

RISIKO MANAGER

04.2006

- ▶ KREDITRISIKO
- ▶ MARKTRISIKO
- ▶ OPRISK
- ▶ ERM

Mittwoch, 22.2.2006

WWW.RISIKO-MANAGER.COM

Inhalt

ERM

- 1, 4 Allokation von Risikokapital im Versicherungsgeschäft

Kreditrisiko

- 10 Aktuelle bankaufsichtliche Entwicklungen in Deutschland

Operationelle Risiken

- 14 Risiko Datenverlust – die unterschätzte Gefahr

Marktrisiko

- 17 Empirische Untersuchung der Performance und Faktorenbestimmung von Hedgefonds

Rubriken

- 2 Kurz & Bündig
6 Meinung
7 +++ Ticker +++
9 Frage & Antwort – Frank Hering
12 Buchbesprechung
16 Impressum
20 Köpfe der Risk-Community
21 Personalien

Unternehmenssteuerung optimieren

Allokation von Risikokapital im Versicherungsgeschäft

Das Risikogeschäft eines Versicherungsunternehmens ist dadurch gekennzeichnet, dass der Versicherungsnehmer – bildhaft formuliert – eine Wahrscheinlichkeitsverteilung von Schäden auf den Versicherer überträgt. Im Portefeuille des Versicherers erfolgt ein kollektiver Risikoausgleich, der durch einen Ausgleich in der Zeit ergänzt wird. Da die Einzelrisiken eines Portfolios in der Regel nicht vollständig positiv miteinander korreliert sind, können sich auf der Kollektivebene günstige und ungünstige Ergebnisrealisationen der Einzelrisiken ausgleichen [Vgl. Albrecht (1982), S. 522–533 und Albrecht (1987), S. 96–99 sowie Mack (2002), S. 23–28 und Koryciorz (2004), S. 86–102.]. Die Existenz kollektiver Risikoausgleichseffekte stellt einerseits die fundamentale Geschäftsgrundlage des Versicherungsgeschäfts dar, birgt jedoch zugleich auch konzeptionelles Problempotenzial im Hinblick auf eine risikoadäquate Verteilung (Allokation) von Diversifikationseffekten im Rahmen einer wertorientierten Unternehmenssteuerung.

In einer zweiteiligen Serie beschreibt der Autor die Bedeutung sowie mögliche Einsatzgebiete der Kapitalallokation in der Versicherungswirtschaft. Darüber hinaus werden zentrale Anforderungen an die

Allokation von Risikokapital sowie ausgewählte Allokationsmethoden diskutiert (Teil 2, erscheint in RISIKO MANAGER 05/2006).

Fortsetzung auf Seite 4

Unternehmensinsolvenzen rückläufig

Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland hat sich im vergangenen Jahr zum zweiten Mal in Folge verringert. Wie der Verband der Vereine Creditreform mitteilte, meldeten im Jahr 2005 insgesamt 37.900 Betriebe Insolvenz an – 3,5 Prozent weniger als im Vorjahr. Mit 130 Insolvenzen auf 10.000 Unternehmen liege Deutschland europaweit allerdings deutlich über dem Durchschnitt von 77 zahlungsunfähigen Betrieben. Die höchste Quote erzielte hier Österreich mit 288 Unternehmen und die geringste Spanien mit zwei Unternehmen. Die Zahl der Insolvenzen von Privatpersonen legte allerdings kräftig zu: Sie kletterte hier um 24,6 Prozent auf 98.400 Fälle. Der seit Jahren zu verzeichnende

Anstieg ist vor allem auf die Einführung der Möglichkeit einer Insolvenzanmeldung für private Verbraucher im Jahr 1999 zurückzuführen.

„Die aktuellen Insolvenzzahlen sind erschreckend – trotz eines leichten Rückgangs. Dabei sind viele Pleiten vermeidbar“, kommentiert Jan Schneider-Maessen, Vorsitzender des unabhängigen Vereins für Credit Management, die jüngsten Insolvenzzahlen in Europa. „Diese Zahlen bestärken die Bedeutung eines professionellen Credit Managements“, erklärt Schneider-Maessen. So seien viele Pleiten eine Folgeinsolvenz: Ein großer Kunde könne seine Rechnungen nicht bezahlen, wodurch der Lieferant in den Bankrott getrieben werde. Dies könne ein Unternehmen verhindern, indem es seine Kunden und deren Liquidität kenne – mithin eine Kernaufgabe des Credit Managers. ■

Fortsetzung von Seite 1

Diversifikationseffekte als Ausgangspunkt der Allokationsproblematik

Allgemein genügt ein Versicherungskollektiv dem Ausgleich-im-Kollektiv-Effekt, sofern entweder die einperiodige Verlustwahrscheinlichkeit mit wachsender Bestandsgröße gegen Null strebt (Typ A), oder aber die durchschnittliche Versicherungsprämie bei wachsendem Bestand absinkt, ohne dass die Verlustwahrscheinlichkeit eine definierte Schranke überschreitet (Typ B) [Vgl. grundlegend Albrecht (1982), S. 522–533 und Albrecht (1987), S. 96–99]. Im ersten Fall profitiert das Versicherungsunternehmen in der Form, dass es mit wachsender Kollektivgröße entweder ein höheres Sicherheitsniveau erreichen kann oder aber zur Einhaltung eines zuvor definierten Sicherheitsniveaus weniger Risikokapital vorhalten muss. Im zweiten Fall wird der Diversifikationseffekt in Form sinkender Prämien an die Versicherungsnehmer weitergegeben, ohne dass sich das Sicherheitsniveau des Versicherungsunternehmens verschlechtert.

Der zentralen Bedeutung des Diversifikationseffekts für das Versicherungsgeschäft Rechnung tragend, soll dieser nachfolgend formalisiert und einer Quantifizierung zugänglich gemacht werden [Vgl. Hürlimann (2002), S. 16, Albrecht/Koryciorz (2004), S. 131 und Koryciorz (2004), S. 185]. Ausgehend von der Annahme, dass die Verlustvariable V aus der unternehmerischen Gesamtaktivität eines Versicherungsunternehmens resultiert, ergibt sich der Risikokapitalbedarf des Gesamtunternehmens in allgemeiner Form als $RK := R(V)$. In der Regel setzt sich das Gesamtergebnis eines Versicherungsunternehmens jedoch aus den Ergebnissen unterschiedlicher Teilkollektive (etwa Versicherungszweige oder Geschäftsfelder) zusammen. Formal gilt dann:

$$V = V_1 + V_2 + \dots + V_m$$

In einer isolierten Betrachtung können – analog zur Vorgehensweise auf der Kollektivebene – Risikokapitalien für die einzelnen m Teilkollektive ermittelt werden. Die Summe der isoliert ermittelten Kapitalbeträge wird im weiteren Verlauf dieses Beitrags als Standalone-Kapital bezeichnet [Vgl. Merton/Perold (1993), S. 27 und Cummins (2000), S.

