

„So kann es nicht weitergehen“

Er kann das beste Depot A aller Genossenschaftsbanken im Jahr 2008 vorzeigen und musste wie im Vorjahr nichts abschreiben. Das Betriebsergebnis seiner Bank stieg um 30 Prozent. Ein Gespräch mit dem Treasurer der Kölner Bank über Risikomanagement, Vermögensvernichtung auf Kosten der Allgemeinheit und seine neue Laufbahn.

Fragen: Maik Rodewald

Antworten: Dr. Stefan Zeranski, Leiter Treasury, Kölner Bank

dpn: Herr Dr. Zeranski, die Kölner Bank hat 2007 und 2008 im Depot A nichts abgeschrieben, seit Juni 2007 haben Sie keine Aktien angefasst und strukturierte Produkte hatten Sie nicht. Und nun, tief in der Finanzkrise, verlassen Sie die Kölner Bank und nehmen eine BWL-Professur für Finanzdienstleistungen an, in Braunschweig-Wolfenbüttel. Wieso?

Zeranski (lacht): Ich freue mich auf die Professur und dass ich meine Erfahrungen aus einem erfolgreichen Finanzmanagement an Studierende und interessierte Unternehmen weitergeben darf. Mir ist aber wichtig, über die Beratung der Praxis verbunden zu bleiben, so auch der Kölner Bank.

dpn: Wieso das?

Zeranski: Unter anderem, weil es der Vorstand und das Management vorbildlich geschafft haben, diese Bank im Turnaround so weit zu entwickeln. Darüber hinaus auch deshalb, weil ich hier einen Liquiditätssteuerungsansatz mit dem Liquidity at Risk eingeführt habe, der auch das Zinsergebnis einer Bank nachhaltig durch systematische Bewirtschaftung der Liquiditätsreserven steigern kann. Dieser Ansatz analysiert die Nettomittelabflüsse einer Bank und gibt Impulse, überschüssige Liquidität zum Beispiel höherverzinslich im Depot A anzulegen. Unbenommen davon erfordern das Zinsrisiko- und Depot-A-Management in der Finanzkrise eine besondere Expertise, die ich gerne weiter in den Steuerungsausschuss Gesamtbank der Kölner Bank einbringen werde.

dpn: Was unterscheidet die Kölner Bank von einer Investmentbank?

Zeranski: Eigentlich alles. De jure sind wir ein Nichthandelsbuchinstitut, wir haben also keinen aktiven Eigenhandel mit kurzfristiger Gewinnerzielungsabsicht. Mit den 600 Millionen Euro Eigenanlagen im Depot A müssen wir keine 25 Prozent Rendite herausholen, sondern ein ordentliches Ergebnis abliefern, das mit dem des Kundenkreditgeschäfts vergleichbar ist. Das ist unsere grobe Benchmark.

dpn: Und Ihre Kernkapitalquote ...

Zeranski: ... beträgt 8 Prozent – bei einer Bilanzsumme von 1,55 Milliarden Euro erfüllen wir damit bereits heute die derzeit diskutierten höheren Eigenmittelanforderungen für Banken.



Dr. Stefan Zeranski

Irgendetwas lässt den 41-jährigen Vater zweier Buben nicht zur Ruhe kommen. Dieser „Mr. Rastlos“ redet ohne Punkt und Komma, in einem sanften oberpfälzer Dialekt, der einen selbst dann noch beruhigt, wenn Zeranski von der „größten Finanzkrise der Menschheitsgeschichte“ spricht. Sein sechsseitiger Lebenslauf verrät: Dieser Mann hat eine Mission und das Neinsagen fällt ihm schwer, zu sehr faszinieren ihn seine Themen: Liquiditätssteuerung, Liquidity at Risk und ertragsorientiertes Liquiditätsrisikomanagement.

