

## „Risk Management“ und die aktuelle Kreditkrise

**„Die Modelle waren schwach“**

Professor Philippe Jorion zu der Rolle der Rating-Agenturen

INTERVIEW: PIERRE LEYERS

Der Einbruch der Konjunktur am amerikanischen Immobilienmarkt und seine Auswirkungen auf das globale Finanzsystem haben die Bedeutung - und die Schwächen - des modernen Risikomanagements verdeutlicht. Tatsache ist, dass „Financial Risk Management“ immer wichtiger wird, nicht zuletzt wegen der neuen regulatorischen Anforderungen durch MiFID und Basel II. Das Schulungsinstitut der Luxemburger Banken, IFBL, und die Vereinigung der Luxemburger Risk-Manager PRiM haben gemeinsam ein hochkarätiges Programm auf die Beine gestellt, das nach Abschluss zur Teilnahme an dem angesehenen GARP-Examen befähigt. Höhepunkt des „International Training in Financial Risk Management“, an dem auch zahlreiche ausländische Studenten teilnehmen, ist das einwöchige Seminar von Professor Philippe Jorion. Schon zum fünften Mal weilt der renommierte belgische Experte, der an der University of California lehrt, in Luxemburg. Im Gespräch mit dem „Luxemburger Wort“ äußert er sich zu den Ursachen und den Auswirkungen der aktuellen Kreditkrise.

■ Durch das Fiasko am US-Häusermarkt erhält die Diskussion über Verlässlichkeit und Qualität der Methoden des „Risk Management“ neuen Auftrieb. Hat Ihre Wissenschaft bei der Einschätzung des „Subprime“-Risikos versagt?

Ich würde nicht von „Versagen“ reden. Das Problem, das zur jetzigen Krise an den Finanzmärkten geführt hat, liegt in der Einschätzung der Bonität, den „credit ratings“. Die Modelle, die von den Rating-Agenturen zur Bewertung benutzt wurden, waren schwach.

■ Die Ursache liegt demnach bei den Rating-Agenturen?

Vielmehr bei ihren der Situation

nicht angemessenen Modellen. Riskante Immobilienkredite wurden mit soliden Finanzprodukten so kunstvoll zusammengeschnürt, dass die Rating-Gesellschaften den Mogelpackungen auch noch ein Gütesiegel verpassten. Die Berechnungsmodelle beruhten auf einer viel zu kurzen Periode. 2003 und 2004 hat es relativ wenige Zusammenbrüche gegeben. Wer dieses schmale Zeitfenster als Referenz benutzt, muss sein blaues Wunder erleben.

■ Haben die Rating-Agenturen aus der Krise gelernt und ihre Modelle verbessert?

Am Ende ist man immer klüger. Wir lernen durch Erfahrung. In

diesem Fall hat die Erfahrung gezeigt, dass keine Berechnungsmodelle angewendet werden sollen, die auf einer zu kurzen Referenzzeit beruhen. Außerdem ist klar geworden, dass alle Modelle durch Stress-Tests auf ihre Tauglichkeit geprüft werden sollten. Die Rating-Agenturen sind dabei, ihre Modelle zu verfeinern. Nicht nur die Qualität der Baukredite wird genauer untersucht, sondern auch alle Faktoren, die sie beeinflussen, wie etwa der Zinssatz und die Preise am Immobilienmarkt.

■ Viele große Banken konnten die Risiken, die sie eingegangen sind, nicht präzise einschätzen. Erfahrene Bankmanager sagten: „Wir wissen nicht genau, wo sich das Risiko befindet.“ Ist das System so komplex geworden, dass niemand mehr den Überblick hat?

Mir sind dieses Aussagen ein Rätsel. Ein Finanzinstitut, das in „collateralized debt“-Anleihen investiert, muss theoretisch auch über die darunter liegenden Assets informiert sein. Was wir in den letzte Wochen an Erklärungen aus den Vorstandsetagen von renom-

mierten Banken hörten, sind alles faule Ausreden.

■ Ist das weltweite Finanzsystem in den letzten Jahren stabiler geworden?