20–21]. Sofern die Einzelrisiken des Gesamtportfolios nicht vollständig positiv korreliert sind und das gewählte Risikomaß R dem Axiom der Subadditivität genügt, ist auf der Kollektivebene weniger Risikokapital vorzuhalten als bei isolierter Betrachtung.

$$(1) RK = R(V) < \sum_{i=1}^m R(V_i) = \sum_{i=1}^m RK_i$$

Der durch die Zusammenfassung der Teilkollektive entstehende Diversifikationseffekt DR lässt sich in Abhängigkeit der Verlustvariablen V formulieren als:

$$(2) D_R(V_1, \dots, V_m) = \sum_{i=1}^m R(V_i) - R\left(\sum_{i=1}^m V_i\right)$$

Der mittels Beziehung (2) quantifizierte Diversifikationseffekt ist das Ergebnis sämtlicher Risikoausgleichseffekte, die im Gesamtportfolio eines Versicherungsunternehmens wirksam werden. Er kann daher nur auf der Gesellschaftsebene willkürfrei zugerechnet werden [Vgl. Albrecht/Koryciorz (2004), S. 131–135 und Koryciorz (2004), S. 185–189]. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass in Abhängigkeit von der Art und Weise, wie Ergebnisverteilungen einzelner Teilkollektive zu übergeordneten Kollektiven zusammengefasst werden, unterschiedlich hohe Diversifikationseffekte auftreten können [Vgl. Tillmann (2005), S. 238–241 und Leyherr/ Scully/Sommerfeld (2003), S. 1796]. Dieser Effekt liegt darin begründet, dass der Diversifikationseffekt in der Regel nicht linearer Natur ist und darüber hinaus simultan von den Ergebnisverteilungen sämtlicher Teilkollektive abhängt. Im Hinblick auf die Risikokapitalallokation ist dieser Sachverhalt mit der grundlegenden Problematik verbunden, dass eine willkürfreie Aufspaltung des Diversifikationseffektes auf einzelne Teilkollektive nicht möglich ist. Vor diesem Hintergrund werden im Folgenden zunächst unterschiedliche Einsatzgebiete und Zielsetzungen diskutiert, die in der Literatur für eine Allokation von Risikokapital angeführt werden. Für den Fall, dass im Rahmen der Unternehmenssteuerung trotz der geschilderten Grundproblematik eine Allokation durchgeführt werden soll, bedarf es zudem ergänzender (formaler) Gütekriterien, welche die Ermittlung weitgehend risikoadäquater Zuweisungsbeträge gewährleisten.

Zwecke der Kapitalallokation

Die Unterlegung risikobehafteter Geschäfte mit Eigen- bzw. Risikokapital ist sowohl aus aufsichtsrechtlicher als auch betriebswirtschaftlicher Perspektive erforderlich, um in extremen Verlustszenarien den Fortbestand des Unternehmens zu gewährleisten [Vgl. Tillmann (2005), S. 25–58 und Kinder/Steiner/Willinsky (2001), S. 282–283]. Aufbauend auf diesen Überlegungen werden in der einschlägigen Literatur unterschiedliche Zielsetzungen diskutiert, warum Risikokapital im Rahmen der Unternehmensteuerung auf verschiedene Geschäftsbereiche aufgeteilt werden sollte [Vgl. Gründl/Schmeiser (2002), S. 809 und Valdez/Chernih (2003), S. 517–519]. Folgende Zwecke der Risikokapitalallokation sollen im weiteren Verlauf einer kritischen Würdigung unterzogen werden:

- Risikoadjustierte Performancesteuerung
- Vorgabe von Risikolimiten („Risikobudgetierung“)
- Erzielung von Anreiz- und Verhaltenswirkungen

a) Risikoadjustierte Performancesteuerung

Im Zuge der Auseinandersetzung mit Fragestellungen zur risikoadjustierten Performancesteuerung werden Allokationsmethoden derzeit intensiv diskutiert [Vgl. Bamberg/Dorfleitner/Glaab (2005), S. 399–414, Mildenhall (2004), S. 32–44, Venter (2004), S. 96–107, Albrecht/Koryciorz (2004), S. 123–159, Koryciorz (2004), S. 175–268]. Ausgangspunkt der Überlegungen ist die Erkenntnis, dass das Sicherheitsniveau eines Versicherers einen zentralen Einfluss auf die Qualität des Produktes (hier: des Versicherungsversprechens) ausübt. Eine Verbesserung des Sicherheitsniveaus durch eine Erhöhung der Eigenkapitalausstattung geht jedoch mit zusätzlichen Kapitalkosten einher und findet nicht zwangsläufig die Zustimmung der Aktionäre. Einer effizienten Nutzung der knappen Ressource Kapital kommt daher im Rahmen der Unternehmenssteuerung zentrale Bedeutung zu. Im Rahmen der risikoadjustierten Performancesteuerung werden einzelne Steuerungseinheiten (beispielsweise Versicherungszweige oder Kundengruppen) dezentral über bereichs-

spezifische Performancekennziffern gesteuert. Die Beurteilung der Bereiche erfolgt über risikoadjustierte Performance-maße (z. B. RORAC), welche das jeweilige Bereichsergebnis auf das allozierte Risikokapital beziehen. Einer derartigen dezentralen Steuerungsphilosophie liegt die Fiktion eines unternehmensinternen Marktes für Risikokapital zugrunde. Auf diesem fiktiven Kapitalmarkt konkurrieren die einzelnen Bereiche mit ihren Geschäfts- und Investitionsalternativen um das verfügbare Risikokapital. Dabei wird die generelle Zielsetzung verfolgt, die Allokationswirkung des externen Kapitalmarktes auf das Unternehmen zu übertragen und auf diese Weise eine Geschäftsbereichsstruktur zu induzieren, welche die knappe Ressource Risikokapital einer möglichst effizienten Verwendung zuführt. Angesichts der Tatsache, dass das Risikokapital in Versicherungsunternehmen überwiegend der Deckung potenzieller Verluste aus dem Versicherungs- und Kapitalanlagegeschäft dient und keine

