

Risk management:

Serge Wibaut pleit voor governancecode

De financiële crisis heeft de bank- en verzekeringssector op zijn grondvesten doen daveren. Op enkele notoire doemdenkers na hadden weinigen het onheil zien aankomen. Ook de risk managers niet. Het ging toch allemaal zo goed, meneer: robuuste economische groei, inflatie onder controle en optimistische financiële markten.

Tijdens een druk bijgewoond ontbijtseminarie van Decavi gaf Serge Wibaut op 23 september ll. zijn visie op de financiële tsunami die de wereld overspoelde. Wibaut is een tijdlang actief geweest binnen AXA Belgium, eerst als chief investment officer en nadien als ceo van AXA Bank. In 2008 verliet de nu 52-jarige actuaris zijn stek op de Vorstlaan voor een job van professor aan de Franstalige Leuvense universiteit UCL. Ook is hij vennoot van het actuariel adviesbureau Reacfin, een spin-off van de UCL, die gesticht werd door een handvol medewerkers van het befaamde Institut des Sciences Actuarielles.

Over de oorsprong van de crisis is iedereen het volgens Wibaut zowat eens: overvloedige liquiditeiten, goedkoop krediet, te hoge schuldgraad ('leverage') bij de banken, ondoelmatig toezicht op de hypothecaire kredieten in de VS en effectisering. Maar ook het systeem van schaduwbankieren (waarbij risicovolle activiteiten in aparte vennootschappen worden ondergebracht), de internationale boekhoudnormen IAS, hefboomfondsen en de torenhoge bonussen hebben hun duit in het zakje gedaan. Wibaut: "Iedereen leefde op een wolk. Sommigen hebben wel gewaarschuwd, zoals de professoren Robert Shiller (Yale) en Nouriel Roubini (New York), maar die waarschuwingen vielen in dovenmansoren."

GEEN VETORECHT

Waarom hebben de risk managers de bui niet zien aankomen? Het probleem volgens Wibaut is dat de rol van het risk management niet altijd klaar en duidelijk is omschreven. "Men kan er niet omheen dat de rol van het risk management en de corporate governance in de besluitvorming binnen de financiële instellingen vrij *flo*u is. Er gelden haast geen regels voor wie in welk comité zit, wie al dan niet mag stemmen, of sommige personen een vetorecht hebben, wat er moet gebeuren in een crisiscomité, enzovoorts." Wil hij dan dat de risk manager een vetorecht krijgt in een directiecomité? Wibaut: "Hoegenaamd niet, want dat zou alleen maar betekenen dat de risk manager maar al te vaak aan de noodrem trekt en beslissingen tegenhoudt, gewoon om zijn vel te redden." Ook is Wibaut niet te vinden voor een uniform model van risicobeheer en corporate governance. Daarvoor zijn de ondernemingen en de opvattingen over risico's te verschillend.

Volgens de UCL-prof is het begrip 'risico' overigens nooit goed omschreven geweest. Men verwacht het vaak met onzekerheid. Wibaut: "In tegenstelling tot risico is onzekerheid niet uit te drukken in een kans. Zaken als



Volgens Serge Wibaut is geen enkel wiskundig model in staat om een zgn. 'once-in-a-lifetime-event' te voorspellen.

rampen en oorlogen hebben een invloed op bedrijven, maar zijn niet uit te drukken in een kansverdeling.”

De jongste jaren hebben wetenschappers aardig wat latijn gestoken in het modelleren en het kwantificeren van risico's. Volgens Wibaut gaf dat een vals gevoel van veiligheid. “Een vaak gebruikte risicomaatstaf daarbij is de Value at Risk (VaR). Wanneer die bijvoorbeeld 99% bedraagt, dan wil dat zeggen dat het risico zich maar een keer in de honderd jaar voordoet. Als je zo'n verhaal brengt aan een bankier, zal die er automatisch van uitgaan dat het risico zich pas na zijn pensionering zal voordoen. Want hij denkt dat hij alles mooi onder controle heeft. Een van de basisopdrachten van het risk management is dan ook op zoek te gaan naar die 1% kans. Welnu, daarvoor bieden de kwantitatieve modellen geen soelaas. Ik raad risk managers dan ook aan om met beide voeten op de grond te blijven.” Waarop een vrouwelijke deelnemer discreet murmelde: “Hadden de verzekeraars maar wat meer vrouwen in hun directiecomité gehad, dan zouden we nu met minder problemen zijn geconfronteerd.”

