

Finanzkrise im Rückblick: Risikomanagement, Corporate Governance und die Krise des Gesellschaftsvertrages



*Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel und
VR-Präsident Valartis Group*

Es ist in den letzten Monaten deutlich geworden, dass die gegenwärtige Krise nicht einen einzelnen klar identifizierbaren Ausgangspunkt hat und sie auch nicht pauschal auf das Versagen des Marktes oder des marktwirtschaftlichen Systems zurückzuführen ist.

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 Krise um dieses Verhältnis etwas bemühen sollten. Der Beobachter kann sich nämlich des Eindrucks nicht erwehren, dass im Augenblick die diesbezüglichen Bedrohungen an relevanten (Führungs-)Stellen unserer Gesellschaft nicht erkannt werden.

In der Managementtheorie sind die Manager grundsätzlich die Vertreter der Unternehmenseigner und vertreten deren Interessen. Der Verwaltungsrat ist

dabei Bindeglied zwischen Eignern und Managern, der gleichzeitig die Langfriststrategie mit entwickelt und im Auftrag der Eigner eine Kontrollfunktion ausübt. Dies ist ein erstes Element von dem, was ich implizite Gesellschaftsverträge nennen möchte.

Die Realität der Führung einer «Société Anonyme» sieht nicht selten aber anders aus: Der Manager ist nicht Gutmensch, sondern Homo oeconomicus und vertritt in erster Linie seine eigenen Interessen. Der Verwaltungsrat wird in der Praxis nicht von den Eignern, sondern vom Management und sich selber ausgewählt, und die Versammlung der Unternehmensbesitzer, die Generalversammlung, ist nicht selten zum Jahrestreffen der Pensionierten verkommen, oft von Organvertretern und 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 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 aus volkswirtschaftlicher Sicht (Systemrelevanz!) völlig falsche Anreize setzen.

Verschiedenenorts – insbesondere dort, wo Populismus mehr bringt als analytisches Aufarbeiten – wird die Meinung vertreten, solche Anreizstrukturen seien die massgebenden Elemente der gegenwärtigen Krise. Mit 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.

Die Principal-Agent-Problematik

Für die Principal-Agent-Problematik werden wir in nächster Zeit keine Lösung finden. Sie ist zu komplex. Wir werden weiter Sprüche hören über die Unabhängigkeit von Verwaltungsräten und 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 auch in Zukunft am vergoldeten Gängelband des CEO oder des Chairman wie zuvor.

Wenn wir sehen, mit welcher Unverfrorenheit sich in der gegenwärtig aufgewühlten gesellschaftlichen Stimmung einzelne Protagonisten mit dem Plazet des Verwaltungsrates ihre nimmersatten Mäuler weiter vollstopfen, 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. Moralkrisen tragen aber das Risiko in sich, sich zu Gesellschaftskrisen weiterzuentwickeln. Dies ist gefährlich, weil Gesellschaftsstrukturen zur Gruppe komplexer sozialer Systeme gehören. Auch sie können – ähnlich wie ein Markt – eine Dynamik entwickeln, die dramatisch, chaotisch und destabilisierend sein kann, so wie

die Dynamik an den Finanzmärkten, die wir ebenfalls unterschätzt haben.

Risikomanagement

Der Begriff Risikomanagement gehört mit zu den am meisten verwendeten Wortwendungen in der Privatwirtschaft. Sei es in den Medien, den Geschäftsberichten, den Verwaltungsratsitzungen oder wo auch immer. Entsprechend hat sich das Managen von Risiken zu den edelsten Aufgaben der Unternehmensführung entwickelt – und wie sich jüngst gezeigt hat, nicht ganz ohne Risiko.

Dabei ist der Grad an analytischer Durchdringung im Bereich der Finanzmarktrisiken sehr ausgeprägt. Auf der einen Seite sind hierbei die Prozesse besonders komplex, auf der anderen Seite stehen Unmengen von Daten zur Verfügung, für die sich statistisch-mathematische Analysen geradezu aufdrängen. Dies ist mit ein Grund, weswegen in 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 entwerfen. Im Normalfall.

