Frank Corell, Bad Homburg v.d.H.

Value Based Management (VBM): Teil II: Fallstudie Schaden- und Unfallversicherer[1]

Im Teil I[2] dieser Aufsatzreihe wurden Notwendigkeit und Tragweite des Konzepts der „wertorientierten Unternehmensführung von Versicherungen", d.h. des Value Based Management (VBM), begründet und erste Hinweise zur Umsetzung geliefert. Im Kern hat sich dabei gezeigt, daß VBM ...

- ein geeignetes Managementparadigma für die aktuellen Herausforderungen durch die deregulierten Versicherungs- und globalisierten Kapitalmärkte ist.
- mehrere hilfreiche Modelle aus der Risiko- und Kapitalmarkttheorie sowie aus der praktischen Risikosteuerung, z. B. im Handelsgeschäft von Kreditinstituten, integriert.
- in seiner Grundform einfach als Prozeßentwurf abbildbar ist.
- wegen seiner Fokussierung auf die Wertsteigerung den Konsens über die strategische Planung in Managementgremien[3] erleichtern kann.
- vielfältige Unterstützung zur operativen Geschäftssteuerung liefern kann.
- neben kulturellen und verhaltensbezogenen Änderungen von den Entscheidungsträgern auch einen Umbau des Controlling-Instrumentariums verlangt.

Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, in Form einer Fallstudie für einen Schaden- und Unfallversicherer, die „VBM Versicherungs-AG", die praktische Umsetzbarkeit des Ansatzes im Dienste der Wertsteigerung zu veranschaulichen. Neben der Untermauerung der Aussagen aus Teil I wird hier gezeigt, daß bzw. wie ...

- Managementerwartungen genutzt werden können, um über relativ einfache quantitative Verfahren simultan eine effiziente Kombination aus Versicherungsgeschäfts- und Kapitalanlagestruktur sowie Finanzierung zu ermitteln, d. h. im Sinne der Fallstudie die Grundform eines Strategischen Gesamtplans zu erstellen.
- der Ansatz Transparenz bzgl. des eingegangenen Gesamtrisikos schafft, Steuerungsimpulse generiert und die renditeorientierte Ressourcenallokation durch das Management erleichtert/rationalisiert.
- die strategischen Folgerungen des VBM-Ansatzes angesichts der Kapitalmarktentwicklung der vergangenen Jahre und der Globalisierung der Finanz-/Risikomärkte hochaktuell sind.

Ausgangslage der „VBM Versicherungs-AG"

Alle in diesem Beitrag verwendeten Daten sind fiktiv, aber in ihren Relationen durchaus realitätsnah und aktuell. Das Management der „VBM Versicherungs-AG" ermittelt für (Ende) 1997 folgende Strukturdaten (Abbildung 1):

Die Gliederung der/des ...

- Kapitalanlagestruktur (Asset Allocation) gestaltet das Management hier bewußt nicht nach bilanziellen Kategorien, sondern nach (homogenen) Risiko-/Assetklassen, in Anlehnung an Kapitalmarktusancen. So sind bspw. unter ‚Aktien' auch die (bilanziell anders ausgewiesenen) Marktwerte von Beteiligungen subsumiert und unter den Renten auch die (bilanziell separierten) Baufinanzierungen und andere Darlehen.
- Prämienstruktur entspricht der der Rechnungslegung; darin ist bereits eine angemessene Risikosegmentierung enthalten.
- Risikokapitals – und damit der Finanzierung – erfolgt nach der Form seiner Bindung; die Reihenfolge reflektiert tendenziell die Liquidierbarkeit im Bedarfsfall, d. h. wenn die eingegangenen Risiken in Versicherungsgeschäft und Kapitalanlage zum ‚Verzehr' von Risikokapital führen sollten.

VBM: Einstieg in den Regelkreis

Das angestrebte Unternehmensziel der „VBM Versicherungs-AG" ist eine Maximierung des Unternehmenswertes. Wichtigster vom Management beeinflußbarer Bestimmungsfaktor für den Unternehmenswert ist die Rendite auf das eingesetzte, der Höhe nach risikogerechte Risikokapital (RORAC[4]). Der Zusammenhang zwischen Unternehmenswert und RORAC ist ähnlich zwingend wie der zwischen Nominalzins (Kupon) und Rückzahlungsbetrag einer Anleihe: Je höher der Nominalzins, desto höher – ceteris paribus – der Marktwert der Anleihe. Im Unterschied zur Anleihe ist aber die Rendite auf das Risikokapital (RORAC) der „VBM Versicherungs-AG" nicht fix, sondern variabel, und zwar abhängig von Managementfertigkeit und Marktentwicklung. Das Management strebt daher eine *nachhaltige* effiziente RORAC an, d. h., daß

- in Marktwerten gemessen
- das im Unternehmen eingesetzte risikogerechte Risikokapital (RAC[5])

1 In der vorhergehenden Ausgabe von DER AKTUAR erschien bereits Teil I: ‚Zielsetzung und Einsatzmöglichkeit in der Versicherungswirtschaft' (4. Jg., Heft 1, März 1998, Seite 27–34); in der kommenden Ausgabe folgt Teil III: ‚Lebensversicherer, Schwerpunkt kapitalbildende LV' (Heft 3, September 1998).

2 Zum leichteren Verständnis dieser Fallstudie empfiehlt sich die Lektüre von Teil I (vgl. Fn. 1).

3 Der ‚strategische Plan' im Sinne der Grundform des VBM-Konzeptes umfaßt „eine simultane und effiziente Abstimmung der Kapitalanlage-, Versicherungsgeschäfts- und Finanzierungsstruktur über 1–5 Jahre".

4 RORAC = Return on Risk Adjusted Capital (Rendite auf das vom Management als risikogerecht erachtete Risikokapital).

5 RAC = Risk Adjusted Capital (risikogerechts, d. h. notwendiges Risikokapital).

Ausgangsstrukturen der "VBM Versicherungs-AG" (Marktwerte)

Asset Allocation			Prämienstruktur			Risikokapital (Finanzierung)		
Assetklasse	(Mio.)	(%)	Vers.-zweig/-art	(Mio.)	(%)	Form	(Mio.)	(%)
Aktien D	120	14%	Unfall	40	8%	Bewertungsreserve Aktien	45	11%
Aktien Intl.	10	1%	Haftpflicht	65	14%	Bewertungsreserve Renten	60	15%
Renten D	550	65%	Kraftfahrt	85	18%	Bewertungsreserve Immobilien	30	7%
Renten Intl.	60	7%	Feuer	60	13%	sonstige Reserven (z.B. § 6b EStG)	65	16%
Immobilien	60	7%	Hausrat	40	8%	Schwankungsrückstellung	110	27%
Geldmarkt	50	6%	Wohngebäude	45	9%	bilanziertes Eigenkapital	100	24%
			Technische Vers.	55	11%			
			Transport	55	11%			
			Betriebsunterbr.	35	7%			
Summen	850	100%		480	100%		410	100%

Abbildung 1

- im Durchschnitt, d. h. unter Schwankungen, eine Rendite erwarten läßt, die
- den Unternehmenswert maximiert.

Damit erhält sich das Unternehmen *nachhaltig*

- den Zugriff auf günstige Finanzierungmittel für (künftiges) Wachstum über Kapitalerhöhungen und
- das Vertrauen seiner Gesellschafter/Anleger, deren Anlagerendite dann zwangsläufig auf (oder zeitweise über) der Rendite der relevanten Branchenbenchmark (RAROC[6]) liegt; letztere gegebenenfalls repräsentiert durch eine Aktienindexrendite.

Diese beiden Aspekte sind aus Sicht des Managements wesentlich zur strategischen Existenzsicherung.

Da der Unternehmenswert der Barwert aller (!) künftigen Cash flows ist, gibt es bei Umsetzung dieses Konzepts – entgegen landläufiger Meinung – keine Verlierer: Unternehmenswertmaximierung kann nur gemeinsam und im Einvernehmen mit Kunden, Mitarbeitern, Vertriebspartnern, Lieferanten, Aktionären/Gesellschaftern und anderen Anspruchstellern gestaltet werden, nie gegen eine oder mehrere dieser Gruppen. Dies würde sofort die zukünftigen Wertschöpfungspotentiale und damit bereits heute den Unternehmenswert beeinträchtigen/schmälern.

Das Management konzentriert sich für die Zielfindung auf die folgenden drei wesentlichen Stellgrößen:

- Asset Allocation
- Versicherungsgeschäfts-/Prämienstruktur nach Zweigen und Arten
- Finanzierung (Ausstattung mit Risikokapital)

Die Vorgehensweise entspricht dem bereits im Teil I dieser Aufsatzreihe präsentierten Prozeßentwurf[7] (vgl. Abbildung 2), den das Management der „VBM Versicherungs-AG" nun Schritt für Schritt ‚abarbeitet':

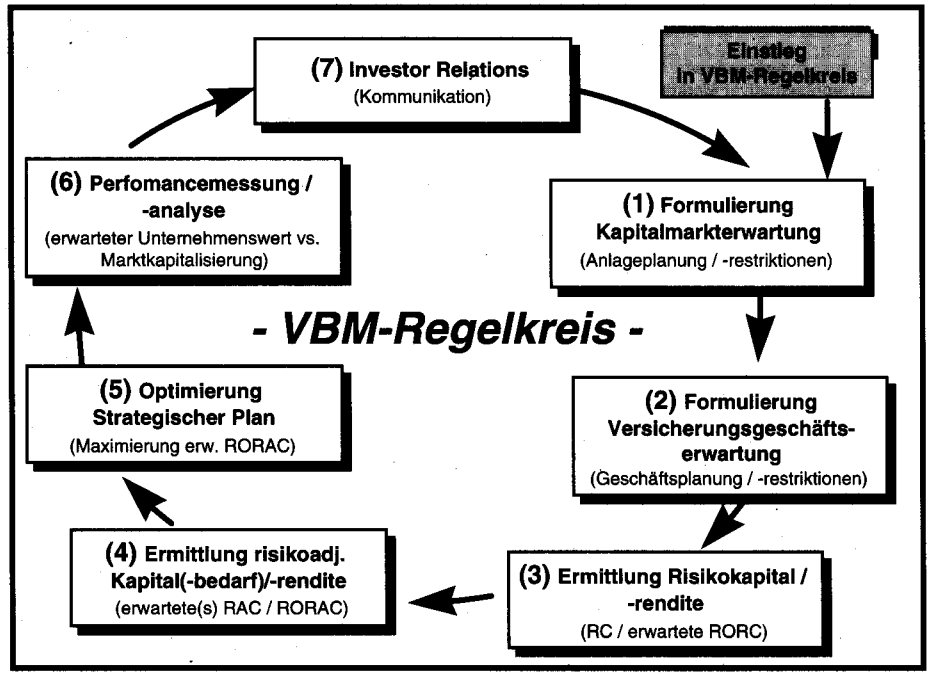

Abbildung 2

Prozeßschritt (1)

Formulierung der Kapitalmarkterwartungen, der Anlageplanung und -restriktionen

Das Management der „VBM Versicherungs-AG" formuliert zunächst seine Erwartungen an die Rendite und das damit verbundene Risiko der aus seiner Sicht relevanten Assetklassen. Dazu greift es u. a. auf Studien von Banken, Wirtschaftsforschungsinstituten und internen/externen Investmentmanagern sowie – zur Plausibilisierung – auf Zeitreihenananalysen über historische (Index-)Entwicklungen zurück. Basis sind jeweils hochgradig diversifizierte Performanceindizes der relevanten Märkte mit hohem Repräsentativitätsgrad.