Er sagt von sich, er sei Praktiker – in Wirklichkeit aber ist er ein eifriger Akademiker, dem es widerstrebt, Ideen im Elfenbeinturm auszuhecken, die er niemals auf Tauglichkeit testen kann. Deshalb kann es seine Kollegen auch nicht überrascht haben, als er seine Pläne preisgab, die Kölner Bank Richtung Braunschweig-Wolfenbüttel zu verlassen. Dort wird er nun BWL-Professor an der Fachhochschule und darf einen neuen Lehrstuhl nach seinem Gusto gestalten. Der FH darf man gratulieren – es spricht einiges dafür, dass Professor Zeranski künftig auf größerer Bühne von sich reden machen wird. Vermutlich mit dem Thema Liquidität. Dann heißt es: Liquidity was underresearched. MRO

dpn: Sie haben strukturierte Produkte und seit 2007 Aktien gemieden. War das Glück oder Können?

Zeranski: Die Frage kann ich nicht beantworten. Ich kann Ihnen aber sagen, wieso wir beides nicht angefasst haben.

dpn: Und?

Zeranski: Ich habe die Emittenten gefragt: Wann sterbe ich und wie bekomme ich das mit? Dabei kam heraus, dass kein ökonomisch angemessenes Frühwarnsystem für strukturierte Produkte vorlag. Und was die Aktien betrifft, die waren immerhin fünf Jahre in Folge gestiegen. Wir wollten nicht gierig sein und sind bei 7.986 Dax-Punkten mit einem guten Plus ausgestiegen.

dpn: Neudeutsch nennt man das Market Timing. Hat Sie ein mathematisches Modell dabei unterstützt?

Zeranski: Ach, Modelle, Modelle. Wissen Sie, woran ich glaube? Ignoramus et ignorabimus – wir wissen nicht und wir werden es nicht wissen. Das muss man einfach akzeptieren. Mit Mathematik, die Sie falsch interpretieren, sind Sie nur scheinbar sicher. Ein Investor muss seine Entscheidungen auch ökonomisch umsichtig erklären können. Das ist mindestens so wichtig wie die Mathematik. Mathematische

Risikokennzahlen zeigen Ihnen beispielsweise nicht mit letzter Gewissheit, ob das Wertsteigerungspotenzial von Aktien, Renten oder Rohstoffen weitgehend ausgeschöpft ist. Das Ökonomische kam in der Risikoanalyse der vergangenen zwei Jahrzehnte zu kurz. Es reicht nicht, sich hinter Steuer zu setzen, den Sachverstand auszuschalten und das Navigationsgerät einzuschalten, das sie mit 95- oder 99-prozentiger Sicherheit ans Ziel bringt.



dpn: Kritisieren Sie den Value at Risk (VaR)?

Zeranski: Nein, nicht per se. Der Value at Risk ist jedoch nur eine Risikoanalyse nach dem Wirkungsbezug. Damit schauen Sie zunächst erst einmal nur in den Rückspiegel. Die Ursachenanalyse, den ökonomischen Blick nach vorne, müssen Sie ergänzen. Erst dann wird ein Schuh daraus. Wir brauchen beides, ganz ohne Mathematik läuft es also auch nicht. Gleichzeitig muss man sagen, dass wir die Risikoanalysen viel stärker am Downside-Risiko ausrichten müssen, es fehlen häufig immer noch wirklich zutreffende statistische Verteilungsannahmen fürs Risiko – der Rückspiegel ist also für viele Investoren immer noch unscharf.

dpn: Taugt der VaR nicht nur für Banken, sondern auch für Pensionseinrichtungen und andere langfristige Anleger?

Zeranski: Pensionseinrichtungen können grundsätzlich nach dem Buy-and-Hold-Prinzip handeln. Aber auch sie müssen das ihnen anvertraute Vermögen vor Schlaglöchern schützen. Insofern taugt der VaR schon für sie. Gerade für Langfristanleger ist es aber ebenso wichtig, das Konzept des VaR um ökonomische Aspekte zu erweitern: Wenn ich eine Liquiditätsprämie vereinnahme, dann ist damit auch ein Liquiditätsrisiko verbunden. Deshalb brauchen wir den Liquidity-VaR, damit wir vereinnahmte Liquiditätsprämien neben liquiditätsbedingte Vermögensverlustrisiken stellen können.

dpn: Nicht so gierig sein, nicht ausschließlich an mathematisch-historische Modelle glauben und den ökonomischen Sachverstand einschalten – sind das Ihre drei Rezepte gegen weitere Krisen?

