

# Finanzkrise im Rückblick: Risk Management, Corporate Governance und die Krise des Gesellschaftsvertrages

Erwin W. Heri<sup>1</sup>

Es ist in den letzten Monaten deutlich geworden, dass die gegenwärtige Krise nicht einen einzelnen klar identifizierbaren Ausgangspunkt hat und dass sie auch nicht pauschal auf das Versagen des Marktes oder des marktwirtschaftlichen Systems zurückzuführen ist - auch wenn sich so mancher darin brüstet, „es schon lange gesehen zu haben“ und er, je nach politischer Couleur, seine Argumente für lang gehegte Anliegen gerade jetzt wieder aus der Schublade herausholt.

Allerdings rücken verschiedene Beobachtungen und Vorgänge rund um die Finanz- und Kreditkrise inzwischen sogar langjährige Kenner und Anhänger der Geld- und Anlageszenerie in die Nähe von Gesellschaftsphilosophen. Wenn dabei gelegentlich sogar Begriffe aus der sozialetischen Gedankenwelt wie implizite Gesellschaftsverträge und ähnliches bemüht werden, dann drückt dies aus, dass die gegenwärtige Krise etwas tiefer zu analysieren ist, als die technische Korrektur an den Aktienmärkten im Oktober 1987, die Asienkrise 1997/98, die 98er LTCM Krise oder die Korrektur der Dotcom Blase zu Beginn des Jahrhunderts.

Es wäre wohl etwas hochtrabend zu meinen, wir würden uns gerade jetzt an einem historischen Wendepunkt im Verhältnis Wirtschaft, Staat und Gesellschaft befinden. Immerhin scheint es aber, dass wir uns gegen Ende der gegenwärtigen Krise um dieses Verhältnis etwas bemühen sollten. Der geneigte Beobachter kann sich nämlich des Eindrucks nicht erwehren, dass im Augenblick die entsprechenden

---

<sup>1</sup> Präsident des Verwaltungsrates der Valartis Gruppe und Prof. für Finanztheorie an der Universität Basel. Die vorliegenden Gedanken sind eine überarbeitete Version der Key Note Speech bei der 13. Konferenz der Schweizerischen Gesellschaft für Finanzmarkt und Portfoliomanagement am 19. März 2010 in Zürich.

Bedrohungen an relevanten (Führungs-)Stellen unserer Gesellschaft nicht erkannt werden.

Ein neutraler Beobachter würde wohl einen Grossteil der gegenwärtigen Probleme auf ein kumuliertes Versagen auf unterschiedlichsten Ebenen und bei unterschiedlichen Institutionen zurückführen. Dazu gehören mindestens drei Elemente: Regulierungs- und damit Staatsversagen, Analyse- und Risk-Management Versagen, und schliesslich Moral- und damit auch Corporate Governance-Versagen. Dabei sind die beiden letztgenannten Ebenen nicht ganz unabhängig, wie in der Folge zu zeigen sein wird.

Zwei der obigen Triebfedern wollen wir im folgenden näher beleuchten: Auf der einen Seite den Problembereich der Principal-Agent/Moral-Hazard Thematik und auf der anderen Seite die Verabsolutierung analytisch-empirischer Ansätze im Risiko Management. Interestingly enough relevant aspects of these driving forces of the financial crisis interact with each other and might have interesting consequences for the stability of social systems we live in.

## Die Principal – Agent Problematik

In Economics and Psychology alike Principal Agent and Moral hazard issues have a long tradition and have produced a huge literature. Often today the issues are described under the heading “failure of the agents“ („Versagen der Stellvertreter“).

In der Managementtheorie sind die Manager grundsätzlich die Vertreter der Unternehmenseigner und vertreten deren Interessen. Der Verwaltungsrat ist dabei eine Art Bindeglied zwischen Eigner und Manager, der einerseits die Langfriststrategie mit entwickelt und andererseits im Auftrag der Eigner eine Kontrollfunktion ausübt. Dies ist ein erstes Element des oben strapazierten Begriffes der impliziten Gesellschaftsverträge.

