

Veröffentlicht in
RISIKO MANAGER
6/2012

**„Capital Asset Pricing Model: Kapitalmarktorientierung und Umgang
mit Risiken“**

S. 1, 6 - 11

**Mit freundlicher Genehmigung der
Bank-Verlag Medien GmbH, Köln**

(www.risiko-manager.com)



RISIKO MANAGER

6 . 2012

[KREDITRISIKO] [MARKTRISIKO] [LIQUIDITÄTSRISIKO] [OPRISK] [ERM] [REGULIERUNG]



Capital Asset Pricing Model

Kapitalmarktorientierung und Umgang mit Risiken

Inhalt

- 1, 6 Kapitalmarktorientierung und Umgang mit Risiken
- 3 Standpunkt Kurz & Bündig
- 11 Buchbesprechung
- 12 FATCA-Compliance setzt Banken unter Druck
- 18 Die Gefährdungsanalyse gemäß §25c KWG
- 28 Personalien
- 27 Impressum
- 30 Produkte & Unternehmen

Nach der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise müssen die Fähigkeiten eines Großteils der börsennotierten Aktiengesellschaften im Umgang mit Risiken mehr denn je in Frage gestellt werden [Vgl. Gleißner/Romeike 2010, S. 59 ff.; Gleißner/Romeike 2008 sowie Rieder 2010]. Bei der Beurteilung unternehmerischer Handlungsoptionen (beispielsweise Investitionen) werden erwartete Erträge und Risiken nicht adäquat gegeneinander abgewogen – und ob die Risikotragfähigkeit eines Unternehmens (sein Eigenkapital) ausreicht, um den aggregierten Umfang der Risiken zu tragen, wird nur selten geprüft, obwohl dies sogar seit dem Kontroll- und Transparenzgesetz (KonTraG) als Mindestanforderung an das Risikomanagement aufgefasst werden muss.

Warum werden die an sich verfügbaren Methoden nicht zum Ausbau der Risikomanagementfähigkeit von Unternehmen genutzt? Und warum ist damit das Ri-

sikomanagement – im Vergleich beispielsweise zum Controlling oder zu internen Kontrollsystemen – oft so unterentwickelt?

Fortsetzung auf Seite 6

WWW.RISIKO-MANAGER.COM

Anzeige

 msgGillardon

Menschen beraten, *Ideen realisieren.*

Zukunftsweisendes Know-how für Ihr erfolgreiches Liquiditätsrisikomanagement – unser Seminarangebot

- > Liquiditätskosten in der Vorkalkulation und Treasury am 25.-26.06.2012 in Würzburg
- > Messung und Steuerung des Liquiditätsrisikos am 27.-28.06.2012 in Würzburg
- > Integrative Steuerung von Liquiditätsrisiken am 29.06.2012 in Würzburg

Beachten Sie auch unsere Preisvorteile bei kombinierter Buchung.

> www.msg-gillardon.de/seminare



Fortsetzung von Seite 1

Eine zentrale Ursache liegt in den kapitalmarktorientierten Steuerungssystemen vieler Unternehmen, die – wenig zutreffend – als „wertorientiertes Management“ umschrieben werden.

Wertorientierte Unternehmensführung (vgl. ► **Tab. 01**) hat den Anspruch ein Abwägen erwarteter Erträge und Risiken bei unternehmerischen Entscheidungen zu unterstützen. Im unternehmerischen Entscheidungskalkül soll dabei der Risikoumfang über den Kapitalkostensatz (oder einen Risikoabschlag vom Erwartungswert) berücksichtigt werden. Die Erfahrungen der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise haben jedoch gezeigt, dass Risiken bisher nicht adäquat berücksichtigt werden [vgl. Crasselt/Pellens/Schmidt 2010; Weißenberger/Löhr 2010; Gleißner/Romeike 2008 sowie Romeike 2010]. Tatsächlich zeigt sich, dass die für die Entscheidungsunterstützung notwendige Anpassung des Kapitalkostensatzes an den differierenden Risikoumfang einzelner

Entscheidungsalternativen in der Praxis nicht erfolgt. Dies führt systematisch dazu, dass zu hohe Risiken eingegangen werden (vgl. ► **Abb. 01**).

Es ist geradezu das große Missverständnis (oder der Fehler) im wertorientierten Management sich an Renditeforderungen von Eigentümern zu orientieren – selbst wenn ein geeignetes Modell existieren würde, das aus historischen Kursbewegungen (Volatilität der Rendite) sinnvolle Renditeanforderungen (Kapitalkosten) ableiten ließen. Zu betrachten sind nämlich auch dann zwei Herausforderungen:

1. **Heterogenität der Risikosituation einzelner Projekte, Strategien oder Investitionen:** Um zu beurteilen, ob eine bestimmte unternehmerische Aktivität (beispielsweise eine Sachinvestition) für die Eigentümer einen Mehrwert bringt, sind die zu erwartenden Erträge (oder Renditen) mit den durch diese Investitionen verursachten (zusätzlichen) Risiken (oder daraus abgeleiteten Kapi-

