Frank Corell, Bad Homburg v. d. H.

Value Based Management (VBM): Teil I: Zielsetzung und Einsatzmöglichkeit in der Versicherungswirtschaft[1]

Dieser Beitrag soll zeigen, daß das Konzept der „wertorientierten Unternehmensführung", d.h. das Value Based Management (VBM),

- ein geeignetes Managementparadigma für die aktuellen Herausforderungen der Versicherungs- und Kapitalmärkte ist,
- mehrere hilfreiche Modelle aus der Risiko- & Kapitalmarkttheorie sowie aus der praktischen Risikosteuerung 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[2] erleichtern kann,
- vielfältige Unterstützung zur operativen Geschäftssteuerung liefern kann,
- neben kulturellen und verhaltensbezogenen Änderungen von den Entscheidungsträgern auch einen Umbau des Controlling-Instrumentariums verlangt.

VBM: Paradigma für die Entscheidungsfindung in deregulierten Märkten

Deregulierte Versicherungsmärkte einerseits und globalisierte Kapitalmärkte andererseits bewirken einen Verdrängungswettbewerb von zwei Seiten:

(1) Prämienverfall auf das Niveau des jeweils aus Kundensicht *effizientesten* Versicherers,
(2) Zugang zu Risiko-/Wachstumskapital zu akzeptablen Kosten nur für Versicherer, die aus Sicht ihrer Gesellschafter/Kapitalanleger *effiziente* Renditen erwarten lassen.[3]

„Effizient" im Sinne dieses Beitrags ist ein Versicherer, dessen

- Kunden für die gleiche Versicherungsdienstleistung i. w. S. im Marktvergleich die niedrigstmögliche Prämie zahlen müssen und dessen
- Gesellschafter/Kapitalanleger für das übernommene unternehmerische Risiko eine im Kapitalmarktvergleich übliche Rendite (RAROC[4]) erwarten können.

Theorie und Praxiserfahrung liegen dabei sehr dicht beieinander:

- Kunden werden nachweislich immer wechselbereiter.
- Vertragsbindungen werden immer kürzer.
- Institutionelle Investoren fällen ihre Investitionsentscheidungen immer stärker danach, inwieweit die betreffende Gesellschaft „Effizienz" im Sinne dieses Beitrags und damit „Value Orientation" postuliert und danach handelt.
- Transaktionskosten für Anleger auf den globalen Kapitalmärkten sinken stetig.

Für das einzelne Versicherungsunternehmen stellt sich damit die Frage nach einer geeigneten „Corporate Governance", d. h. einem Verbund aus ganzheitlichem unternehmerischen Selbstverständnis und dessen Verwirklichung in der strategischen und operativen Entscheidungsfindung, um in diesem Wettbewerb zu bestehen.

Traditionelle Verfahren wie z. B. die Strategiefindung in Abhängigkeit von Marktattraktivität und relativen Wettbewerbsvorteilen behaupten dabei sicher auch weiterhin ihren Platz. Sie geben jedoch keine Antwort auf für die Versicherungswirtschaft wesentliche Fragen, wie z. B.: „Wie hoch ist der erwartete Wertbeitrag einer bestimmten Strategie(änderung) im Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäft oder in der Finanzierungsstruktur unter Berücksichtigung damit verbundener Risiken?"

Der „Value Based Management"-Ansatz (VBM) kann bei der Beantwortung helfen.

Wie bei allen klassischen und derivativen Finanzanlagen, ist auch der Wert eines Versicherungsunternehmens in etwa der Barwert künftiger (unsicherer) Zahlungsströme. Die Steigerung des Unternehmenswertes erfolgt also durch die nachhaltige Steigerung künftiger positiver Cash-flows relativ zu einem (risikogerechten) Kapitaleinsatz, kurz: durch Steigerung der Rendite auf das risikoadjustierte Risikokapital. Das Kernziel des VBM lautet deshalb:

„Maximiere nachhaltig

- die Rendite auf das risikogerechte Risikokapital (RORAC[5])

unter der Bedingung der vorherigen

- Erfüllung der markt-/kunden-/mitarbeiterbezogenen Erwartungen sowie
- Einhaltung der (aufsichts-)rechtlichen Rahmenbedingungen."

