dr. Wolfram Peters**  
Head of Risk Controlling  
**Allianz Global Investors KAG**

**Dr. Thorsten Neumann**  
Leiter Quantitative Strategien  
**Union Investment GmbH**

**marcusevans** conferences

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an:

**Heide Guhl-Behrendt**, E-mail: anzeigen@marcusevansde.com  
Tel.: +49 30 890 61 283, Fax: +49 30 890 61 434

[www.marcusevansde.com/risikomanagement\\_KAG](http://www.marcusevansde.com/risikomanagement_KAG)

**Fortsetzung von Seite 1**

Regelungen und Kontrollmechanismen als Ursache für zu hohe Risiken im Wertpapierhandel oder bei der Kreditvergabe gesehen. Tatsächlich haben Organisations- und Compliance-Aspekte bei der Erklärung der aktuellen Krise eine vergleichsweise geringe Bedeutung. Krisenverursachend war nicht, dass bestimmte Regelungen nicht existiert hätten oder die Einhaltung nicht konsequent genug überprüft wurde (von Einzelfällen abgesehen). Die primäre Problemursache ist stattdessen, dass die den organisatorischen Regelungen zugrunde liegenden Methoden und Anreizsysteme tendenziell einen zu sorglosen Umgang mit Risiken fördern – was im Folgenden erläutert wird.

### Fehlendes Risiko-Rendite-Kalkül und intransparente Planungssicherheit

Viele Banken, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds und wohl die meisten anderen (institutionellen) Anleger streben nach einer Maximierung der Rendite. Und damit verletzen sie das Grundprinzip einer wertorientierten (oder auch nutzenorientierten) Unternehmensführung: Nämlich das Abwägen der erwarteten Rendite und der Risiken. Bei vielen Opfern der Subprime-Krise war jeder investierte Euro (oder Dollar) gleichbedeutend mit sicherem Gewinn. Das gilt übrigens sowohl für Investoren wie auch Originatoren. So scheiterte Bear Stearns u. a. am wenig differenzierten und stark auf Strukturierung ausgerichteten Geschäftsmodell. Betrachtet man ausschließlich die dort in den vergangenen Jahren erwirtschafteten Gewinne, war diese Konzentration eine rationale Entscheidung. Ob 15 Prozent prognostizierte Rendite aber gut oder schlecht sind, kann man nicht beurteilen, wenn keine quantitativen Informationen über den Risikoumfang zum Vergleich verfügbar sind. Die notwendige Information über den aggregierten Risikoumfang, also den realistischen Umfang möglicher Planabweichungen, wird oft nicht berechnet und erst recht nicht kommuniziert. Welche Aktiengesellschaft oder welcher Analyst schafft Transparenz über seine Planungssicherheit? Wer will hören, dass die Cash Cow bald zum Millionengrab werden soll, wenn gerade wieder ein Rekordergebnis erzielt wurde? Die Vorgabe eines Renditeziels ohne Risikoadjustierung

(„risikoadjustierte Performance“) führt zur gezielten Auswahl riskanter originärer Geschäfte und einem Bestreben, deren Rendite durch den Einsatz von Fremdkapital immer mehr zu hebeln (Leverage). Selbst Obergrenzen für den (aggregierten) Gesamtrisikoumfang fehlen oft. Die Orientierung an der Rendite und die weitgehende Vernachlässigung der eingegangenen Risiken ist der primäre, ursächliche Treiber für die jetzige Krise. Eine elementare Grundregel des Bankgeschäfts und des Risikomanagements wurde von vielen Marktteilnehmern ausgeblendet. So hatten sich vereinzelt Institute außerhalb der eigenen Bilanz mit dem zeh- bis 15-fachen Volumen des Eigenkapitals mit Finanzderivaten bzw. Liquiditätslinien versorgt und damit ihre Risikotragfähigkeit massiv überschätzt.