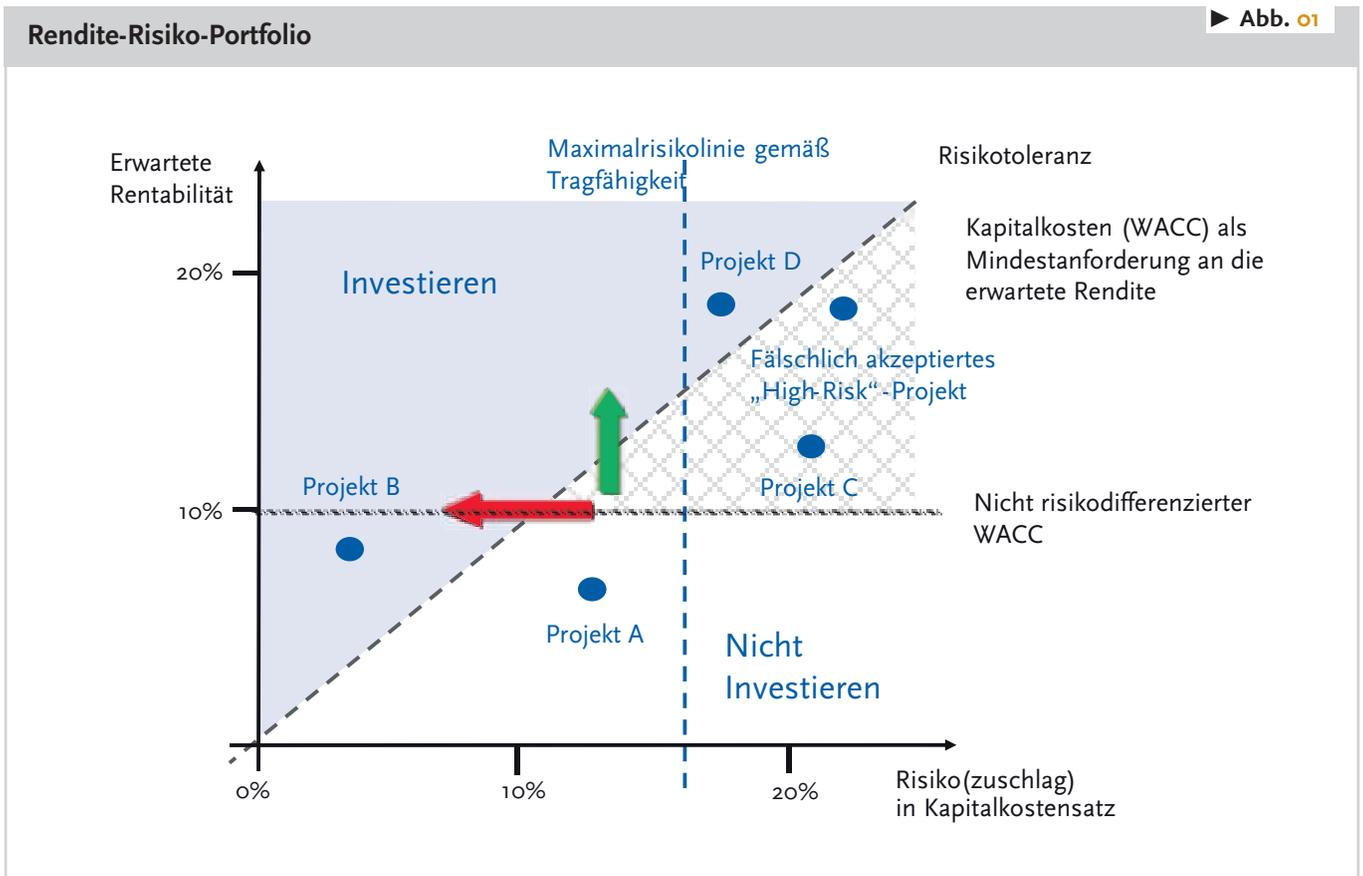
talkosten) zu vergleichen [Zur Zuordnung von Risiken durch eine geeignete Risikoallokation, vgl. beispielsweise Tillmann 2006]. Der Risikogehalt einzelner Projekte, Investitionen oder Strategievarianten unterscheidet sich und damit ergeben sich auch unterschiedliche Anforderungen an die Rentabilität, einheitliche aus historischen Kursbewegungen abgeleitete Renditeanforderungen sind keinesfalls eine sinnvolle „Hurdle Rate“.

2. **Risikoeskalationsmechanismus durch Renditeanforderungen, die aus historischen Kapitalmarktdaten (Volatilitäten) abgeleitet werden:** Geht man von (über alle Projekte hinweg) gegebenen Kapitalkosten aus, die es aus historischen Kursbewegungen (Volatilitäten) abgeleitet werden (beispielsweise mittels Capital Asset Pricing Model, CAPM), führt dies tendenziell dazu, dass eine Unternehmensleitung überdurchschnittlich riskante Projekte realisiert – zumindest wenn man annimmt, dass im Allgemeinen mit hö-

Kapitalmarktorientierung versus Wertorientierung

 ► **Tab. 01**

	„Übliches Verständnis“ der Kapitalmarktorientierung	Wertorientierung
Primäres Ziel	Steigerung des Börsenkurses (Preis)	Steigerung des fundamentalen (subjektiven) Unternehmenswertes
Zielgruppe	Momentan engagierter (kurzfristiger) Investor	Langfristig engagierter Investor und Entscheidungsträger im Unternehmen
Informationsrelevanz des Kapitalmarkts	Nutzung von Kapitalmarktdaten (etwa Beta-Faktor) für unternehmerische Entscheidungen	Nutzung überlegener unternehmensinterner Informationen für unternehmerische Entscheidungen
Schwerpunkt Informationspolitik	Schaffung von Transparenz und Reputation (Investor Relations, IR)	Starke Beschränkung der IR („wettbewerbsrelevante Informationen“)
Credo	Kapitalmarkt (Börse) hat immer Recht	Börsenkurse können wegen Kapitalmarktineffizienzen temporär vom Fundamentalwert abweichen.



heren Risiken auch höhere erwartete Renditen verbunden sind. Eine vorgegebene fixe Renditeanforderung der Eigenkapitalgeber – würde damit in der Unternehmenspraxis dazu führen, dass systematisch zu risikohaltige Projekte ausgewählt werden – und dies kann nicht der Sinn eines wertorientierten Managementansatzes sein.

Diese Aussagen verdeutlichen, dass im Allgemeinen weder segment- noch projektspezifisch differenziert wird und damit eine Risikoadjustierung bestenfalls im sehr geringen Umfang vorgenommen wird (beispielsweise geben RWE und Thyssen-Krupp zumindest segmentspezifisch unterschiedliche Kapitalkostensätze vor). Ein Abwägen von Ertrag und Risiko bei unternehmerischen Entscheidungen findet so in den Kapitalkosten praktisch nicht statt und es bleibt unklar, wie dann Risiken bei der Bestimmung von Erwartungswerten der Erträge und Cash-Flows einfließen [siehe zur Notwendigkeit der Differenzierung von Kapitalkosten Kruschwitz/Milde 1996]. Offenbar ist es bisher immer noch kein Kernanliegen der wertorientierten Steuerungssysteme (wie an sich vorgesehen), Risiken adäquat in der

Entscheidungsfindung zu berücksichtigen – die hierfür angewandten Methoden sind zumindest unzureichend.

Nur eine fundierte Analyse der systematischen wie auch unsystematischen Risiken und die adäquate Berücksichtigung bei der Bewertung von Projekten führt zu einer sachgerechten Entscheidungsvorbereitung im Sinne der Interessen der Eigentümer. Systematische wie auch unsystematische Risiken können prinzipiell Implikationen für die zu erwartenden Erträge haben, weil sich Chancen und Gefahren nicht perfekt kompensieren. Zudem resultiert aus einer Erhöhung des aggregierten Gesamtrisikoumfangs eine für die Bewertung äußerst relevante Erhöhung der Insolvenzwahrscheinlichkeit.