Die Realität der Führung einer „Société Anonyme“ sieht nicht selten aber völlig anders aus: Der Manager ist nicht einfach per se Gutmensch, sondern er ist vor allem Homo Öconomicus und vertritt in erster Linie seine eigenen Interessen. Der Verwaltungsrat wird in der Praxis nicht von den Eignern, sondern vom Manager selber ausgewählt und die Versammlung der Unternehmensbesitzer – die Generalversammlung – ist nicht selten zum Jahrestreffen der Pensionierten verkommen, oft vollständig von den Organvertretern und den Depotstimmen und damit im weitesten Sinne wiederum vom Management beherrscht. Einige Protagonisten der Gilde leben uns dieses Modell in „vorbildlicher“ Art und Weise seit Jahren vor.

Dieser Problematik bewusst, versucht dann die Theorie, über spezifische Modelle von Anreizstrukturen die Interessen von Managern und Eignern gleichzuschalten. Dabei sind in der Praxis über die Jahre Gehalts-, Bonus- und generelle Anreizstrukturen entstanden, die an Intransparenz und Komplexität kaum mehr zu übertreffen sind. Systeme, die vielerorts wegen ihrer asymmetrischen Ausgestaltung und der grundsätzlichen Ausrichtung auf Finanzkennzahlen nicht nur in die falsche Richtung zeigen, sondern aus Sicht der Eigner und gegebenenfalls aus volkswirtschaftlicher Sicht (Systemrelevanz!) völlig *falsche* Anreize setzen.

Verschiedenen Orts – insbesondere dort wo Populismus mehr bringt als analytisches Aufarbeiten - wird die Meinung vertreten, solche Anreizstrukturen und das dadurch provozierte Verhalten seien die massgebenden Elemente der gegenwärtigen Krise. Mit irgendwelchen Bonusgeschichten lässt sich halt wunderbares politisches Kapital schlagen. Natürlich greift dies zu kurz. Immerhin zeigt aber die Diskussion, dass in breitesten Schichten die Meinung vertreten wird, dass in verschiedenen Firmen – nicht nur bei den Banken – die Verwaltungsräte als Vertreter und Kontrollorgan der eigentlichen Unternehmenseigner versagt haben.

Lernen wir etwas daraus?

Erlauben sie mir, zynisch zu sein.

Für die Principal/Agent Problematik werden wir keine Lösung finden. Sie ist zu komplex. Wir werden Sprüche hören über die Unabhängigkeit von Verwaltungsräten,

mehr Transparenz und wir werden an Generalversammlungen unseren Unmut über Gehaltskonzepte ausdrücken dürfen. Eine Änderung der Anreizstrukturen ergibt sich dadurch nicht. Transparenz wird nur vordergründig geschaffen und die Verwaltungsräte marschieren genau gleich am vergoldeten Gängelband des CEO oder des Chairman wie vorher.

Wenn wir sehen, mit welcher Unverfrorenheit sich in der gegenwärtig aufgewühlten gesellschaftlichen Stimmung einzelne Protagonisten mit dem Placet des Verwaltungsrates ihre nimmer satten Mäuler weiter voll stopfen, dann wird klar, dass in diesem Bereich der Lerneffekt der Finanzkrise gleich null ist. Wenn man ferner sieht, wie sich sogar frühere Regierungsmitglieder als heutige Präsidenten von Grosskonzernen von den Managern am Gängelband führen lassen, dann wird deutlich, dass wir es heute eben nicht nur mit einer Banken- und Finanzkrise, sondern im eigentlichen Sinne mit einer Moralkrise zu tun haben.<sup>2</sup> Moralkrisen tragen aber das Risiko in sich, sich zu Gesellschaftskrisen weiter zu entwickeln. Dies ist deswegen gefährlich, weil Gesellschaftsstrukturen in ähnlicher Art und Weise zur Gruppe komplexer, sozialer Systeme gehören wie ein Markt. Auch sie können eine Dynamik entwickeln, die ähnlich dramatisch, chaotisch und destabilisierend sein kann, wie die Dynamik an den Finanzmärkten. Die Geschichte lehrt uns zur Genüge, was das heissen kann.