### Fehlerhafte Risikoquantifizierung und das Risiko der Risikofehleinschätzung (Metarisiken)

Risiken können, schon wegen aufsichtsrechtlicher Anforderungen, trotz der erwähnten primären Ausrichtung auf Rendite nicht komplett ignoriert werden. Allerdings werden die wahrgenommenen Risiken tendenziell, zum Teil auch noch gravierend, unterschätzt. Ursächlich hierfür sind methodische Schwächen im Risikomanagementinstrumentarium, das im Wesentlichen noch immer von „Normalverteilungshypothese“ und „Random-Walk“ ausgeht – was Benoît B. Mandelbrot als Annahme einer „milden Zufälligkeit“ im Gegensatz zur tatsächlichen „wildem Zufälligkeit“ bezeichnet hat [Mandelbrot 2005]. So konnte in Analysen nachgewiesen werden, dass nach dem Gauß'schen Modell ein Börsencrash – wie etwa im Oktober 1987 – nur einmal in  $10^{87}$  Jahren eintreten dürfte. Die empirische Beobachtung hat jedoch gezeigt, dass derartige Crashes etwa alle 38 Jahre eintreten [Vgl. Romeike/Heinicke 2008]. Kurzum: Wer sich auf die Normalverteilung und Modelle der geometrischen Brownschen Bewegung verlässt, blendet Risiken systematisch aus und wird irgendwann von der Realität an den Finanzmärkten überholt.

Noch immer berücksichtigen viele Risikomanagementsysteme zu wenig die empirischen Erkenntnisse, dass der Risikoumfang selbst volatil ist (GARCH-Prozess) und extreme Marktbewegungen („crashes“) wesentlich häufiger auftreten als dies der

Standardansatz nahe legt. Die notwendigen Verfahren (beispielsweise aus der Extremwerttheorie bzw. aus dem Ansatz der pareto-stabilen Verteilungen) zur Beschreibung und Steuerung von Risiken haben bis heute nicht die notwendige Verbreitung gefunden. Entsprechend wurden die in letzter Zeit zu beobachtenden extremen Marktbewegungen von vielen Marktteilnehmern als so unwahrscheinlich eingeschätzt, dass diese keiner Beachtung wert wären. Die Subprime-krise ist dafür ein Paradebeispiel. Langlaufende ABS wurden an ein so genanntes „Conduit“ außerhalb der Bilanz verkauft, das sich über Commercial Papers (CPs) refinanzierte. Für den Fall, dass CPs aufgrund einer Marktstörung nicht mehr begeben werden könnten, stellte die Bank eine „Liquiditätslinie“ – eine Eventualverbindlichkeit. Praktisch alle Institute gingen davon aus, dass dieser Fall sehr unwahrscheinlich war, nachdem der CP-Markt auch nach dem 11. September 2001 funktioniert hatte. Einige Banken aber hatten Liquiditätslinien in einer Größenordnung gestellt, die sie im Zweifel nicht bedienen konnten. Mathematisch ausgedrückt, sie hatten ihnen eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 0 zugeordnet – unter Normalverteilungsannahme wahrscheinlich sogar vertretbar, in einer Realität mit extremen Marktbedingungen tödlich.

Ergänzend ist zu beachten, dass im Allgemeinen in den Risikomodellen unterstellt wird, dass „Gewissheit“ besteht über die quantitative Beschreibung der Risiken (etwa die Parameter der Wahrscheinlichkeitsverteilung). Tatsächlich ist (etwa aufgrund der Begrenztheit historischer Daten) die Risikomodellierung selbst unsicher, es existieren Wahrscheinlichkeitsverteilungen zweiter Ordnung, beispielsweise weil für Modellparameter nur Bandbreiten und keine exakten Werte ermittelbar sind. So ist etwa die zukünftige Korrelationsstruktur der Rendite einzelner Assetklassen unsicher. Derartige „Metarisiken“ (Schätz- und Modellrisiken) erhöhen den tatsächlichen Risikoumfang – und werden in der Praxis im Allgemeinen noch vernachlässigt. Diese „Anmaßung von Wissen“ über die Zusammenhänge der realen Welt impliziert Scheingenauigkeiten und Scheinzuverlässigkeit der Systeme. Fazit: Der aggregierte Gesamtrisikoumfang wird unterschätzt und ist nicht mehr durch die Risikotragfähigkeit gedeckt.

