

AUS DER KAPITALMARKTFORSCHUNG

Inkompatible ESG-Ratings verwirren Investoren

Die Frankfurter Denkfabrik FIRM legt bei ihrer achten Forschungskonferenz Schwerpunkte auf Klimarisiken und das Marktverhalten

Die Förderung von Forschungsprojekten zu Risikomanagement gehört zu den zentralen Aufgaben des Frankfurter Instituts für Risikomanagement und Regulierung (FIRM). Zur Analyse von ESG-Risiken laufen aktuell verschiedene Förderprojekte – eines zur Regulierung der Risiken wurde bei der Forschungskonferenz erstmalig vorgestellt.

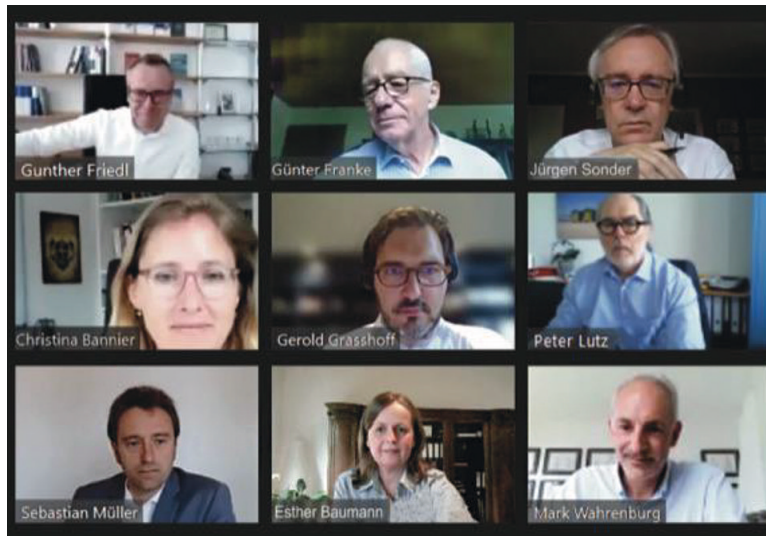
Von Esther Baumann und Günter Franke*)

schmidt (Europäische Zentralbank) und Christian Thimann (Uni Frankfurt) widmeten sich den Folgen der Negativzinspolitik für Banken und Versicherungen.

Klimarisiken in Stresstests

Um wissenschaftlich zu analysieren, wie sich ESG-Risiken auf das Kreditrisikomanagement in Banken, aber auch auf den Allokationsprozess im Asset Management auswirken, hat FIRM ein Forschungsprojekt der Technischen Universität München unter Federführung von Gunther Friedl und Sebastian Müller unterstützt. Geforscht wurde zur Frage, wie sich Klimarisiken in die Eigenmittelanforderungen von Banken aufnehmen lassen. Auch wurde untersucht, wie transitorische Klimarisiken konkret gemessen und in Stresstests berücksichtigt werden können. Erste Ergebnisse stellte Müller bei der Forschungskonferenz vor: „Unsere Studien zeigen einen deutlichen Einfluss transitorischer Klimarisiken auf Firmenbewertungen, gerade für besonders betroffene Sektoren. Sowohl für die Finanzindustrie als auch die Realwirtschaft gilt daher, dass Klimarisiken unbedingt in das Risikomanagement und die Unternehmenssteuerung integriert werden sollten.“

Loriana Pelizzon untersucht mit ihren Co-Autoren die Bedeutung von ESG-Ratings für das Verhalten von



Praktiker diskutieren mit Wissenschaftlern bei der Forschungskonferenz.

Investoren. Nicht selten sind die Ratings unterschiedlicher Ratingagenturen inkompatibel und können daher die Investoren verwirren. In einem natürlichen Experiment wurde getestet, ob die Modifikation der Sustainalytics-ESG-Rating-Methode, die nachfolgend von Morningstar übernommen wurde, einen maßgeblichen Einfluss auf Aktienkurse ausübt. Die Modifikation bestand darin, dass die Ratingskala invertiert wurde. Dies führte zu fehlerhaften Urteilen der Investoren. Sie kauften/verkauften Aktien, denen sie irrtümlich

ein ESG-Upgrade/-Downgrade zuordneten. Dieses Handelsverhalten führte vorübergehend zu entsprechenden Preisänderungen der betreffenden Aktien.

Verzerrte Wahrnehmungen

Wie bilden Investoren Erwartungen am Finanzmarkt? Das untersucht Martin Weber zusammen mit Pascal Kieren, Jan Müller-Dethard. Ihre Studie zeigt, wie systematische Verzerrungen in der Erwartungsbildung über verschiedene Marktphasen die

Investitionsentscheidungen beeinflussen können. Dazu identifizieren sie einen Mechanismus, der darauf hindeutet, dass Investoren asymmetrisch von Informationen in Boom- und Bust-Marktphasen lernen. Die Experimente zeigen, dass Investoren in simulierten Bust-Marktphasen sensibler auf die gleichen nachteiligen Informationen reagieren als in Boom-Marktphasen. Diese systematische Verzerrung führt zu pessimistischeren Erwartungen sowie einer geringeren Bereitschaft, ungewisse Risiken einzugehen. Die Ergebnisse der Studie sind konsistent mit Umfragedaten zu Erwartungen von Investoren, die ebenfalls prozyklisch sind.