Auch die (innerhalb des Unternehmens) nicht diversifizierte unternehmensspezifischen Risiken sind aufgrund der Begrenztheit der Risikotragfähigkeit bewertungsrelevant und dies muss in den Renditeanforderungen eines Projektes adäquat berücksichtigt werden. Unter Berücksichtigung der nicht perfekten Diversifikation von Unternehmen und ihrer Eigentümer ergibt sich durch eine umfassende Betrachtung des (aggregierten) Gesamtrisikoumfangs eine deutlich ausgeprägtere

Differenzierung der Kapitalkosten und eine deutlich zunehmende ökonomische Attraktivität von Projekten mit geringerem Risikoumfang.

Die Anwendung des CAPMs und die Betrachtung lediglich aus historischen Daten abgeleiteter systematischer Risiken, erfasst durch den Proxi des Betafaktors, führt zu einer systematischen Unterschätzung der Bedeutung einer fundierten Risikoanalyse und des Abwägens erwarteter Erträge und Risiken im Rahmen von Projekten. Dies führt zu unternehmerischen Fehlentscheidungen, zerstört Vermögenswerte des Unternehmens und kann – wie in den letzten Jahren zu sehen – die gesamte Wirtschaft gefährden.

Eine fundierte quantitative Analyse der mit einem Projekt einhergehenden Einzelrisiken und ihre Aggregation mittels Simulationsmodellen schafft erst die Informationsgrundlage, um erwartete Erträge und Risiken sachgerecht nachvollziehbar gegeneinander abzuwägen. Und wenn derartige Informationen über die zukünftigen Risiken eines Projektes vorliegen, sollten offenkundig auch diese (Insider-) Informationen für die Bewertung herangezogen werden und damit erübrigt sich die unzureichende Abschätzung der Ri-

siken aus den Kapitalmarktinformationen, wie es durch die Anwendung des CAPMs geschieht.

Unternehmensinterne Risikoinformationen versus unzureichende Kapitalmarkt- abschätzung

Für die Bestimmung risikogerechter Kapitalkostensätze im Kontext eines wertorientierten Managements ist es notwendig, die unternehmensinternen Risikoinformationen (des Risikomanagements) adäquat auszuwerten. Der erste Schritt ist hierbei eine durch adäquate Prozesse abgesicherte Risikoanalyse, deren Resultat ein quantifiziertes Risikoinventar darstellt. Die Einzelrisiken sind durch adäquate Wahrscheinlichkeitsverteilungen zu beschreiben. Neben der Binomialverteilung (Schadenshöhen und Eintrittswahrscheinlichkeiten) für ereignisorientierte Risiken und der Normalverteilung (beispielsweise für Wechselkurs- und Rohstoffpreisrisiken) ist u. a. auch die Dreiecksverteilung ein nützliches Instrument, mit dem Planungspositionen beschrieben werden durch (a) Mindestwert, (b) wahrscheinlichsten Wert und (c) Maximalwert [vgl. Gleißner/Romeike 2011 sowie Romeike 2010].

Für eine risikogerechte Bewertung und die Ableitung von Kapitalkostensätzen ist der aggregierte Gesamtumfang der nicht diversifizierten Risiken ausschlaggebend. Notwendig ist deshalb ein Verfahren, um die Einzelrisiken zu aggregieren.

Um unterschiedliche Risiken (mit verschiedenen Wahrscheinlichkeiten) zu aggregieren, kann nur die stochastische Szenarioanalyse (basierend auf einer Monte-Carlo-Simulation) genutzt werden. Bei diesem Verfahren werden die Wirkungen der wichtigsten Einzelrisiken des Unternehmens (unter Beachtung von Korrelationen) den Posten der Plan-GuV und Plan-Bilanz zugeordnet, wo sie positive oder negative Planabweichungen auslösen können [vgl. vertiefend Gleißner/Romeike 2012]. In unabhängigen Simulationsläufen werden viele Tausend risikobedingt mögliche Zukunftsszenarien betrachtet und dabei jeweils eine Ausprägung der GuV (Gewinn/Cashflow) oder Bilanz berechnet. Die Gesamtheit aller Simulationsläufe liefert eine „repräsentative Stichprobe“ aller möglichen risikobedingten Zukunftsszenarien des Unternehmens. Aus den ermittelten Realisationen der Zielgrößen ergeben sich aggregierte Häufigkeitsverteilungen, die beispielsweise die „Bandbreite“ des Cashflows zeigen (vgl. ► **Abb. 02**).

Ausgehend von der Häufigkeitsverteilung der Gewinne kann man unmittelbar und konsistent zur Planung auf den Eigenkapitalbedarf (und den Liquiditätsbedarf) des Unternehmens im Planungszeitraum schließen. Zur Vermeidung einer Überschuldung benötigt man so viel Eigenkapital, wie (mit einer vom Ziel-Rating abhängigen Wahrscheinlichkeit p) Verluste auftreten können, die das Eigenkapital verzehren (bzw. dem (relativen) „Value at Risk“ oder „Earnings at Risk“). Ökono-

misch lässt sich der Eigenkapitalbedarf als Umfang möglicher Verluste (oder Planabweichungen) in einem „Worst-Case-Szenario“ interpretieren, das allerdings durch eine genau spezifizierte Wahrscheinlichkeitszuordnung klar präzisiert ist.