Zeranski: Nicht nur. Während der Finanzkrise hat sich die Finanzbranche mit vielen Details beschäftigt – bildhaft gesprochen haben wir über das Auto und seine Schrauben diskutiert, wie schnell wir fahren dürfen und mit welcher Drehzahl. Einige Fahrer haben jedoch mittlerweile so viele Punkte in Flensburg gesammelt, dass man am besten die Kartei löscht. Fast alle fahren trotz der hohen Verluste weiter, der Staat steigt hinten ein und kommt unter Umständen in Verdrückung, selbst zu fahren – wir sollten doch endlich mal über die

Fahrer reden, die in der 30er-Zone bewusst Gas gegeben haben und 70 gefahren sind. Das muss Konsequenzen haben: Derartige Vermögensverluste zu Lasten der Allgemeinheit dürfen sich nicht wiederholen.

dpn: Also müssen wir uns die Entscheider vornehmen?

Zeranski: Was heißt vornehmen? Wer schlecht gewirtschaftet hat, für den muss es auch eine Option sein auszuschneiden, eine Institutsabwicklung oder ein Turnaround mit neuem Management muss nicht immer zu Lasten der Kunden und der Kreditversorgung gehen. Aber viel wichtiger, als jetzt auf einzelnen Personen herumzuhacken, ist doch folgender Aspekt: Wir müssen die Entscheidungsprozesse mit ihren Anreizsystemen sowie deren Fehlstellungen besser verstehen lernen. Der Risikobegriff muss um diesen Aspekt erweitert werden. Investoren müssen ihre Entscheidungsprozesse kritisch überprüfen und unter Umständen in Teilen neu ausrichten.

dpn: Das müssen Sie erklären.

Zeranski: Sie müssen fragen, wie Entscheidungen zustande kommen. Wie viel weiß ein Entscheider über ein Thema, wie aktuell ist er informiert, wie systematisch trifft er Entscheidungen und wie stringent hält er seine Regeln ein? Die Neuroökonomie zeigt uns, wie wir Entscheidungen treffen und was wir wahrnehmen. Wenn dieser Rahmen halbwegs erfasst ist, dann erklären sich viele Entscheidungen von selbst. Das ändert freilich nichts daran, dass Entscheidungen aus unternehmerischer Sicht mit Unsicherheit behaftet sind, das heißt, das unternehmerische Wagnis bleibt bestehen, es muss umsichtig und verantwortungsvoll bewältigt werden.

Fest steht, dass der Mensch evolutorisch tendenziell auf Optimismus angelegt ist. Und mit diesem Chassis, dass er in der Natur überlebt, geht er nun in die Finanzmärkte und unterliegt dabei mitunter einer Disaster Myopia, einer gravierenden Katastrophenkurzsichtigkeit. Die Finanzmärkte sind eine vom Menschen geschaffene Realität und darin muss er sich einfach auch anders bewegen.

dpn: Wie?

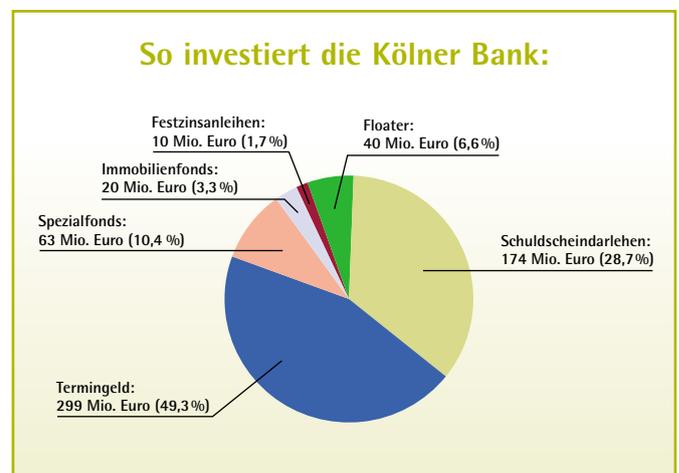


Abbildung: Anlagen im Depot A in Höhe von 606 Millionen Euro; Quelle: Kölner Bank, Stand: Januar 2008.