Wenn dies in einem Ausmaß gelingt, das auf dem Kapitalmarkt üblich ist (RAROC[6]), kann das Unternehmen

- sich im Wettbewerb um Kunden weiterhin behaupten,
- bei Bedarf neue Eigenmittel zu angemessenen Kosten aufnehmen und wachsen,
- als Arbeitgeber Attraktivität und Sicherheit zugleich vermitteln,
- *die Erfolge der Zukunft marktgerecht unter allen ‚Anspruchstellern' (Kunden, Mitarbeiter, Fiskus, Aktionäre . . .) verteilen.*

Gelingt dies aber nicht bzw. nicht in ausreichendem Maße, droht

- (feindliche) Übernahme durch Investoren mit (vermeintlich) besseren Managementkonzepten oder gegebenenfalls „Ausschlachtung" bisher zurecht unterbewerteter Substanzwerte,

---

1 In den kommenden beiden Ausgaben von *Der Aktuar* erscheinen als Fortsetzung: ‚Fallstudie Schaden- und Unfallversicherer' (Teil II) sowie ‚Lebensversicherer, Schwerpunkt kapitalbildende LV' (Teil III).

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

3 Diese Problematik ist unabhängig von der Rechtsform; sie betrifft also beispielsweise VvaGs genauso wie Publikumsgesellschaften. Der Unterschied liegt nur darin, daß Mitglieder von VvaGs das Risikokapital indirekt durch den Preis der Versicherungsleistung bereitstellen, während dies bei Publikumsgesellschaften durch Zahlungen des Aktionärs erfolgt.

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

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

6 Vgl. Fußnote 4; wenn gilt, daß ‚RORAC=RAROC', dann hat der Wert des betroffenen Unternehmens im Kapitalmarktzusammenhang sein Maximum (nachhaltiges Optimum) erreicht.

- ein Teufelskreis aus Imageverlust, Personalabbau, Kundenabgängen und Kostenprogression,
- Abwanderung von Personal mit Schlüsselqualifikation für die Wertschöpfung,
- *ein harter letzter Verteilungskampf um Substanz aus Erfolgen der Vergangenheit.*

Damit hat VBM als konzeptionelle Quelle den Ansatz des Shareholder Value Management von Rappaport/Copeland und seine Weiterentwicklungen in den vergangenen Jahren[7]. An sich verbirgt sich hinter dem Ansatz nichts anderes als die klassischen betriebswirtschaftlichen Verfahren zur Bestimmung eines optimalen Investitions- und Finanzierungsprogramms, d. h. vor allem die dynamische zahlungsstromorientierte Investitionsrechnung unter Unsicherheit. Neu ist aber deren explizite Anwendung auf Unternehmen als Ganzes. Der Ansatz entstand ursprünglich für Industrieunternehmen mit erheblichem Sachanlagevermögen; für die Übertragung auf die Versicherungswirtschaft sind daher teilweise andere Modelle und Konzepte nötig.

VBM bezweckt in seiner Grundform – vereinfacht ausgedrückt – einen strategischen Plan zur simultanen Steuerung der drei wichtigsten Wertgeneratoren einer Versicherung, d. h. der

- Geschäftsstruktur/-entwicklung nach Versicherungszweigen und -arten,
- Kapitalanlagestruktur nach Risikoklassen,
- Risikokapital-/Finanzierungsstruktur.

Diese Steuerung ist vielfältigen internen und marktbezogenen Restriktionen unterworfen.

Ziel ist dabei eine nachhaltig erwartete Rendite auf das risikogerechte Risikokapital (RORAC[8]), d. h. daß

- in Marktwerten gemessen
- das im Unternehmen eingesetzte Risikokapital
- eine Rendite erwarten lassen soll, die
- im Kapitalmarktvergleich
- bei dem eingegangenen Risiko
- auf (oder zeitweise über) der Rendite der relevanten Branchenbenchmark (RAROC) liegt; letztere gegebenenfalls repräsentiert durch eine Aktienindexrendite, liegt.

Eine Unternehmensstrategie muß folglich aus der Sicht der Gesellschafter/Anleger finanzierbar sein, d. h. eine RAROC erwarten lassen; dieser Anspruch ist neu. Das Problem der Finanzierbarkeit stellte sich für die Versicherungswirtschaft zu Zeiten der Regulierung primär aus der Perspektive der Kunden und des Aufsichtsrechts (z. B. „Finanzierbarkeitsnachweis" in der Lebensversicherung). Die Interessen des Gesellschafters/Anlegers spielten für die Entscheidungsfindung eine untergeordnete Rolle; sie konnten i. d. R. im Mittel über mehrere Perioden durch die z. T. aufsichtsrechtlich „administrierte" Prämiengestaltung gewahrt werden. Letzteres funktioniert im deregulierten Umfeld nicht mehr.