Das Stichwort der komplexen Systeme bringt uns zum zweiten Schwergewichtsthema: Dem Risikomanagement an den Finanzmärkten und zum Versuch der analytisch/empirischen Durchdringung der an den Märkten sich abspielenden Prozesse.

## Fragwürdiges Verständnis für Marktrisiko

Der Begriff Risikomanagement gehört mit zu den am meisten verwendeten Wortwendungen in der Privatwirtschaft. Sei es in den Medien, den Geschäftsberichten, den Verwaltungsratssitzungen oder wo auch immer. Entsprechend hat sich das Managen von Risiken zu den edelsten Aufgaben der

---

<sup>2</sup> Nachdem die obersten Leiter von Barclays und anderer britischer Banken bekannt gegeben haben, sie würden auf ihren 2009 Bonus verzichten „... to carry more moral authority“, entsteht immerhin ein Funken Hoffnung.

Unternehmensführung entwickelt – und wie sich jüngst gezeigt hat, nicht ganz ohne Risiko.

Ich beschränke mich bei meinen Ausführungen auf die verschiedenen Formen von Marktrisiko. Andere Risiken, wie insbesondere das breite Feld der operationellen Risiken, lasse ich hier der Einfachheit halber weg. Der Grad an analytischer Durchdringung im Bereich der Marktrisiken ist sehr ausgeprägt. Die Finanzmärkte sind ein huge playing ground für alle möglichen intellektuellen aber auch statistisch/empirischen Fingerübungen. Auf der einen Seite sind hier die zu bearbeitenden Prozesse besonders komplex und auf der anderen Seite stehen Unmengen von Daten zur Verfügung, für welche sich statistisch/mathematische Analysen geradezu aufdrängen. Dies ist mit ein Grund, weswegen nicht nur bei den Banken an den entsprechenden Positionen oft Mathematiker, Statistiker oder Physiker sitzen. Mit Hilfe ihrer quantitativen Analysen gelingt es ihnen **im Normalfall**, die an den Finanzmärkten vorherrschenden Prozesse vernünftig zu beschreiben und darauf aufbauend, adäquate Risikomodelle zu bauen. Im Normalfall.

Oft wird dabei leider vergessen, dass wir bei der Modellierung von Finanzmarktprozessen Anleihen bei Disziplinen aufnehmen, die bei der analytischen Durchdringung ihrer Fragestellungen andere Voraussetzungen antreffen als wir. Nicht selten stammen sie aus Forschungsrichtungen, die eine deterministische Basis haben oder sich durch eine Stochastik auszeichnen, die stabiler ist als diejenige in den Sozialwissenschaften.

Natürlich ist es interessant zu wissen, dass das Verhalten „normaler“ Marktteilnehmer (bei informationseffizienten Märkten) in „normalen“ Zeiten (Gleichgewicht) zu Aktienkursentwicklungen führt, die der Brown'sche Molekularbewegung der Atomphysik nahe kommen. Auch die Tatsache, dass wir dementsprechend die Aktienrenditen mit dem „weissen Rauschen“ der physikalischen Signalanalyse vergleichen können, und dass dies gemäss dem Zentralen Grenzwertsatz der Statistik eine Gauss'sche Verteilung impliziert, ist höchst relevant. Dann aber zu meinen, es würde genügen, eine Handvoll Naturwissenschaftler anzustellen, die uns den inzwischen berühmt gewordenen

Value at Risk (VaR) berechnen um endgültige Klarheit bezüglich der Risikocharakteristik der Bankbilanz zu haben, ist etwas blauäugig.<sup>3</sup>

Ein Markt ist kein physikalisches Konstrukt mit deterministischen Strukturen oder einer vernünftigen Stochastik. Ein Markt ist ein soziales System, das sich nicht immer im Gleichgewicht befindet und nicht zuletzt durch Feedbacks charakterisiert ist. Für das Risikomanagement bilden aber vor allem die Ungleichgewichte und das Chaos die relevanten Fragestellungen und nicht die „Normalität“ (innerhalb welcher beispielsweise der VaR sinnvoll wäre).

