

Der baz-gast: Professor Erwin W. Heri*

Risikomanagement ist anspruchsvoller geworden



Risikomanagement an den Finanzmärkten ist eine anspruchsvolle Angelegenheit. Dies wissen wir nicht erst seit den kürzlichen Unfällen einer Reihe von Grossbanken mit US-Hypotheken.

Spätestens seit dem Aktien-Crash im Herbst 1987 ist bekannt, dass an den Märkten Ereignisse vorkommen, die es nach den Standardmodellen der Finanztheorie eigentlich nicht geben dürfte. Beziehungsweise sie dürften vielleicht alle 10 000 Jahre einmal auftauchen, haben diesen Kredit aber in den letzten 10 Jahren schon einige Male aufgebraucht. Wir wissen heute, dass der Stressfall nicht mehr einfach ein um ein paar Standardabweichungen aufgeblähter Normalfall ist. Risikomanagement ist deswegen anspruchsvoller geworden, weil wir heute mehr über die risikogenerierenden Prozesse wissen als noch vor 10 Jahren.

AKTIV UND PASSIV. Ausgehend von der Theorie effizienter Märkte geht die traditionelle Finanztheorie davon aus, dass Marktpreise ein ideales Informationsmedium sind, das in jedem einzelnen Moment jegliche relevante Information bezüglich einer Aktie, einer Obligation, einer Währung etc. «enthält». Wohlinformierte Akteure sorgen dafür, dass sich neue Informationen unverzüglich in den entsprechenden Kursen niederschlagen. Die Konsequenz ist, dass neue Information im zeitlichen Ablauf nur mehr zufällig eintreffen kann und der Preisbildungsprozess eine entsprechend zufällige Ausprägung erhält. Dieser informationstheoretische Ansatz hat eine Reihe von

Konsequenzen im Bereich der Anlagemärkte, die in den letzten Jahren und Jahrzehnten intensiv untersucht wurden und relativ breite Zustimmung fanden. Zum Ersten die Erkenntnis, dass sich Finanzmarktpreise kurzfristig nicht prognostizieren lassen, zum Zweiten dann – eigentlich nur eine Konsequenz des Ersten – die Überlegenheit passiver Anlagestrategien gegenüber den meisten aktiven Anlageansätzen und schliesslich die Vermutung, eine gaussische Verteilung würde als Konsequenz unabhängiger (und vermeintlich gleich verteilter) Ertragsmuster eine vernünftige Analyse der Kurzfristrisiken ermöglichen. Insbesondere das Letzte hat intensiv Niederschlag in den Risikomanagement-Modellen der ersten Stunde gefunden und dazu geführt, dass Value-at-Risk-Berechnungen zum Schlagwort Nummer eins im Risikomanagement wurden. Dies hat auch dazu geführt, dass man längere Zeit gemeint hat, man habe bei aller Volatilität die kurzfristigen Finanzmarktrisiken analytisch einigermassen im Griff. Heute weiss man, dass man davon weit entfernt ist. Die Normalverteilung ist ein inadäquates Instrument für das Risikomanagement. Während sie unter normalen Bedingungen durchaus eine vernünftige Beschreibung des Kurzfristverhaltens von Finanzmarktpreisen abgeben mag, sind wir im Risikomanagement ja gerade daran interessiert, was unter speziellen Bedingungen passiert. Nun ist aber ein Markt kein statistisch-physikalisches Konstrukt, das man mit einfacher Analysis simulieren kann, sondern ein Markt ist ein soziales System, das sich nicht immer im Gleichgewicht befindet und

nicht zuletzt durch Feedbacks charakterisiert ist. Für das Risikomanagement bilden in einem solchen System die Ungleichgewichte und das Chaos die relevanten Fragestellungen und nicht eine irgendwie definierte «Normalität».

«TSUNAMIS». Gelegentlich wird in diesem Zusammenhang von sogenannten komplexen adaptiven Systemen gesprochen, wie man sie aus der Meteorologie oder der physikalischen Stromanalyse kennt. Das sind Modelle, innerhalb denen z.B. der sprichwörtliche Schlag des Schmetterlingflügels einen Taifun auslösen kann oder Wasser in einem ruhigen Bachbett plötzlich gefährliche Wirbel entwickelt. Wenn man solche Modelle in einen sozialen Kontext wie einen Markt einbaut, dann können darin «endogene Wirbel» entstehen, die ihren Ursprung in einfachs-

«Risikomanagement sollte sich eigentlich mit dem auseinandersetzen, was passieren kann.»

ten Verhaltensänderungen von Marktakteuren haben. Solche Veränderungen können abrupt erfolgen oder auch sehr langsam. Es können Modetrends oder andere Strömungen sein, Fads and Fashions, die das System zunächst nur unwesentlich beeinflussen, plötzlich aber zu einer Art Zustandsänderung führen, die unter Umständen einem Tsunami gleich zu einer Überflutung der Märkte mit den entsprechenden Preisreaktionen führen kann.