maßgebliche Finanzierungsfunktion ausübt, hat die Zurechnung des Kapitals auf einzelne Steuerungseinheiten vorwiegend kalkulatorischen Charakter. Ein Vergleich der bereichsspezifischen RORAC-Kennziffern mit der durch die Kapitalgeber geforderten Mindestrendite („hurdle rate“) gibt Aufschluss darüber, inwieweit ein Geschäftsbereich in der Lage ist, seine Kapitalkosten zu erwirtschaften bzw. über die Kapitalkosten hinaus zur Steigerung des Unternehmenswertes beizutragen. Auf der Grundlage von „Profit Rankings“ sollen schließlich strategische Entscheidungen über den Auf- und Abbau bestimmter Geschäftsbereiche getroffen und eine unternehmenswert- bzw. gewinnmaximierende Geschäftsbereichsstruktur erreicht werden.

In diesem Zusammenhang muss berücksichtigt werden, dass verschiedene risikoadjustierte Performancemaße (etwa der RORAC) nur innerhalb eines sehr restriktiven Prämissenrahmens mit dem Marktwert- oder Gewinnmaximierungs-

kalkül kompatibel sind. Neben diesem zentralen Kritikpunkt vernachlässigt die oben skizzierte Steuerungsphilosophie den Sachverhalt, dass das verfügbare Risikokapital stets das Versicherungsunternehmen als Ganzes schützt und somit zum Ausgleich von Verlusten beliebiger Steuerungseinheiten herangezogen werden kann [Vgl. Gründl/Schmeiser (2004a), S. 6–7, Gründl/Schmeiser (2004b), S. 11–14 und Koryciorz (2004), S. 182]. Eine direkte bzw. physische Zuweisung von Kapital auf einzelne Teilkollektive wäre nur sachgemäß, sofern diese rechtlich selbständig agieren und demzufolge auch formalrechtlich in Konkurs fallen können. Da dies jedoch in der Regel nicht der Fall ist, stellen die Verzinsungsansprüche der Risikokapitalgeber Gemeinkosten dar, die einer willkürfreien und beanspruchungsgerechten Verteilung auf die einzelnen Steuerungseinheiten nicht zugänglich sind. Durch verschiedene Formen der Schlüsselung (Allokation) können demzufolge unterschiedliche

I N T E R N A L A U D I T S T R A T E G Y

Fachkonferenz

Audit Challenge 2006

Herausforderungen für das Revisionswesen

am 30. März 2006 in Frankfurt am Main

Das Management Research Center der HfB – Business School of Finance & Management und der Bankakademie-Verlag laden Sie herzlich ein zur ganztägigen Konferenz „Audit Challenge 2006“, bei der die Zusammenarbeit zwischen dem Management, den Stabsabteilungen und der Internen Revision im Vordergrund steht.

In Fachvorträgen und Podiumsdiskussionen behandelt die Veranstaltung innovative Prüfungsansätze im Revisionswesen und gibt praktische Impulse für die inhaltliche sowie strategische Ausrichtung der Internen Revision.

Die Konferenz richtet sich an:

- Führungskräfte und Mitarbeiter der Internen Revision
- Vorstände & Geschäftsleitungsmitglieder der Finanzbranche & Industrie
- Wirtschaftsprüfer und Unternehmensberater

Kooperationspartner:



Medienpartner:



An den Podiumsdiskussionen nehmen u. a. teil:

- ▶ **Klaus Rosenfeld** Vorstandsmitglied, CFO, Dresdner Bank AG
- ▶ **Wolfgang Hartmann** Vorstandsmitglied, CRO, Commerzbank AG
- ▶ **Dr. Hermann Wagner** Vorstandsmitglied, Ernst & Young AG WPG
- ▶ **Georg Kütter** Vorstandsmitglied, PricewaterhouseCoopers AG WPG
- ▶ **Andreas Schneider** Referent Grundsatzabteilung, BaFin
- ▶ **Dr. Ralf Hannemann** Direktor Risikomanagement und Controlling, VÖB
- ▶ **Klaus-Peter Müller** Konzernrevisionsleiter, RWE AG
- ▶ **Martin Grohs** Konzernrevisionsleiter, AMB Generali Holding AG

Programm und Anmeldung:

www.verlag.bankakademie.de

Rangordnungen der Geschäftsbereiche erreicht werden, was diese Vorgehensweise letztlich dem Vorwurf der Willkür aussetzt.

Ein weiterer Problembereich ist im Kontext dezentraler Bereichssteuerung über risikoadjustierte Performancemaße zu nennen [Vgl. Gründl/Schmeiser (2004a), S. 7 und Gründl/Schmeiser (2004b), S. 13]. Die Ermittlung bereichsbezogener Performance-Kennziffern erfolgt in der Regel unter der Zielsetzung, profitable Geschäftsbereiche zu identifizieren und diese dann im Rahmen der Zeichnungspolitik strategisch auszubauen. Gründl/Schmeiser weisen jedoch zu Recht darauf hin, dass eine derartige Vorgehensweise das fundamentale Problem beinhaltet, „von

der Performance einer bestehenden Unternehmensstruktur auf die Performance nach erfolgter Umstrukturierung schließen zu wollen. Dies ist jedoch grundsätzlich nicht möglich, da sich nach Umstrukturierung neue Risikoallokationen und Effekte aus der beschränkten Haftung ergeben, die sich auf Basis der Ausgangssituation nicht ersehen lassen.“ [Gründl/Schmeiser (2004a), S. 8]. Da der Diversifikationseffekt des Gesamtportfolios simultan von sämtlichen Teilkollektiven abhängt, besteht die Gefahr, dass nach erfolgter Umstrukturierung andere Risikoausgleichseffekte im Gesamtportfolio wirksam werden, weil beispielsweise neu gezeichnete Risiken einer als profitabel identifizierten Sparte eine hohe po-

sitive Schadenkorrelation zu Bestandsrisiken aufweisen. Derartige bereichsübergreifende Kumulpotenziale können jedoch nicht ex-ante aus der bestehenden Risikostruktur abgeschätzt werden. Ebenfalls problematisch ist in diesem Kontext der Fall zu bewerten, dass ein – isoliert betrachtet – unprofitabler Geschäftsbereich geschlossen wird und auf diese Weise ein bislang unbekannter „natürlicher Hedge“ für das Gesamtportfolio verloren geht.