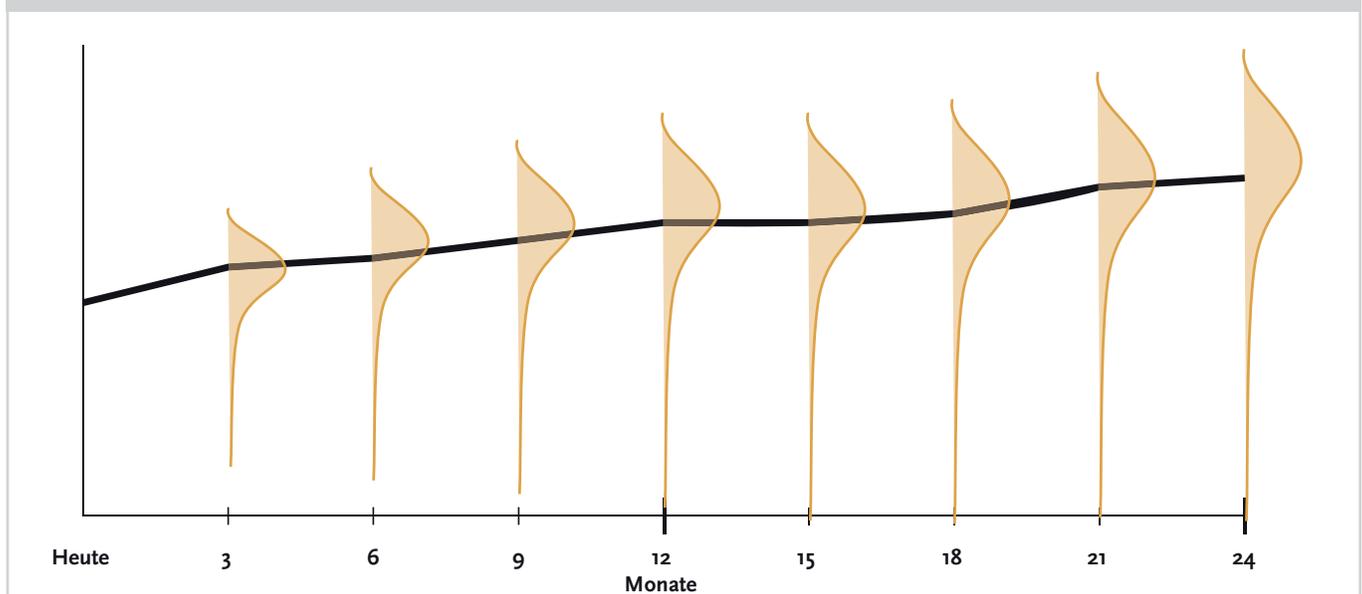
Bei dieser Betrachtung wird das einem Unternehmen zur Verfügung stehende Eigenkapital gedanklich getrennt in einen risikotragenden Teil (EKB) und einen Teil, der zur Abdeckung risikobedingter Verluste nicht erforderlich ist („Gesellschafterdarlehen“). Sollten Informationen über einzelne Risiken, die die Voraussetzung für die Bestimmung des Risikoumfangs mittels Risikoaggregation sind, nicht vorliegen, kann im einfachsten Fall in einer Diskussion mit den Führungskräften des Unternehmens eine Abschätzung des realistischen Umfangs von Verlusten in einem „Stressszenario“ vorgenommen werden.

Ein weiterer wesentlicher Vorteil der Risikosimulation besteht darin, dass auf diese Weise entscheidungs- und bewertungsrelevante „Erwartungswerte“ beispielsweise von Erträgen oder Cashflows berechnet werden, da Chancen (mögliche positive Abweichungen) und Gefahren (mögliche negative Abweichungen) gegeneinander abgewogen werden. Traditionelle Planwerte – im Sinne von wahrscheinlichsten Werten (Modalwert) – sind keine adäquate Entscheidungsgrundlage [vgl. Gleißner 2008 sowie Romeike 2010].

Zusammenfassend ergibt sich für die Bewertung eines Unternehmens oder/und

Bandbreite von Cashflows bzw. Gewinn/EBIT

► **Abb. 02**



eines Investments, damit folgende Bewertungsgleichung:

$$W(\tilde{Z}) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(\tilde{Z}_t) - r_{z,p} \cdot EKB_{p,t}}{(1 + r_f)^t}$$

Bei einer Investition steht in der Regel der Netto-Barwert im Mittelpunkt, bei dem die Investitionsauszahlung (I_0 in $t=0$) abzuziehen ist, wobei hier, anders als beim Unternehmenskauf, kein Kaufpreis für das Recht zur Durchführung der Investition zu berücksichtigen ist, der den Eigenkapitalbedarf erhöhen würde. Alternativ ist damit auch ein Bewertungsansatz denkbar, bei dem ein vorhandener Netto-Kapitalwert sofort als Bestandteil des (Marktwerts des) Eigenkapitals interpretiert wird und die gleiche erwartete Rendite zugeordnet bekommt (d. h. $k_{EK} = r_f + r_{z,p}$) [vgl. Gleißner/Wolfrum 2008; Knackstedt 2009].

Zu beachten ist, dass sowohl die Höhe des Eigenkapitalbedarfs als auch der Risi-

kozuschlag ($r_{z,p}$) vom vorgegebenen (von den Gläubigern akzeptierten) Wahrscheinlichkeitsniveau p abhängt. Eine niedrigere akzeptierte Ausfallwahrscheinlichkeit (ein besseres Rating) führt einerseits zu einem höheren Bedarf an (teurem) Eigenkapital, aber durch die geringere Risikoübernahme bei den Gläubigern zugleich zu einem Sinken des Risikozuschlagsatzes.

Zwischenfazit: Zur risikogerechten Bestimmung des Wertes $W(\tilde{Z}_1)$ einer unsicheren Zahlung, wird der Erwartungswert der Zahlung, also $E(\tilde{Z}_1)$ zunächst um einen Risikoabschlag reduziert und das so bestimmte Sicherheitsäquivalent dann mit dem Zinssatz einer risikolosen Anlage (r_f) diskontiert. Die Höhe des Risikoabschlags entspricht dabei dem Produkt aus dem Eigenkapitalbedarf und der Risikoprämie (dem Risikozuschlag $r_{z,p}$), also der erwarteten Mehrrendite für die Risikoübernahme der Eigenkapitalgeber gegenüber den Fremdkapitalgebern. Den Risikoabschlag kann man damit auch als kalkulatorische