## Historische Statistiken statt zukunftsorientierte, makroökonomische Erklärungen

Die Quantifizierung von zukünftigen Risiken und die Schätzung von Modellparametern, geschehen primär auf der Grundlage von historischen Daten. Dies ist sicher im Grundsatz nicht zu kritisieren, jedoch fehlt oft ein tieferes ökonomisches Verständnis dessen, was die statistisch geschätzten Daten ausdrücken – oder nicht ausdrücken. So herrscht noch immer Verwunderung vor, wenn in Krisenszenarien die Korrelationen der Renditen von Assetklassen gegen Eins gehen – der gewünschte Diversifikationseffekt im Portfolio also gerade dann verloren geht, wenn er gebraucht wird. In der Subprime-Krise brach gerade dann die Refinanzierung der Banken untereinander weg, als die Liquiditätslinien wegen fehlender CP-Käufer gezogen werden mussten. Ungünstig, aber nicht wirklich verwunderlich: Wer refinanziert schon gerne einen Konkurrenten, wenn er das Geld gerade selbst für seine Conduits braucht? Noch weniger existiert ein Verständnis dafür, warum in bestimmten makroökonomischen Situationen beispielsweise positive und in anderen negative Korrelationen zwischen der Rendite von Aktien und derjenigen von Anleihen festzustellen ist – obwohl hier schon ein Blick in die Monatsberichte der Deutschen Bundesbank weiterhelfen würde. Eine positive Korrelation zwischen den Renditen von Aktien und Anleihen ergibt sich *ceteris paribus*, wenn sich das Niveau des risikolosen Zinssatzes verändert. Eine negative Korrelation ist dagegen zu erwarten, wenn sich die Risikoaversion ändert, weil dies Umschichtungen von Aktien in Anleihen auslöst.

Ohne hier näher auf volkswirtschaftliche Erklärungen statistischer Ergebnisse einzugehen kann festgehalten werden: Die Anwender vieler Risikomanagementmodelle befassen sich kaum damit, welche ökonomischen Sachverhalte eine Erklärung zukünftig erwarteter Renditen, Risiken oder stochastischer Abhängigkeiten ermöglichen. Bezüglich der Subprime-Krise herrscht beispielsweise immer noch Fassungslosigkeit darüber, wie die in den Jahren 2006 bis 2007 emittierten Subprime-ABS so weit vom bisher schlechtesten Emissionsjahr 2001 abweichen können. Wie Demyanyk und van Hemert [Vgl. Demyanyk/van Hemert 2008] zeigen kann-

ten, ergibt eine fundierten ökonomische Analyse der vergebenen Kredite und ihrer Konditionen ein völlig anderes Bild. Hält man die Charakteristika (FICO Score, Beleihungswert LTV etc.) über die Jahre konstant, so war 2001 das Jahr mit der besten Kreditqualität! Für diesen hypothetischen Pool verschlechterten sich die Ausfallraten Jahr für Jahr systematisch. Hinzu kam, dass die Charakteristika nicht konstant blieben, sondern sich ebenfalls verschlechterten. Prognostizierte Renditeerwartungen sind oft zu hoch, weil der Bezug zum volkswirtschaftlichen Rahmen nicht beachtet wird. Dabei werden auch grundlegende makroökonomische Entwicklungen übersehen, beispielsweise – im positiven wie im negativen – selbstverstärkende Prozesse in der Volkswirtschaft. So führt die in den letzten Jahren feststellbare starke Zunahme der Immobilienpreise dazu, dass Kreditinstitute wegen der gestiegenen Werte mehr Sicherheiten anerkennen, was zu einer Expansion des Kreditvolumens führt und über die zusätzlichen Immobiliennachfrage die Preissteigerung verstärkt – bis durch irgendeinen Auslöser dieser Prozess in die umgekehrte Richtung umschlägt und sich dann die nun nötigen Sicherheiten entwerfen. In den Ausfallstatistiken der Subprime Deals überdeckte der Hauspreisanstieg die Verschlechterung der Kreditqualität. Hohe Ausfallzahlen wurden so durch hohe Recovery Rates kompensiert. Eine Berücksichtigung grundlegender volkswirtschaftlicher Zusammenhänge bei der Risiko-Rendite-Einschätzung hätte hier zu anderen Entscheidungen geführt.

## Fiktion der Vollkommenheit von Märkten

Nicht erst durch den (etwas überraschenden) Ruf von verschiedener Seite nach Interventionen von Zentralbanken und Staaten auf den Finanzmärkten stellt sich die Frage, wie vollkommen und effizient diese sind. Entgegen nahezu sämtlicher empirischer Resultate wird im Kapitalanlagemanagement und im Risikomanagement der Kreditinstitute und Fonds meist noch weitgehend die Hypothese eines „vollkommenen Marktes“ verwendet. Tatsächlich gibt es jedoch Insolvenzen und Insolvenzkosten, ungleich verteilte Informationen, Finanzierungsrestriktionen und Liquiditätsempässe und damit Marktrationierungen – die insbesondere auch einen „Spill-Over“ finanzwirtschaftlicher Krisen

auf die Realwirtschaft bewirken können, mit den entsprechenden gegenseitigen Verstärkungseffekten, die wir möglicherweise nun erleben.