Die Verteilung des Risikos auf immer mehr Teilnehmer hat das System stabiler gemacht. Banken verzeichnen Verluste, ja sie sind nicht mal über die Risiken vollständig informiert, die sie eingehen - all das ist gravierend genug, führt aber nur noch selten zum Kollaps. Im Prinzip sind die Verluste heutzutage überschaubar. Vor 20 Jahren war das nicht so, da stand ein Rieseninstitut wie die Citigroup praktisch vor dem Bankrott. Die

großen Banken sind heute stabiler als früher. Statistisch gesehen sind Zusammenbrüche von Kreditinstituten weitaus seltener geworden. Das hängt damit zusammen, dass das Risiko besser verteilt ist. Der negative Aspekt dabei ist die zunehmende Intransparenz bei dieser Verteilung. Das ist genau das Problem, vor dem wir heute stehen. Die Anleger vertrauen blind den Kredit-Ratings und kümmern sich nicht mehr um die Assets, auf denen diese Ratings beruhen.

■ Hat Basel II die Qualität des Risk Managements verbessert?

Basel II ist ein gewaltiger Schritt nach vorne. Auf der ganzen Welt achten Kreditinstitute jetzt mehr als zuvor auf die Bewertung - auf den Preis - des Risikos. Die Eigenkapitalrichtlinie führt zu einem Wechsel in der gesamten „Kreditkultur“ - und das kann nur gut sein.

■ Die Amerikaner machen aber bei „Basel II“ nicht mit. Nur die global tätigen US-Institute wenden die Eigenkapital-Prinzipien an.

Die Amerikaner marschieren zum Takt ihrer eigenen Trommel. Das

Bankensystem in den USA unterscheidet sich stark von dem in Europa. Es gibt sehr große Institute, und daneben winzige Banken, deren Aktivitäten nicht über den eigenen Bundesstaat hinausreichen. Gerade für diese kleinen Banken wäre die Einführung der Basel II-Kriterien sehr aufwändig und kostspielig. Im Prinzip wäre es besser, wenn alle amerikanischen Banken mitmachen würden, ob groß oder klein. In der Praxis spielt das aber keine Rolle.

■ Sie arbeiten seit langem in den USA. Sind die Amerikaner wirklich risikofreudiger als die Europäer?

Was die international tätigen Kreditinstitute anbelangt, sehe ich keinen Unterschied. Bank of America und Deutsche Bank, um nur zwei zu nennen, verhalten sich in dieser Hinsicht ähnlich. Bei individuellen Anlegern ist der Unterschied allerdings sehr ausgeprägt. In Europa werden viel mehr strukturierte Produkte mit Kapitalgarantie verkauft. In Amerika wagen sich Kleinanleger direkt auf das Börsenparkett und kaufen Aktien. Die Risikofreudigkeit der Amerikaner ist größer als die der Europäer, das steht fest.

■ Wie sieht es mit Ihrer eigenen Forschung aus? Die Krise der Sub-

prime-Baukredite liefert Ihnen doch sicherlich viel Stoff zur Untersuchung?

Die akademische Forschung ist eine Langzeit-Angelegenheit. Allein das Verfassen meiner Arbeiten dauert länger als die ganze Krise. Die Probleme am US-Immobilienmarkt haben allerdings die Aufmerksamkeit auf die Bedeutung des Risk Managements verstärkt. Das ist natürlich für meinen Forschungszweig positiv. Ich beschäftige mich zur Zeit mit den Zusammenhängen zwischen Firmen, die in Zahlungsunfähigkeit geraten, und ihren Kreditgebern.

## Philippe Jorion

Der Belgier Philippe Jorion (52) ist Professor of Finance an der Graduate School of Management der Universität von Kalifornien in Irvine. Er lehrte zudem an verschiedenen US-Universitäten. Jorion hat ein M.B.A. und ein Ph.D-Diplom von der University of Chicago. Er ist Autor von über fünfzig Studien und Veröffentlichungen im Bereich des Risk Managements und der interna-

tionalen Finanz. Seine Arbeiten haben weltweit Aufsehen erregt und sind mit Preisen ausgezeichnet worden, etwa dem Smith Breeden Prize 1999 für die beste Veröffentlichung im „Journal of Finance“. Jorion hat mehrere Bücher veröffentlicht, u.a. das Werk „Value at Risk: The New Benchmark for Controlling Market Risk“, das in der Fachwelt zum Bestseller wurde.