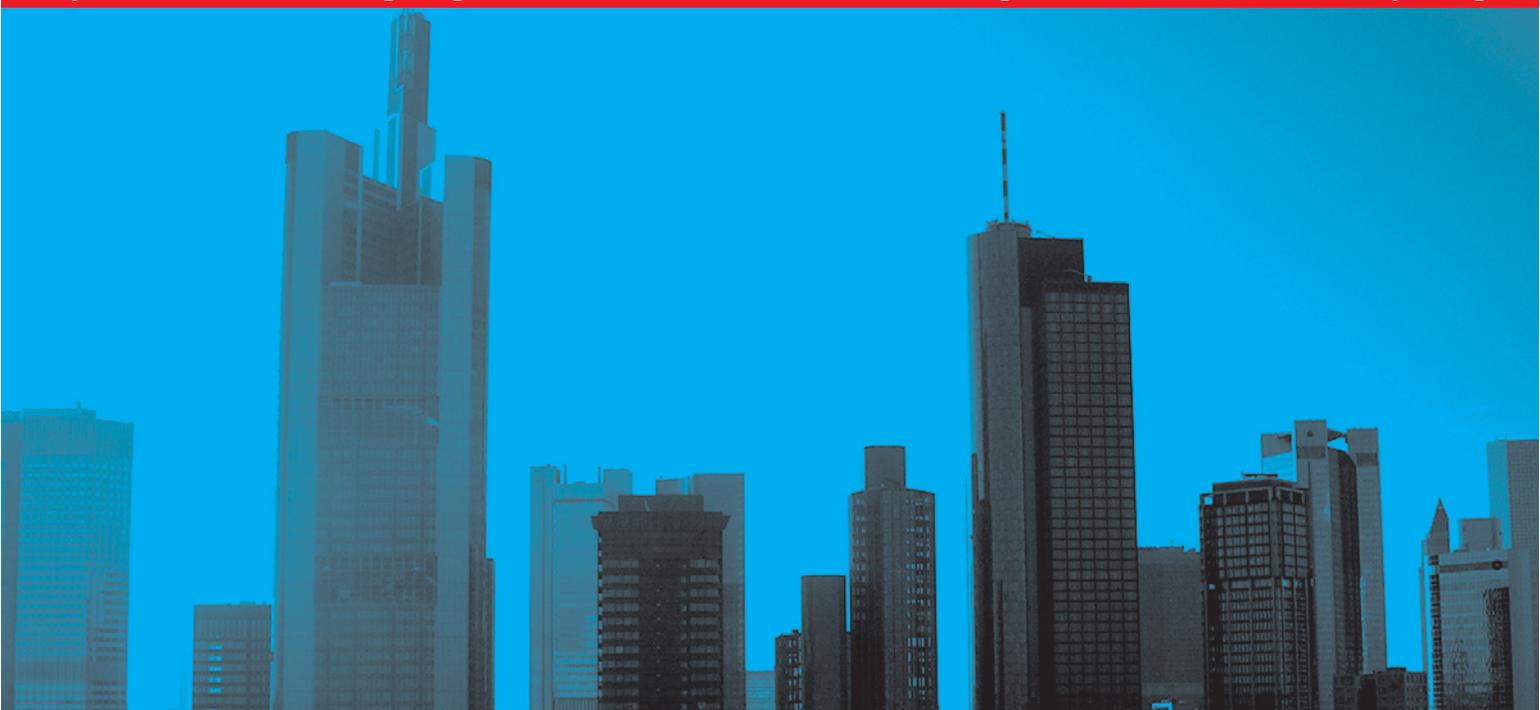
Mehrkosten des Eigenkapitals interpretieren („Wagniskosten“).

CAPM als Schwachpunkt der Unternehmenssteuerung

Die Anwendung des CAPMs im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung ist die primäre methodische Ursache für die unzureichende Fähigkeit von nicht wenigen (börsennotierten) Unternehmen Ertrag und Risiko bei Entscheidungen abzuwägen. Möglicherweise liegt hier der größte Schwachpunkt in der (wertorientierten) Unternehmenssteuerung überhaupt. Das CAPM, zumindest seine in der Praxis übliche Anwendung mit den aus historischen Renditen abgeleiteten Betafaktor als Risikomaß, ist das Kernproblem der betriebswirtschaftlichen Entscheidungsvorbereitung in der heutigen (sogenannten „wertorientierten“) Managementpraxis. Es erscheint kaum überzogen – in Anlehnung an Warren Buffets Aus-

Anzeige

+ Liquidität +++ Risikotragfähigkeit +++ Zinsrisiko +++ Stresstesting +++ Kreditrisiko +++ Reporting ++



Fachtagung | 17. und 18. April 2012 | vereon.ch/rwb

**RISIKO- UND WERTORIENTIERTE
GESAMTBANKSTEUERUNG**

sage zu Derivaten – das CAPM als „ökonomische Massenvernichtungswaffe“ zu bezeichnen. Das CAPM wird als (implizite) Rechtfertigung gebraucht (missbraucht), um auf eine systematische und fundierte Risikoanalyse und Risikoabwägung bei Entscheidungen zu verzichten. Die nur minimal (wenn überhaupt) differenzierten Kapitalkostensätze als Anforderungen an die zu erwartenden Renditen, differenzieren nicht adäquat zwischen Projekten (oder Geschäftsbereichen) mit „hohem“ und „niedrigem“ Risiko.

Eine fundierte Risikoanalyse ist aus Sicht des CAPM nicht erforderlich, weil einfach der Betafaktor als Risikomaß genutzt wird. Tatsächlich sind jedoch nur unter realitätsfernen Annahmen die tatsächlichen Auswirkungen von Risiken der Projekte so adäquat erfasst – was nicht zuletzt die jüngste Wirtschafts- und Finanzkrise eindringlich gezeigt hat.

Zum einen ist zu beachten, dass nur bei symmetrischen Verteilungen sich Chancen (mögliche positive Abweichungen) und Gefahren (mögliche negative Abweichungen) in ihrer Wirkung auf den Erwartungswert des Ergebnisses kompensieren – dies ist bei der im CAPM unterstellten Normalverteilungshypothese sicherlich gewährleistet, nicht jedoch angemessen für viele der in der Praxis existierenden (beispielsweise außerordentlichen) Risiken [vgl. vertiefend Gleißner/Romeike 2010 sowie Mandelbrot 2005]. Wenn man jedoch gestützt auf die Hypothese des CAPM nur die im Betafaktor ausgedrückten systematischen Risiken als bewertungsrelevant ansieht, und damit eine fundierte Risikoanalyse vernachlässigt, werden auch diese Implikationen des Risikos für den Wert nicht adäquat eingeschätzt.

Zudem werden die Konsequenzen von systematischen – und auch den nicht diversifizierten unsystematischen – Risiken für die Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit den Terminal Value ignoriert. Gerade die Risiken bewirken, dass Unternehmen nicht „ewig“ existieren. Die Möglichkeit der Insolvenz, der den Zahlungsstrom für die Eigentümer beendet, verdeutlicht – ebenso wie indirekte Konkurskosten – auch die Bewertungsrelevanz unsystematischer Risiken und zeigt die durch den praktischen Umgang mit dem CAPM ausgelösten Gefahr, diese im Rahmen der Analyse und Projektbewertung zu vernachlässigen. Schließlich ist

auch zu fragen, ob die aus historischen Daten abgeleiteten Betafaktoren wenigstens die systematischen Risiken adäquat erfassen.