Die Fiktion der vollkommenen Märkte wird speziell bei Bewertungen und einer kapitalmarktorientierten Unternehmensführung deutlich. Bei der Bewertung von Krediten und erst recht von Aktien werden Modelle wie das CAPM (Capital Asset Pricing Modell) genutzt, d. h. es wird die durchschnittliche Risikoeinschätzung des Kapitalmarkts für die Bewertung herangezogen – und ein ggf. verfügbarer besserer eigener Informationsstand vernachlässigt. Die Bewertungen sind oft nicht einmal planungskonsistent und damit nicht rational. Eine wertorientierte Unternehmensführung, die klar von einer kapitalmarktorientierten zu unterscheiden ist, muss derartige Kapitalmarktunvollkommenheiten zur Kenntnis nehmen – und dies gilt insbesondere auch für das Risikomanagement der Kreditinstitute. Bei einem wertorientierten Managementverständnis werden die besten verfügbaren Informationen, speziell auch über die Risiken, entscheidungsorientiert ausgewertet. Deshalb wird beispielsweise der bewertungsrelevante Risikoumfang unmittelbar (planungskonsistent) aus den gesamten verfügbaren, auch unternehmensinternen Daten abgeleitet – nicht alleine aus historischen Börsenkursen (Beta-Faktor) oder externen Ratings. Kapitalmarktorientiertes Management geht dagegen von der Fiktion aus, dass alle relevanten Informationen in den aktuellen Kursen enthalten sind und ignoriert damit, dass irrationale Verhaltensweisen oder ein eventuell sogar rationaler „Herdentrieb“ die aktuellen Marktpreise deutlich von den fundamentalen Werten entfernen kann.

Unvollkommene Märkte sind oft durch eine Mengenrationierung auf der Angebots- oder Nachfrageseite geprägt, was die Liquidität der Märkte beschränken und aktuelle Marktpreise implizieren kann, die erheblich von den an sich fundamental angemessenen Werten abweichen können. Aus Marktunvollkommenheiten resultierende Rationierungen führen zu erheblichen zusätzlichen Preisrisiken, die in den meisten Risikomanagementsystemen, die auf der Fiktion vollkommener Märkte basieren, nur unzureichend abgebildet werden.

## Liquidität, Reputation und Transparenz

Auch zu wenig beachtet wurde in der Vergangenheit die Bedeutung von Liquiditätsrisiken und mögliche Reputationsverluste. Es wurde unterschätzt, dass bei unvollkommenen und heterogenen Informationen die Reputation und Glaubwürdigkeit eines Instituts einen maßgeblichen Erfolgsfaktor darstellt. Intransparenz führt tendenziell zu abnehmendem Vertrauen bei allen Beteiligten. Aktuelle Beispiele für diese Zusammenhänge sind Bear Stearns, Northern Rock oder Lehman. Dazu beigetragen haben erstens neue, oft schwer zu durchschauende Finanzinstrumente, zweitens neue und oft gar nicht oder kaum beaufsichtigte Marktakteure und drittens ein neues Geschäftsmodell, bei dem Kredite kreiert, dann verbrieft und schließlich an Investoren verkauft werden. Dieses Originate-and-distribute-Modell hat vor allem in den USA dazu beigetragen, dass zu viele risikoreiche Kredite ausgereicht wurden. Dass derjenige, der das Risiko eingeht und die beste Information darüber hat, es letztlich nicht tragen muss, ist eine der tieferen Ursachen der Subprime-Krise. Informationsasymmetrien sind die Ursache der aktuellen Reputationsprobleme: Keine Bank leiht der anderen Geld, weil unklar ist, welche Risiken der andere hat. Dies führte im Endergebnis zu einem Misstrauen der Finanzakteure untereinander und (noch viel schlimmer) zu einem Reputationsverlust der Finanzmarktakteure aus der Perspektive der Kunden. Damit gewinnen Illiquiditätsrisiken an Bedeutung. Wer kurzfristig liquide Mittel benötigt, muss unter Umständen Preise akzeptieren, die auch weit unter den fundamental angemessenen Werten liegen (siehe vorangegangenen Abschnitt). Und bei geringer Liquidität beeinflussen einzelne Marktteilnehmer mit ihren Verkäufen selbst stark den Preis und entwerten so durch die eigenen Verkäufe ihre Assets.