Die hier relevanten (sozialen und Feedback-) Prozesse zeichnen sich durch eine ausgesprochen hässliche Stochastik aus. Sie können sich lange Zeit „normal“ verhalten, bis der „Flügel Schlag des Schmetterlings“ zu einer Änderung der Preisdynamik führt, die alles bisher Gesehene und Erdachte ad absurdum führt.

In der Tat ist dieser Stressfall das einzig Interessante für den Risikomanager. Und natürlich ist dieser Stressfall nicht einfach der um ein paar Standardabweichungen aufgeblähte Normalfall. Denn im Stressfall gelten eben die Annahmen für den zentralen Grenzwertsatz nicht mehr (neben vielen anderen Modellannahmen, die hier auch nicht gelten). Im einfachsten Fall impliziert das Verhalten der Marktteilnehmer im Stress nämlich zeitliche Abhängigkeiten der Renditen (runs) und ansteigende Korrelationen (contagion).

Man muss mit anderen Worten davon ausgehen, dass die für die traditionelle Risikoanalyse verwendete Datenstichprobe nicht *einer* Verteilung entstammt, sondern einer ganzen Anzahl unterschiedlichster Verteilungen mit unterschiedlichen Eigenschaften. Konsequenz: die im traditionellen Risk Management verwendeten analytischen Verfahren werden dann unbrauchbar, wenn man sie am meisten braucht.

---

<sup>3</sup> Vgl. hierzu beispielsweise auch, Heri, E.W./Zimmermann, H.: „Grenzen statistischer Messkonzepte für die Risikosteuerung“, in: Schierenbeck, H./Rolfes, B./Schüller, S. (Eds.) Handbuch Bankcontrolling, Gabler, 2001, S.995-1014.

Lösungsansätze für diese Problematik sind nicht einfach zu skizzieren. Notwendig ist aber, dass statistisch/mathematische Modelle für das Risikomanagement an den Finanzmärkten in breite Risk-Management Frameworks eingebaut werden und nicht „Stand-alone“-Lösungen darstellen. Sie sind im Rahmen einer längerfristigen Risiko-Historie zu sehen, da Risikoereignisse und Stressfälle in typischen Abfolgen auftreten, die statistisch/mathematische Ausprägungen haben, die von der „Normalität“ abweichen. Entsprechend bedeutet Risikomanagement nie die Suche nach dem „besten“ methodischen Ansatz. Die Kenntnis der Grenzen der Verfahren und die Methodenvielfalt bilden selbst zentrale Aspekte des Risk Managements.

### ... und noch einmal Corporate Governance

Hier kommt die Corporate Governance Dimension wiederum ins Spiel. Im Normalfall werden dem Kontrollgremium im Bereich der Marktrisiken irgendwelche Standardrisiken gezeigt (die aber natürlich nicht so genannt werden, sondern es sind dies „Value-at-risk“, „Short-fall Probabilities“. etc.), obwohl in der Organisation, sprich: den Cracks im Bereich Risk Management, natürlich bekannt ist, dass diese die eigentlichen wirtschaftlichen Risiken nur inadäquat abbilden können. Die involvierten Spezialisten in den Risikoabteilungen der Banken haben das Problem seit langem erkannt und schon immer vor den Vereinfachungen gewarnt, die in den einschlägigen Manualen zum Managen von Finanzrisiken bei den Finanzinstituten und ihren Regulierern gemacht werden.