Empirische Daten zeigen beispielsweise die Bewertungsimplikation der Schiefe und Wölbung von Verteilungen – vor allem aber ist äußerst zweifelhaft, ob sich die bewertungsrelevanten systematischen Risiken der zukünftigen Zahlungen (Cashflow) aus einem Projekt oder Geschäftsbereich in historischen Kursbewegungen (Aktienrenditen) widerspiegeln. Bei der alleinigen Betrachtung historischer Renditen waren nicht einmal die gewaltigen systematischen und sogar systemgefährdenden Risiken erkennbar, die in Asset Backed Securities (beispielsweise auf Immobilien) lauerten. Und diese haben bekanntlich die gesamte Weltwirtschaft an den Rand eines Kollaps geführt. □

Fazit und Ausblick

Die praktische Anwendung des CAPM in der Unternehmersteuerung und die damit einhergehende Risikoanalyse haben schwerwiegende Konsequenzen. Auf betriebswirtschaftlicher Ebene einzelner Unternehmen fehlt ein adäquates Abwägen von Erträgen und Risiken in der Entscheidungsvorbereitung.

In einem unvollkommenen Kapitalmarkt lassen sich aus historischen Schwankungen von Aktienrenditen keine adäquaten Folgerungen für die zukünftigen (bewertungsrelevanten) Cashflow-Risiken ableiten.

Als Fazit ist festzuhalten, dass das Risikomanagement im Rahmen der Unternehmenssteuerungssysteme eine zentrale Stellung einnehmen sollte. Es sind gerade die Informationen der unternehmensinternen Risikoanalyse, die in einem unvollkommenen Kapitalmarkt die Grundlage bilden, um risikogerechte Kapitalkostensätze für die Bewertung und die Berechnung von Wertbeiträgen (wie beispielsweise Economic Value Added®) zu bestimmen. Notwendig ist eine geschäftsbereich-, projekt- und handlungsoptionsspezifische Differenzierung der Kapitalkostensätze, um auf diese Weise erwartete Erträge und Risiken bei Entscheidungen gegeneinander abwägen zu können. Gerade die Erfahrungen der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise zeigen, dass dieses Abwägen bei vielen Entscheidungen offenkundig nicht vor-

genommen wurde – und darüber hinaus auch Ratingrestriktionen (Restriktionen der Risikotragfähigkeit) oft nicht berücksichtigt wurden.

Das Kernproblem der „wertorientierten Steuerung“ besteht heute noch darin, dass in vielen Unternehmen die Risiken des Unternehmens nicht adäquat durch ein integriertes Risikomanagementsystem quantifiziert, aggregiert und entscheidungsorientiert aufbereitet werden.

Quellenverzeichnis sowie weiterführende Literaturhinweise:

Crasselt, N./Pellens, B./Schmidt, A. (2010): Zusammenhang zwischen Wert- und Risikomanagement – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: *Controlling*, 22. Jg. (2010), S. 405-410.

Gleißner, W. (2008): Erwartungstreue Planung und Planungssicherheit – Mit einem Anwendungsbeispiel zur risikoorientierten Budgetierung, in: *Controlling*, 20. Jg. (2008), H. 2, S. 81-87.

Gleißner, W. (2009): Kapitalmarktorientierung statt Wertorientierung: Volkswirtschaftliche Konsequenzen von Fehlern bei Unternehmens- und Risikobewertungen, in: *WSI Mitteilungen*, 6/2009, S. 310-318.

Gleißner, W. (2011): Risikoanalyse und Replikation für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: *WiSt*, 7/2011, S. 345-352.

Gleißner, W./Romeike, F. (2008): Analyse der Subprime-Krise: Risikobindheit und Methodikschwächen, in: *RISIKO MANAGER*, 21/2008, S. 8-12.

Gleißner, W./Romeike, F. (2010): Risikobindheit und Methodikschwächen im Risikomanagement, in: *Romeike, F. (Hrsg.): Die Bankenkrise – Ursachen und Folgen im Risikomanagement*, Köln 2010, S. 59-88.

Gleißner, W./Romeike, F. (2011): Die größte anzunehmende Dummheit im Risikomanagement – Berechnung der Summe von Schadenserwartungswerten als Maß für den Gesamtrisikoumfang, in: *Risk, Compliance & Audit (RC&A)*, 01/2011, S. 21-26.

Gleißner, W./Romeike, F. (2012): Bandbreitenplanung und unternehmerische Entscheidungen bei Unsicherheit, in: *Risk, Compliance & Audit (RC&A)*, 01/2012, S. 17-22.

Gleißner, W./Wolfrum, M. (2008): Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß, in: *FINANZ BETRIEB*, 9/2008, S. 602-614.

Knackstedt, H.W. (2009): Klein- und Mittelunternehmen (KMU) richtig bewerten, *AvM Akademische Verlagsgemeinschaft*, München 2009.

Kruschwitz, L./Milde, H. (1996): Geschäftsrisiko, Finanzierungsrisiko und Kapitalkosten, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (ZfbF)*, 48. Jg. (1996), H. 12, S. 1115-1132.

Mandelbrot, B. B. (2005): (Mis)behaviour of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin and Reward, London 2005.

Mandelbrot, B. B. (2004): *Fraktale und Finanzen – Märkte zwischen Risiko, Rendite und Ruin*, München 2004.

Rieder, M. (2010): Implikationen auf die Weiterentwicklung des Kreditrisikocontrollings, in: *Romeike, F. (Hrsg.): Die*

Bankenkrise – Ursachen und Folgen im Risikomanagement, Köln 2010, S. 89-110.

Romeike, F./Hager, P. (2009): Erfolgsfaktor Risikomanagement 2.0: Lessons learned, Methoden, Checklisten und Implementierung, Wiesbaden 2009.

Romeike, F. (2010): Die Bankenkrise – Ursachen und Folgen im Risikomanagement, Köln 2010.

Romeike, F. (2010): Risikoadjustierte Unternehmensplanung – Optimierung risikobehafteter Entscheidungen ba-

sierend auf stochastischen Szenariomethoden, in: *Risk, Compliance & Audit (RC&A)*, 06/2010, S. 13-19.

Tillmann, M. (2006): Allokation von Risikokapital im Versicherungsgeschäft, in: *Risiko Manager*, Teil 1 in 04/2006, S. 4-9 und Teil 2 in 05/2006, S. 22-27.