Zeranski: Hier knüpfen zum Beispiel Grundüberlegungen aus der Spieltheorie an. Offenkundig stellt sich in der Finanzkrise die Frage, wie effektiv Finanzentscheidungen sind. Wenn alle in ihrem Sinne optimal handeln, und das auch noch gleichzeitig und global, kommt in Summe nicht immer das Optimum für alle heraus. Vereinfacht formuliert bedeutet dies, eigentlich müsste ich mich manchmal individuell suboptimal verhalten. Wenn das alle tun, tritt das Optimum für alle ein. Das sehen Sie beim Bank Run: Wenn alle ihre Einlagen abheben wollen, kollabiert die Bank. Das Individual- und das Kollektivoptimum sind nicht identisch, und das muss



man auch antizipieren können. Die Verluste aus der Finanzkrise stellen viele Entscheidungsprozesse und deren Rahmenbedingungen in Frage. Das ist noch gar nicht richtig diskutiert. Hier gibt es Verbesserungsmöglichkeiten für Investoren und deren Regulierung.

dpn: Was hat Sie in den vergangenen Monaten so richtig desillusioniert?

Zeranski: Weniger desillusioniert als vielmehr irritiert hat mich, wie sehr Institutionen spekuliert haben, obwohl sie es vom Geschäftszweck eigentlich gar nicht nötig hätten. Traurig finde ich die aktive Wettbewerbsverzerrung durch die staatlichen Beteiligungen bei Instituten, die in anderen Branchen vom Markt ausgeschieden wären. Dabei profitieren Banken in Schieflage unverhältnismäßig: „Big is beautiful“, „Too big to fail“, „Too connected to fail“. Für den Finanzstandort und dessen Stabilität kann es auch interessant sein, viele kleine Institute und Nischeninstitute nachhaltig zu fördern, die durch ihre Größenordnung und Vielfalt das volkswirtschaftliche Risiko aus Bankenpleiten zerfallen. Die Kreditvergabe muss darunter in keiner Weise leiden.

dpn: Also brauchen wir doch keine nationalen Banken-Champions in Deutschland?

Zeranski: Angesichts der Finanzkrise könnte ich mir schon vorstellen, dass ein Bankensystem mit kleineren Instituten und einigen transparenten Nischeninstituten leistungsfähiger ist als eines mit zu vielen großen Instituten, von denen einige der Komplexität aus den Finanzmärkten und den strukturierten Produkten nur auf dem Papier gewachsen sind.

dpn: Demnach würden Sie zustimmen, dass Banken nicht zu groß werden sollten?

Zeranski: Wir haben gesehen, dass die Betriebsgröße per se kein Erfolgskriterium für eine Bank ist. Es gibt sicherlich Ansatzpunkte, wie man ein Betriebsgrößenoptimum bestimmen kann. Je größer ein

Institut ist, desto höher ist leider auch das Risiko für die Volkswirtschaft, was sich in einer höheren Risikoprämie als zusätzliche Eigenmittelanforderung für das einzelne große Institut niederschlagen müsste. Dahinter steht ein größenabhängiges Versicherungsprinzip.

dpn: Wagen Sie für uns den ökonomischen Blick nach vorne!