So verkaufte beispielsweise Merrill Lynch Anfang August 2008 mehrere Milliarden CDOs zu 22 Cent pro Dollar nominal, die einen Monat vorher noch mit etwa 34 Cent in den Büchern standen. Dies löste eine heftige Diskussion über das Preisniveau von CDOs am Markt aus.

Die Verknüpfung von Marke und Reputation schafft eine besondere Form symbiotischer Abhängigkeit. Das fragile und facettenreiche Gebilde Reputation kann

innerhalb weniger Augenblicke zerstört werden. Daher muss es das Ziel von Finanzdienstleistungsunternehmen sein, Reputationsbedrohungen rechtzeitig zu erkennen und die Reputation durch Prävention langfristig zu erhalten. Die Vergangenheit zeigt, dass die „Dominorallye“ bei Reputationsrisiken rasend schnell verläuft.

## Bilanzierung, Erwartungsänderungsrisiken und selbstverstärkende Kursabschwünge

Auch die an aktuellen Marktpreisen orientierte Fair-Value-Bewertung gemäß IFRS und US-GAAP verschärft die Krise. Gerade in wenig liquiden Märkten können – wie erwähnt – Verkäufe dazu führen, dass die aktuellen Marktpreise den fundamental angemessenen Wert deutlich unterschreiten und so zu erheblichen auszuweisenden Verlusten und einem Eigenkapitalverzehr bei Kreditinstituten führen. In einem unvollkommenen, oft intransparenten Markt zieht der (bilanzielle) Eigenkapitalverzehr weitere Verkäufe von Aktiva nach sich, was Kursverluste verstärkt und die Marktpreise temporär noch deutlicher drückt. In einem unvollkommenen Markt, speziell bei geringer Marktliquidität, ist der aktuelle Marktpreis nicht mehr unbedingt ein guter Schätzer für den Wert eines Vermögensgegenstands. Preis ist nicht Wert. So finden sich im aktuellen Marktumfeld dutzende Beispiele für ABS-Papiere, die zwar denselben Preis, aber stark voneinander abweichende Kreditqualitäten aufweisen.

Wenn man von einer Fair-Value-Bewertung auf der Grundlage (aktueller) Marktpreise jedoch abgehen würde, muss man sich (ähnlich wie beim Rating) auf interne Bewertungsmodelle stützen. Für viele Assets existieren praktisch keine Marktpreise. Dies hätte den Vorteil, dass damit temporäre irrationale Einflüsse der Kapitalmärkte weniger auf den Gewinnausweis und das Eigenkapital der Kreditinstitute durchschlagen würden. Auf der anderen Seite werden Marktteilnehmer befürchten, dass durch die internen Bewertungsmodelle tatsächliche (auch nachhaltige) Verluste lediglich verschleiert werden. Interne Bewertungsmodelle müssten damit sicherlich einer neutralen (etwa aufsichtsrechtlichen) Prüfung unterzogen werden – analog der Prüfung der Ratingverfahren. Offenbar sind die heutigen Verfahren nicht

ausreichend, um Zuversicht in die Aussagefähigkeit der Bewertungsmodelle zu gewährleisten.

Zudem wurde wohl oft übersehen, dass auch bei bestem Rating eines Investments („AAA“) durchaus eine relevante Wahrscheinlichkeit deutlicher Wertverluste besteht – und zwar, ohne dass tatsächliche Ausfälle (Insolvenzen) eintreten: Schon eine Erhöhung der am Markt prognostizierten Ausfallwahrscheinlichkeit impliziert Wertverluste. Für Investment Grade Anleihen war dies schon immer das relevante Risiko [Vgl. Wingenroth 2004]. Mögliche Änderungen der Markterwartungen sind relevante Risiken – und Markterwartungen müssen nicht zwingend rational sein. Ein Blick in die Geschäftsberichte einiger Marktteilnehmer zeigt, dass diese Risiken im Rahmen eines Risikotragfähigkeitskonzepts nicht adäquat abgebildet wurden.