Heute zählt die Erkenntnis, daß Versicherungen vielfältige Risiken „zeichnen", im Versicherungsgeschäft und in der Kapitalanlage. Alle diese Risiken sind mit Renditeerwartungen verbunden, sei es in Form einer Prämienrendite oder als Rendite auf das in Kapitalanlagen investierte Vermögen. Das Portfolio aller gezeichneten Risiken muß finanziert werden, d. h. es ist ein angemessenes Risikokapital vorzuhalten und marktgerecht zu verzinsen, um bei ungünstiger Kapitalmarkt-/Schaden-/Kostenentwicklung möglichst nicht nur nicht insolvent zu werden[9], sondern z. B. auch dann noch mit hoher Wahrscheinlichkeit weiter kapitalmarkt-/zeichnungsfähig zu bleiben. Diese Managementanforderung ist deutlich höher als die der Ruinvermeidung: Effizienz schließt Solvenz immer mit ein.

VBM: Integration tragfähiger Modelle aus Risiko- und Kapitalmarkttheorie

Für die isolierte Optimierung der Kapitalanlagestruktur (Asset Allocation) im Hinblick auf eine gegebene oder auch variable Finanzierungsstruktur (= Ausstattung mit Risikokapital) bieten die Investitions- und Finanzierungstheorie sowie die Praxis im Eigenhandelsgeschäft von Kreditinstituten angemessene Verfahren an. Dies sind insbesondere[10]

- das Konzept des optimalen Verschuldungsgrades (Financial Leverage),
- das Kapitalmarktmodell (CAPM),
- das ‚Capital-at-Risk-Konzept' und
- die Markowitz-Optimierung.

Diese Modelle integrieren explizit die erwarteten Renditen, Risiken und (riskomindernde) Diversifikations-/Kollektiveffekte aus der Mischung verschiedener Kapitalanlageklassen, um die erwartete Risikokapitalrendite bei gegebener Risikobereitschaft (RORAC) zu maximieren. Das Ergebnis kann durch Vergleich mit erwarteten kapitalmarktgerechten Renditen (RAROC) auf Angemessenheit beurteilt werden.

Das Datenvolumen ist i. d. R. so groß, daß

- statistische/mathematische Verfahren genutzt werden müssen, um
  - Einsichten in die erwartete Vorteilhaftigkeit der Diversifikation zu gewinnen und
  - den Wertbeitrag aus der Optimierung eines Portfolios meßbar zu machen.

Dieser Beitrag geht jedoch noch einen Schritt weiter: Auch das Versicherungsgeschäft wird in die oben genannten Konzepte integriert, d. h. Prämienvolumens-, Risiko-, und Renditeerwartungen sowie Erwartungen an Diversifikations-/ Kollektiveffekte werden zusätzlich für alle betriebenen Geschäftsarten und für das gesamte (Versicherungsvertrags-)Portfolio ermittelt; damit ist die Basis gegeben für eine unternehmensweite „ganzheitliche" Entwicklung des strategischen Plans[11] durch das Management.

Der Ansatz geht von folgenden Prämissen aus, die nicht in letzter Perfektion, aber doch näherungsweise erfüllt sind bzw. erfüllt sein müssen: Das Management

- will nachhaltig die Rendite auf das risikogerechte Risikokapital (RORAC) maximieren,
- nutzt den Renditebegriff der Kapitalmärkte für alle Risikoentscheidungen (jährl. nachschüssige Zahlungen auf ein Jahresanfangsvermögen),
- nutzt die Normalverteilungsannahme für große diversifizierte Bestände[12] als akzeptable Annäherung für die Streuung der Renditen über die Zeit,
- nutzt die Standardabweichung bzw. Shortfallmaße als Risikomaß,
- nutzt – soweit möglich – innerhalb der Kapitalanlage und im Versicherungsgeschäft die risikomindernde Wirkung der Diversifikation (Annahme stabiler und geringer Korrelationen),

---

7 Als Referenz aus einer mittlerweile kaum mehr überschaubaren Fülle von Veröffentlichungen seien genannt: Rappaport, A.: Shareholder Value, Stuttgart 1995; Höfner, K./Pohl, A. (Hrsg.): Wertsteigerungsmanagement, Frankfurt a. M. 1995; Unzeitig, E./Köthner, D.: Shareholder Value Analyse, Stuttgart 1995.

8 Vgl. Fußnote 5.

9 Insolvenzvermeidung ist primär ein Anliegen der aufsichtsrechtlichen Solvabilitätsvorschriften; sie sind im VBM-Ansatz wegen der beschränkten Risikobereitschaft der Gesellschafter/Anleger per se immer miterfüllt.

10 Vgl. dazu z. B. Albrecht, P.: Was ein Aktuar über Investmentmathematik wissen sollte: Portfolio-Theorie, in: *Der Aktuar*, Heft 3, Dezember 1997, S. 162–66.