Zeranski: Der Ausgangspunkt ist schon einmal schlecht: Wir befinden uns in der größten Finanzkrise der Menschheitsgeschichte und steuern gerade auf ein Stressszenario zu, das heißt auf ein niedrigeres, flacheres Zinsniveau und die Gefahr einer fiskalischen Unbeweglichkeit infolge erhöhter Staatsschulden. Eine irgendwie geartete Wiederholung der Krisenjahre nach dem Börsen-Crash 1929 würde alle Nationen sowie deren Sozialsysteme und Sozialgefüge vor große Herausforderungen stellen. So besehen denke ich, dass wir an dem Konzept einer Bad Bank für Banken in finanzieller Schieflage nicht vorbeikommen. Es muss schnell aufgeräumt werden.

dpn: Und was ist Ihr schlimmstes Szenario?

Zeranski: Dass wir im Zuge der Finanzkrise vollends der Illusion erliegen, uns mit Deficit Spending und Stützungsmaßnahmen gegen das Unvermeidbare stemmen zu können: den notwendigen Abbau von Überkapazitäten in Unternehmen, die mit ihrem Angebot an den Kundenbedürfnissen vorbeiproduzieren. Einhergehend mit einer mehr oder minder stark ausgeprägten Liquiditätsfalle ist es weiter im Worst Case vorstellbar, dass sich eine fiskalische Unbeweglichkeit mit einem Inflationssog paart und wir uns relativ schnell von einem gravierenden Deflations- in ein starkes Inflationsszenario bewegen, das weitreichende soziale Spannungen auslöst. Wir dürfen uns schlichtweg nicht noch mehr Schulden erlauben.

dpn: Sie sind zu etwa 60 Prozent in Termingeldern, zu knapp 40 Prozent in Renten und zu 3 Prozent in Immobilienfonds investiert. Ist das noch Diversifikation?

Zeranski: Eine schöne Frage. Wissen Sie, jeder glaubt ja schon immer an die Erkenntnis von Markowitz. Er ist aber vielleicht zu ein-



fach gelesen worden. Er wollte darauf hinweisen, wie bedeutend das Verlustrisiko ist, und daraus wurde der vereinfachte Schluss gezogen, es sei besser, nicht alle Eier in einen Korb zu legen. Dies ist grundsätzlich richtig. Dahinter

steckt aber auch die Aufforderung: Versichere das Vermögen gegen das Schlimmste und teile es nur auf verschiedene Asset-Klassen auf, wenn diese unabhängig voneinander laufen. Aber wenn die Asset-Klassen alle zusammen reagieren und kollektiv Verluste produzieren,



hilft diese Überlegung nichts.

dpn: Wie müssen wir das Thema Diversifikation künftig denn angehen?

Zeranski: Diversifikation bleibt auf jeden Fall wichtig – aber sie muss noch

stärker ökonomisch interpretiert werden und nicht ausschließlich mathematisch-historisch. Das ist der Punkt. Die klassische Diversifikation im Risikomanagement verfolgt das Ziel, das Vermögen gegen die schlimmsten Unfälle zu versichern, das heißt, das Risikopotenzial muss stets durch die Risikodeckungsmasse gedeckt sein. Damit ist auch der Entscheidungsprozess angesprochen und das eigene, unter Umständen überhöhte Renditeziel, das sich mit der tatsächlich mobilisierbaren Risikodeckungsmasse erreichen lässt. Das kann in einem schwierigen ökonomischen Umfeld auch auf eine digitale Entscheidung hinauslaufen: Packe ich alles in den sicheren Hafen, weil es einfach zu stark stürmt und ich auf keinem Gewässer mehr sicher fahren kann? Das Vermögen wäre in diesem Vergleich auch dann diversifiziert, wenn es vorübergehend komplett an Land ist. Oder bleibe ich weiterhin auf See und versuche, die Route immer so zu wählen, dass ich die Klippen für mein anvertrautes Vermögen jederzeit gut umschiffen kann?

dpn: Was halten Sie von Derivaten – nützen sie mehr, als sie schaden?