Einzig, sie haben kein Gehör gefunden. Es war zu schön, sich auf ein paar wenige Kennzahlen wie Volatilitäten, Korrelationen, Value-at-risk – die man im Zweifelsfalle gerade noch verstand - verlassen zu können. Das andere komplizierte Zeug würden die Dr.rer.nats o.ä dann schon richten – im Übrigen passten ihre Warnungen eh nicht in die strategische Ausrichtung der operativen Führung, wieso also den Verwaltungsrat damit belasten.

Die Spezialisten wussten nur zu gut, dass die inzwischen sprichwörtlichen Taleb'schen schwarzen Schwäne oder Sornettes Dragon Kings existieren. Aber

eben, sie bekamen kein Gehör, da nicht sein konnte, was nicht sein durfte. Die Begründung ist klar: Die entsprechenden Szenarien passten nicht zur angestrebten Strategie des Führungsgremiums und entsprechend wurden irgendeinmal die Warnungen nicht einmal mehr nach oben getragen. Und da das Kontrollgremium selbst nur das beurteilen kann, was es letztlich zu Gesicht bekommt, und eventuelle kritische Elemente bestenfalls in einem technischen Appendix abgehandelt werden, entstehen Risiken, über die sich zumindest das Kontrollgremium nie hat auseinandersetzen können.

Solche Konstrukte wurden in der Literatur schon vor über 10 Jahren als „Risiko-Soziotope“ bezeichnet<sup>4</sup>. Innerhalb solcher Soziotope entstehen organisatorische und/oder wirtschaftliche Umfelder, die es Individuen oder Gruppen ermöglichen, sich gegenüber Kontrollprozessen und –institutionen zu immunisieren. Dies kann dadurch geschehen, dass zeitweiliger Erfolg in eine Art Drohposition konstituiert, dadurch, dass die entsprechenden Individuen oder Gruppen „Guru-Status“ erreichen und damit unfehlbar erscheinen oder einfach dadurch, dass sie Information monopolisieren.

Die jüngere Geschichte ist voll von solchen Beispielen und sie sind ein Corporate Governance Thema ersten Ranges: Das offensichtliche Missverständnis der Risikoexposition von Bankbilanzen, die Akzeptanz völliger Intransparenz in relevanten Bereichen der Hedge-Fund Industrie, oder die vollständige Immunität eines Bernard Madoff (und wohl auch anderer) gegenüber jeglicher Form von Kontrolle. Dabei geht es nicht darum, jegliches Risiko per se zu vermeiden. Sondern es geht um Transparenz und um eine Kultur des informierten Risikodiskurses mit den verantwortlichen Gremien, oder mit anderen Worten: Um die Trockenlegung risikosoziotopischer Feuchtgebiete.

Auf der Ebene der Corporate Governance kann dies nur dadurch sichergestellt werden, dass unabhängige kritische Denker sich getrauen, Fragen zu stellen und auch entsprechendes Gehör finden. Die Basis solcher soziotopischer Feuchtgebiete sind nämlich Organisationen – ich wiederhole mich -, in welchen die

---

<sup>4</sup> Vgl. Zimmermann, H. „VaR-at-Risk“ – oder der aufhaltsame Aufstieg eines zweifelhaften Paradigmas, Manager-Bilanz (4), 1999, S. 12-17, oder: Heri, E.W./Zimmermann, H., Grenzen statistischer Messkonzepte für die Risikosteuerung, in: Handbuch Bankcontrolling, Gabler 2001.

operative Führung selbst das (wohlgesinnte) Kontrollgremium zusammenstellt und sich seine diesbezüglichen Entscheide de facto von diesem und anschliessend von der Generalversammlung nur noch erwehren lässt. Vielleicht lernen wir in der aktuellen Krise, dass solche Strukturen gefährlich sein können und zu überdenken sind. Es braucht hier nicht speziell betont zu werden, dass die beschriebenen Zustände einigen nicht ganz unähnlich sind, die wir auch heute noch in zahlreichen „Sociétés anonymes“ antreffen.