11 Vgl. Fußnote 2.

12 Dies gilt für alle Risiken aus Kapitalanlage, Versicherungsgeschäft und Finanzierung.

13 Diese Annahme dient der Vereinfachung; sie kann durch eine Korrelationsannahme ersetzt werden.

- unterstellt (zunächst) keinen Risikoausgleich zwischen Versicherungs- und Kapitalanlagerisiken (Annahme instabiler und hoher Korrelationen[13]).

VBM: Einfacher Prozeßentwurf

Value Based Management im Sinne dieses Beitrags kann formal als Prozeß in folgenden sieben Schritten illustriert werden (vgl. Abbildung 1).

(1) Formulierung der Kapitalmarkterwartungen:
– Erfassung von Anlagestrukturplanung (Asset Allocation) und -restriktionen –

Das Management formuliert zunächst seine Erwartungen an die Rendite, das damit verbundene Risiko und die Korrelationen der relevanten Anlageklassen, z. B. Aktien, Immobilien, Renten, gegebenenfalls separiert nach Ländern/Währungen. Im Hinblick darauf, einen mittelfristig tragfähigen strategischen Plan zu erarbeiten, geschieht dies zweimal: Einmal für die Jahresplanung, ein weiteres Mal für einen 5-Jahres-Zeitraum.

Die Erwartungen an Risiken und Korrelationen lassen sich gut durch historische Zeitreihenanalysen von relevanten Kapitalmarktindizes (PEX, DAX, künftig gegebenenfalls DIX, . . .) fundieren.

Zudem werden neben der geplanten Asset Allocation (volumensmäßige Punktplanung in Marktwerten) für jede Anlageklasse auch Anteilsminima und -maxima (d. h. Bandbreiten in %-Pkten.) definiert, die externe oder interne Anlagerestriktionen (in Marktwerten) abbilden.

Das gesamte erwartete Kapitalanlagevolumen ist abhängig vom Bestand am Periodenanfang, der erwarteten Investmentrendite und dem Saldo der erwarteten Zahlungsströme aus der bestehenden und erwarteten Versicherungsgeschäftsstruktur nach Zweigen und Arten (vgl. Schritt (2); für jeden Zweig bzw. jede Art sind leicht Erfahrungsquoten zu ermitteln, die die mittlere Höhe und Verweildauer des pro Prämienmark „erzeugten" Kapitalanlagebetrages ausdrücken.

(2) Formulierung der Versicherungsgeschäftserwartungen:
– Erfassung von Geschäftsplanung/-struktur und -restriktionen –

a) Fall eines Schaden- und Unfallversicherers

Da die Prämien in der Schaden- und Unfallversicherung zum überwiegenden Teil versicherungstechnische, d. h. schadenereignisabhängige Risikokosten abdecken sollen und kaum zinsabhängige Kapitalkosten verursachen[14], muß das Versicherungsgeschäft zunächst unabhängig vom Kapitalanlagegeschäft geplant werden. Dem Ansatz des Asset Liability Management ist die Schaden- und Unfallversicherung damit nur auf Umwegen [(s. ab Schritt (3) a)] zugänglich. Das Management formuliert Erwartungen an das Prämienvolumen, die Prämienrendite, das damit verbundene Risiko und die Korrelationen der relevanten Versicherungsarten und -zweige, z. B. Feuer, Haftpflicht, Unfall. Dabei bleibt – anders als bei manchen gewohnten Rechenschemata – unberücksichtigt, welche Kapitalanlagevolumina und -renditen durch das Versicherungsgeschäft erst ermöglicht werden. Dieser Aspekt muß unter Schritt (1) berücksichtigt werden.