Ein weiterer Schwerpunkt der Forschungskonferenz war das Thema Niedrigzins. Hierzu präsentierte Jens Eisenschmidt eine Forschungsarbeit zu den Reaktionen von Banken auf die Negativzinspolitik der EZB. Es zeigte sich, dass die von Negativzinsen besonders betroffenen Banken ihre Kreditvergabe ausgedehnt haben. Die erhöhte Kreditvergabe dieser Banken ging dabei nicht zu Lasten der Kreditvergabe anderer Banken. Per saldo nahm die Kreditvergabe zu. Anleihekupprogramme generieren auch Überschussliquidität und erhöhen damit die Zahlung von Negativzinsen, sie verstärken die Wirksamkeit von Negativzinsen. Daher wichen Banken nicht nur durch zusätzliche Kreditvergabe aus, sondern auch durch Kauf zusätzli-

cher Anleihen. Im Ergebnis sind Anleihekupprogramme und Einführung von Negativzinsen komplementäre geldpolitische Maßnahmen.

Deutschland in Vorsorgekrise

Zum Abschluss erläuterte Christian Thimann die Anlagepolitik des Versicherungssektors im aktuellen Umfeld. Die Versicherer haben infolge der Negativzinspolitik der EZB auf der Passivseite die Garantien absenken müssen und werden bald auch keine Garantie der eingezahlten Beiträge leisten können. Damit ist die Lage am Kapitalmarkt ein herber Einschnitt für die Kunden, die Sicherheit erhoffen. Des Weiteren haben Versicherer ihre Kapitalanlage stärker diversifiziert; sie haben mehr in Aktien, Immobilien, Infrastruktur, Anleihen im Mittelstand, ausländische Anleihen sowie Private Debt und Private Equity investiert. So ist es ihnen bislang gelungen, positive Renditen im Bereich von 2 bis 3% zu erzielen. Im Trend gehen auch in diesen „alternativen Investments“ die Renditen zurück. Sollte der Zins für 10- bis zwanzigjährige Anleihen bei null oder negativ bleiben, werde Deutschland auf eine Vorsorgekrise zusteuern.

*) Esther Baumann ist FIRM-Geschäftsführerin. Prof. Dr. Dr. h. c. Günter Franke ist Co-Beiratsvorsitzender von FIRM.

Digitalisierung im Finanzsektor weist viele Facetten auf

Agile Initiativen bringen Chancen für alle Dimensionen des Operating Models

Von Gerold Grasshoff *)



Gerold Grasshoff

Foto: Joppen

Finanzwirtschaft viele Digitalisierungsprojekte darauf abzielen, die sogenannte Customer Journey zu optimieren, damit Dienstleistungen zu einem einfachen und unverzichtbaren Alltagsbegleiter werden. Es wäre aber zu kurz gegriffen, Digitalisierung in der Finanzindustrie auf diesen Aspekt zu reduzieren. Vielmehr gilt es zu beleuchten, welche Implikationen der technologische Fortschritt für alle Dimensionen des Operating Models mit sich bringt.

Eine genauere Unterscheidung der Anbietergruppen im Finanzsektor ist zwingend, um über neue Möglichkeiten zu diskutieren. Unser Blick gilt

der ersten Gruppe, den Banken und Versicherungen, die im Zuge der Globalisierung 3+1-Anwendungsmöglichkeiten haben: die Automatisierung, was die Weiterentwicklung von Prozessen einschließt, die Kombination von Teilen der Wertschöpfungsketten durch Verwendung digitaler Elemente und Lösungen sowie die Einführung neuer Geschäftsmodelle durch Digitalisierung. Zusätzlich erfordert die Transformation bestehender Geschäftsmodelle oftmals erhebliche Investitionen in die IT-Infrastruktur und die Skills.

Wichtig scheint vor allem, dass bei Initiativen zu mehr Digitalisierung ein systematischer Prozess mit frühzeitiger Einbindung der Risiko- und Compliancefunktion notwendig ist. Dies hilft, Risiken frühzeitig zu identifizieren und zu steuern. Die Diskussion, wie eine solche Integration in der Praxis funktioniert und wie Best Practices zu neuen Ansätzen aussehen, wird regelmäßig geführt in den verschiedenen FIRM-Roundtables.

*) Gerold Grasshoff ist Vorstandsvorsitzender der Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung (FIRM) sowie Senior Partner & Managing Director der Boston Consulting Group.