## Die gesellschaftlich-soziale Dimension

Wir müssen akzeptieren, dass es uns trotz jahrelanger Diskussionen um Corporate Governance und ähnliches noch nicht gelungen ist, die „Stellvertreter-Problematik“ für Firmen, welche sich am Kapitalmarkt finanzieren, zu lösen. Das wird uns vorläufig auch nicht gelingen. Ich bin noch nicht einmal sicher, ob wir in die richtige Richtung marschieren.

Das allein hat aber noch nicht (und muss auch nicht) zu irgendwelchen Formen sozialer Unrast geführt. Unsere gesellschaftlich sozialen Systeme sind in einem Geflecht von Verhaltensweisen und impliziten Verträgen stark geworden, die sich nicht rasch aus dem Gleichgewicht bringen lassen. Allerdings sollten wir erkennen, dass soziale Systeme komplexe Eigenschaften haben können, die zu Instabilitäten tendieren. Wir sollten hier nicht die gleichen Fehler machen, wie bei der Analyse der Finanzmärkte, bei welcher wir die mögliche Dynamik komplexer Systeme völlig unterschätzt haben.

Was heute deswegen gefragt ist, ist Nachdenken über die oben bereits bemühten Gesellschaftsverträge – oder zumindest über Elemente davon. Die impliziten Verträge, die regeln, wie unterschiedliche gesellschaftliche Gruppen miteinander umgehen. Das ist nicht bankenspezifisch. Das ist gesellschaftsspezifisch und unterscheidet sich gegebenenfalls von Land zu Land. Mir scheint, dass gewisse gesellschaftliche Gruppen in unserem Land denjenigen Teil unseres historisch gewachsenen Gesellschaftsvertrages, der mit Ethik und Anstand zu tun hat, aufgekündigt haben. Es geht um grundlegende Werte, die unser Gemeinwesen letztlich stark gemacht haben.

Es ist nicht nötig, dass der Staat vorschreibt, wie viel ein CEO zu verdienen hat. Nötig ist aber, dass ein kompetenter Verwaltungsrat im Rahmen einer vernünftigen Corporate Governance und mit einem gesunden Gefühl für die gesellschaftlichen Zusammenhänge in einem Land seinen Aufgaben nachkommt.

Der Verwaltungsrat ist der gewählte Vertreter der Unternehmensbesitzer und hat in deren Interesse die Geschäftsstrategie zu definieren, Risiken zu analysieren und das Management zu kontrollieren. Das ist nicht einfach, und dabei können und werden Fehler passieren. Es ist aber dieser Verwaltungsrat, der die Principal/Agent Problematik im Rahmen des oben genannten Gesellschaftsvertrages aufnehmen und letztlich lösen muss. Dazu bedarf es in erster Linie ethisch/moralischer Grundsätze, Unabhängigkeit und es bedarf eines Grundverständnisses für das entsprechende Business, damit die Geschäftsleitung nicht einfach mit „ihren Chefs“ Schlitten fährt und sich vor allem selber bedient.

Die gegenwärtige Bonusdiskussion in der Bankenwelt ist ein dramatisches Beispiel für das Versagen der Führungsgremien. Vor allem, aber nicht nur auf der Stufe der Verwaltungsräte. Wenn man von Politikerseite zu hören bekommt, dass man deswegen den Grossbanken nicht allzu heftig auf den Füßen herumstehen dürfe, weil man sonst die künftige Parteienfinanzierung gefährde (ganz zu schweigen von der Hoffnung auf gutbezahlte Verwaltungsratssitze), dann ist das etwa gleich dummlich wie das Argument der aus Konkurrenzgründen immer weiter ansteigenden Bonuszahlungen, die ja nur dem Nachbarn mit gleich gierigem Hals die gleichen Argumente liefern.

Dies meine ich, wenn ich davon spreche, gewisse gesellschaftliche Gruppen hätten in den letzten Jahren unseren historisch gewachsenen Gesellschaftsvertrag aufgekündigt.

Wir sind auf dem besten Weg von der Wirtschafts- zur Moralkrise und schliesslich zur sozialen Unrast. Das halte ich für gefährlich.