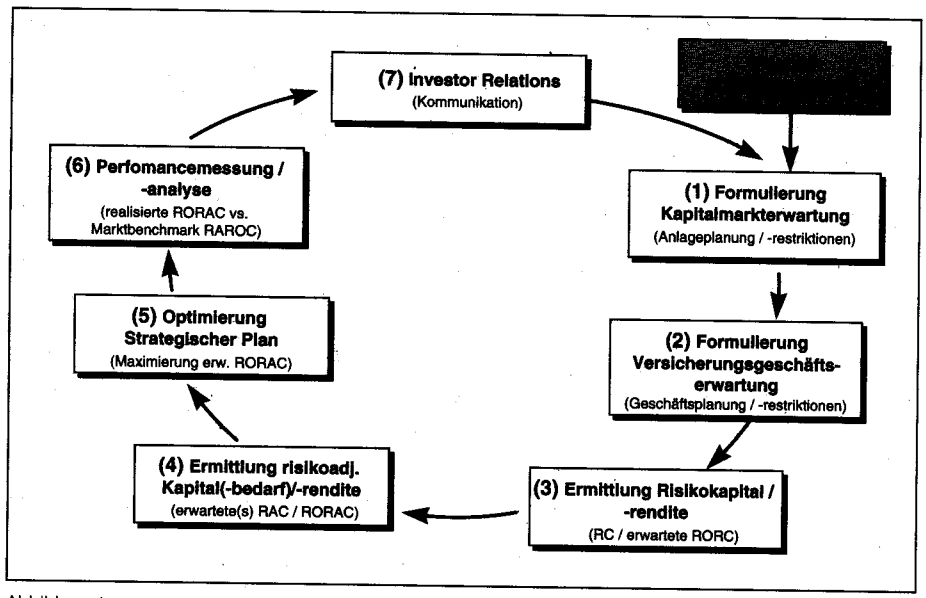

Abbildung 1

Wie in Schritt (1) werden die Erwartungen für die Jahresplanung und für einen 5-Jahres-Zeitraum formuliert.

Anders als in der Kapitalanlage, ist im Versicherungsgeschäft für die Erwartungsbildung von Renditen, Risiken und Korrelationen keine betriebswirtschaftlich brauchbare Orientierung an Marktdaten/-indizes möglich. Es empfiehlt sich daher vorab hilfsweise die Ermittlung von Cashflow basierten und im eigenen Unternehmen tatsächlich realisierten Prämienrenditen über die vergangenen 10 Jahre[15]. Dabei werden jeder Versicherungsart die durch sie ausgelösten Zahlungsströme, abgezinst[16] auf das Zeichnungsjahr, zugeordnet: Prämien, Provisionen, betriebswirtschaftliche Kosten, Schäden, Steuereffekte aus Rückstellungen, etc. Vor allem mit Hilfe von zahlungsrelevanten Daten der internen Rechnungslegung sowie der Prozeßkostenrechnung läßt sich eine solche Renditeermittlung auf Basis von Cash-flows relativ einfach durchführen. Aus diesen Renditezeitreihen lassen sich dann auch Risiken und Korrelationen ermitteln, als erster Anhaltspunkt für die Bildung von Erwartungen.

Zudem werden neben der geplanten Geschäftsstruktur nach Prämienvolumen (volumensmäßige Punktplanung[17]) für jede Versicherungsart Prämienminima und -maxima (Bandbreiten) definiert, die marktbezogene oder geschäftspolitische Restriktionen abbilden.

b) Fall eines Lebensversicherers mit Schwerpunkt kapitalbildende Lebensversicherung

Da die Prämien in der kapitalbildenden Lebensversicherung zum überwiegenden Teil zinskostenverursachende Sparanteile enthal-

[14] Eine der wenigen Ausnahmen davon ist z. B. die ‚Unfallversicherung mit Prämienrückgewähr'.

[15] 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) verwischen.

[16] Die Abzinsung erfolgt mit einem risikofreien Geldmarktzins, um eine Vermischung von Kapitalanlage- und Versicherungsrisiken zu vermeiden.

[17] Hier spiegeln sich auch die Wachstumserwartungen wider, die ebenfalls ein wesentlicher Werttreiber sind.

ten (Rechnungszins zuzüglich Überschußbeteiligung), also sofort Bestandteil des Fremdkapitals (Liabilities) werden, stehen sie bilanziell den Kapitalanlagen (Assets) und den von ihnen erwirtschafteten Renditen gegenüber. Damit ist die kapitalbildende Lebensversicherung direkt dem Konzept des Asset Liability Management zugänglich. Das Management kann relativ genau das Fremdkapital[18] und die darauf entfallenden Fremdkapitalkosten[19] (in DM) bzw. den Fremdkapitalkostensatz (in % p. a.) bei gegebenen und/oder geplanten Gewinnversprechen ermitteln. Letztere müssen im Wettbewerb angemessen sein.

Die reine Versicherungsdienstleistung (v. a. in Form von Zahlungen im Todesfall) muß hier nicht separat berücksichtigt werden, da sie – aktuariell kalkuliert[20] – bereits mit der Prämie abgegolten, mithin von der Gesamtheit der Kunden kostendeckend bezahlt wurde. Hilfsweise kann der (kleine) Saldo aus der Gewinnzerlegung, soweit er das Risiko-, Kosten- und Stornoergebnis betrifft, den Fremdkapitalkosten zugeschlagen bzw. mit ihnen verrechnet werden.

Analog den (unsicheren) Kapitalanlagerenditen wird auch dem Fremdkapitalkostensatz ein Risiko beigemessen, das ein Ausdruck für die Schwankung der Gewinnbeteiligung über die Zeit ist; produkttypisch ist sie relativ gering, z. B. 1–2%-Pkte. p.a. Zudem trifft das Management eine Korrelationsannahme, die den Zusammenhang zwischen den Renditen des Kapitalanlageportfolios in Marktwerten einerseits und der gesamten Verzinsungsrate des Kundenvermögens (=Fremdkapitalkostensatz) andererseits ausdrückt; produkt- und wettbewerbsbedingt ist diese Korrelation nicht perfekt, sie liegt z. B. zwischen 0,7 und 0,9[21].