FLATER VAN FORMAAT

Voorts merkt Wibaut op dat de recente financiële crisis de definitieve doodsteek heeft gegeven aan de theorie van de efficiënte financiële markten (EFM). Die theorie wordt wel nog altijd duchtig gedoceerd aan de universiteiten, hoewel geen enkele professor er nog in gelooft. Ze houdt in dat in de prijzen van effecten, zoals aandelen, alle publieke informatie en toekomstverwachtingen verwerkt zitten. Die theorie werd eind jaren zestig ontwikkeld door professor Eugene Fama. Maar volgens de eerder geciteerde Shiller is de EFM een van de grootste flaters uit de geschiedenis van het economisch denken.

Maar een echte opvolger voor de efficiënte markttheorie is er helaas nog niet. Veel heil wordt verwacht van de zgn. behavioral finance, een nieuwe tak van de economische wetenschap die zich situeert op het snijpunt van economie, psychologie en emoties. Wibaut: “Probleem is dat verschillende modellen naast elkaar bestaan en dat ze moeilijk op een systematische manier in de praktijk toe te passen zijn. Behavioral finance hanteert concepten als ankergedrag, kuddegedrag, overoptimisme, beslissingskader en dergelijke meer.”

Een ander probleem is dat de huidige risicomodellen te veel steunen op de normaalverdeling, de befaamde Gausscurve. In zo'n verdeling komen uitzonderlijke gebeurtenis zelden voor. Maar financiële markten gedragen zich niet zoals de normaalverdeling voorschrijft. Er gelden dus andere en meer ingewikkelde waarschijnlijkheidswetten. Probleem is volgens Wibaut dat het huidige management in banken en verzekeringsondernemingen nog niet klaar is voor een beheer waarbij gelet wordt op verschillende

- Verbeter zo nodig uw corporate governance.
- Laat u niet misleiden door de valse zekerheid die wiskundige risicomodellen bieden.
- Vertrouw niet blindelings op kwantitatieve modellen, maar hou voeling met wat er in de wereld gebeurt.
- Bevrijd u van het foute paradigma van de efficiënte financiële markten en leer het irrationeel gedrag van mensen te onderkennen.

risicomaatstaven, zoals variantie, staart-VaR, scheefheid, uitzonderlijke gebeurtenissen, enz.

In afwachting van betere modellen raadt Wibaut risk managers aan om Monte Carlosimulaties te gebruiken voor zover ze goed zijn gecalibreerd. Het gaat om een simulatietechniek waarbij de actuaire via talloze herhalingen, elke keer met een andere startwaarde, een verdelingsfunctie verkrijgt. Wibaut: “Men mag zich niet alleen beperken tot het uitvoeren van simulaties. Nadien moet men ook aan back-testing doen, waarna de verdelingsfunctie eventueel bijgesteld kan worden. Een andere hinderpaal is dat er geen modellen beschikbaar zijn voor de correlaties. Als de jongste crisis ons iets geleerd heeft, dan is het wel dat alles kan dalen en de correlatie absoluut is. Ook staat men nog nergens met de modellering van het liquiditeitsrisico.”

Volgens Wibaut moet men zich geen begoocheling maken. Geen enkel model is in staat om zgn. once-in-a-lifetime-events te voorspellen. Hij raadt riskmanagers dan ook aan om de ogen open te houden en zich niet blind te laten leiden door kwantitatieve modellen. Afsluiten deed Wibaut met een uitspraak van de Amerikaanse superbelegger Jeremy Grantham. “Wat zullen de investeerders zich van deze crisis herinneren? Op de korte termijn, veel. Op middellange termijn, iets. En op de lange termijn, niets. Dat is wat de geschiedenis ons leert.”

Tijdens de vragenstondde laakte een herverzekeraar de speculatie op de financiële markten door onder meer de hedge funds. Wibaut wil het kind niet met het badwater weggooien. “Hefboomfondsen hebben ook een goede kant. Zij zorgen ervoor dat inefficiënties op de financiële markten worden weggewerkt. Shell bijvoorbeeld noteerde in het verleden vaak tegen een andere koers op de Londense dan op de Amsterdamse beurs. Terwijl het toch om hetzelfde bedrijf gaat. Wel ga ik ermee akkoord dat de overheid de hefboomfondsen reglementeert om excessen te vermijden. Toch wil ik erop wijzen dat tal van banken een hogere schuldgraad hadden dan hefboomfondsen.”

Herman Van Doninck