Abschließend sei bemerkt, dass selbst für den Fall, dass das „Profit Ranking“ einzelner Geschäftsbereiche (zufälligerweise) eine wertsteigernde Strategie nahe legt, dieses noch keinen Anhaltspunkt dafür bietet, in welchem Umfang ein profitabler

MEINUNG

Tourismus – Branchenrisiko bleibt hoch

Reisen – ein positiv besetzter Begriff für die meisten Verbraucher. In vielen Kreditinstituten löst er allerdings negative Assoziationen aus. Den nach der Wiedervereinigung zweistelligen und in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zumindest noch hohen einstelligen Wachstumsraten folgte ab 2001 ein kräftiger Umsatzeinbruch. Das Sterben der Reiseunternehmen begann, die Insolvenzen schossen in die Höhe. Die Ursachen für diese Krise sind vielfältig. So zwang die Einkommensentwicklung zahllose Verbraucher, ihr Urlaubsbudget merklich zu kürzen und auch in vielen Unternehmen wurden einschneidende Sparmaßnahmen angeordnet. Neben diesen wirtschaftlichen Zwängen bremsen auch die Angst vor dem Terrorismus die Urlaubsfreude vieler Menschen. Doch die größte Gefahr für die traditionellen Unternehmen der Branche stellt das Internet dar, da es nicht nur die Transparenz des Marktes gewaltig steigert, sondern auch direkte Reisebuchungen beim Veranstalter ermöglicht. Die Reisebüros werden damit überflüssig, soweit sie sich nicht auf beratungsintensive Vermittlungen konzentrieren.

Die unmittelbare Krisensituation der vergangenen Jahre ist allerdings erst einmal vorbei. Erhebliche Kostensenkungen, Personalabbau und eine straffere Organisation haben zu einer Stabilisierung der Branche geführt. Auch nimmt die Nachfrage nach Reisen wieder zu. Die kräftig voranschreitende Globalisierung steigert den Bedarf an Geschäftsreisen, insbesondere wird hiervon auch die Sparte der Fernreisen begünstigt. Der Wunsch nach Erholung, Erlebnis und Sightseeing garantiert in den kommenden Jahren eine hohe Priorität der Verbraucher für Urlaubsausgaben. Doch reicht dies aus, um die Kreditrisiken der Branche in den kommenden Jahren zu verringern?

Die Reiseveranstalter begegnen dem zunehmenden Wettbewerb, der inzwischen verstärkt auf internationaler Ebene ausgetragen wird, durch vertikale und horizontale Ausweitung ihres Geschäftskonzeptes. Eigene Hotelanlagen, eigene Rahmenveranstaltungen u. ä. führen zur Verlängerung der Wertschöpfungskette und ermöglichen dadurch eine Steigerung der Rendite. Fusionen und Kooperationen dienen einerseits der Realisierung von Größenvorteilen, andererseits der Verbesserung der Flexibilität. In Anbetracht der

steigenden Nachfrage wird sich das Ausfallrisiko dieser Unternehmen daher eher verringern. Allerdings wird der Erfolg der einzelnen Anbieter immer stärker von der individuellen Produktphilosophie bestimmt. Die in vielen Urlaubsregionen zunehmende Gefahr durch Terrorismus sowie die in letzter Zeit zu beobachtende wachsende Zahl von Naturkatastrophen erfordert von den Urlaubsanbietern ein gutes Gespür für die Stimmung und Erwartungen der Verbraucher.

Demgegenüber haben es Reisebüros und -agenturen sehr viel schwerer, ihre spezifischen Geschäftsrisiken zu begrenzen. Typisch für diesen Markt ist die Vielzahl kleiner Unternehmen, die wenigen und machtvollen Reiseveranstaltern gegenüberstehen. Entsprechend wird die Marge der Reisevermittler immer stärker zugunsten der Veranstalter gekappt. Auf der anderen Seite nimmt die Lohnkostenbelastung merklich zu, da zunehmend nur die beratungsintensiven Vermittlungen beim Reisebüro bleiben. Die schnellen und unkomplizierten Buchungen erledigt der moderne Verbraucher heute eigenständig mittels Internet. Daher werden auch in den kommenden Jahren noch viele Reisebüros ihre Tätigkeit aufgeben müssen. Das spezifische Ausfallrisiko dieser Unternehmensgruppe wird also trotz der erwarteten Nachfragebelebungen zunächst eher noch steigen.

Insgesamt ist die Branche also trotz der konjunkturellen Besserung durch eine weiterhin schlechte Bonität gekennzeichnet. Der gesamte Bereich der Reisebüros und Reiseveranstalter wird im Feri Brancherating (Stand: 4. Quartal 2005) lediglich der Ratingklasse „D-“ zugeordnet und gilt damit als weit überdurchschnittlich risikobehaftet. Die Insolvenzquoten liegen bereits heute bei 2 bis 2,5 Prozent und werden sich auch weiterhin im diesem Bereich bewegen. Zu erwähnen ist zudem, dass eine – aus heutiger Sicht unerwartete – Verschlechterung der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung diese Branche überproportional schädigen würde. Der Grund liegt einfach darin, dass die Hauptrisiken für die Konjunktur derzeit zum einen vom Ölpreis und zum anderen vom internationalen Terrorismus kommen. Beide Risikofaktoren schädigen aber auch direkt die Nachfrage in der Tourismusbranche.