(1) Ermittlung des tatsächlichen Risikokapitals (RC) und der erwarteten Risikokapitalrendite (RORC[22]):
– Situation bei gegebener Ausgangsplanung –

a) Fall eines Schaden- und Unfallversicherers

Das betriebswirtschaftliche Risikokapital (Risk Capital[23]) ist die Summe des im Unternehmen gebundenen Nettovermögens in Marktwerten. Es ermittelt sich aus dem bilanziell ausgewiesenen Eigenkapital zuzüglich aller risikokapitalverwandten Passiva (z. B. Schwankungsrückstellungen) sowie der Summe aus Unterbewertung von Aktiva und Überbewertung von Passiva, die im Rahmen der handelsrechtlichen Vorsichtsgebote bzw. Ansatz- und Bewertungswahlrechte entstanden sind. Gegebenenfalls kann diesem Risikokapital auch ein angemessener Marktwert für den Goodwill zugeschlagen werden. 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.

Die betriebswirtschaftlichen Erfolge entstehen zum einen über die Kapitalanlage (Marktwertexposure, multipliziert mit der erwarteten Anlagerendite) und zum anderen über das Versicherungsgeschäft (Prämienvolumen, multipliziert mit der erwarteten Prämienrendite). Die Summe aus beiden stellt den erwarteten betriebswirtschaftlichen Gesamterfolg (Return) dar.

Der betriebswirtschaftliche Gesamterfolg (Return), bezogen auf das betriebswirtschaftliche Risikokapital (Risk Capital), d. h. der Quotient Return on Risk Capital (RORC[24]), ist die erwartete Rendite des tatsächlich gebundenen Kapitals in Marktwerten auf Basis der Punktplanung (vor Optimierung des strategischen Plans). Dieser Gesamterfolg auf Unternehmensebene kann (noch) nicht in einzelne Komponenten zerlegt werden, da das Verfahren bis jetzt noch keine risikogerechte Verteilung des Risikokapitals auf Risikoträger (Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäftsstruktur) ermöglicht. 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 rechenbar, aber keiner weiteren Beurteilung hinsichtlich der Angemessenheit relativ zu den eingegangenen Risiken im Marktvergleich zugänglich.

Dies liegt vor allem daran, daß der Leverage-Effekt der Finanzierungsstruktur bisher ignoriert wurde. Dieser Effekt beruht darauf, daß – rein rechnerisch – der Return on Risk Capital (RORC)

- *einerseits* unendlich groß werden kann, wenn das Risikokapital sich gegen Null entwickelt. Gleichzeitig nimmt aber das Risiko des RORC bei einer solchen Entwicklung überproportional zu: Die Wahrscheinlichkeit des Ruins durch Aufzehrung des Risikokapitals bei ungünstiger Entwicklung (negativer Return) wächst in Richtung auf 100%. Eine Maximierung der RORC kann folglich kein wertschaffendes Managementziel sein, denn: Rationale Gesellschafter/Anleger bestrafen unüblich hohe Risikopositionen mit Erwartungen an höhere Risikoprämien. Diese entstehen z. B. über sinkende Kurse an den Börsen und damit über Wertvernichtung.
- *andererseits* sinken wird, wenn das Risikokapital relativ zu den eingegangenen Risiken wächst; die Grenzrendite (‚Grenz-RORC') entspricht dann (nur noch) der durchschnittlichen Investmentrendite. Trotz gleichzeitig verringerter Unternehmensrisiken, geht auch damit eine Wertvernichtung einher, denn: Die Gesellschafter/Anleger akzeptieren i. d. R. beim Kauf einer Aktie übliche unternehmeri-

---

18 Als Fremdkapital gelten hier primär der Marktwert der Deckungsrückstellung zuzüglich der gutgeschriebenen Gewinnanteile, der unwiderruflich gebundene Teil der Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB) sowie die Beitragsüberträge.

19 Die Fremdkapitalkosten bestehen primär aus dem Rechnungszins auf Deckungsrückstellungen und Gewinnanteile sowie aus RfB-Entnahme und dem Saldo der Gewinnzerlegung (ohne Zinskomponenten).

20 ‚Aktuarielle Kalkulation' meint hier vereinfachend den Sachverhalt, daß der Saldo der tatsächlichen Risiko-, Verwaltungs-, Abschluß- und Stornokosten sowie der sonstigen nicht vom Zins getriebenen Tarifierungsmerkmale in etwa deren rechnungsmäßiger Kalkulation entspricht.