Dann aber zu meinen, es würde genügen, eine Handvoll Naturwissenschaftler anzustellen, die uns den Value at Risk (VaR) berechnen, um Klarheit bezüglich der Risikocharakteristik einer Bankbilanz oder Ähnlichem zu haben, ist etwas blauäugig. Ein Markt ist kein physikalisches Konstrukt. Ein Markt ist ein soziales System, das sich nicht immer im Gleichgewicht befindet. Für das Risikomanagement bilden aber vor allem die Ungleichgewichte und das Chaos die relevanten Fragen und nicht die «Normalität».

Die relevanten Prozesse an den Finanzmärkten zeichnen sich durch eine 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 aber dieser Stressfall das einzig Interessante für den Risikomanager. Und natürlich ist dieser Stressfall nicht ein-

fach der um ein paar Standardabweichungen aufgeblähte Normalfall. Denn im Stressfall gelten alle Normalitätsannahmen nichts mehr.

Man muss somit davon ausgehen, dass die für die traditionelle Risikoanalyse verwendeten Datenstichproben nicht *einer* Verteilung entstammen, sondern einer Vielzahl unterschiedlichster Verteilungen mit unterschiedlichen Eigenschaften. Fazit: Die im traditionellen Risikomanagement verwendeten analytischen Verfahren werden genau dann unbrauchbar, wenn man sie am meisten brauchen würde.

Corporate Governance

Hier kommt die Corporate Governance wieder ins Spiel. Im Normalfall werden dem Kontrollgremium im Bereich der Marktrisiken irgendwelche Standardrisiken gezeigt, obwohl die Cracks im Risikomanagement ganz genau wissen, dass diese die wirklichen Risiken nur inadäquat abbilden können.

Die Spezialisten wussten auch vor der letzten Krise nur zu gut, dass die Taleb'schen schwarzen Schwäne existieren. Aber sie bekamen kein Gehör, da nicht sein konnte, was nicht sein durfte. Die entsprechenden Risiko-Szenarien passten nicht zur Strategie des Führungsgremiums und entsprechend wurden irgendeinmal die Warnungen nicht einmal mehr nach oben getragen. Und da das Kontrollgremium nur das beurteilen kann, was es zu Gesicht bekommt und kritische Elemente bestenfalls in einem technischen Appendix abgehandelt werden, entstanden Risiken, mit denen sich das Kontrollgremium im Zweifelsfall nie auseinandersetzen musste. In solchen «Risiko-Soziotopen» können aber organisatorische und wirtschaftliche Umfelder entstehen, die es Individuen oder Gruppen ermöglichen, sich gegenüber Kontrollprozessen und -institutionen zu immunisieren.

Es geht nicht darum, jegliches Risiko zu vermeiden. Es geht vielmehr um Transparenz und eine Kultur des informierten Risikodiskurses mit den verantwortlichen Gremien oder, mit anderen Worten, um die Trockenlegung risiko-soziotopischer Feuchtgebiete, wie sie in dieser Kolumne auch schon beschrieben wurden. Dies kann nur

erreicht werden, wenn unabhängige kritische Denker sich getrauen, Fragen zu stellen – und auch Gehör finden.

Gesellschaftlich-soziale Dimension

Wir müssen akzeptieren, dass es uns trotz jahrelanger Diskussionen nicht gelungen ist, die «Stellvertreter-Problematik» für Firmen, die 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 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 komplex sein können und zu Instabilität tendieren. Wir sollten nicht die gleichen Fehler machen wie bei der Analyse der Finanzmärkte, bei der wir die Dynamik komplexer Systeme unterschätzten.

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 stark gemacht haben. Es ist nicht nötig, dass der Staat vorschreibt, wie viel ein CEO verdienen darf. Nötig ist aber, dass ein kompetenter Verwaltungsrat im Rahmen einer vernünftigen Corporate Governance und mit gesundem Gespür für die gesellschaftlichen Zusammenhänge seinen Aufgaben nachkommt. Der Verwaltungsrat ist der 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 Gesellschaftsvertrages aufnehmen und lösen muss.

Diesbezüglich sind wir auf dem besten Weg von der Wirtschafts- zur Moralkrise und schliesslich zur sozialen Unrast. Und das ist gefährlich.

www.erwinheri.ch •