Weißberger, B. E./Löhr, B.W. (2010): Integriertes Risikocontrolling in Industrieunternehmen, in: *ZfCM*, 54. Jg. (2010), H. 5, S. 336-343.

Autoren:

Dr. Werner Gleißner, Vorstand FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen.

Frank Romeike, Geschäftsführender Gesellschafter RiskNET GmbH und verantwortlicher Chefredakteur der Zeitschriften Risk, Compliance & Audit (RC&A) und RISIKO MANAGER.

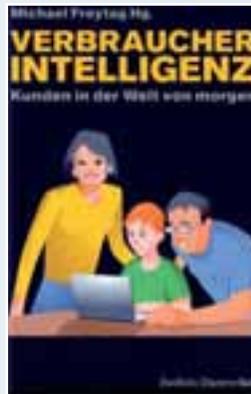
[BUCHBESPRECHUNG]

Michael Freytag (Hrsg.): Verbraucherintelligenz. Kunden in der Welt von morgen

F.A.Z.-Institut, Frankfurt/Main 2012, 286 Seiten, 29,90 EUR, ISBN-13:978-389981-262-6.

■ Der private Konsum ist ein herausragender Wirtschaftsfaktor: 58 Prozent des deutschen Bruttoinlandproduktes basiert auf dem Konsum von Verbrauchern. Rechnerisch wird in unserem Land an jedem Tag für vier Milliarden Euro privat gekauft. Ein immer größer werdender Teil des Konsums wird reibungslos über Kredite finanziert. Obwohl die Anzahl der Ratenkredite in den vergangenen fünf Jahren um 30 Prozent gestiegen ist, blieb es bei einer konstant hohen positiven Rückzahlungsquote: 97,5 Prozent aller Verbraucherkredite werden ordnungsgemäß zurückgezahlt. Dies ist zum einen auf die Verbraucherintelligenz im Rahmen des persönlichen Finanzmanagements zurückzuführen, zum anderen aber auch auf das funktionierende Risikomanagement von Handel und Kreditwirtschaft.

Nun hat sich das Verbraucherverhalten in den vergangenen Jahren allerdings stark gewandelt: Die Kunden sind viel informierter und kritischer als früher, sie vernetzen sich, sie vergleichen und sie erwarten Transparenz. Aber auch die Unternehmen wissen mehr über ihre Kunden – und stellen sich darauf ein. Die Entwicklungen auf diesem Gebiet sind so vielfältig, dass sich selbst ganze Wissenschaftszweige auf diesem Gebiet herausgebildet haben. „Neuromarketing“ und „Behavioural Economics“ sind hierfür nur zwei Stichwörter. In dem Sammelband kommen Autoren verschiedener Disziplinen (Gehirnforschung, Psychologie, Medien, Wirtschaft, Verbände, Marktforschung u. a.) zu Wort und diskutieren die kommenden Trends. Dabei steht primär die Perspektive des Verbrauchers im Vordergrund: Wie wirken die derzeit beobachtbaren Entwicklungen auf das Verbraucherverhalten im Jahr 2020? Was wird sich durch neue technische Möglichkeiten verändern? Wie werden die Unternehmen darauf reagieren? Gerade diese Perspektive macht das Buch für jene besonders interessant, die



im Retailgeschäft engagiert sind und wissen wollen, welche Bedürfnisse der Kunde von morgen zeigt.

Dem individuellen Kreditrisiko oder der persönlichen Bonität kommt dabei eine zentrale Rolle zu, denn hier liegt das Fundament für eine aktive Partizipation am Konsum (S. 9ff.). Nicht nur Kredite werden auf Basis von Ratings oder Scorings ausbezahlt, auch Einkäufe auf Rechnung im Handel oder im Internet beruhen regelmäßig auf einer personenbezogenen Prognose des individuellen Zahlungsausfallrisikos. In der Ära von Internet und expandierendem E-Commerce sehen sich sowohl Verbraucher als auch Unternehmen immer neuen und permanent anspruchsvolleren Herausforderungen ausgesetzt.

Der Herausgeber, früherer Finanzsenator in Hamburg und seit Ende 2010 Vorsitzender des Vorstands der Schufa, gliedert das Buch in sechs Kapitel: Verbraucherschutz, Gehirnforschung, Geldanlage und Vorsorge, Verbraucherbeteiligung, Zielgruppen sowie Verbraucherverhalten 2020. Er gibt ausgewiesenen Experten die Möglichkeit, über Kunden in der Welt von heute und morgen zu reflektieren und dabei den Bogen über verschiedene Disziplinen zu spannen. So sieht die Expertin für Konsumverhalten Lucia A. Reisch gerade in der wachsenden Bedeutung von Social Media eine große Chance, einen echten Dialog zwischen Unternehmen und Kunden zu führen (S. 22ff.). Und Hermann-Josef Tenhagen stellt die Frage nach einem sinnvollen Kundendatenschutz für die Zukunft (S. 57ff.). Der Gehirnforscher Manfred Spitzer hat herausgefunden, dass das Glücksgefühl beim Einkaufen ungefähr 10 Sekunden anhält (S. 66ff.) und zeigt auf, welche Schlüsse sich daraus für einen intelligenteren Konsum der Verbraucher ergeben. Ute Volkmann untersucht im Kapitel Verbraucherbeteiligung am Beispiel des Zeitungslesers, der zum Reporter wird, kritisch die Entwicklung des Konsumenten hin zum Prosumenten (S. 159ff.). Und im Kapitel Zielgruppen nimmt Jugendforscher Claus Tully unter anderem Jugendliche, Frauen und die Bedürfnisse der älteren Generation unter die Lupe (S. 211ff.). Der Band ist sehr ansprechend aufgemacht, vierfarbig produziert und liest sich leicht. Es erweist sich auch für Risikomanager als interessante Lektüre. (Stefan Hirschmann)

RISIKO MANAGER Rating: Praxisbezug: ■■■■□ Inhalt: ■■■■■ Verständlichkeit: ■■■■■ Gesamt: ■■■■□

Bankenkrise – Ursachen und Folgen im Risikomanagement, Köln 2010, S. 89-110.

Romeike, F./Hager, P. (2009): Erfolgsfaktor Risikomanagement 2.0: Lessons learned, Methoden, Checklisten und Implementierung, Wiesbaden 2009.

Romeike, F. (2010): Die Bankenkrise – Ursachen und Folgen im Risikomanagement, Köln 2010.