## Falsche Anreizsysteme

Einer der vielleicht beunruhigendsten Aspekte der Subprime-Krise ist, dass sie sich jederzeit wiederholen könnte. Die gesellschaftlichen und unternehmensinternen Anreizsysteme sind so gestaltet, dass sie vorausschauendes Handeln bestrafen. Unterstellen wir einen idealisierten Vorstand mit perfekter Voraussicht. Er hätte das Potenzial des Verbriefungsmarktes und insbesondere das der Subprime-Anleihen in 2003 richtig erkannt. Die Schuldner waren von „schwacher Bonität“, etwas, das ein Mainstream-Investor mied. Daher waren die Renditen großzügig. Gleichzeitig war die Kreditvergabe an die Schuldner restriktiv, denn sonst hätten die Kredite nicht weiterverkauft bzw. verbrieft werden können. Häuser wurden beispielsweise nur mit geringem Beleihungswert refinanziert. Ein interessanter Risiko-Rendite-Mix. Alan Greenspan hatte zudem die Zinsen nach dem 11. September 2001 massiv gesenkt, um die Wirtschaft anzukurbeln und die Kaufkraft zu stärken. Aufgrund der Tatsache, dass ein erheblicher Teil der Immobilienfinanzierungen variabel finanziert war (etwa 45 Prozent), ergab sich eine Zinsbelastung, die auch für einen schwachen „Subprime“-Kunden graduell erschwinglich wurde. Die Immobiliennachfrage musste steigen und damit auch die Preise.

Konnte unser schlauer Vorstand massiv in Subprime-ABS investieren? Nein. Investments in Subprime stellten ein in seiner



Peer-Group nicht akzeptiertes Investment dar. 30 Prozent Subprime? Undenkbar. Und auch noch in Amerika? Das fassen wir in Deutschland ja noch nicht mal an und dann erst in den USA? Was, wenn seine Analyse falsch gewesen wäre? Es hätte ihn den Job gekostet und ihm eine lebenslange Reputation als Hazardeur eingebracht. Allenfalls konnte er still und heimlich ein paar Prozent Depotbeimischung als „ABS“ deklarieren und investieren.

Verlassen wir nun unser Gedankenexperiment und kommen zurück in die Realität. In den Jahren 2005 bis 2007 wurden derartige Geschäfte in großem Stil in vielen deutschen Banken genehmigt. Was war passiert? Das Risiko-Rendite-Profil hatte sich erheblich verschlechtert. Aber jetzt gab es eine Historie jährlich imposant ansteigender Renditen! Sowohl als privater wie institutioneller Investor können Sie sofort mit einem kleinen Experiment diese Vergangenheitsorientierung nachvollziehen. Wie viele Charts enthält die Broschüre

bzw. Präsentation für das neue Produkt bzw. Ihren Spezialfonds, die gerade bei Ihnen auf dem Schreibtisch liegt? Und wie viele Charts über die zukünftig mögliche Entwicklung? Und wie viele der Zukunftscharts zeigen eine Bandbreite möglicher Entwicklungen?

Wenn alle Kollegen der Nachbarinstitute voller Selbstzufriedenheit auf ein neues Rekordergebnis blicken, ist es schwer, die Gegenposition zu beziehen. Insbesondere, da die nachteiligen Resultate erst mit Zeitverzögerung sichtbar werden. Bis jetzt ist noch kaum ein Subprime-ABS ausgefallen. Um so wichtiger ist in einer solchen Situation ein objektives Verfahren, das die nicht gerne gesehenen Risiken unbarmherzig aufzeigt. Es warnt nicht nur, sondern gibt Argumentationshilfe und Rückzugspunkt. Einmal auf der Folie, kann niemand mehr an diesem Punkt vorbei. Nur zukunftsorientiert sollte es sein, und seine eigenen Risiken nicht verschweigen. □

## Fazit

*Wie kann man zusammenfassend die Ursachen für die jetzige Krise beurteilen? Krisenverursachend ist die einseitige Ausrichtung auf das Ziel der „Renditemaximierung“, wobei die Risikodimension vernachlässigt wird – im krasen Widerspruch zum propagierten wertorientierten Denken. Krisenverschärfend kommt hinzu, dass Defizite in der Quantifizierung und Aggregation von Risiken sowie bei den Prognoseverfahren existieren, die zur Erklärung zukünftiger Entwicklung beitragen sollen. Insbesondere fehlen oft volkswirtschaftliches Verständnis und volkswirtschaftliche Modelle, welche die statistischen Zahlen des Risikomanagements erklären, plausibilisieren und zukunftsbezogene Prognosen abgeben können. Das würde nicht nur Risiken transparenter machen, sondern auch Chancen erhöhen. Insgesamt ist damit das Problem nicht darin zu sehen, dass die Möglichkeit einer Krise (ausgelöst durch den amerikanischen Immobilienmarkt) übersehen wurde. Das Problem*