Dr. Eberhard Weiß, Geschäftsführer Feri Rating & Research GmbH

TICKER +++ TICKER +++ TICKER+++ TICKER +++ TICKER

Die Kunden deutscher Online-Banken werden risikobewusster und zeigen verstärktes Interesse an neuen Sicherheits- bzw. Autorisierungsverfahren. Dies ist das Ergebnis einer Studie, die von der **PASS Consulting** unter 1.500 Nutzern durchgeführt wurde. Trotz der zunehmenden Phishing-Angriffe fühlen sich 82 Prozent sicher und wollen ihre Online-Banking-Aktivitäten auch künftig nicht einschränken. Allerdings attestiert die Studie den Banken und Software- bzw. Browserherstellern noch erheblichen Aufklärungsbedarf. So informieren sich lediglich 35 Prozent der Nutzer auf den Webseiten der Banken und Broker zum Thema „Sicherheit“. Als wichtigste Informationsquelle gelten demgegenüber die Medien. +++ Die **Hannover Rück**, weltweit die Nummer vier im Rückversicherungsmarkt, will ihre Risiken künftig verstärkt auf die internationale Kapitalmärkte transferieren. Nach Ansicht von Wilhelm Zeller, dem Vorstandsvorsitzenden der Hannover Rück, wird der Erst- und Rückversicherungsmarkt die erforderliche Deckungskapazität langfristig nicht mehr aufbringen können. Dementsprechend setzt seine Gesellschaft zunehmend auf Katastrophenanleihen (so genannte Cat-Bonds), um die Finanzierungskapazitäten institutioneller Investoren zu nutzen. +++ Bundesbank-Vorstand **Edgar Meister** sieht trotz der Kritik aus dem öffentlich-rechtlichen Sektor an den Ratingagenturen keinen Handlungsbedarf für die deutsche Bankenaufsicht. Nach seiner Ansicht sollen Ratingagenturen von der Aufsicht keine Empfehlungen bekommen. Von Sparkassen und Landesbanken war zuletzt vermehrt kritisiert worden, die angelsächsisch geprägten Agenturen lenkten die Geschäftsmodelle im öffentlichen Sektor in eine bestimmte Richtung. Im

vergangenen Jahr hatten vor allem diejenigen Landesbanken gute Ratings erhalten, die besonders eng mit ihren regionalen Sparkassen zusammenarbeiten. Viele Sparkassen bangen angesichts dieser – von den Ratingagenturen offensichtlich honorierten – vertikalen Integration um ihre Selbstständigkeit. +++ Der US-amerikanische Wirtschaftsverband **Free Enterprise Fund** will mit einer Verfassungsklage den Sarbanes-Oxley-Act zu Fall bringen. Die Klage richtet sich gegen das Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). Dieses Gremium war aufgrund des Sarbanes-Oxley-Acts geschaffen worden, um die Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zu beaufsichtigen. Die Kläger argumentieren nun, dass hierdurch das Prinzip der Gewaltenteilung verletzt würde. Wenn eine Stelle über Exekutivgewalt verfüge, müssten bestimmte Voraussetzungen gegeben sein, die im Falle der PCAOB jedoch nicht erfüllt wären. Sowohl in den USA als auch international gerät der Sarbanes-Oxley-Act zunehmend in die Kritik, da die geforderten internen Kontrollsysteme viel zu teuer und aufwändig seien. +++ Nach Ansicht der Ratingagentur **Fitch Ratings** ist das systemische Risiko im Bankensystem während der letzten sechs Monate spürbar angestiegen. Ausschlaggebend hierfür sei vor allem die Kombination aus zunehmenden Kreditvolumina sowie steigenden Kursen an den Kapital- und/oder Devisenmärkten. Nach Einschätzung von Fitch weisen derzeit 40 Prozent der gerateten Unternehmen eine „moderate“ oder „hohe“ Anfälligkeit für systemische Schocks auf. Vor einem halben Jahr lag dieser Anteil erst bei 30 Prozent.

Geschäftszweig forciert bzw. eine defizitärer Geschäftszweig reduziert werden sollte. Es bleibt zunächst festzuhalten, dass die Steuerung dezentraler Geschäftsbereiche mittels risikoadjustierter Performancemaße mit erheblichen konzeptionellen Problemen verbunden ist, die in der einschlägigen Literatur bislang nur wenig Beachtung finden.

b) Vorgabe von Risikolimiten („Risikobudgetierung“)

Demgegenüber ist die Allokation von Risikokapital auf einzelne Steuerungseinheiten zum Zwecke der Risikolimitierung positiv zu beurteilen. Diese Form der top-down-Budgetierung von ökonomischem Kapital kommt bislang insbesondere bei der Steuerung von Marktrisiken in Kreditinstituten zur Anwendung, kann jedoch in modifizierter Form auch in den versicherungsspezifischen Kontext übertragen werden [Vgl. Lister (1997), S. 200–204, Saita (1999), S. 96–111, Beeck/Johanning/Rudolph (1999), S. 259–286, Schierenbeck (2003), S. 39–42 und Dresel (2003), S. 56]. Auf der Grundlage des Risikotragfähigkeitskalküls ermittelt die Unternehmensleitung

zunächst das maximale Risikoexposure, dem sich das Unternehmen in Anbetracht der vorhandenen Risikodeckungsmasse (= Sicherheitskapital) aussetzen kann. Dieses Sicherheitskapital kann dann auf die einzelnen Steuerungseinheiten verteilt werden, indem jedem Geschäftsbereich explizite Risikolimiten für einen bestimmten Zeitraum (etwa für ein Geschäftsjahr) vorgegeben werden. Auf diese Weise werden die Bereiche ex-ante dazu angehalten, keine Geschäfte abzuschließen, deren mögliche Verluste das zugewiesene Kapital überschreiten. Darüber hinaus ist gewährleistet, dass die vorhandenen Risikodeckungsmassen mit einer zuvor definierten Wahrscheinlichkeit ausreichen, um die Verluste sämtlicher Geschäftsbereiche zu decken. Die verwendete Allokationsmethode muss in der Lage sein, kollektive Risikoausgleichseffekte geeignet abzubilden. Anderenfalls würden die Risikolimiten der einzelnen Bereiche zu gering ausfallen und deren Handlungsspielraum in unangemessener Form eingeschränkt. Anschaulich lässt sich dieser Sachverhalt am Beispiel der Kapitalanlage eines Versicherungsunternehmens verdeutlichen. Würden bei der Festlegung der Risikolimiten für den Kapitalanlagebe-