21 Anmerkung: Diese Korrelation liegt bei Anlagen eines Kunden in Investmentfonds bei 1, d. h. alle Schwankungen des Anteilspreises ändern simultan das Kundenvermögen; in einer Korrelation < 1 kommt die charakteristische und für den Kundennutzen entscheidende Nivellierungsfunktion von Kapitalmarktschwankungen bei Kapitallebensversicherungen zum Ausdruck.

22 RORC = Return on Risk Capital (Rendite auf das tatsächlich im Unternehmen gebundene Risikokapital; keine Berücksichtigung des eingegangenen Risikos).

23 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. 1998, S. 26.

24 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.

sche Risiken; sie sind folglich nicht bereit, die Unterschreitung üblicher Risiken mit Verzicht auf Rendite (RAROC) zu bezahlen. Auch in diesem Fall sinkt der Kurs an den Börsen; es wird Wert vernichtet.

b) Fall eines Lebensversicherers mit Schwerpunkt kapitalbildende Lebensversicherung

Das betriebswirtschaftliche Risikokapital (Risk Capital) ermittelt sich auch in diesem Fall aus dem bilanziell ausgewiesenen Eigenkapital zuzüglich aller risikokapitalverwandten Passiva (z. B. freie RfB oder Schlußüberschußfonds) sowie der Summe aus Unterbewertung von Aktiva und Überbewertung von Passiva, die im Rahmen der handelsrechtlichen Vorsichtsgebote bzw. Ansatz- und Bewertungswahlrechte entstanden sind. Wegen aktuarieller Kalkulation der technischen Passiva sind deren „Fehlbewertungen" gegenüber Marktwerten gegebenenfalls zu vernachlässigen[25]. Gegebenenfalls kann auch hier ein angemessener Marktwert für den Goodwill zugeschlagen werden.

Dieses Risikokapital ist – wegen der strikten Gewinnverteilungsvorschriften von Lebensversicherern – nicht zu verwechseln mit ausschüttbaren Kapital-/Eigentumsansprüchen von Gesellschaftern/Anlegern oder mit dem Begriff des Substanzwertes; es beziffert lediglich das Volumen, das unternehmensintern zur Unterlegung von Investmentrisiken eingesetzt werden kann, um den daraus erzielbaren Return später, d. h. im Moment des handelsbilanziellen Ausweises, im Rahmen der rechtlichen Vorschriften[26] zwischen Aktionären, Kunden und anderen Anspruchstellern an das Unternehmen zu verteilen[27].

Der betriebswirtschaftliche Erfolg (Return) entsteht unter den in Schritt (2) b) genannten Voraussetzungen (fast) nur über die Kapitalanlage (Marktwertexposure, multipliziert mit der erwarteten Anlagerendite) abzüglich der zu finanzierenden Fremdkapitalkosten (Fremdkapital, multipliziert mit dem erwarteten Fremdkapitalkostensatz[28]).

Der betriebswirtschaftliche Erfolg (Return), bezogen auf das betriebswirtschaftliche Risikokapital (Risk Capital), d. h. der Quotient Return on Risk Capital (RORC) ist die erwartete Rendite des tatsächlich gebundenen Risikokapitals in Marktwerten auf Basis der Punktplanung (vor Optimierung der Asset Allocation und/oder der Finanzierungsstruktur sowie der Gewinnversprechen).

Wie im Falle der Schaden- und Unfallversicherung gilt auch hier, daß die Größe des Return on Risk Capital (RORC) kein Urteil über Effizienz oder Ineffizienz der (Ausgangs-)Planung zuläßt[29].

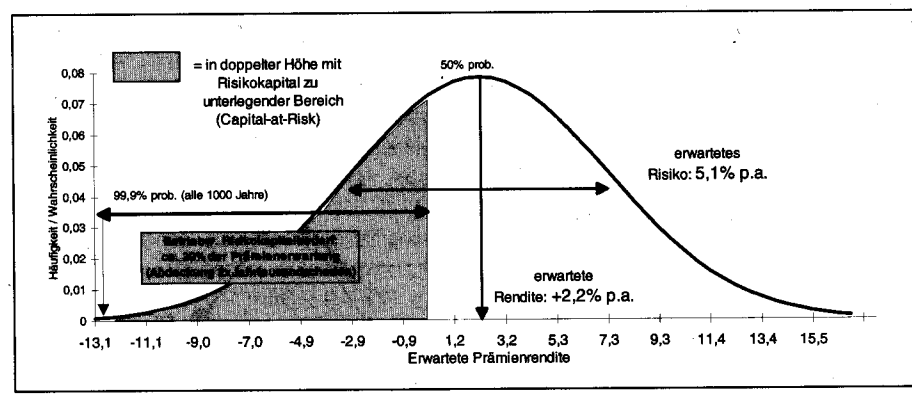

Abbildung 2

(4) Ermittlung des notwendigen Risikokapitals und der erwarteten Risikokapitalrendite (RORAC[30]):
– Situation bei isolierter Optimierung der Finanzierungsstruktur –