Mangels Verfügbarkeit eines repräsentativen Immobilienindexes[8], zieht das Management für die historische Analyse hier hilfsweise die liquiditätsbereinigte (approximierte) Entwicklung eines großen offenen Immobilienfonds[9] heran. Da dessen Risiko (auf Basis von Zeitreihen) historisch durch die Eigentümlichkeiten der Bewertung offener Immobilienfonds[10] extrem niedrig ausfällt, setzt das Management hier pragmatisch das erwartete Risiko für die Direktanlage in Immobilien deutlich höher an, auf einem Niveau oberhalb dessen von deutschen Renten.

Bei der Bildung der Renditeerwartungen berücksichtigt das Management ausdrücklich die erwarteten positiven und/oder negativen Abweichungen, die im tatsächlichen Portfoliomanagement relativ zu den Indexerwartungen eintreten, z. B. in Form von nicht im Index enthaltenen Effekten aus

- Körperschaft-/Quellensteuererstattungsansprüchen bzw. -zahllasten
- unvermeidbaren Personal-/Sachkosten für das interne und externe Portfoliomanagement
- Transaktionskosten i. w. S.
- Out- oder Underperformance, je nach Einschätzung der Fertigkeiten/Produktivität im Portfoliomanagement
- ...

Zu diesem Aspekt hat das Management aufwendige Voruntersuchungen angestellt, deren Ergebnisse in die Fallstudie eingehen, aber nicht weiter ausgeführt werden.

Damit reflektieren die Erwartungen des Managements die im Unternehmen voraussichtlich realisierbaren Anlagerenditen und -risiken. Nach Analyse aller für relevant erachteten Faktoren erwartet das Management für die Jahre 1998 – 2002 im Mittel nur noch einstellige Renditen für alle Assetklassen, unter Erhalt einer Risikoprämie für Aktien gegenüber Renten i. H. v. ca. 4 %-Punkten p. a. (vgl. Abbildung 3).

6 RAROC = Risk Adjusted Return on Capital (Risikogerechte Rendite auf den Risikokapitaleinsatz eines Gesellschafters/Anlegers).

7 Siehe Teil I, S. 29 ff; vgl. auch Fn. 1.

8 Der Immobilienindex ‚DIX' wird gegebenenfalls zukünftig die Ansprüche an Repräsentativität erfüllen können; er befindet sich in Vorbereitung; vgl. z. B. Krewel, Sabine: Neue Analyse mit Benchmarking, in: Immobilien Manager 3/98, Seite 88 – 89.

9 Grundwert-Fonds der Deutschen Gesellschaft für Immobilienfonds mbH, monatlich bereingt um nicht in Immobilien investiertes Vermögen und darauf entfallende (Monats-) Rendite; Restgröße nach BVI-Methode kumuliert.

10 Anders als bei Wertpapierfonds, erfolgt keine tägliche Neubewertung der in Immobilienfonds gebundenen Immobilienbestände; weiterhin werden nicht alle Objekte eines Fonds zum gleichen Zeitpunkt (neu) begutachtet und eine reine Begutachtung hat eine geringere Zuverlässigkeit als tatsächlich auf dem Markt realisierte Werte; vor allem aus diesen Gründen liegt das Risiko solcher Fonds, ausgedrückt in deren Renditestreuung, unter dem tatsächlichen Marktrisiko von (direkten) Immobilienanlagen.

Performance in % p. a. nach Assetklassen (DM)								
	historisch						erwartet	
Assetklasse (repräsentativer Marktindex)	1982-1997		1987-1997		1992-1997		1998 - 2002 e	
	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko
Aktien D (MSCI Germ. Tot. Ret. gr.)	15,4%	20,1%	9,0%	20,7%	16,6%	16,8%	9,3%	20,0%
Aktien Intl. (MSCI World Tot. Ret. gr.)	13,2%	16,3%	10,2%	17,0%	14,7%	14,7%	9,3%	16,0%
Renten D (PEX-P)	8,6%	3,5%	7,3%	3,4%	9,2%	3,3%	5,4%	4,0%
Renten Intl. (JPM World Govt. Bonds)	9,8%	8,4%	8,2%	7,9%	10,6%	7,9%	4,9%	8,0%
Immobilien (DEGI Grundwertfonds, liqu. ber.)	6,5%	1,0%	6,3%	1,1%	6,5%	1,3%	5,0%	5,0%
Geldmarkt (1-Monats-EURO-DM)	6,1%	0,6%	6,2%	0,7%	5,5%	0,7%	4,2%	1,0%

Abbildung 3

Korrelationen	Aktien D	Aktien Intl.	Renten D	Renten Intl.	Immobilien	Geldmarkt
Aktien D	1,0					
Aktien Intl.	0,5	1,0				
Renten D	0,2	0,1	1,0			
Renten Intl.	0,2	0,6	0,2	1,0		
Immobilien	0,1	0,2	0,4	0,2	1,0	
Geldmarkt	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	1,0

Abbildung 4

Exposurerestriktion nach Assetklassen		
	Exposureintervalle	
	Minimal	Maximal
Aktien D	0%	25%
Aktien Intl.	0%	25%
Aktien D + Intl.	0%	45%
Renten D	40%	90%
Renten Intl.	0%	10%
Immobilien	4%	10%
Geldmarkt	0%	10%

Abbildung 5

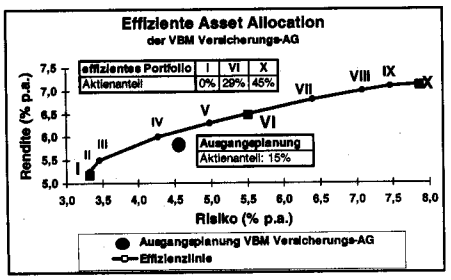

Abbildung 6

Bei diesen Renditeerwartungen sieht das Management vom Ansatz (latenter) Ertragssteuern ab, da steuerrechtlich hinreichend Möglichkeiten bestehen, einerseits unrealisierte Wertsteigerungen in Kapitalanlagen im Unternehmen dauerhaft (!) ‚steuerfrei' als Risikokapital bereitzuhalten oder andererseits Steuerzahlungen auf ausgeschüttete Erträge bei der Besteuerung des Anlegers/Gesellschafters i. d. R. anrechnungsfähig sind.

Das Management der „VBM Versicherungs-AG" kennt die risikomindernde Wirkung durch Diversifikation/Streuung über verschiedene Assetklassen und veranschaulicht sich diesen Sachverhalt mit einer Korrelationsanalyse der Indexentwicklungen über die vergangenen 20 Jahre hinweg. Dabei zeigt sich ein niedriger aber im Zeitablauf stark steigender ‚Gleichlauf'. Die Hauptursachen sind vermutlich die in den vergangenen Jahrzehnten gestiegene Integration der Weltwirtschaft einerseits und der gewachsene geld- und wirtschaftspolitische Konsens über Nationen und Kontinente hinweg andererseits. Das Management geht, nicht zuletzt wegen erwarteter weiterer Fortschritte der europäischen Wirtschafts- und Währungsintegration, von einer stetigen Fortsetzung dieses Trends aus[11]. Als Fazit daraus erwartet es eine leicht positive Korrelation zwischen (fast) allen Assetklassen, ausgedrückt in folgender Matrix (Abbildung 4):

Das Management der „VBM Versicherungs-AG" ist sich bewußt, daß die aktuelle Asset Allocation (Abbildung 1) nicht unbedingt effizient ist; dennoch macht es sie zur Grundlage für die Ausgangsplanung. Für eine spätere Optimierung definiert das Management aber – mit hohen Freiheitsgraden – Minima und Maxima für die Anteile jeder Assetklasse, die hauptsächlich aus rechtlichen und ressourcenbedingten Limitationen folgen. So schreibt einerseits das Aufsichtsrecht bspw. für Aktienanlagen bestimmte Anlagegrenzen in Buchwerten des gebundenen Vermögens vor[12]; je nach Höhe der Bewertungsreserven ist damit auch das Investitionspotential für Aktienanlagen in Marktwerten und damit das Gesamtexposure dieser Anlageklasse in Marktwerten beschränkt. Andererseits gibt es interne Limitationen: Es wäre für das Management der „VBM Versicherungs-AG" z. B. unmöglich bzw. widersinnig, das Immobilienexposure (kurzfristig) zu vervielfachen, wenn die dazu nötigen Managementressourcen nicht vorhanden sind. Diese Restriktion greift unabhängig von der erwarteten Marktrendite auf Immobilienanlagen.

Die Gesamtschau der vom Management definierten Restriktionen ist in Abbildung 5 wiedergegeben:

Mit Hilfe dieser Daten, d. h. der Renditen, Risiken (Abbildung 3), Korrelationen (Abbildung 4) und Restriktionen (Abbildung 5) für die anteiligen Exposures läßt sich jetzt ein Set von effizienten Portfolios ermitteln, deren Rendite-/Risiko-Relation jeweils nicht weiter verbesserbar ist (Effizienzlinie; Abbildung 6). Diese Optimierung

- zeigt, daß das aktuelle Portfolio auf jeden Fall ineffizient ist, d.h. es gibt bei gleichem Risiko renditeträchtigere Portfolios oder aber bei gleicher Rendite risikoärmere Kombinationen (vgl. drei markierte Beispiele in Abbildung 6), aber sie
- liefert noch keinerlei Entscheidungshilfe für die Frage, welches der effizienten Portfolios auszuwählen ist.

Letzteres ist vor allem eine Frage des effizienten Aktienanteils; sie läßt sich erst beantworten, wenn Risikofähigkeit und Risikobereitschaft auf Ebene der gesamten „VBM Versicherungs-AG" ermittelt sind. Dazu muß das Management eine Vielfalt an weiteren Informationen über das Versicherungsgeschäft und die Finanzierung ermitteln und berücksichtigen.

Prozeßschritt (2)

Formulierung der Versicherungsgeschäftserwartungen, -planung und der Restriktionen

Das Management der „VBM Versicherungs-AG" sieht sich folgender Problematik ausgesetzt: Anders als für die Kapitalanlage, gibt es für das Versicherungsgeschäft keinen homogenen und betriebswirtschaftlich tragfähigen Rendite- und Risikobegriff und folglich auch keine diesbezüglichen Marktdaten/-historien. Das Management ermittelt daher hilfsweise vorab auf Cash flows basierende und im eige-

11 Wegen der hohen europäischen Integration verzichtet das Management darauf, europäische Aktien als eine eigene Assetklasse zu betrachten; allerdings sind im Exposure des MSCI Weltindexes ca. 30 % europäische Aktien enthalten.

12 Vgl. insbesondere die Anlagevorschriften nach § 54a VAG.

nen Unternehmen tatsächlich realisierte Prämienrenditen über die vergangenen 10 Jahre[13].