reich perfekte positive Korrelationen zwischen den Assetklassen unterstellt, so würde das Risikopotenzial der Kapitalanlage substantiell überschätzt [Vgl. Albrecht/Bährle/König (1997), S. 90–92]. Bestimmte Geschäfte, die im Wirkungsgefüge des Gesamtportfolios vorteilhafte Diversifikationseigenschaften aufweisen, würden unter Umständen unterbleiben. Dieser Sachverhalt lässt sich analog auf den versicherungstechnischen Ausgleich im Kollektiv übertragen. Im Gegensatz zur risikoadjustierten Performancesteuerung stellt die Risikolimitierung auch für im Entscheidungszeitpunkt noch unbekannte Risiken eine adäquate Vorgehensweise dar, welche jedoch für sich genommen noch keine integrierte Risiko-Renditesteuerung beinhaltet, sondern lediglich eine Risikobegrenzung vornimmt. Probleme treten bei der Risikolimitierung jedoch immer dann auf, wenn die Geschäftsbereiche im Rahmen ihrer zugeteilten Limite neue Risiken zeichnen, welche ungünstige Korrelationen zu Risiken anderer Bereiche aufweisen. Dies kann zur Folge haben, dass sämtliche Geschäftsbereiche ihre Risikolimiten einhalten und trotzdem das Limit des Gesamtportfolios überschritten wird. Im Rahmen eines revolvingierenden

Prozesses muss daher neben der Kontrolle der Einzellimite auch stets die Einhaltung des Gesamtrisikolimits überwacht werden. Gegebenenfalls müssen die Einzellimite neu adjustiert werden.

c) Erzielung von Anreiz- und Verhaltenseffekten

Wenngleich darauf hingewiesen wurde, dass eine dezentrale Marktbereichssteuerung mittels risikoadjustierter Performancemaße mit konzeptionellen Schwächen behaftet ist, sind für den Fall einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Unternehmensleitung und Bereichsmanagement durchaus sinnvolle Einsatzfelder für Allokationsverfahren und darauf aufbauende Performancemaße zu vermuten. Im Kern geht es hierbei um die Erzielung von Anreiz- und Verhaltenseffekten und die Etablierung geeigneter Kooperationsdesigns, welche die Bereichsmanager dazu anhalten, nur solche Geschäfte zu tätigen, welche die Rendite-Risiko-Position des Unternehmens verbessern. In diesem Kontext erscheint es zunächst sinnvoll, über charakteristische Entscheidungssituationen bei asymmetrischer Informationsverteilung Klarheit zu gewinnen [Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2004), S. 96–104 und Perriodon/Steiner (2004), S. 542–545]. Diese sind häufig durch das Problem der Verhaltensunsicherheit (Moral Hazard) gekennzeichnet. Verhaltensunsicherheit liegt im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie vor, sofern ein Agent (beispielsweise Bereichsmanager) einen Verhaltensspielraum besitzt und sein tatsächliches Verhalten durch den Prinzipal (beispielsweise Unternehmensleitung oder Eigentümer) nicht beobachtet werden kann. Unter der Annahme rationalen Verhaltens wird der Agent diesen Spielraum zur Maximierung seines individuellen Nutzens ausschöpfen. Die durch den Agenten getroffenen Entscheidungen müssen jedoch nicht zwangsläufig auch den Nutzen des Prinzipals maximieren. Die Differenz zwischen einer auf diese Weise entstehenden „Second-Best-Lösung“ und der „First-Best-Lösung“ entspricht den Kosten asymmetrischer Information, die auch als Agency-Kosten bezeichnet werden.

Als geeignetes Kooperationsdesign zur Reduzierung von Agency-Kosten können beispielsweise anreizkompatible Entlohnungsschemata implementiert werden.

Die erfolgsabhängige Entlohnung dezentraler Verantwortungsbereiche basiert in der Praxis vielfach auf risikoadjustierten Performancemaßen, die den Bereichserfolg der abgelaufenen Periode messen und somit eine ex-post-Beurteilung des Bereichsmanagements vornehmen [Vgl. Pfaff (2004), S. 2, Jost (2001), S. 359–389 und Göx (2004), S. 27–55]. Erklärtes Ziel ist es, die variable Entlohnung des Managers sowohl an den Risiko- als auch den Wertschöpfungsbeitrag seines Geschäftsbereiches zu koppeln und somit auch ex-ante eine positive Steuerungswirkung zu entfalten. Im versicherungsspezifischen Kontext könnte dies zur Folge haben, dass die einzelnen Steuerungseinheiten im Rahmen ihrer operativen Zeichnungspolitik eine sorgfältigere Risikoselektion vornehmen und lediglich risikoadäquat kalkulierte Risiken in den Bestand aufnehmen. Der Einsatz risikoadjustierter Performancemaße im Rahmen von Anreiz- und Vergütungssystemen setzt jedoch streng genommen ein Prinzipal-Agenten-Modell voraus, welches die Steuerungswirkung von ex-post-Performancemaßen hinreichend konkretisiert und einer Quantifizierung zugänglich macht.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass in der betrieblichen Praxis durchaus relevante Anwendungsbereiche für Kapitalallokationsverfahren bestehen. Zwischen den grundlegenden Zielsetzungen einer dezentralen Performancesteuerung und zentralen Risikolimitierung ist ein Zielkonflikt zu konstatieren, der letztlich auf asymmetrischen Informationsstrukturen beruht. Wenngleich die risikoadjustierte Performancesteuerung einzelner Geschäftsbereiche mit konzeptionellen Schwächen behaftet ist, kann diese doch in Kombination mit einem auf die Zielsetzungen des Gesamtunternehmens ausgerichteten Anreizsystem eine wertsteigernde Unternehmenspolitik induzieren. Insofern ist Gründl/Schmeiser ausdrücklich zuzustimmen, wenn sie in diesem Zusammenhang formulieren: „nicht das Steuerungssystem per se muss sinnvoll sein, sondern die dadurch in Gang gesetzten Handlungen.“ [Gründl/Schmeiser (2002), S. 816]. □

Hinweis: Der zweite Teil dieses Beitrags beschäftigt sich mit den unterschiedlichen Methoden der Allokation von Risikokapital und erscheint in RISIKO MANAGER 05/2006.