Wenn man die traditionelle Markteffizienzhypothese um diese systemanalytischen Gesichtspunkte erweitert, dann entsteht plötzlich ein viel reicheres Set von möglichen Preis- und Risikomustern an den Finanzmärkten. Ein Muster, das sich in vielen Ausprägungen weit weg von irgendwelchen Gleichgewichten oder «Normalitäten» bewegt. Extremwerte sind hier nicht mehr einfach «Ausreisser» von einer arbiträr definierten «Normalität», sondern werden zu systemendogenen Ereignissen, die eine neue Norm (jetzt eben nicht mehr im Sinne der gaussischen Kurve) definieren.

MÖGLICHKEITEN AUSLOTEN. Wenn man diese beiden Elemente verbindet mit den Erkenntnissen und den Modellen, die sich in den letzten Jahren rund um den Begriff der «Behavioral Finance» etabliert haben, dann wird das Set möglicher Kurs- und Risikoprozesse noch einmal reicher. Die Zufallsmuster der Preisentwicklung bleiben dabei ähnlich; im Zweifelsfall werden sie noch etwas hässlicher. Im Kontext des Risikomanagements produziert solche «behavioristische Systemdynamik» Strukturen, die nicht so leicht analytisch zu durchdringen sind. Sie liegen aber wesentlich näher an der Realität als die traditionellen Denkansätze. Und Risikomanagement sollte sich eigentlich mit dem auseinandersetzen, «was passieren kann», und nicht mit dem, was man modelltheoretisch gerade noch in den Griff bekommt.

* Erwin Heri ist Chairman der Valartis Group in Zürich und a.o. Professor für Finanztheorie am wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel.

Ethos-Chef fordert Ospels Rücktritt

Bei Kapitalerhöhung hofft er auf Kompromiss der UBS

ZÜRICH. Die Anlagestiftung Ethos hofft, dass der UBS-Verwaltungsrat für die ordentliche Generalversammlung (GV) vom kommenden April die Wahl einer anderen Person anstelle von Marcel Ospel als VR-Präsident vorschlagen wird, sagt Ethos-Chef Dominique Biedermann in einem Interview der Zeitung «Sonntag». Ospels dreijährige Amtszeit als Präsident läuft auf die GV ab. Bisher hat der 58-Jährige aber keine Anstalten zum freiwilligen Rücktritt gemacht, sondern erklärt, er wolle Teil der Lösung des Problems sein, das sich die UBS mit dem Debakel in der US-Hypothekenkrise eingehandelt hat. Biedermann begründet seine Rücktrittsforderung an Ospel damit, dass die Unsicherheit betreffend der Führung der UBS dringend beendet werden müsse.

Der Ethos-Chef wandte sich auch gegen die Bedingungen der UBS für die Kapitalerhöhung, über die am kommenden 27. Februar an einer ausserordentlichen GV entschieden wird. Der Staatsfonds GIC aus Singapur und der unbekannte Grossinvestor aus dem Nahen Osten sollten nur die Hälfte der geplanten Kapitalerhöhung zeichnen können. Der Rest müsse als normale Kapitalerhöhung geplant werden, für die es ein Bezugsrecht gebe. Der Ethos-Chef begründet dies auch damit, dass der Staatsfonds bei der vorgesehenen Kapitalerhöhung faktisch eine Sperrminorität an der GV erhalten würde. Den Vorbehalt der UBS, wonach eine normale Kapitalerhöhung zu lange dauere, weist Biedermann zurück. AP

ANZEIGE

Sie denken an die eigenen vier Wände.

Wir auch an das finanzielle Fundament.

Neu: Hypo Care Life – die Absicherung für Ihre Hypothek. Mehr Informationen unter: www.credit-suisse.com/wohnen

Realisieren Sie Ihren persönlichen Wohntraum mit unseren flexiblen Hypothekarangeboten. Zur langfristigen Absicherung Ihrer Hypothek bieten wir Ihnen zusätzlich die passenden Lösungen. Mehr erfahren Sie unter: 0800 80 20 20. Gewinnen Sie jetzt im Internet eine von 10 Lichtberatungen inklusive Beleuchtung. www.credit-suisse.com/wohnen

Neue Perspektiven. Für Sie.

CREDIT SUISSE