Es orientiert sich dabei am Renditebegriff der Kapitalmärkte bzw. der betrieblichen Finanzwirtschaft, d. h. dem Quotienten aus einer einmalig jährlich nachträglichen (Ein)Zahlung und einer vorschüssigen Auszahlung. Dabei werden jeder Versicherungsart die durch sie ausgelösten Zahlungsströme, abgezinst[14] auf das Zeichnungsjahr, zugeordnet: Prämien, Provisionen, betriebswirtschaftliche Kostenverursachung, Schadenzahlungen, Steuereffekte aus Rückstellungsveränderungen etc. Vor allem mit Hilfe von zahlungsrelevanten Daten der internen Rechnungslegung sowie der Prozeßkostenrechnung gelingt der „VBM Versicherungs-AG" eine solche Renditeermittlung relativ einfach. Das Ermittlungsschema für einen einzelnen Versicherungszweig und ein einzelnes Zeichnungsjahr (hier Haftpflichtgeschäft 1987) sieht – vereinfacht – folgendermaßen aus (Abbildung 7):

Rendite 'Haftpflicht' Zeichnungsjahr 1987	Abwicklungsjahre									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Bruttobeiträge	**22.198**									
Außenstände	-1.332	1.332								
Provisionszhlg. i.w.S.	-4.107									
Schadenzahlungen	-4.874	-2.727	-773	-321	-545	-63	-16	-22	-16	-5
Regulierungskostenzhlg.	-1.605	-635	-115	-41	-36	-10	-4	-7	-5	-4
Betriebskostenzhlg.	-4.921									
sonstige Zahlungen										
Cash-Saldo 1 (Grundgesch.)	**5.359**	**-2.030**	**-888**	**-362**	**-581**	**-74**	**-19**	**-28**	**-21**	**-9**
Cash-Saldo 2 (Steuerzhlg.)	**-3.108**	**1.178**	**515**	**210**	**337**	**43**	**11**	**16**	**12**	**5**
Veränd. Schaden-Rst.	8.402	-4.933	-1.166	-523	-877	-774	-76	-133	38	126
Veränd. Regulko-Rst.	723	-617	-36	-11	-19	-10	-10	-7	1	-7
Veränd. sonstige Rst.										
Summe der Rst.-Veränd.	9.125	-5.550	-1.202	-534	-896	-784	-87	-139	40	119
Cash-Saldo 3 (Steuerzhlg. aus Rückst.)	**5.292**	**-3.219**	**-697**	**-310**	**-520**	**-455**	**-50**	**-81**	**23**	**69**
Cash-Saldo 1+2+3	**7.543**	**-4.072**	**-1.070**	**-462**	**-764**	**-486**	**-58**	**-93**	**14**	**65**
disk. Cash-Saldo	**7.543**	**-3.953**	**-1.009**	**-423**	**-679**	**-419**	**-49**	**-75**	**11**	**50**
Barwert (3,0%pa.)	**998**									
Rendite in % der Bruttobeitr.	**4,5%**	**Ertragsteuersatz: 58%**								

Abbildung 7

Diese Analysen betreibt das Management für alle Versicherungsarten und -zweige, die von der „VBM Versicherungs-AG" betrieben werden. Das Problem, bei nicht weit zurückliegenden Zeichnungsjahren die künftigen Schadenzahlungen aus noch nicht geschlossenen Schäden zu schätzen, wird mit Hilfe geeigneter Prognoseverfahren, v. a. des Chain-Ladder-Verfahrens, näherungsweise gelöst. Aus der Gesamtheit der Analysen ermittelt das Management somit die

- Renditen aller Versicherungszweige für jedes der zurückliegenden 10 Zeichnungsjahre
- damit eingegangenen Risiken (= Volatilität der Renditen über 10 Jahre)
- Korrelationen zwischen den Versicherungszweigen/-arten

sowie Rendite und Risiko des Gesamtgeschäfts der „VBM Versicherungs-AG" (vgl. Abbildung 8).

Damit ist eine wesentliche Ausgangsgröße für die Bildung von Erwartungen an das zukünftige Geschäft nach Volumen und Qualität gegeben. Dies umso mehr, als die Erfolgsfaktoren des Versicherungsgechäfts, d.h. insbesondere Beitragszahlungen, Außenstände, Kosten, Schäden, Provisionen, Steuereffekte etc. (vgl. auch Abbildung 7) und deren Veränderungen im (bisherigen) Zeitablauf erkennbar werden.

Analog der Vorgehensweise in der Kapitalanlage, reflektiert auch hier das Management der „VBM Versicherungs-AG" die Hintergründe der historischen Renditen und Risiken, die eingetretenen und erwarteten Marktveränderungen sowie das eigene Zeichnungsverhalten und kommt dadurch zu Rendite- und Risikoerwartungen für das von ihm betriebene Versicherungsgeschäft gemäß folgender Tabelle (Abbildung 9):

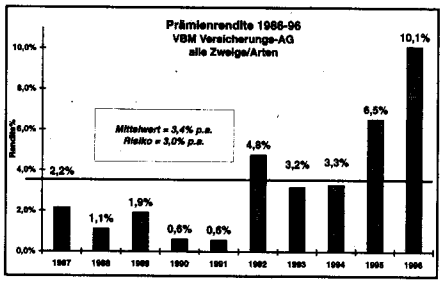

Abbildung 8

Rendite & Risiko nach Versicherungszweigen/-arten (p.a.)	Erfahrung 87-96		Erwartung 1996-02	
	Rendite	Risiko	Rendite	Risiko
Unfall	13,1%	3,4%	11,0%	3,4%
Haftpflicht	4,7%	4,3%	4,0%	5,0%
Kraftfahrt	-2,5%	4,3%	0,0%	5,0%
Feuer	-2,4%	14,6%	-1,2%	12,4%
Hausrat	6,4%	4,3%	4,0%	9,0%
Wohngebäude	-2,5%	20,4%	0,0%	25,0%
Technische Vers.	7,7%	3,5%	5,0%	6,0%
Transport	9,0%	6,5%	6,0%	8,0%
Betriebsunterbrechung	-5,4%	27,8%	-4,4%	16,1%

Abbildung 9

Insgesamt ist zu beobachten, daß das Management – von Sonderentwicklungen in einzelnen Zweigen/Arten abgesehen – mit sinkenden Renditen und steigenden Risiken rechnet. Darin spiegeln sich der Margendruck und die wachsenden Unsicherheiten angesichts immer indivuellerer Tarifierungen im Zuge der Deregulierung wider.

Auch im Versicherungsgeschäft kennt das Management die Risikominderung durch den Spartenmix, wenn auch bisher nur implizit und intuitiv. Das Ausmaß des Diversifikationspotentials veranschaulicht es sich daher erstmals explizit – wie bereits in der Kapitalanlage – über eine Korrelationsmatrix. Das Management der „VBM Versicherungs-AG" nimmt die historischen Korrelationen unverändert zur Grundlage für die Planung, da es keine systematischen Veränderungen erwartet; insbesondere erkennt es im Versicherungsgeschäft keine der Kapitalanlage vergleichbaren Verschiebungseffekte im Zeitverlauf (vgl. Prozeßschritt [2]. Die Matrix sieht folgendermaßen aus (siehe Abbildung 10 auf S. 70).

Es fällt auf, daß die Korrelationen – im Vergleich zu denen zwischen den Assetklassen (Abbildung 4) – etwas geringer ausfallen, abgesehen vom starken und einleuchtenden Zusammenhang z. B. zwischen den Sparten Feuer und Betriebsunterbrechung oder zwi-

13 10 Jahre sind eine Minimalanforderung, um tragfähige Risiko- und Korrelationsdaten zu erzeugen. Längere Zeitreihen sind zwar aus statistischer Sicht wünschenswert; sie würden aber den Effekt aus sich wandelnden unternehmenspolitischen und marktbezogenen Rahmenbedingungen (z. B. Deregulierung, Zeichnungspolitik, etc.) verwischen.

14 Die Abzinsung erfolgt mit einem risikofreien Geldmarktzins (hier 3% p.a.), um eine Vermischung von Kapitalanlage- und Versicherungsrisiken zu vermeiden.

Korrelationen	Unfall	Haftpfl.	KFZ	Feuer	Hausrat	Wohngeb.	Techn.V.	Transp.	Betriebsunt.
Unfall	1,0								
Haftpfl.	0,6	1,0							
KFZ	0,7	0,4	1,0						
Feuer	0,0	-0,3	0,3	1,0					
Hausrat	0,2	0,3	0,3	-0,2	1,0				
Wohngeb.	0,0	0,3	0,0	-0,2	0,8	1,0			
Techn.V.	0,2	0,2	0,6	0,5	0,3	0,3	1,0		
Transp.	-0,1	0,2	-0,4	-0,2	0,0	0,4	-0,3	1,0	
Betriebsunt.	0,0	0,0	0,4	0,7	-0,2	-0,2	0,7	-0,1	1,0

Abbildung 10

schen Kraftfahrt und Unfall. Folglich ist das risikomindernde Diversifikationspotential höher als in der Kapitalanlage; dies wird später Folgen haben für die Unterlegung des Versicherungsgeschäfts mit Risikokapital.

Anders als in der Kapitalanlage die Asset Allocation, kann das Management der „VBM Versicherungs-AG" seine Versicherungsgeschäftsstruktur nicht kurzfristig und in erheblichem Maße eigenständig ändern. Einerseits bestehen in erheblichem Maße Verbundeffekte über verschiedene Geschäftsarten unterschiedlicher Attraktivität hinweg und andererseits bedürfen große Strukturänderungen erheblicher kosten- und zeitintensiver Eingriffe in die Vertriebswegestruktur, die gewachsenen Kundenverbindungen, das spezifische Know How für bestimmte Geschäftsarten sowie in das technologische Umfeld etc.. Den geringeren Handlungsspielraum bzgl. Prämienstruktur nach Versicherungsarten/-zweigen berücksichtigt das Management durch

- eine Punktplanung für durchschnittliche erwartete Prämieneinnahmen[15] in den Jahren 1998 – 2002,
- die Angabe von Minima und Maxima für das erwartete Prämienvolumen[16], im gleichen Zeitraum,

immer unter Berücksichtigung von erwarteten Marktmöglichkeiten und der eigenen Wettbewerbsposition.

Die vom Management erwarteten Prämienvolumina und die für realisierbar erachteten Bandbreiten sind in folgender Tabelle enthalten (Abbildung 11).

Prämienvolumen nach Vers.-zweig/-art (1998-02 p.a.) (in Mio. DM)	Erwartungen	Minimal	Maximal
Unfall	40	40	70
Haftpflicht	70	60	80
Kraftfahrt	90	60	100
Feuer	50	30	60
Hausrat	40	30	50
Wohngebäude	50	30	60
Techn. Vers.	60	50	70
Transport	60	50	70
Betriebsunterbr.	40	30	50

Abbildung 11

Auch für das gesamte Versicherungsgeschäft ließe sich nun – unter Beachtung aller Restriktionen – ein Set von effizienten Kombinationen über Arten und Zweige ermitteln, der das Risiko-/Renditeverhältnis auf Unternehmensebene optimiert (analog Abbildung 6). Wie bereits in der Kapitalanlage, verzichtet das Management zunächst darauf, da die Frage nach Risikofähigkeit und Risikobereitschaft noch nicht beantwortet ist; daher könnte das Management nicht entscheiden, welches der effizienten „Versicherungsportfolios" anzustreben wäre.

Prozeßschritt (3)

Ermittlung des Risikokapitals und der erwarteten Risikokapitalrendite: – Situation bei Ausgangsplanung –

Bei den beiden ersten Prozeßschritten blieb für das Management der „VBM Versicherungs-AG" jeweils die Frage unbeantwortet, welches aus mehreren effizienten Portfeuilles aus Assetklassen (Asset Allocation) bzw. aus Versicherungszweigen/-arten (Versicherungsgeschäftsstruktur) – im Rahmen der Restriktionen – angestrebt werden soll. Dieser und die kommenden beiden Prozeßschritte sollen die Antwort darauf erleichtern. Schlüsselbegriffe dafür sind

- Risikobereitschaft
- Risikofähigkeit
- Risikokapitalbedarf und -nutzung
- Risikokapitalrendite.

Als betriebswirtschaftliches Risikokapital (RC[17]) bezeichnet das Management der „VBM Versicherungs-AG" die Summe des im Unternehmen tatsächlich gebundenen Nettovermögens in Marktwerten. Es wird ermittelt aus dem bilanziell ausgewiesenen Eigenkapital zzgl. aller risikokapitalverwandten Passiva (z. B. Schwankungsrückstellungen) sowie der Summen aus Unterbewertung von Aktiva und Überbewertung von Passiva, die im Rahmen der handelsrechtlichen Vorsichtsgebote bzw. Ansatz- und Bewertungswahlrechte entstanden sind. Da hier die Frage nach der vom Risikokapital abhängigen Risikofähigkeit des Unternehmens, nicht aber die nach der tatsächlichen Ausschüttungsfähigkeit an die Gesellschafter/Aktionäre oder nach der handelsbilanziellen Ausweisbarkeit im Vordergrund steht, werden (latente) Steuern nicht berücksichtigt. Dies ist umso angemessener, als der Anleger/Gesellschafter selbst im Falle der Ausschüttung eine vom Unternehmen gezahlte Ertragssteuer i. d. R. weitgehend bei seiner Besteuerung anrechnen kann[18]. Das Management der „VBM Versicherungs-AG" hat Volumen und Struktur des Risikokapitals bereits ermittelt und in Abbildung 1 offengelegt; das Gesamtvolumen beträgt DM 410 Mio.