Anzeige

# Das Geldwäschegesetz in der Bankpraxis

 Frankfurt School  
Verlag

Umsetzung und erste Erfahrungen mit den neuen rechtlichen Rahmenbedingungen

Konferenz am 26. November 2008 in der Frankfurt School of Finance & Management

Im Rahmen der Fachkonferenz „Das Geldwäschegesetz in der Bankpraxis“ am 26. November 2008 in Frankfurt am Main referieren und diskutieren Experten die neuen Vorschriften der 3. EU-Geldwäscherichtlinie und deren Umsetzung in deutsches Recht sowie erste

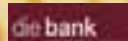
Erfahrungen mit den Neuerungen. Die Konferenz richtet sich an Fach- und Führungskräfte im Geldwäschebereich von Kreditinstituten, Geldwäschebeauftragte, Revisoren und Wirtschaftsprüfer sowie Steuer- und Rechtsexperten mit dem Schwerpunkt Geldwäscherprävention.

### Fachreferenten der Veranstaltung:

- **Michael Brümmendorf**, Kriminalhauptkommissar beim Bundeskriminalamt ST45 – Finanzermittlungen
- **RA Wolfgang Gabriel**, Geldwäschebeauftragter und Leiter Financial Crime, SEB Bank AG
- **RA Lars-Heiko Kruse**, Forensic Services, PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
- **Hans-Martin Lang**, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Programm und Anmeldung unter: [www.frankfurt-school-verlag.de/gwg](http://www.frankfurt-school-verlag.de/gwg)

Medienpartner:



sind Fehler im Zielsystem, in den Anreizsystemen und insbesondere in den Methoden und Verfahren des Risikomanagements. Oft fehlen scheinbar schlicht das spezielle fachliche Know-how und die Bereitschaft, sich auch mit Methoden zu befassen, die volkswirtschaftliche Theorie und etwas fortgeschrittene Mathematik erfordern. Die Psychologen verweisen zudem auf die Aversion von Menschen, sich mit Risiken zu beschäftigen – und möglicherweise besteht zudem eine Aversion, sich mit den erforderlichen mathematischen Konstrukten, wie Wahrscheinlichkeitsverteilungen und stochastischen Prozessen, näher einzulassen. Dies ist umso erstaunlicher, als viele Investoren in ABS über quantitativ bestens ausgebildetes Personal verfügten und auf Basis des Einzelitels sehr detailliert analysierten. Sowohl hierbei als auch auf Basis der generellen Asset Allocation aber wurde und wird dieses Potential nicht genutzt. Volkswirtschaftliche Zusammenhänge werden bei der Entscheidung über Asset-Klasse oder geographische Diversifikation nicht genutzt.

Bei einer im Detail unvorhersehbaren Zukunft ist offenbar die Fähigkeit zur Analyse und Bewältigung von Risiken, also möglicher Planabweichungen, ein zentraler Erfolgsfaktor. Gerade hier zeigen sich jedoch ausgeprägte Wahrnehmungs- und Methodendefizite – vermutlich nicht zuletzt deshalb, weil das intuitive Risikoverständnis vieler Topmanager vom wissenschaftlichen Konzept der Wahrscheinlichkeitsverteilungen und stochastischen Prozessen abweicht, was amerikanische Forscher (Marsh und Shapiro) schon vor mehr als 20 Jahren festgestellt haben. Hier dürfte sich bisher wenig verbessert haben.

Schon der Bruchteil eines Promilles der heute zu erwartenden Schäden alleine aus der Subprime-Krise präventiv zu investieren hätte sicherlich gereicht, die erforderlichen Methoden und Fachkompetenzen in den Kreditinstituten und Fonds aufzubauen. Unterblieben ist dies wohl in vielen Fällen durch eine kurzfristige Zielorientierung und auch eine spezifische Art einer „methodischen Konsensorientierung“. Oft genug wird bei Kreditinstituten, aber auch anderen kapitalmarktorientierten Unternehmen, argumentiert, dass bestimmte Verfahren, deren prinzipielle Sinnhaftigkeit man durchaus akzeptiert, (noch) nicht eingeführt werden, weil dies die meisten Wettbewerber auch nicht getan haben. So bleibt die Normalverteilungshypothese beispielsweise wichtige Grundlage im Risikomanagement. Ein (methodischer) Fehler wird als nicht so relevant eingeschätzt, wenn diesen alle begehen. Ein Fehler, den (fast) alle machen, wird kaum persönliche negative Konsequenzen zur Folge haben.