„Dunkle Persönlichkeitsmerkmale“ beeinflussen Risikomanagement

Selektives Hedging erhöht Risikoexposition – Bewusstsein bei Akteuren schaffen

Von Matthias Pelster *)



Matthias Pelster

Foto: Lena Schöning

Das Hauptziel des finanzwirtschaftlichen Risikomanagements ist es, spezifische Volatilitätsquellen zu eliminieren und Cash-flows zu stabilisieren. Reduziert werden soll das Risiko, aufgrund von Marktunsicherheit Geld zu verlieren. Laut der traditionellen Theorie zum finanzwirtschaftlichen Risikomanagement sollte das Unternehmen eine optimale Risikomanagementstrategie erarbeiten und dieser passiv folgen. Die empirische Forschung zum Risikomanagement von Unternehmen liefert jedoch Evidenz dafür, dass viele keine passive Absicherung wählen, sondern aktiv den Umfang und den Zeitpunkt ihrer Derivatetransaktionen zum Risikomanagement variieren.

Die Unternehmen verhalten sich spekulativ und ändern in Übereinstimmung mit den persönlichen Präferenzen oder Fähigkeiten ihrer Manager regelmäßig die Zusammensetzung der Derivateportfolios. In der Fachliteratur wird dies als selektives Hedging bezeichnet. Selektives Hedging erhöht das Risikoexposition, die Volatilität der künftigen Aktienrendite und die Insolvenzwahrscheinlichkeit von Unternehmen,

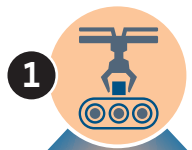
nagern positiv mit deren selektiven Hedging-Aktivitäten korrelieren. Die Ergebnisse der Studie, basierend auf 412 Fragebögen, unterstützen die Hypothese: Risikomanager mit ausgeprägtem Persönlichkeitsmerkmal der „dunklen Triade“ zeigen eine erhöhte Präferenz für selektives Hedging. Besonders männliche, ältere und weniger erfahrene Risikomanager mit ausgeprägter „dunkler Triade“ sind anfällig für selektives Hedging. Die Studie zeigt, dass eine geringere Diskretion im Entscheidungsprozess die Neigung von Risikomanagern mit ausgeprägter „dunkler Triade“ eindämmen kann.

Für die Praxis sind Maßnahmen, die den Einsatz von selektivem Hedging begrenzen, von besonderer Bedeutung. So können Handlungsanweisungen für Risikomanager, die den Einfluss persönlicher Markteinschätzungen auf die Absicherungsentscheidungen des Unternehmens begrenzen, von hohem Nutzen sein.

*) Matthias Pelster ist seit September 2020 Professor für Finance an der Universität Paderborn. Er forscht und unterrichtet seit 2017 dort und war zwischenzeitlich Visiting Research Professor an der New York University Leonard N. Stern School of Business.

3+1 mögliche Felder für Digitalisierung in Banken

Automatisierung durch den Ersatz manueller Tätigkeit in einem sonst unveränderten Prozess



1

Digitale Elemente einsetzen, um Teile der Wertschöpfungskette besser zu kombinieren



2

Änderung oder Schaffung von Geschäftsmodellen



3

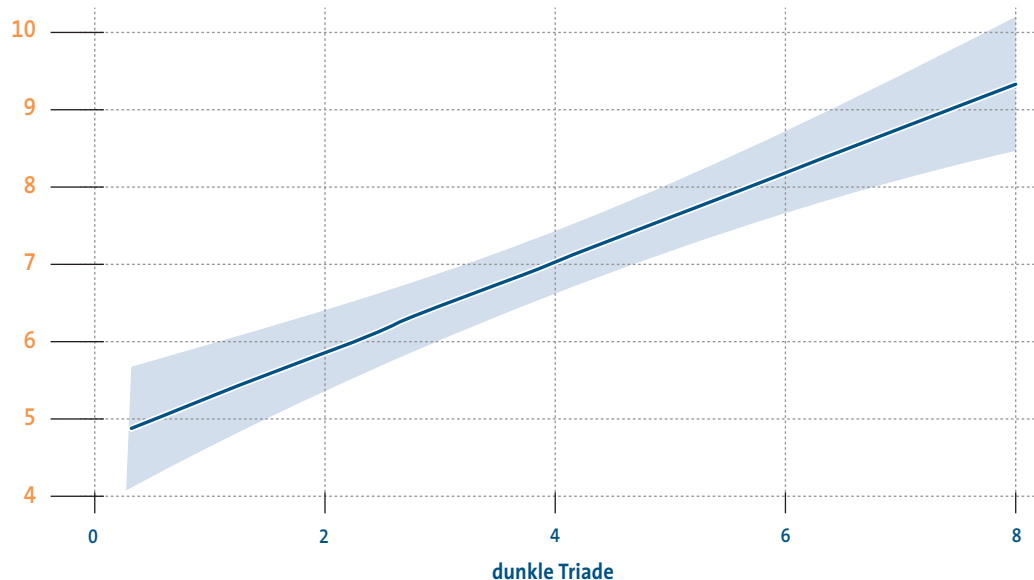


Durch signifikante Kostensenkung und Steigerung der Lieferfähigkeit die IT-Infrastruktur erneuern und Prozesse verbessern

Bank

Die dunkle Triade und selektives Hedging

selektives Hedging



dunkle Triade