Versicherungsgeschäft	Prämienvol.	Rendite (%)	
	Mio.	%	Mio.
Unfall	40	11,0%	4,4
Haftpflicht	70	4,0%	2,8
Kraftfahrt	90	0,0%	0,0
Feuer	50	-1,2%	-0,6
Hausrat	40	4,0%	1,6
Wohngebäude	50	0,0%	0,0
Techn. Vers.	60	5,0%	3,0
Transport	60	6,0%	3,6
Betriebsunterbr.	40	-4,4%	-1,8
Zwischensumme	**500**	**2,6%**	**13,0**
Kapitalanlagegeschäft	**Exposure**	**Rendite (%)**	
	Mio.	**%**	**Mio.**
Aktien D	120	9,3%	11,2
Aktien Intl.	10	9,3%	0,9
Renten D	550	5,4%	29,7
Renten Intl.	60	4,9%	2,9
Immobilien	60	5,0%	3,0
Geldmarkt	50	4,2%	2,1
Transfer Vers.-Geschäft	*-350*	*-3,0%*	*-10,5*
Zwischensumme	**850**	**4,6%**	**39,3**
Gesamtgeschäft			**52,4**
RORC (Basis 410 Mio.)		**12,8%**	

Abbildung 12

15 Hier spiegeln sich auch die Wachstumserwartungen wider, deren Höhe ebenfalls ein wesentlicher wertbestimmender Faktor in Versicherungen ist.

16 Typischerweise ist eine nennenswerte Ausweitung/Reduzierung des Prämienvolumens mit Renditerückgang/-steigerung verknüpft. In dieser Fallstudie wurde dies der Einfachheit halber nicht berücksichtigt; dennoch ist es analytisch einfach, Änderungen im Prämienvolumen mit dadurch ausgelösten erwarteten Renditeänderungen zu verknüpfen und danach einer Optimierung zugänglich zu machen.

17 RC = Risk Capital (im Unternehmen tatsächlich gebundenes Risikokapital). Dieser Begriff des ‚Risk Capital' ist das unternehmensinterne Gegenstück zum ‚Net Asset Value', den Finanzanalysten in jüngster Zeit mit extern verfügbaren Informationen zu ermitteln versuchen, vgl. z. B. o. V.: Die Berechnung des Netto-Vermögenswertes von Versicherungsaktien, in: FAZ vom 6.2.98, S. 26.

18 Diese Annahme galt auch bereits in Prozeßschritt (1) für die Renditen auf Kapitalanlagen.

Das Risikokapital bestimmt das Volumen, mit dem riskante Geschäfte unterlegt werden können (Risikofähigkeit). Unter der Annahme der bestehenden und für die Planung zunächst nicht veränderten Asset Allocation, der erwarteten Versicherungsgeschäftsstruktur und der erwarteten Renditen für die jeweiligen Geschäftsarten, ermittelt das Management folgende Rendite auf das Risikokapital (RORC[19], s. Abbildung 12).

Die betriebswirtschaftlichen Erfolge entstehen zum einen über das Versicherungsgeschäft (Prämienvolumen, multipliziert mit der erwarteten Prämienrendite) und zum anderen über die Kapitalanlage (Marktwertexposure, multipliziert mit der erwarteten Anlagerendite). Die Summe aus beiden stellt den erwarteten betriebswirtschaftlichen Gesamterfolg (Return) dar. Dieser Gesamterfolg, bezogen auf das betriebswirtschaftliche Risikokapital (Risk Capital), d. h. der Quotient Return on Risk Capital (RORC[20]), ist die erwartete Rendite auf das tatsächlich gebundene Kapital in Marktwerten auf Basis der Ausgangsplanung, d. h. vor Optimierung des strategischen Plans und somit ohne Nutzung der Wertschöpfungspotentiale durch den VBM-Regelkreis (Abbildung 2).

Die Abzugsposition i. H. v. DM 10,5 Mio. bei der Kapitalanlagerendite erklärt sich folgendermaßen: Das Management der „VBM Versicherungs-AG" hat ermittelt, daß ein Volumen i. H. v. durchschnittlich 70 % einer Jahresprämie (Erwartung: 500 Mio. DM) bei der gegebenen Versicherungsgeschäftsstruktur im Mittel für 1 Jahr als Kapitalanlage zur Verfügung bleibt (Querschnittsanalyse); darin enthalten sind einerseits noch nicht ausgezahlte Leistungsverpflichtungen aus bereits eingetretenen Vorperiodenschäden sowie andererseits die Effekte aus der „Vorschüssigkeit" von Prämienfälligkeiten gegenüber den damit abgesicherten (noch nicht) eingetretenen Schadenereignissen/-zahlungen (Längsschnittanalyse). Die Summe dieser beiden Effekte wurde in Form von Diskontierung späterer Zahlungen mit einem risikofreien Zins von 3 % p. a. bereits bei der Ermittlung der Renditen auf das Versicherungsgeschäft berücksichtigt (vgl. Abbildung 7). Folglich muß das Management den erwarteten Kapitalanlageerfolg entsprechend kürzen, um die ‚gleiche Mark' im Unternehmen nicht zweimal renditeerzeugend zu berücksichtigen. Dieser Betrag beläuft sich auf:

DM 500 Mio. x 70 % x 3 % = DM 10,5 Mio. p.a.

Diese insgesamt erwartete Rendite auf das Risikokapital (RORC) i. H. v. 12,8 % kann (noch) nicht in einzelne Komponenten zerlegt werden, da die bisher vom Management der „VBM Versicherungs-AG" genutzten Verfahren noch keine risikogerechte Verteilung des Risikokapitals auf Risikoträger (Assetklassen und Versicherungsarten/-zweige) ermöglichen. Die Größe des Return on Risk Capital (RORC) läßt daher kein Urteil über Effizienz oder Ineffizienz der (Ausgangs)Planung zu; sie ist zwar in ihrer absoluten Höhe einfach kalkulierbar, aber keiner weiteren Beurteilung hinsichtlich der Angemessenheit relativ zu den eingegangenen Risiken im Marktvergleich zugänglich. Sie liefert darüber hinaus – mangels Beachtung der Risikodimension und der Risikobereitschaft – auch keine Entscheidungsunterstützung für eine effiziente Planung des Risikokapitalbedarfs und dessen Nutzung; eine Entscheidung über effiziente Risikokapitalallokation kann also noch nicht getroffen werden.

Prozeßschritt (4)

Ermittlung des notwendigen Risikokapitals (RAC[21]) und der erwarteten Risikokapitalrendite (RORAC[22]): – Situation bei isolierter Optimierung der Finanzierungsstruktur –

Das Management der „VBM Versicherungs-AG" ist sich bewußt, daß das tatsächlich benötigte Risikokapital (RAC) abhängig ist von Rendite, Risiko und Korrelation der betriebenen ‚riskanten' Geschäfte sowie von der in den bisherigen Prozeßschritten noch nicht ermittelten Risikobereitschaft. Diese Parameter müssen folglich alle explizit in den Planungsprozeß integriert werden. Damit wird die Planung als solche nicht sicherer, schon allein weil sie sich immer auf zwangsläufig unsichere Zukunftsannahmen stützt. Allerdings wird nun das mit der Planung verbundene Risiko zum integrierten Bestandteil der Entscheidungsfindung. Wie aber ermittelt das Management eine angemessene Unterlegung seines (gesamten) Risikogeschäfts mit Risikokapital (RAC)?

Zur Beantwortung dieser Frage bildet das Management folgende ‚Gedankenkette':

a) Das im Unternehmen gebundene Risikokapital (RC) ist Gesellschafter-/Anlegervermögen im weiteren Sinne; der Gesellschafter/Anleger allein trägt das Risiko seines Untergangs. Dieser Sachverhalt ist unabhängig davon, ob es (kurzfristig) ausschüttungsfähig[23] wäre oder nicht; er kann (den Marktwert) dieses Risikokapital(s), d. h. den Unternehmenswert, u. a. durch Verkauf seiner Aktien über die Börse jederzeit mobilisieren.
b) Die Risikobereitschaft von Gesellschaftern/Anlegern in Unternehmensbeteiligungen/Aktien drückt sich über die Volatilität von Aktien(index)renditen aus.
c) Versicherungsaktien auf dem heimischen Kapitalmarkt korrelieren sehr hoch mit den breiten Marktindizes (z. B. DAX, MSCI Germany etc.); ihr langfristiges BETA[24] liegt – relativ stabil – bei knapp 1,0; folglich ist der Anleger/Aktionär in Versicherungsaktien ähnlich risikobereit wie Anteilseigner eines breit gestreuten Aktienportefeuilles.
d) Wegen a–c handelt das Management rational, wenn es – ‚treuhänderisch' für den Gesellschafter/Anleger – genau so viel Risikokapital vorhält, daß dessen Volatilität (=Risiko) im Bereich der erwartete Volatilität des Aktienmarktes liegt, d. h. ca. 16–20 % p. a. (vgl. Abbildung 3); als Stellgröße dient der Leverage-Effekt[25] der Finanzierung
e) Das Capital-at-Risk-Konzept aus der Praxis von Handelsgeschäften im Investment Banking ist ein geeignetes Instrument zur Zielfindung: Abhängig von Volumens-, Rendite, Risiko- und Korrelationserwartung im Versicherungsgeschäft einerseits und in der Kapitalanlage andererseits, wird eine notwendige Kapitalunterlegung (RAC/Capital-at-Risk) gesucht, die genau der gewünschten Risikoposition entspricht.

Mit Hilfe verschiedener Iterationen kommt das Management der „VBM Versicherungs-AG" zu folgendem Ergebnis: Das gesamte Risikokapi-

19 RORC = Return on Risk Capital (Rendite auf das tatsächlich im Unternehmen gebundene Risikokapital).
20 Dieser RORC (Return on Risk Capital) hat eine Analogie zum Begriff des ROE (Return on Equity) aus der Finanzanalyse; der Unterschied liegt darin, daß der RORC in Zähler und Nenner auf extern nicht erkennbaren Marktwerten basiert, während Finanzanalysten i. d. R. gezwungen sind, den ROE auf Basis von Daten der externen Rechnungslegung zu ermitteln. Je nach Ausweispolitik bzgl. Erfolg und Substanz differieren RORC und ROE erheblich; nur der RORC gibt jedoch Hinweise auf die ‚wertrelevante' Rendite, unbeeinflußt von der ‚wertneutralen' Rechnungslegung.
21 RAC = Risk Adjusted Capital (risikogerechtes Risikokapital).
22 Vgl. dazu Fn. 4.
23 Die Ausschüttungsfähigkeit ist z. T. handels-, steuer-, gesellschafts- oder aufsichtsrechtlich beschränkt, zumindest aber mit hohen Kosten verbunden.
24 BETA = Maßzahl aus der Regressionsanalyse, die den Zusammenhang zwischen einer Einzelaktienrendite und der eines repräsentativen Marktindexes widerspiegelt; ein Beta von 1 bedeutet, vereinfacht ausgedrückt, daß sich diese beiden Renditen – im Rahmen eines durch die Regression gegebenen Bestimmtheitsmaßes – in Richtung und Ausmaß zeitgleich entwickeln.
25 Zur Problematik des Leverage-Effektes vgl. Teil I des Aufsatzes, Seite 30–31 (s. auch Fn. 1).

tal auf Unternehmensebene (RAC), d. h. nach Diversifikationseffekt innerhalb Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäft, soll gerade so hoch sein, daß in etwa gilt:

RAC (%) = – erwartete Rendite (%) + [6,2[26] x erwartetes Risiko (%)][27]

Dieses Ergebnis ist (zufällig) mit folgender Formulierung äquivalent: ‚Das gesamte Risikokapital soll gerade so hoch sein, daß daraus innerhalb eines Jahres zwei Schadenbelastungen im Versicherungsgeschäft oder Kapitalmarkteinbrüche in der Kapitalanlage finanziert werden können, deren jeweilige Höhe nur 1x in 1000 Jahren erwartet wird (2x Jahrtausendfall)'. Dies läßt sich – exemplarisch für die Risiken des Versicherungsgeschäfts – folgendermaßen illustrieren (vgl. Abbildung 13).