Die aktuelle Finanzkrise ist damit kein Zeichen von Marktversagen, sondern zeigt lediglich, dass reale Kapitalmärkte sich deutlich von den fiktiven vollkommenen Märkten der Lehrbuchökonomie unterscheiden und viele Kreditinstitute und Fonds (noch) nicht über geeignete Risikomanagementmethoden verfügen, um auch in schwierigen Zeiten in realen unvollkommenen Märkten erfolgreich agieren zu können.

Es bleibt zu hoffen, dass nicht wieder einmal der Staat und die Aufsichtsbehörden notwendig sind, um eine Weiterentwicklung des Instrumentariums im Bereich der Finanzwirtschaft und speziell des Risikomanagements zu erzwingen. Vielleicht ist die Krise für innova-

tive Unternehmen Anlass genug, mehr in fachlich-methodische Kompetenz und Instrumente – letztlich in Intelligenz – zu investieren, um robuster gegen Krisen zu werden, und durch eine risikoorientierte Unternehmensführung den Wert – nicht allein die Rendite – zu steigern.

## Quellenverzeichnis und weiterführende Literaturhinweise:

**Demyanyk, Yuliya/Van Hemert, Otto (2008):** Understanding the Subprime Mortgage Crisis, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1020396>

**Hock, Martin (2008):** Merrill Lynch: Kein Investment für Privatanleger, 29. Juli 2008, FAZ.Net.

**Mandel, Benoît B. (2005):** (Mis)behaviour of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin and Reward, London 2005.

**Romeike, Frank (2008):** Gesunder Menschenverstand als Frühwarnsystem, in: Der Aufsichtsrat 05/2008, S. 65.

**Romeike, Frank/Heinicke, Frank (2008):** Schätzfehler von „modernen“ Risikomodelle, in: FINANCE, Heft 2/2008, S. 32-33.

**Wingenroth, Thorsten (2004):** Risikomanagement für Corporate Bonds – Modellierung von Spreadrisiken im Investment-Grade-Bereich, Bad Soden/Ts. 2004.

## Autoren:

**Dr. Werner Gleißner** ist Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen und Leiter Risikoforschung der Marsh GmbH.

**Frank Romeike** ist Chefredakteur des RISIKO MANAGER, Geschäftsführer der RiskNET GmbH und Vorstand der Risk Management Association e. V., München.

## BUCHBESPRECHUNG

### Frank Romeike (Hrsg.): Rechtliche Grundlagen des Risikomanagements – Haftungs- und Strafvermeidung für Corporate Compliance.

Erich Schmidt Verlag, Berlin 2008, 272 Seiten, 49,95 Euro, ISBN 978 3 503 10647 9

Durch die rasante Entwicklung und anhaltende Veränderung der gesetzlichen Grundlagen zu Rechnungswesen und Jahresabschluss einerseits und der Haftung der Organe des Unternehmens andererseits (und damit auch des Risikomanagements) ist es nur schwer möglich, sich ständig mit den neuesten rechtlichen Entwicklungen zu beschäftigen. Wer sich nicht permanent damit auseinandersetzt, verliert nur allzu leicht den Überblick. Dem tritt der Herausgeber entgegen, indem er ein Buch vorlegt, das eben diesen Überblick verschaffen soll. Das Buch richtet sich vor allem an Manager und Aufsichtsorgane in den Unternehmen, die sich immer stärker von unterschiedlichsten Rechtsvorschriften und enormen Konsequenzen für ihre persönliche Haftung und strafrechtlichen Sanktionen umzingelt

sehen. Es soll sie in die Lage versetzen, den nationalen und internationalen Compliance-Anforderungen gezielt zu begegnen, die sich aus den Fachgebieten

- nationale und internationale gesetzliche Grundlagen des Risikomanagements,
- Corporate Governance, Compliance und Business Judgment Rule,
- Standards im Risikomanagement,
- Straf- und Zivilrecht sowie Haftung der Unternehmensleitung und Aufsichtsorgane,
- Branchenspezifika in Banken und Finanzdienstleister, Versicherungen, Industriekonzerne, Energieunternehmen