Zeranski: Derivate sind wichtige Finanzinnovationen. Sie sind aktuell durch strukturierte Produkte in Verruf geraten. Aber viele Unternehmensschieflagen lassen sich durch Derivate aussteuern: Mit Credit Default Swaps können Sie Ihr Kreditportfolio aussteuern, mit Payer Swaps und Swaptions offene Festzinspositionen und mit Aktienoptionen Ihr Aktienportfolio absichern et cetera. Ich halte Derivate für unverzichtbar für das moderne Finanzmanagement.

dpn: Aber gibt es nicht einige sehr wichtige Lehren, die Finanzakteure künftig beachten sollten, wenn sie mit Derivaten hantieren?

Zeranski: Ich würde zwei Lehren ziehen: Erstens, Derivate sind Instrumente des Risikomanagements. Man hat sie exzessiv missbraucht – für das Chancenmanagement, für das Geldverdienen und Spekulieren. Zweitens, die Regulierung darf den internationalen Gepflogenheiten an den Finanzmärkten nicht hinterherlaufen; sie muss viel schneller organisierte Autobahnen für den Kapitalverkehr bereitstellen, bevor sich alle über einen engen Passweg zwingen und dann

einige den Berg runterfallen. Im Straßenverkehr oder in anderen sehr sicherheitsbedürftigen Systemen – in der Energiewirtschaft oder im Flugverkehr – machen wir es doch genauso. Wir leiten den Verkehr in sichere Bahnen.

dpn: Halten Sie es für legitim, wenn ein wenig risikobereiter deutscher institutioneller Anleger sein Portfolio nur mit solchen Kapitalanlagen bestückt, die er selbst als risikoarm identifiziert – zum Beispiel Termingeld, Wertsicherungskonzepte und Staatsanleihen?

Zeranski: Das ist absolut legitim – wenn dem ein gut strukturierter Investment-Prozess zugrunde liegt, der sehr transparent ist und nicht einen unscharfen Rückspiegel verwendet. Der Anleger sollte ökonomisch argumentieren können, weshalb er sich für diese Anlagekategorien entscheidet – dazu gehört vor allem auch der Blick nach vorne. Wie viel Rendite muss Ihr fiktiver Anleger denn erzielen?

dpn: Vier Prozent.

Zeranski: Mit den Asset-Klassen, die Sie genannt haben, ist das aktuell sicherlich machbar. Aber er sollte auch daran denken, was passiert, wenn die Kapitalmarktzinsen sinken. Und da mögen dann Anlagen, die im Rückspiegel risikoarm waren, in der Vorschau durchaus risikoreich sein.

dpn: Welche neuen Impulse für das Risikomanagement können wir von Ihnen und Ihren künftigen Kollegen in der Wissenschaft erwarten?

Zeranski: Ich nenne nur mal einige Stichworte, die aus dem bereits vorhandenen Schrifttum noch stärker in den Entscheidungsprozessen im Risikomanagement zu berücksichtigen sind: Erkenntnisse aus Behavioral Finance und der Neuroökonomie, was auch die Analyse von Herdenverhalten beinhaltet. Zudem das Entscheidungs-dilemma, an einem Individualoptimum gemessen zu werden, aber gleichzeitig berücksichtigen zu müssen, dass dieses Optimum nicht zwangsläufig zum Kollektivoptimum führt – wie vorhin schon beschrieben. Diesen negativen Spillover-Effekt aus dem Kollektivverhalten muss eine Institution auch einschätzen

können und – falls er wesentlich für das Haus ist – zusätzlich mit ökonomischem Eigenkapital als Versicherung gegen das unternehmerische Risiko abdecken.

Kapitalanleger stehen somit vor der Herausforderung, in nichtlinearen, komplexen Systemen zu agieren, die von uns als Einzelindividuum gar nicht vollständig erfasst werden können. Das Collective Thinking muss gefördert werden, damit es nicht zum Collective Sinking kommt. Genau das erleben wir ja leider gerade.

dpn: Vielen Dank für dieses Gespräch – wir wünschen Ihnen viel Erfolg in Ihrer künftigen Doppelrolle als Praktiker und Wissenschaftler.

Derivate sind Instrumente des Risikomanagements. Man hat sie exzessiv missbraucht – für das Chancenmanagement, für das Geldverdienen und Spekulieren.