Die Unterlegung der Kapitalanlagerisiken folgt der gleichen Logik; Bemessungsgrundlage für das eingegangene Risiko ist aber nicht das erwartete Prämien-, sondern das Anlagevolumen/Exposure in Marktwerten. Die Summe aus Risikokapitalbedarf in Versicherungsgeschäft und Kapitalanlage ist das für das Gesamtunternehmen[28] notwendige Mindestrisikokapital (RAC). Im Vorgriff auf die Ermittlung in Tabellenform (vgl. Abbildung 15), läßt sich die Aggregation folgendermaßen einfach illustrieren (Abbildung 16).

Diese Betrachtung erschließt dem Management der „VBM Versicherungs-AG" zwei wesentliche neue Erkenntnisse: Es kann nun

- die erwartete Rendite aller Geschäftsarten, bezogen auf das durch sie jeweils benötigte Risikokapital ermitteln (RORAC) und für das Gesamtunternehmen aggregieren (RORAC und RAC). Bei dieser Aggregation wird sogar das Ausmaß der Diversifikation über Assetklassen und Versicherungsarten/-zweige bewertbar und kann den einzelnen Risikogeschäftsarten wieder „gutgeschrieben" werden.[29]
- ermitteln, inwieweit das tatsächlich vorhandene Risikokapital angemessen ist im Hinblick auf die Ausgangsplanung, d.h. bezüglich deren Asset Allocation und Versicherungsgeschäftsstruktur.

Der RORAC nach Assetklassen und Versicherungsarten und -zweigen zeigt tendenziell, womit das Unternehmen erwartet, Werte zu schaffen bzw. zu vernichten, m. a. W.: mit welchen Geschäftsarten welche Risikokapitalressourcen gebunden und wie letztere dabei verzinst werden.

Für die „VBM Versicherungs-AG" bedeutet dies konkret, daß die erwarteten Renditen (RORAC) auf das notwendige Risikokapital (RAC)

- am höchsten sind im Unfall-, Transport- und Haftpflichtgeschäft sowie in Technischen Versicherungen
- negativ oder Null sind im Kraftfahrt-, Feuer- und Betriebsunterbrechungs-Geschäft.
- in allen Anlageklassen der Kapitalanlage positiv sind, allerdings mit sehr großen

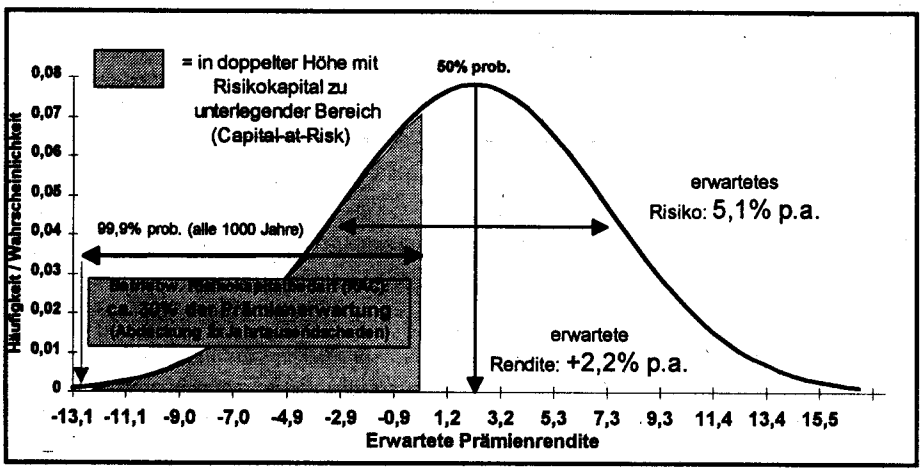

Abbildung 13

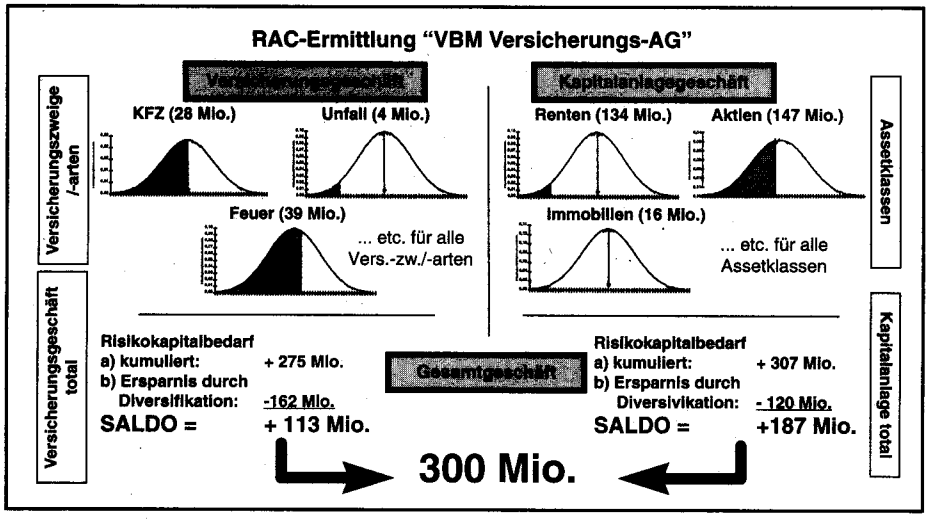

Abbildung 14

26 In der Normalverteilungsumgebung führt ein Faktor von 3,1 ungefähr zu einer Ausfall-/Eintrittswahrscheinlichkeit von 0,1 %/99,9 %. Bei Verdoppelung dieses Wertes auf 6,1 sind folglich zwei ‚schlagende Risiken' mit einer Wahrscheinlichkeit von 1:1000 aus dem Risikokapital finanzierbar. In diesem Fall ist das Risikokapital (RAC) der VBM Versicherungs-AG einem kapitalmarktüblichen Risiko ausgesetzt.

27 Mit dieser Risikokapitalanforderung (RAC) ist übrigens immer (!) sichergestellt, daß die Anforderungen an die aufsichtsrechtlich verlangte Solvabilität zzgl. der Erfahrungswerte für das Niveau der Schwankungsrückstellungen deutlich überschritten werden; Effizienz im Sinne des VBM-Konzepts schließt Solvenz immer mit ein, denn die pure Ruinvermeidung kann kein nachhaltiger Managementauftrag aus Sicht der Aktionäre sein: Aktionäre sind risikoscheuer als die Aufsichtsbehörden!

28 Die Summierung gilt unter der in dieser Fallstudie gemachten Annahme der vollständigen Korrelation zwischen Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäftsrenditen; fällt diese Annahme weg, so reduziert sich der gesamte Kapitalbedarf des Unternehmens – je nach Korrelationsannahme – auf ein Niveau unterhalb dieser Summe; dann allerdings muß die hier bereits definierte Risikobereitschaft (vgl. Abbildung 13) reduziert werden, da das Gesamtunternehmen sonst im Kapitalmarktvergleich zu hohe Risiken auf das notwendige Risikokapital eingehen würde. Nennenswerte neue Erkenntnisse sind daher aus dieser ‚Modellerweiterung' nicht zu erwarten.

29 Dies unterbleibt aus Vereinfachungsgründen in der Fallstudie, wäre aber mit einfachsten Mitteln möglich: Der Diversifikationsvorteil in Form verminderten Risikokapitalbedarf wird anteilig zur Kapitalbindung vor Diversifikation auf die Risikogeschäftsarten verteilt und mindert so deren Kapitalbeanspruchung (annähernd) verursachungsgerecht.

Spannen (z. B. Geldmarkt: 210 % p. a.; deutsche Aktien: 8,1 % p. a.)

Mit diesen Erkenntnissen allein können jedoch noch keine effizienten Auswahlentscheidungen getroffen werden. Würde das Management z. B. wegen der hohen RORAC auf Geldmarktanlagen alle seine dem Volumen nach beschränkten Aktiva in kurzfristige Bankeneinlagen investieren, so bliebe das vorhandene Risikokapital – wegen des sehr geringen Unterlegungsbedarfs für Geldmarktanlagen – weitgehend ungenutzt; das wäre für das Gesamtunternehmen ineffizient und damit wertvernichtend.

Das Management stellt fest, daß die Kapitalanlage deutlich mehr Risikokapital bindet als das Versicherungsgeschäft; dies widerspricht einerseits der landläufigen Meinung, eine Versicherung brauche Risikokapital (fast ausschließlich) für die mit seiner Zeichnungspolitik verbundenen „Schadenrisiken". Andererseits ergibt sich der höhere Risikokapitalbedarf der Kapitalanlage zwingend daraus, daß

- das Risiko, insbesondere von Aktienanlagen deutlich höher ist als das der meisten dominierenden Versicherungsarten und -zweige (vgl. Abbildung 3 und 9),
- die Diversifikationspotentiale innerhalb des Versicherungsgeschäfts etwas höher sind als innerhalb der Kapitalanlage (vgl. Abbildung 4 und 10),
- die „VBM Versicherungs-AG" möglicherweise – wegen ihrer großzügigen Risikokapitalausstattung – mehr Kapitalanlagevolumen zur Verfügung hält, als für die mit dem Versicherungsgeschäft zwingend gekoppelte Kapitalanlagetätigkeit erforderlich; dann nähme das Unternehmen zum Teil den Charakter eines ‚geschlossenen Investmentfonds' an.

Insbesondere der letztgenannte Punkt hat gravierende Konsequenzen für die Steuerung des Unternehmenswertes: Die Kapitalanlage und – alternativ – die Finanzierung fungieren idealerweise als flexible Stellgrößen, um jederzeit das gebundene Risikokapital effizient zu nutzen. Wird dies versäumt, legt das Management bspw. nicht im Versicherungsgeschäft gebundenes (freies) Risikokapital nur in Form schwach rentierlicher und wenig riskanter kurzfristigen Bankeinlagen an, so ist das Risikokapital der „VBM Versicherungs-AG" zwar weniger riskant/volatil als im Kapitalmarktvergleich üblich; diese Risikominderung wird üblicherweise auf Aktienmärkten aber nicht honoriert. Da gleichzeitig die erwartete Rendite auf