Quellenverzeichnis und weiterführende Literaturhinweise

- Albrecht, P. (1982):** Gesetze der großen Zahlen und Ausgleich im Kollektiv – Bemerkungen zu Grundlagen der Versicherungsproduktion, In: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 71. Jg. (1982), S. 501–538.
- Albrecht, P. (1987):** Ausgleich im Kollektiv und Verlustwahrscheinlichkeit, In: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 76. Jg. (1987), S. 95–117.
- Albrecht, P.; Bährle, H. F.; König, A. (1997):** Value-at-Risk: Eine risikotheorietische Analyse der konzeptionellen Grundlagen mit Folgerungen für die Risikokontrolle der Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen, In: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 86. Jg. (1997), S. 80–101.
- Albrecht, P.; Koryciarz, S. (2004):** Methoden der risikobasierten Kapitalallokation im Versicherungs- und Finanzwesen, In: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 93. Jg. (2004), S. 123–160.
- Bamberg, G.; Dorfleitner, G.; Glaab, H. (2005):** Risiko-basierte Kapitalallokation in Versicherungsunternehmen unter Verwendung des Co-Semivarianz-Prinzips, Aus: Spremann, K. (Hrsg.): *Versicherungen im Umbruch: Werte schaffen, Risiken managen, Kunden gewinnen*, Berlin u.a. (Springer), 2005, S. 399–414.
- Beeck, H.; Johanning, L.; Rudolph, B. (1999):** Value-at-Risk-Limitstrukturen zur Steuerung und Begrenzung von Marktrisiken im Aktienbereich, In: *OR Spektrum*, 21. Jg. (1999), H. 1/2, S. 259–286.
- Cummins, J. D. (2000):** Allocation of Capital in Insurance Industry, In: *Risk Management and Insurance Review*, 3. Jg. (2000), H. 1, S. 7–27.
- Dresel, T. (2003):** Allokation von Risikokapital in Banken, *Bad Soden/Ts. (Uhlenbruch)*, 2003 (= zugl. Diss. Univ. München 2003).
- Göx, R. (2004):** Erfolgsabhängige Gehälter, Belohnung für den Zufall und der Einfluss des Managements auf die Gestaltung seines eigenen Vergütungssystems, In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 2004, Sonderheft Nr. 51, S. 27–56.
- Gründl, H.; Schmeiser, H. (2002):** Marktwertorientierte Unternehmens- und Geschäftsbereichssteuerung in Finanzdienstleistungsunternehmen, In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 72. Jg. (2002), H. 8, S. 797–822.
- Gründl, H.; Schmeiser, H. (2004a):** Zur Problematik der Kapitalallokation in Versicherungsunternehmen, *Arbeitspapier, Westfälische Wilhelms-Universität Münster*, Oktober 2004.
- Gründl, H.; Schmeiser, H. (2004b):** Capital Allocation In Insurance Companies – What Good Is It?, *Arbeitspapier (revised version 15.09.2004)*, Humboldt-Universität zu Berlin und Westfälische Wilhelms-Universität Münster, 2004.
- Hartmann-Wendels, T.; Pfingsten, A.; Weber, M. (2004):** *Bankbetriebslehre*, 3. Aufl., Berlin (Springer), 2004.
- Hürlimann, W. (2002):** *Multivariate Fréchet Copulas and Conditional Value-at-Risk*, *Arbeitspapier, Value and Risk Management, Winterthur Life and Pensions Winterthur*, 2002.
- Jost, P.-J. (2001):** Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, *Stuttgart (Schäffer-Poeschel)*, 2001.
- Kinder, C.; Steiner, M.; Willinsky, C. (2001):** Kapitalallokation und Verrechnung von Risikokapitalkosten in Kreditinstituten, In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 71. Jg. (2001), H. 3, S. 281–300.
- Koryciarz, S. (2004):** Sicherheitskapitalbestimmung und -allokation in der Schadenversicherung, *Eine risikotheorietische Analyse auf der Basis des Value-at-Risk und*

des Conditional Value-at-Risk, Karlsruhe (VWV), 2004 (= zugl. Diss. Univ. Mannheim 2004).

Leyherr, U.; Scully, M.; Sommerfeld, F. (2003): Wieviel Rückversicherung braucht mein Kapital? Rückversicherungsoptimierung und Analyse des Risikokapitals in der Allianz Gruppe, In: Versicherungswirtschaft, 58. Jg. (2003), H. 22, S. 1795–1797.

Lister, M. (1997): Risikoadjustierte Ergebnismessung und Risikokapitalallokation, Frankfurt a. M. (Fritz Knapp), 1997 (= zugl. Diss. Univ. Basel 1996).

Mack, T. (2002): Schadenversicherungsmathematik, 2. Aufl., Karlsruhe (VWV), 2002.

Merton, R.; Perold, A. (1993): Theory of risk capital in financial firms, In: Journal of Applied Corporate Finance, 6. Jg. (1993), H. 2, S. 16–32.

Mildenhall, S. (2004): A Note on the Myers and Read Capital Allocation Formula, In: North American Actuarial Journal, 8. Jg. (2004), S. 32–44.

Perridon, L.; Steiner, M. (2004): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 13. Aufl., München (Vahlen), 2004.

Pfaff, D. (2004): Performancemessung und Vertragsfunktion – Zu Bedeutung und Eigenschaften von Performancemaßen bei vermögensbeschränkten Managern, In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 2004, Sonderheft 51, S. 1–26.

Saita, F. (1999): Allocation of Risk Capital in Financial Institutions, In: Financial Management, 28. Jg. (1999), H. 3, S. 96–111.

Schierenbeck, H. (2003): Ertragsorientiertes Bankmanagement, Band 2: Risiko-Controlling und integrierte Rendite-/Risikosteuerung, 8. Aufl., Wiesbaden (Gabler), 2003.

Tillmann, M. (2005): Risikokapitalbasierte Steuerung in der Schaden- und Unfallversicherung – Konzeption einer modellgestützten Risikoanalyse, Frankfurt a. M.

u. a. (Peter Lang), 2005 (= zugl. Diss. Univ. Münster, 2005).

Valdez, E.; Chernih, A. (2003): Wang's capital allocation formula for elliptically contoured distributions, In: Insurance: Mathematics and Economics, 32. Jg. (2003), S. 517–532.

Venter, G. G. (2004): Capital Allocation Survey with Commentary, In: North American Actuarial Journal, 8. Jg. (2004), H. 4, S. 96–107.

Autor: Dr. Mirko Tillmann ist bei der GERLING Beteiligungs-GmbH in Köln als Referent für Unternehmensentwicklung sowie Mergers & Acquisitions tätig.