Romeike, F. (2010): Risikoadjustierte Unternehmensplanung – Optimierung risikobehafteter Entscheidungen ba-

sierend auf stochastischen Szenariomethoden, in: *Risk, Compliance & Audit (RC&A)*, 06/2010, S. 13-19.

Tillmann, M. (2006): Allokation von Risikokapital im Versicherungsgeschäft, in: *Risiko Manager*, Teil 1 in 04/2006, S. 4-9 und Teil 2 in 05/2006, S. 22-27.

Weißberger, B. E./Löhr, B.W. (2010): Integriertes Risikocontrolling in Industrieunternehmen, in: *ZfCM*, 54. Jg. (2010), H. 5, S. 336-343.

Autoren:

Dr. Werner Gleißner, Vorstand FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen.

Frank Romeike, Geschäftsführender Gesellschafter RiskNET GmbH und verantwortlicher Chefredakteur der Zeitschriften Risk, Compliance & Audit (RC&A) und RISIKO MANAGER.

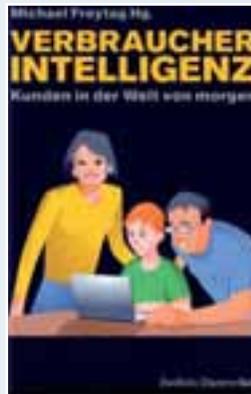
[BUCHBESPRECHUNG]

Michael Freytag (Hrsg.): Verbraucherintelligenz. Kunden in der Welt von morgen

F.A.Z.-Institut, Frankfurt/Main 2012, 286 Seiten, 29,90 EUR, ISBN-13:978-389981-262-6.

■ Der private Konsum ist ein herausragender Wirtschaftsfaktor: 58 Prozent des deutschen Bruttoinlandproduktes basiert auf dem Konsum von Verbrauchern. Rechnerisch wird in unserem Land an jedem Tag für vier Milliarden Euro privat gekauft. Ein immer größer werdender Teil des Konsums wird reibungslos über Kredite finanziert. Obwohl die Anzahl der Ratenkredite in den vergangenen fünf Jahren um 30 Prozent gestiegen ist, blieb es bei einer konstant hohen positiven Rückzahlungsquote: 97,5 Prozent aller Verbraucherkredite werden ordnungsgemäß zurückgezahlt. Dies ist zum einen auf die Verbraucherintelligenz im Rahmen des persönlichen Finanzmanagements zurückzuführen, zum anderen aber auch auf das funktionierende Risikomanagement von Handel und Kreditwirtschaft.

Nun hat sich das Verbraucherverhalten in den vergangenen Jahren allerdings stark gewandelt: Die Kunden sind viel informierter und kritischer als früher, sie vernetzen sich, sie vergleichen und sie erwarten Transparenz. Aber auch die Unternehmen wissen mehr über ihre Kunden – und stellen sich darauf ein. Die Entwicklungen auf diesem Gebiet sind so vielfältig, dass sich selbst ganze Wissenschaftszweige auf diesem Gebiet herausgebildet haben. „Neuromarketing“ und „Behavioural Economics“ sind hierfür nur zwei Stichwörter. In dem Sammelband kommen Autoren verschiedener Disziplinen (Gehirnforschung, Psychologie, Medien, Wirtschaft, Verbände, Marktforschung u. a.) zu Wort und diskutieren die kommenden Trends. Dabei steht primär die Perspektive des Verbrauchers im Vordergrund: Wie wirken die derzeit beobachtbaren Entwicklungen auf das Verbraucherverhalten im Jahr 2020? Was wird sich durch neue technische Möglichkeiten verändern? Wie werden die Unternehmen darauf reagieren? Gerade diese Perspektive macht das Buch für jene besonders interessant, die



im Retailgeschäft engagiert sind und wissen wollen, welche Bedürfnisse der Kunde von morgen zeigt.

Dem individuellen Kreditrisiko oder der persönlichen Bonität kommt dabei eine zentrale Rolle zu, denn hier liegt das Fundament für eine aktive Partizipation am Konsum (S. 9ff.). Nicht nur Kredite werden auf Basis von Ratings oder Scorings ausbezahlt, auch Einkäufe auf Rechnung im Handel oder im Internet beruhen regelmäßig auf einer personenbezogenen Prognose des individuellen Zahlungsausfallrisikos. In der Ära von Internet und expandierendem E-Commerce sehen sich sowohl Verbraucher als auch Unternehmen immer neuen und permanent anspruchsvolleren Herausforderungen ausgesetzt.

Der Herausgeber, früherer Finanzsenator in Hamburg und seit Ende 2010 Vorsitzender des Vorstands der Schufa, gliedert das Buch in sechs Kapitel: Verbraucherschutz, Gehirnforschung, Geldanlage und Vorsorge, Verbraucherbeteiligung, Zielgruppen sowie Verbraucherverhalten 2020. Er gibt ausgewiesenen Experten die Möglichkeit, über Kunden in der Welt von heute und morgen zu reflektieren und dabei den Bogen über verschiedene Disziplinen zu spannen. So sieht die Expertin für Konsumverhalten Lucia A. Reisch gerade in der wachsenden Bedeutung von Social Media eine große Chance, einen echten Dialog zwischen Unternehmen und Kunden zu führen (S. 22ff.). Und Hermann-Josef Tenhagen stellt die Frage nach einem sinnvollen Kundendatenschutz für die Zukunft (S. 57ff.). Der Gehirnforscher Manfred Spitzer hat herausgefunden, dass das Glücksgefühl beim Einkaufen ungefähr 10 Sekunden anhält (S. 66ff.) und zeigt auf, welche Schlüsse sich daraus für einen intelligenteren Konsum der Verbraucher ergeben. Ute Volkmann untersucht im Kapitel Verbraucherbeteiligung am Beispiel des Zeitungslesers, der zum Reporter wird, kritisch die Entwicklung des Konsumenten hin zum Prosumenten (S. 159ff.). Und im Kapitel Zielgruppen nimmt Jugendforscher Claus Tully unter anderem Jugendliche, Frauen und die Bedürfnisse der älteren Generation unter die Lupe (S. 211ff.). Der Band ist sehr ansprechend aufgemacht, vierfarbig produziert und liest sich leicht. Es erweist sich auch für Risikomanager als interessante Lektüre. (Stefan Hirschmann)

RISIKO MANAGER Rating: Praxisbezug: ■■■■ □ Inhalt: ■■■■ ■ Verständlichkeit: ■■■■ ■ Gesamt: ■■■■ □