Renditesteigerung "VBM Versicherungs-AG" durch risikogerechte Finanzierung

	Ausgangsplanung					Strukturen bei effizienter Finanzierung				Kapitalnutzung (RAC)/ Kapitalverzinsung (RORAC) Risiko des RAC		
	Volumen		Rendite		Risiko	Volumen		Rendite		RAC	RORAC	Risk on RAC
	Mio.	%	%	Mio.	%	Mio.	%	%	Mio.	Mio.	%	%
Versicherungsgeschäft (Basis Prämie)												
Unfall	40	8%	11,0%	4,4	3,4%	Keine Veränderung				4	109,1%	34%
Haftpflicht	70	14%	4,0%	2,8	5,0%					19	14,8%	19%
Kraftfahrt	90	18%	0,0%	0,0	5,0%					28	0,0%	16%
Feuer	50	10%	-1,2%	-0,6	12,4%					39	-1,5%	16%
Hausrat	40	8%	4,0%	1,6	9,0%					21	7,7%	17%
Wohngebäude	50	10%	0,0%	0,0	25,0%					78	0,0%	16%
Techn. Vers.	60	12%	5,0%	3,0	6,0%					19	15,5%	19%
Transport	60	12%	6,0%	3,6	8,0%					26	13,8%	18%
Betriebsunterbr.	40	8%	-4,4%	-1,8	16,1%					42	-4,2%	15%
gesamt o. Diversifikation					*9,3%*					*275*	*4,7%*	*17%*
Diversifikationsvorteil					*-5,2%*					*-162*	*6,8%*	*1%*
Zwischensumme	500	100%	2,6%	13,0	4,1%	500	100%	2,6%	13,0	113	11,6%	18,0%
Kapitalanlagegeschäft (Basis Exposure)												
Aktien D	120	14%	9,3%	11,2	20,0%	Keine Veränderung			9,7	138	8,1%	15%
Aktien Intl.	10	1%	9,3%	0,9	16,0%				0,8	9	10,3%	15%
Renten D	550	65%	5,4%	29,7	4,0%				25,9	107	27,8%	18%
Renten Intl.	60	7%	4,9%	2,9	8,0%				2,6	27	11,0%	16%
Immobilien	60	7%	5,0%	3,0	5,0%				2,6	16	19,2%	17%
Geldmarkt	50	6%	4,2%	2,1	1,0%				1,8	1	210,0%	44%
(Transfer Vers.-Geschäft)	*-(350)*	*(0)*	*-3,0%*	*-10,5*					*-10,5*	11	-100,0%	0%
gesamt o. Diversifikation					*6,6%*					*307*	*12,8%*	*16%*
Diversifikationsvorteil					*-1,8%*					*-120*	*4,8%*	*3,1%*
Zwischensumme	850	100%	4,6%	39,3	4,8%	740	100%	4,4%	32,9	187	17,6%	19,0%
Gesamtgeschäft (Basis Risikokapital)												
Risk Capital	410		12,8%	52,1	14,9%				45,9	300	15,3%	18,6%

Abbildung 15

das (angesichts geringer eingegangener Risiken zu hohe) Risikokapital zwangsläufig niedriger ausfällt als bei effizienter Risikokapitalnutzung, sinkt der Unternehmenswert[30]. Alternativ kann die effiziente Kapitalnutzung – bei unveränderter Asset Allocation – auch durch veränderte Finanzierung (Rückzahlung i. w. S. oder Kapitalerhöhung) hergestellt werden.

Letzteres wird vom Management einmal beispielhaft simuliert. Um die Komplexität dieses Prozeßschrittes zu reduzieren, erstellt es zunächst eine Tabelle, aus der

- die Ausgangsplanung inkl. Risikokapitalverzinsung (RORC)
- das Kapitalanlagevolumen nach Umsetzung einer effizienten Finanzierung (RAC) und
- eine Simulation der Rendite bei effizienter Finanzierung (RORAC) ersichtlich sind (Abbildung 15).

Das Management erkennt in Rückführung von Risikokapital i. H. v. DM 110 Mio. (von 410 Mio. in der Ausgangsplanung auf DM 300 Mio.), d. h. Aktienrückkauf[31], Dividendenerhöhung und/oder Sonderausschüttung an die Anteilseigner eine Chance, ohne Veränderung im Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäft

- die Rendite von 12,8% (RORC) auf 15,3% (RORAC) zu steigern und dabei
- das Risiko von ineffizient niedrigen 14,9 % (Risk on Risk Capital) auf kapitalmarktübliche 18,6 % (Risk on RAC) zu heben.

In der Kapitalanlage reduziert sich damit das verfügbare Volumen in gleichem Ausmaß, unter Erhalt der Asset Allocation. Das Management könnte die Kapitalrückzahlung von DM 110 Mio. finanzieren, in dem es z. B. Teile der Bewertungsreserven in den Kapitalanlagen auflöst (vgl. Abbildung 1).

Ein strategischer Geschäftsplan zur Unternehmenswertmaximierung kann nach Ansicht des Managements aber nicht nur in Veränderung der Finanzierung bestehen, denn: Es gilt zu bedenken, daß

- einerseits die RORAC stark steigen würde, aber
- andererseits die Bemessungsgrundlage RAC fällt.

Damit fällt die Wertschöpfung des Unternehmens von 52,4 Mio. DM auf 45,9 Mio. DM p. a. und der Wert des Unternehmens (nach Kapitalrückzahlung) steigt zwar relativ zum gebundenen verbleibenden Risikokapital deutlich

30 Die Problematik des Zusammenhangs zwischen Unternehmenswert und RORC/RORAC wurde bereits in Teil I der Aufsatzreihe diskutiert und wird in Teilschritt (6) wieder aufgegriffen; vgl. auch Fn. 1.

31 Durch das jüngst in Kraft getretene Gesetz über die Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) ist dies jetzt auch in Deutschland in größerem Umfang möglich; zum Sachzusammenhang vgl. auch: o. V.: Aktienrückkäufe werden auch in Kontinentaleuropa populär, in : FAZ vom 11.4.1998, Seite 20.

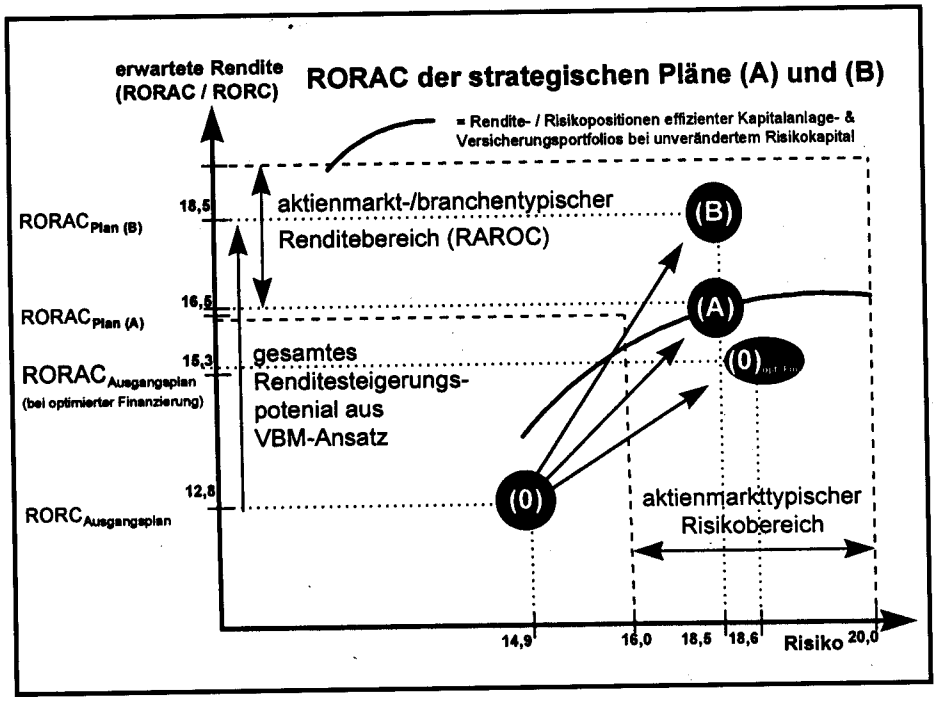

Abbildung 16

Unternehmens-portfolio (Strukturdaten) VBM Versicherungs-AG	Ausgangs-planung (0) (separierte Planung ohne VBM-Regelkreis)		strategischer Plan (A) (VBM-basierte Optimierung des Portfolio-Mix)		strategischer Plan (B) (VBM-basierte Optimierung Portfolio- & Finanzierungs-Mix)	
	Volumen		Volumen		Volumen	
	Mio.	%	Zielgröße (Mio.)	Handlungsbedarf ggü. Ausgangslage	Zielgröße (Mio.)	Handlungsbedarf ggü. Ausgangslage
Versicherungsgeschäft (Basis Prämie)						
Unfall	40	8%	70	+ 30	70	+ 30
Haftpflicht	70	14%	80	+ 10	80	+ 10
Kraftfahrt	90	18%	60	-(30)	60	-(30)
Feuer	50	10%	40	-(10)	40	-(10)
Hausrat	40	8%	50	+ 10	50	+ 10
Wohngebäude	50	10%	30	-(20)	30	-(20)
Techn. Vers.	60	12%	70	+ 10	70	+ 10
Transport	60	12%	70	+ 10	70	+ 10
Betriebsunterbr.	40	8%	38	-(2)	38	-(2)
Zwischensumme	**500**	**100%**	**508**	**+ 8**	**508**	**+ 8**
Kapitalanlagegeschäft (Basis Exposure)						
Aktien D	120	14%	170	+ 50	55	-(65)
Aktien Intl.	10	1%	212	+ 202	170	+ 160
Renten D	550	65%	418	-(132)	450	-(100)
Renten Intl.	60	7%	0	-(60)	0	-(60)
Immobilien	60	7%	50	-(10)	65	+ 5
Geldmarkt	50	6%	0	-(50)	0	-(50)
(Transfer Vers.-Gesch.)	*-(350)*	*(0)*	*-(356)*	-(6)	*-(356)*	-(6)
Zwischensumme	**850**	**100%**	**850**	**+/- 0**	**740**	**-(110)**
Finanzierung (Risikokapital)						
Risk Capital/RAC	**410**		**410**	**+/- 0**	**300**	**-(110)**
Auswirkung auf Rendite-Risiko-Position						
	Mio.	%	Mio.	%	Mio.	%
RORC/RORAC	**54**	[illegible]	**68**	[illegible]	**58**	[illegible]
Veränderung			+14 Mio.	+3,7%-Pkte.	+4 Mio.	+5,7%-Pkte.
Risk on RC/Risk on RAC		[illegible]		[illegible]		[illegible]
Veränderung				+3,6%-Pkte.		+3,6%-Pkte.

Abbildung 17

an[32], erreicht aber sicherlich nicht sein Maximum. Dies ergibt sich schon daraus, daß das Management aus den Prozeßschritten (2) und (3) weiß, daß es seine Effizienzpotentiale in Asset Allocation und Versicherungsgeschäftsstruktur bei Umsetzung der Ausgangsplanung nicht ‚ausreizt'. Es beschließt daher, vor der isolierten Entscheidungsfindung über die Finanzierung, genau diese Effizienzsteigerungspotentiale zu analysieren.

Prozeßschritt (5)

Simultane Optimierung des strategischen Gesamtplans: Maximierung der RORAC: – Effizienter Geschäftsmix aus Kapitalanlage, Versicherungsgeschäft und Finanzierung –

Bis zu diesem Schritt waren die Simulationen/Berechnungen einfach in Tabellen nachzuvollziehen, denn: Das Management hat jeweils nur an einer einzelnen ‚Stellschraube' – im Prozeßschritt (4) an der Finanzierung – gedreht und sich die Konsequenzen veranschaulicht. Die Betrachtung war monokausal und (höchstens) sequentiell.

Jetzt aber will das Management der „VBM Versicherungs-AG" mehr: Es geht ihm darum, den gesamten strategischen Plan, d.h. Finanzierung, Asset Allocation und Versicherungsgeschäft simultan aufeinander abzustimmen und effizient auszugestalten. Dies ist nur noch mit Hilfe einer Softwarelösung, hier mit einem quadratischen Optimierungsverfahren – analog der Markowitz-Optimierung unter vielfältigen Nebenbedingungen – möglich bzw. sinnvoll. Diese Optimierung berücksichtigt simultan

- Renditen, Risiken, Korrelationserwartungen und Strukturrestriktionen in Kapitalanlage und Versicherungsgeschäft (Abbildung 3–5 und 9–11)
- einen risikogerechten Risikokapitalbedarf (RAC) gemäß kapitalmarktorientierter Risikobereitschaft (illustriert in Abbildung 13)

und ermittelt – darauf aufbauend – simultan ein Set effizienter strategischer Pläne unter Angabe der jedem effizienten Plan zugehörigen

- Asset Allocation, Versicherungsgeschäftsstruktur und Finanzierung
- RORAC und Risk on RAC.