Frage & Antwort



Frank Hering,
Geschäftsführung Aon Jauch & Hübener GmbH. Aon Jauch & Hübener arbeitet im engen Verbund mit der internationalen Aon-Gruppe und ist Deutschlands Marktführer als technischer Versicherungsmakler und Rückversicherungsmakler.

In den letzten Jahren konnte man einen starken Wandel des Bewusstseins gegenüber Risiken und dem Thema Risikomanagement beobachten. Welche Ursachen sind für diese veränderte Sichtweise ausschlaggebend?

Ich denke, in vielen Unternehmen basierte die Auseinandersetzung mit Risikomanagement zunächst auf den Forderungen von Corporate Governance Richtlinien bzw. Gesetzen (KonTraG). Zwischenzeitlich haben viele Unternehmen festgestellt, dass der rein Compliance-orientierte Risikomanagement Ansatz nicht ausreicht. Gründe dafür liegen sicher in zunehmenden Transparenzforderungen, die von Banken, Analysten oder Shareholdern gestellt werden, aber auch in der wahrgenommenen Häufung „spektakulärer“ Schäden, wie Unternehmenszusammenbrüchen, Haftbarmachung von Unternehmen, Naturereignissen oder Terroranschlägen. Nicht zuletzt haben auch die erheblichen Preis- und Kapazitätsschwankungen im Industrie-Versicherungsmarkt der letzten zehn Jahre dazu beigetragen, dass viele Unternehmen sich detaillierter mit der Analyse Ihrer Risiken und dem gezielten Transfer von Risiken auseinandergesetzt haben. Insofern beobachten wir derzeit bei vielen Unternehmen, dass der gewählte Risikomanagement-Ansatz weiterentwickelt wird zu einem dynamischen Prozess, der es dem Unternehmen ermöglicht, Gefahren und Chancen fundiert abzuwägen und Existenz bedrohende Gefährdungen zu vermeiden.

Aon hat vor wenigen Tagen die „Political & Economic Risk Map“ veröffentlicht. Mit dieser Karte werden die politischen und wirtschaftlichen Risiken weltweit katalogisiert. Die Aon-Risikoexperten kommen zu dem Ergebnis, dass – obwohl sich sehr viele Länder aufgrund ihrer geringen politischen Risiken verbessern

konnten – das Risikoniveau insgesamt hoch bleibt. Was sind die Ursachen?

Von den 204 Ländern, die auf der Political & Economic Risk Map ausgezeichnet werden, sind lediglich 74 mit einem niedrigen bis mittleren Risiko bewertet worden. Schon deshalb ist das Risikoniveau weiterhin sehr hoch. Dies wird noch deutlicher, wenn man Kontinente oder Regionen genauer betrachtet. So gibt es eine deutliche Häufung an Ländern mit hohem Risiko in Lateinamerika, Afrika und Asien. Gerade in einigen Ländern Zentralasiens, insbesondere den nördlichen Nachbarstaaten des Iran, Afghanistans und Pakistans hängt dies u. a. mit den zunehmenden Unabhängigkeitsbestrebungen gegenüber Russland und dem gleichzeitig zu beobachtenden zunehmenden politischen Einfluss des Islam zusammen. Das sich derartige Spannungen bei einer globalen Versorgung mit beispielsweise Öl, Gas und Kohle sehr schnell auch auf Unternehmen in Westeuropa auswirken können, zeigte kürzlich der „Erdgas-Konflikt“ zwischen Russland und der Ukraine. Insofern empfehlen wir Unternehmen, sich mit den politischen Risiken der wichtigsten Beschaffungs- und Absatzmärkte intensiv zu beschäftigen.

Lassen Sie uns noch einen Blick in die Kristallkugel werfen: Wie wird sich die Risiko-Landkarte der Unternehmen in den nächsten Jahren verändern?

Ich vermute, dass sich ein „Langzeitrend“ der letzten Jahre fortsetzen wird, nämlich die zunehmende Bedeutung der Haftungsrisiken aus Produkten und Leistungen aber auch aufgrund von Organisationsverschulden oder Nichteinhaltung unternehmerischer Sorgfaltspflichten. Daneben bringt für viele Unternehmen die weiter zunehmende internationale Arbeitsteilung mit häufig einhergehender Reduzierung von Redundanzen eine weitere Zunahme der Betriebsunterbrechungsrisiken mit sich, die in Ihrer Komplexität auch immer schwerer einzuschätzen sein wird. Ähnliches gilt für den Umgang mit Forderungsausfallrisiken, der für viele Unternehmen fester Bestandteil des Risikomanagements geworden ist. Neben diesen – mehr oder weniger versicherbaren Risiken – gibt es meines Erachtens aber auch ganz andere Themen, deren Bedeutung auf der Risikolandkarte zunehmen wird. Hierbei denke ich beispielsweise an Risiken aus Reputationsbeschädigungen, Klimaveränderungen, Politischer Instabilität, Epidemien aber auch Preisschwankungen bei Rohstoffen (Öl, Stahl etc.).

Wir wollen **RISIKO MANAGER** regelmäßig beziehen und bestellen hiermit folgendes Abonnement:

- Jahresabonnement(s) zum Preis von jeweils 29 EUR monatlich
- Halbjahresabonnement(s) zum Preis von jeweils 32 EUR monatlich
- Vierteljahresabonnement(s) zum Preis von jeweils 37 EUR monatlich

Das Abonnement wird zu Beginn der Laufzeit in Rechnung gestellt und verlängert sich automatisch, wenn es nicht mindestens 4 Wochen vor Ablauf schriftlich beim Bank-Verlag (Postfach 45 02 09, 50877 Köln) gekündigt wird. Alle Preise gelten zuzüglich Versandkosten und Mehrwertsteuer.

Dieses Abonnement kann innerhalb von 14 Tagen ohne Angabe von Gründen schriftlich beim Verlag widerrufen werden.

Institut/Firma

Name Vorname

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel. Fax

E-Mail

Ort und Datum Unterschrift

RISIKO MANAGER erscheint im:
Bank-Verlag GmbH, Wendelinstraße 1, 50933 Köln, Telefon 0221/54 90-0, Handelsregister Köln HRB 65

Bitte
freimachen
falls Marke
zur Hand

Antwort

**Bank-Verlag Köln
Postfach 45 02 09**

50877 Köln