

# Glaskugel oder Feigenblatt?

„At-Risk“-Modelle haben sich auch im Unternehmens-Treasury eingebürgert. Wie sinnvoll ist das überhaupt? Es gibt gute Gründe, die Aussagekraft der Kennzahlen anzuzweifeln.

Von Dr. Sabine Poehler

In den letzten Jahren haben sich in der Industrie „At-risk“-Modelle zur Beurteilung verschiedener Risikopositionen etabliert. Während im Bankenumfeld die möglichen Wertschwankungen diverser Finanzpositionen über einen relativ kurzen Zeitraum mit dem Value-at-Risk (VaR) quantifiziert werden, steht in den Unternehmen naturgemäß der Cashflow im Fokus. Schön wäre es zu wissen, wie hoch er ausfallen wird, möglichst der Cashflow des gesamten nächsten Geschäftsjahres. Trotzdem würde niemand einer „Wundermaschine“ Glauben schenken, die ohne Wenn und Aber die exakte Höhe vorhersagt – sei es eine Glaskugel, seien es wissenschaftlich anmutende Modelle. Überzeugender ist daher die Idee, mit den At-Risk-Kennzahlen zumindest eine gewisse Bandbreite wahrscheinlicher Entwicklungen vorherzusagen.

Zur Berechnung des Value-at-Risk wird häufig der vergleichsweise einfache Varianz-Kovarianz-Ansatz verwendet. Versucht man diesen eins zu eins auf den Cashflow-at-Risk (CFaR) zu übertragen, stößt man auf eine Reihe von Schwierigkeiten, die hier in zwei Punkten skizziert werden: Erstens sind die zu modellierenden Risiken eigentlich ganz andere, zweitens ist der Betrachtungshorizont deutlich größer.

Der Wert vieler Finanzpositionen hängt ausschließlich von Marktparametern ab, für deren Entwicklung die Annahme einer Normalverteilung nicht ganz unrealistisch ist. Das trifft aber weit

weniger auf Cashflow-Risiken zu: Die Cashflows sind in ihrer Höhe unbekannt und naturgemäß von schwer einschätzbaren Faktoren abhängig. In jedem Modell, das stillschweigend normalverteilte Risikofaktoren voraussetzt, wird in Wahrheit auf die Chance geschielt, mit ihnen einfach weiterrechnen zu können.

## Plausible Annahmen

Um tatsächlich Aussagen treffen zu können wie: „Mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit wird der Cashflow 2010 nicht niedriger ausfallen als 50 Millionen Euro“, braucht man eine plausible Annahme über die Entwicklung der Risikofaktoren im Laufe eines Jahres. Dabei könnte man es sich leicht machen und diese Entwicklung aus den Tagestrends hochrechnen. Doch das geht nur mit zusätzlichen Modellannahmen und verschlechtert die Prognosequalität. Gleichzeitig verschwindet mit dem größeren Betrachtungshorizont die Chance, als Laie jenseits aller mathematischen Details entscheiden zu können, ob die Glaskugel plausible Ergebnisse liefert.

Der „Eintages-VaR“ zum Konfidenzniveau 95 Prozent gibt einen Wertverlust an, der im Schnitt an ungefähr einem Handelstag im Monat überschritten wird. Passiert das über mehrere Monate hinweg an fünf Tagen im Monat, sollte man das verwendete Modell schlicht ablehnen. Vergleichbares ist bei der Betrachtung eines Jahres nicht möglich. Innerhalb von zwanzig Jahren wäre ein Ausreißer zu erwarten. Es würde also mehre-

re Menschengenerationen brauchen, um auch nur einen ungefähren Eindruck der Prognosequalität zu erhalten.

## Einfach Ignorieren

Wie wird in der Praxis mit diesen Schwierigkeiten umgegangen? Häufig durch tapferes Ignorieren. Es werden häufig nur die klassischen Marktrisiken beachtet, beispielsweise das Währungsrisiko. Die verschiedenen Fälligkeiten der einzelnen Cashflows innerhalb des Jahres fallen unter den Tisch, die Cashflows werden oft vor der Risikoanalyse zu einer einzigen Zahl verrechnet. Die Überprüfbarkeit des Ergebnisses wird überhaupt nicht thematisiert. Damit ist die Aussagekraft dieses CFaR sehr fragwürdig. Aber die Mathematik hinter den Modellen kann dazu verwendet werden, im besten Fall Eindruck zu schinden und im schlechtesten Fall Angst davor zu erzeugen, dieses Instrument abzulehnen. ||

## ■ Die Autorin



Dr. Sabine Poehler  
ist Treasury  
Consultant bei  
der BELLIN GmbH  
FINANZDIENSTE  
in Ettenheim.

sabine.poehler@  
bellin.de