32 Die Bewertung des Unternehmens unter den verschiedenen Handlungsalternativen wird in Prozeßschritt (6) aufgegriffen.

Vor dem Optimierungslauf macht das Unternehmen noch eine Vorgabe: Es sollen zwei strategische Pläne, *Plan(A)* und *Plan (B)*, vorgeschlagen werden, bei denen die RAROC ihr Maximum erreicht und bei

Plan (A) *Asset Allocation und Versicherungsgeschäftsstruktur unter Erhalt der Riskokapitalbasis von 410 Mio. DM (= unveränderte Finanzierung) variiert*

Plan (B) *Asset Allocation und Versicherungsgeschäftsstruktur sowie die Finanzierung variiert*

Das Management hat dabei folgende Überlegung: Angesichts erwarteter Konzentrations-, Globalisierungs- und Digitalisierungstendenzen in der Versicherungsbranche, könnte das ‚freie' Risikokapital evtl. in externes Wachstum (Bestands-/Unternehmenskauf mit komplementärem Geschäftsfeld/Vertriebsweg, Kooperationen, ...) investiert werden. Da dies aber nicht kurzfristig zu vertretbaren Preisen absehbar ist, muß ein Weg gefunden werden, das aktuelle Risikokapital zwar zu erhalten, aber effizienter zu nutzen als bisher. Sollte sich dann später eine Möglichkeit für externes Wachstum bieten, kann das Management relativ schnell die Risikokapitalbelastung durch die Kapitalanlage (z.B. Reduzierung der Aktienquote) oder durch das Versicherungsgeschäft (z.B. Reduzierung margenarmen aber riskanten Geschäfts) reduzieren und die frei werdenden Mittel strategisch investieren.

Für die endgültige Entscheidungsfindung über den strategischen Plan läßt das Management eine tabellarische Gegenüberstellung von

- Strukturen nach *Ausgangsplanung (0)*
- Strukturen nach *Plan (A)*
- Strukturen nach *Plan (B)*

und ihren jeweiligen Konsequenzen für die Verzinsung des Risikokapitals und dessen Risiko erarbeiten. Die ebenfalls in Abbildung 16 eingezeichnete *Ausgangsplanung* $(O)_{opt.\ Fin.}$ repräsentiert die Ausgangsplanung unter isolierter Optimierung der Finanzierung (zu deren Strukturen vgl. auch Abbildung 15).

Folgende Zwischenergebnisse hält das Management fest: Bei beiden Strategieoptionen muß es

- qualifiziertes leichtes Wachstum im Versicherungsgeschäft sicherstellen, unter marginalem Aufbau/Abbau der werttreibenden/-vernichtenden Geschäftsarten.

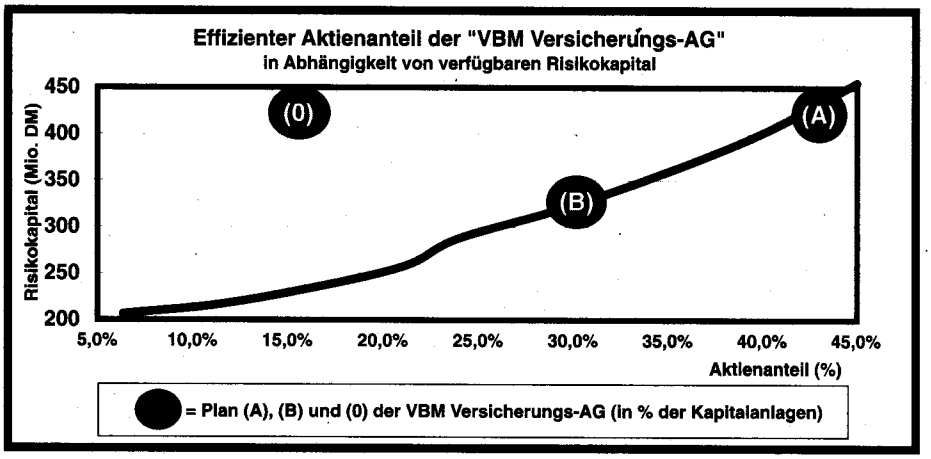

Abbildung 18

- das Aktienexposure absolut deutlich ausweiten, unter Favorisierung des internationalen Anteils; die Tendenz ist bei Verzicht auf Reduzierung des Risikokapitals *(Plan [A])* ausgeprägter als bei gleichzeitiger Kapitalrückzahlung *(Plan [B])*.

Das Management der VBM Versicherungs-AG entscheidet sich unter Abwägung aller weiteren Vor- und Nachteile für *Plan (A)*. Da in diesem Fall der Aktienanteil zur entscheidenden Stellgröße für den RORAC wird und sich das Risikokapital durch unerwartete Schadenereignisse oder Kapitalmarkteinbrüche (oder auch deren jeweiliges Ausbleiben) laufend ändert, veranschaulicht es sich – ceteris paribus – den effizienten Aktienanteil in Abhängigkeit vom jeweils vorhandenen Risikokapital und macht ihn zur Leitlinie für das künftige Kapitalanlagenmanagement (vgl. Abbildung 18).

Damit hat das Management durch diesen VBM-Ansatz ein einzigartiges Werkzeug zur ganzheitlichen Entscheidungsfindung über einen strategischen Plan an der Hand, bis hin zur Maßnahmen-/Investitionsauswahl, Priorisierung von Geschäftsfeldern, etc.

Die Wertschöpfungkraft, die in dieser ganzheitlichen risiko- und renditeorientierten Betrachtung liegt, veranlaßt das Management spontan zu dem Beschluß, künftig *nicht mehr*

- den *Chief Investment Officer allein/isoliert* die strategische Asset Allocation gestalten zu lassen,
- die *Division Manager für das Versicherungsgeschäft allein/isoliert* die strategische Spartenplanung machen zu lassen,
- dem *Chief Financial Officer allein/isoliert* die Gestaltung der strategischen Finanzierungsstruktur zu überlassen,

sondern

- den *gesamten strategischen Plan inkl. Finanzierung gemeinsam und simultan* in Anlehnung an diesen Prozeßentwurf zu erarbeiten und zu beschließen.

Dies sollte dem Management im Hinblick auf die Überzeugungskraft des VBM-Ansatzes und die Größe des Unternehmens nicht schwerfallen; hier liegt angesichts der leichteren Überschaubarkeit eine eindeutige Chance für kleine und mittelgroße Versicherungsgruppen, über ausdrückliche Nutzung von Effizienzpotentialen die Größenvorteile von ‚Branchenriesen' zu kompensieren und dadurch nachhaltig den eigenen Fortbestand zu sichern.

Das Management der „VBM Versicherungs-AG" hat die Überzeugung gewonnen, durch diese neuen und zusätzlichen Elemente der Strategiefindung den Unternehmenswert stärker steigern zu können als dies (allein) mit bisher geübten Verfahren der Strategieentwicklung möglich war.

Wie aber ändert sich nach Strategieumsetzung der Unternehmenswert? Welchen Wertbeitrag leisten die strategischen Alternativen? Dies ist eine Frage der Performancemessung/-analyse im Marktvergleich.

Prozeßschritt (6)

Performancemessung/-analyse: – erwarteter Unternehmenswert vs. Marktkapitalisierung –

Oberstes Managementziel ist die Maximierung des Unternehmenswertes. Um die ‚Performance' der Managemententscheidungen bewerten zu können, muß die erwartete Auswirkung

der verschiedenen Pläne auf den Unternehmenswert ermittelt werden.

Für die Performancemessung/-analyse ist also wichtig,

- wo der maximale Unternehmenswert liegt,
- inwieweit er tatsächlich im Rahmen der Strategieumsetzung erreicht wird und
- wo die Gründe für Abweichungen liegen.

In Anlehnung an die Rechenlogik von Discounted Cash flow Modellen bzw. von Ertragswertverfahren aus der Praxis der Unternehmensbewertung, ermittelt das Management einen „Fair Value", d. h. einen seinen Erwartungen entsprechenden angemessenen Unternehmenswert für die „VBM Versicherungs-AG" und macht dabei zunächst folgende Annahmen:

- Seine Gesellschafter/Anleger haben eine Renditeerwartung von 9,3 % p. a. (RAROC[33]), ein Niveau das das Management auch von seinen in Aktien angelegten Kapitalanlagen erwartet (vgl. Abbildung 3).
- Sowohl die jeweilige RORAC der „VBM Versicherungs-AG", als auch die soeben genannte Renditeerwartung der Anleger/Gesellschafter (RAROC), gelten nachhaltig (‚ewige Rente'), obwohl sie hier nur für 1998–2002 formuliert wurden. Sollten die Renditen im Versicherungsgeschäft auch nach dem Jahr 2002 weiter fallen, was zu erwarten ist, so muß das daraus entstehende Renditedefizit folglich über Wachstum kompensiert werden. Damit steckt in der Ermittlung des Unternehmenswertes bereits eine Kompenente des „appraisal value", d. h. eine Barwertannahme für zukünftiges Neugeschäft.
- Der Quotient aus RORAC und RAROC ergibt einen Faktor, der – multipliziert mit dem gebundenen Risikokapital – den ‚fairen' Unternehmenswert repräsentiert.
- Beim Vergleich der Unternehmenswerte verschiedener Strategieoptionen muß gegebenenfalls zurückgezahltes Risikokapital zugerechnet werden.

Das Management ermittelt nun systematisch die angemessenen Unternehmenswerte für die

- Ausgangsplanung, vor Nutzung der Effizienzpotentiale des Value Based Management *(Plan [0])*
- Ausgangsplanung mit optimierter Finanzierung *(Plan [0] opt. Fin.)*
- beschlossene VBM-basierte Optimierung von Asset Allocation und Versicherungsstruktur bei unverändertem Risikokapital *(Plan [A])*
- VBM-basierte Optimierung von Asset Allocation, Versicherungsstruktur und Finanzierung *(Plan [B])*

unter Rückgriff auf die Ergebnisse gemäß Abbildungen 15 und 17 und stellt sie tabellarisch sowie in Chartform dar (Abbildungen 19 und 20).

'Fair Value' Simulationen der "VBM Versicherungs-AG" (Mio. DM bzw. %)	Plan (0)	Plan ($0_{Opt.\ Fin.}$)	Plan (A)	Plan (B)
Risikokapital (RC)	**410**	**300**	**410**	**300**
RORAC	12,8%	15,3%	16,5%	18,5%
Rendite (Mio.)	52	46	68	56
RAROC	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
RORAC/RAROC	138%	165%	177%	199%
Fair Value (RCxRORAC/RAROC)	564	494	727	597
Ausschüttung	0	110	0	110
Fair Value inkl. Aussch.	**564**	**604**	**727**	**707**
Wertzuwachs		7%	29%	25%
Fair Value in % Risikokapital	**138%**	**165%**	**177%**	**199%**

Abbildung 19

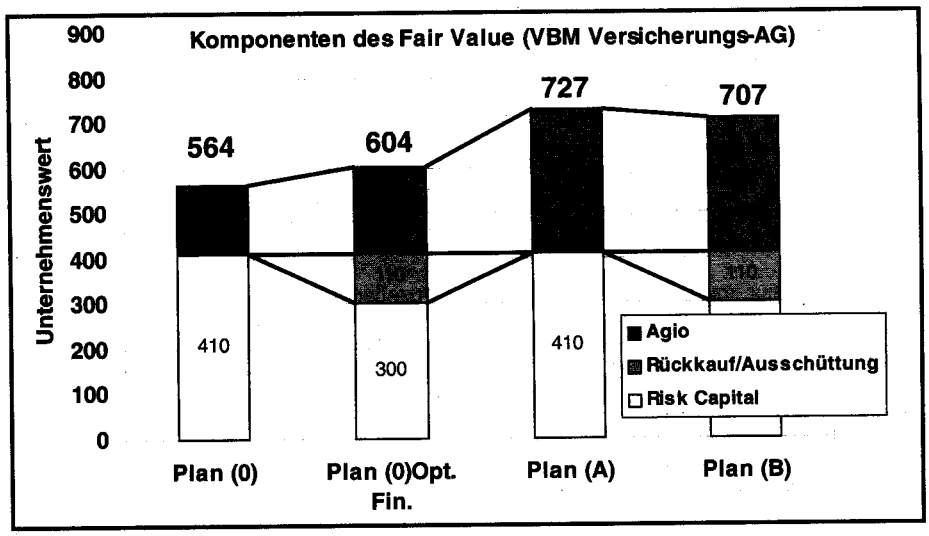

Abbildung 20

Der vom Management beschlossene Plan (A) erweist sich als der mit der höchsten Wertsteigerung, obwohl dessen RORAC mit 16,5 % ca. 2 %-Pkte. hinter der von Plan (B) zurückbleibt; offensichtlich ist es immer noch absolut werterhöhend, wenn das (großzügige) Risikokapital in der Kapitalanlage gebunden bleibt, statt es den Aktionären/Gesellschaftern auszuschütten. Dies hat seinen Grund darin, daß die Grenz-RORAC, die RORAC also für jede zusätzliche Mark Risikokapital, die mangels Potential zur Ausweitung des Versicherungsgeschäfts (nur) noch zur Unterlegung von Kapitalanlagerisiken genutzt werden kann, mehr als 9,3 % p. a. beträgt und damit oberhalb des für Aktienanlagen von Gesellschaftern/Anlegern erwarteten Renditeniveaus liegt. Durch zusätzliches Risikokapital kann nämlich die Asset Allocation deutlich riskanter gestaltet werden; wegen des Diversifikationseffektes kann sogar das in Aktien gebundene Anlagevolumen stärker wachsen als das Risikokapital selbst.

Die Freude des Managements über die vielversprechende und wertschöpfende Entscheidung für Plan (A) währt aber nur kurz, denn dieser Plan enthält ein Problem: Der Unternehmenswert dieses Plans liegt mit 727 Mio. zwar absolut höher als alle Alternativen; er kann

33 Vgl. Fn. 6.

aber nur bei künftiger Vollausschüttung der gesamten RORAC von 16,5 % p. a (= 68 Mio.), d. h. bei einer Dividendenrendite von ‚marktunüblichen' 9,3 % (68 Mio.RORAC/727 Mio. U.-Wert), gehalten werden.

Der Grund für diesen Sachverhalt liegt in den Restriktionen für die Asset Allocation (Abbildung 5, 6 und 18): Bei Plan (A) ist die maximal zulässige Risikoposition der Kapitalanlage (ca. 45 % Aktienanteil) bereits ausgeschöpft. Daher können die Gegenwerte der jährlich erwarteten RORAC im Unternehmen nur noch in Renten und Immobilien zu den diesen Anlageklassen entsprechenden Renditeerwartungen[34] angelegt werden, also deutlich weniger rentierlich als der Anleger/Gesellschafter es selbst tun könnte; letzterer könnte schließlich seinerseits die ausgeschütteten Mittel aus der RAROC – frei von Restriktionen – in Aktien anlegen. Die Grenz-RORAC würde folglich nach Thesaurierung unter die RAROC, die vom Gesellschafter/Anleger erwartete risikogerechte Anlagerendite, fallen. Nichtausschüttung würde folglich vom Kapitalmarkt mit einem Abschlag auf den Unternehmenswert geahndet: ‚Der Kapitalmarkt diszipliniert in diesem Sinne das Management'.

Daraus folgert das Management, künftig die gesamte RORAC an seine Anleger/Gesellschafter auszuschütten, wenn sich nicht kurzfristig die Gelegenheit ergibt, selbst aktiv durch Zukauf eines anderen Unternehmens im Versicherungsgeschäft oder einem anderen ‚Kerngeschäftsfeld' wachsen zu können.

Für die Beurteilung des realisierten Gesamterfolgs des strategischen Plans (Planungs- und Marktvergleich) bieten sich zwei Verfahren mit unterschiedlichen Aussagen an:

I. Interne RORC- und RORAC-Rechnung[35] an jedem Periodenende nach Entscheidung über den strategischen Plan. In dem Maße, in dem das Unternehmen zu Beginn der Strategieumsetzung seine Finanzierungsstruktur risikogerecht gestaltet hat, können die Schwächen des RORC-Konzepts[36] für eine Jahreserfolgsrechnung vernachlässigt werden. In diesen RORC- und RORAC-Rechnungen drückt sich der Return aus, der bereits zu Wertänderungen geführt hat (ex-post Komponente).
II. ‚Externe' Renditeermittlung aus Sicht der Gesellschafter/Anleger, d.h. Ermittlung der Rendite auf die emittierten Aktien (Börsenkursentwicklung) unter Berücksichtigung von Dividenden und Kapitalmaßnahmen. In diesen Ergebnissen drücken sich die Erwartung bzw. Vertrauen der Gesellschafter/Anleger insgesamt an den bereits realisierten (ex-post Komponente) und den künftig erwarteten Wertbeitrag (ex ante Komponente) des strategischen Plans aus.

Für die RORC-/RORAC-Rechnung (s. I.) drängt sich der Vergleich mit den Renditeerwartungen des strategischen Plans auf, für die Betrachtung über Aktienmarktrenditen (s. II.) der traditionelle Benchmarkvergleich, bspw. zu einem relevanten Aktienindex (z. B. DAX bzw. C-DAX-Versicherungen).

Die Performanceanalyse ermöglicht anschließend dreierlei Arten von Erkenntnissen für die weitere strategische und operative Unternehmenssteuerung:

1. Abweichungen zwischen Markterwartungen und -verlauf, z. B.: Übertreffen der erwarteten Rendite im Unfallgeschäft
2. Abweichungen zwischen Unternehmensplan und Umsetzung, z. B.: Nichtdurchführung eines geplanten Ausbaus der Aktienquote
3. Abweichungen zwischen Kapitalmarktanspruch und faktischer unternehmerischer Erfüllbarkeit, z. B.: RORAC < RAROC, d. h. Unmöglichkeit, bspw. in Folge der gegebenen Kostenbelastung oder einer ineffizienten Finanzierung bzw. Asset Allocation, eine kapitalmarktgerechte RAROC zu erwirtschaften.

Zum 3. Punkt sei angemerkt: Ein (neuer) Gesellschafter/Anleger erzielt über Marktanpassungsmechanismen tendenziell immer eine risikogerechte Rendite auf seinen Kapitaleinsatz (RAROC); erwarten Investoren, daß diese Renditeerwartung über die RORAC vom Management nicht (mehr) erbracht werden kann, so fällt der Marktwert des Unternehmens (an der Börse, aber auch bei außerbörslichen Unternehmenskäufen) gegebenenfalls bis unter dessen Substanzwert (= Risk Capital (RC) in der Definition von Schritt (3)). Insofern hat der Mechanismus Ähnlichkeit mit dem der Preisbildung auf dem Rentenmarkt: Bei gestiegenen Marktzinsen sinkt der Kurs von Emissionen mit niedrigerer Nominalverzinsung. Problematisch an einer solchen Situation ist, daß eine nachhaltige Nichterfüllung der Renditeerwartungen von Gesellschaftern/ Anlegern (RAROC) den Fortbestand des Unternehmens gefährdet.[37]

Prozeßschritt (7)

Investor Relations

Der beste Unternehmensführungsansatz, auch der des Value Based Management, ist langfristig nur so gut wie er von den heutigen und künftigen Gesellschaftern/Anlegern sowie von Analysten und Ratingagenturen verstanden und geschätzt wird. Nur dann stellt sich eine faire Preisbildung im Kapitalmarktzusammenhang ein. Das Management der „VBM Versicherungs-AG" bemüht sich daher bei den verschiedensten Gelegenheiten darum, bei Analysten und Ratingagenturen sowie Gesellschaftern/Anlegern Vertrauen zu schaffen für die Chancen, die sich aus der wertorientierten Unternehmensführung im Sinne dieses Konzeptes ergeben.

Noch wichtiger ist natürlich der Beweis, daß aktuelle und künftige Managemententscheidungen tatsächlich vom Primat des effizienten Risikokapitaleinsatzes geprägt sind bzw. sein werden und daß sich das Management dabei auf

- geeignete Führungskonzepte/-systeme/-kennzahlen stützen kann.
- das wertorientierte und strategiekonforme Verhalten aller Mitarbeiter verlassen kann.

Die interne und externe Überzeugungskraft und Motivationswirkung aller strategischen Entscheidungen ist stark davon abhängig, ob man ihnen einen erwarteten Wert beimessen kann. Die Leistung des hier vorgestellten VBM-Konzepts zur Strategiefindung besteht – akademisch ausgedrückt – darin,

- i. d. R. allen Handlungsalternativen tendenziell einen *metrischen* Wert beimessen zu können, z. B. *‚Alternative a bringt voraussichtlich soviel mehr als b und trägt mit c zum Bedarf d bei'.*

Das Problem vieler anderer (traditioneller) Entscheidungsfindungsverfahren liegt darin, daß sie

- entweder nur absolute Skalierungen erlauben, z. B. *‚dies ist profitabel, jenes nicht'.*
- oder höchstens ordinale Skalierungen nutzen, z. B. *‚dies ist profitabler als jenes'.*

Zum Beispiel kann das Management nun mit Analysten fundierter als früher darüber diskutieren, warum es eine bestimmte Börsenkapitalisierung für mehr oder weniger angemessen hält und damit zielgerichtet auf eine faire Unternehmenswertbildung auf dem Kapitalmarkt

34 Vgl. Abbildung III.
35 Vgl. dazu die Prozeßschritte (3) und (4), jetzt allerdings nicht mit erwarteten, sondern mit realisierten Renditen.
36 Vgl. dazu die Ausführungen in Prozeßschritt (3).
37 Vgl. dazu die Ausführungen in Teil I der Aufsatzreihe, Seite 27 – 28 (s. auch Fn. 1).

hinwirken; dies ist ein wesentlicher Schlüssel für die Sicherung des langfristigen Überlebens der „VBM Versicherungs-AG" und für deren weitere Kapitalmarktfähigkeit.

VBM: Möglichkeiten und Grenzen

Nach Ansicht des Managements ist der Ansatz des Value Based Management, insbesondere die Strukturierung der Vorgehensweise nach dem VBM-Regelkreis (vgl. Abbildung 2), sehr hilfreich für die

- Entscheidungsfindung und zur
- Selektion geeigneter Maßnahmen/Projekte,

um die mit der Entscheidung für einen strategischen Plan verbundenen Strukturen in Versicherungsgeschäft, Kapitalanlage und Finanzierung anzustreben.

Der Ansatz hilft aber nicht bei der operativen Umsetzung/Qualitätssicherung. Daher richtet das Management sofort auch seine operativen Controlling-Ansätze auf Unterstützung der strategischen Ziele aus, so z. B. das

- Kapitalanlage-Controlling zur Qualitätssicherung im Portfolio Management
- Vertriebscontrolling zur zielkonformen Provisionierung / Selektion / Wettbewerbsgestaltung
- Kosten-/Personal-/Schadencontrolling zur (hochgradigen) Sicherstellung der beeinflußbaren Renditeerwartungen im Versicherungsgeschäft
- Projekt-/Maßnahmencontrolling zur Effizienzsicherung der strategierelevanten Maßnahmen
- ...

Dipl.-Kfm. Dipl.-Hdl. Frank Corell ist als Chief Financial Officer (CFO) Mitglied der Geschäftsleitung der Basler Versicherungs-Gesellschaften, Direktion für Deutschland, Bad Homburg v. d. H.