Um die unter Schritt (3) beschriebene Leverage-Problematik bei der Rendite auf das Risikokapital (RORC) angemessen zu integrieren, muß die Risikobereitschaft als zusätzliche Dimension eingeführt werden.

a) Fall eines Schaden- und Unfallversicherers

Das Volumen des notwendigen Risikokapitals (RAC: Risk Adjusted Capital) drückt die Risikobereitschaft des Managements aus, z. B. nach folgender formalen Logik: Das gesamte Risikokapital soll gerade so hoch sein, daß daraus innerhalb eines Jahres zwei Schadenbelastungen im Versicherungsgeschäft oder Kapitalmarkteinbrüche in der Kapitalanlage überstanden werden können, deren jeweilige Höhe statistisch nur 1x in 1 000 Jahren erwartet wird (2x Jahrtausendfall nach allen Diversifikationseffekten). Dies läßt sich – exemplarisch für die Risiken des Versicherungsgeschäfts – folgendermaßen illustrieren (vgl. Abbildung 2).

Die Unterlegung der Kapitalanlagerisiken folgt der gleichen Logik; Bemessungsgrundlage für das eingegangene Risiko ist aber nicht das erwartete Prämien-, sondern das Anlagevolumen in Marktwerten. Die Summe aus Risikokapitalbedarf in Versicherungsgeschäft und Kapitalanlage ist das für das Gesamtunternehmen notwendige Mindestrisikokapital (RAC).

Die Rendite auf das notwendige Risikokapital, der Return on Risk Adjusted Capital (RORAC), ermittelt sich als Quotient aus dem in Schritt (3) a) ermittelten Gesamtreturn und diesem notwendigen, d. h. risikogerechten Mindestrisikokapital (RAC). Er wird für das Gesamtunternehmen, aber auch für jedes Risikosegment (z. B. Assetklassen, Versicherungsarten) ermittelt, wobei die im Gesamtunternehmen erzielten Diversifikationsvorteile in Form von vermindertem Risikokapitalbedarf allen Geschäftsarten anteilig „gutgeschrieben" werden. Der RORAC nach Assetklassen und Versicherungsarten und -zweigen zeigt, womit das Unternehmen erwartet, Werte zu schaffen bzw. zu vernichten. Diese Informationen sind später wichtig zur Optimierung des strategischen Plans.

b) Fall eines Lebensversicherers mit Schwerpunkt kapitalbildende Lebensversicherung

Die Risikokapitalanforderungen sind hier – relativ zur Prämieneinnahme, aber auch zum Kapitalanlagevolumen oder zum Fremdkapital (Kundenvermögen) – viel geringer. Gründe dafür sind die hochgradige Kalkulierbarkeit des Versicherungsschutzes einerseits und die Änderbarkeit des Fremdkapitalkostensatzes (Vermögenszuwachs bei den Kunden, insbesondere über Gewinnbeteiligung) andererseits. Eine angemessene Formel für das risikoadjustierte Kapital (RAC) könnte lauten: Das gesamte Risikokapital soll gerade so hoch sein, daß es mit einer Wahrscheinlichkeit von 99% auf Sicht eines Jahres nicht durch Kundenzuweisungen (=aktueller bzw. geplanter

25 Ausnahmen sind z. B. Nachreservierungslücken durch geänderte Rechnungsgrundlagen/Sterblichkeiten o.ä., soweit auch der Bestand betroffen ist.

26 Z. B. § 81c Abs. 3 VAG i. V. m. ZRQuotenV.

27 Diesem Umstand tragen auch Finanzanalysten Rechnung, wenn sie z. B. Substanzwerte von Lebensversicherern (Net Asset Value) zu ermitteln versuchen; hilfsweise gehen sie z. B. davon aus, daß 90% der Substanz ‚anspruchsmäßig' den Kunden zuzurechnen ist; s. z. B. o.V.: Die Berechnung des Netto-Vermögenswertes von Versicherungsaktien, in: FAZ vom 6. 2. 1998, S. 26.

28 Vgl. dazu Fußnote Nr. 18 und 19 zu Schritt (2) b).

29 Ausführlichere Begründung: s. Schritt (3) a).

30 Vgl. dazu Fußnote 5.

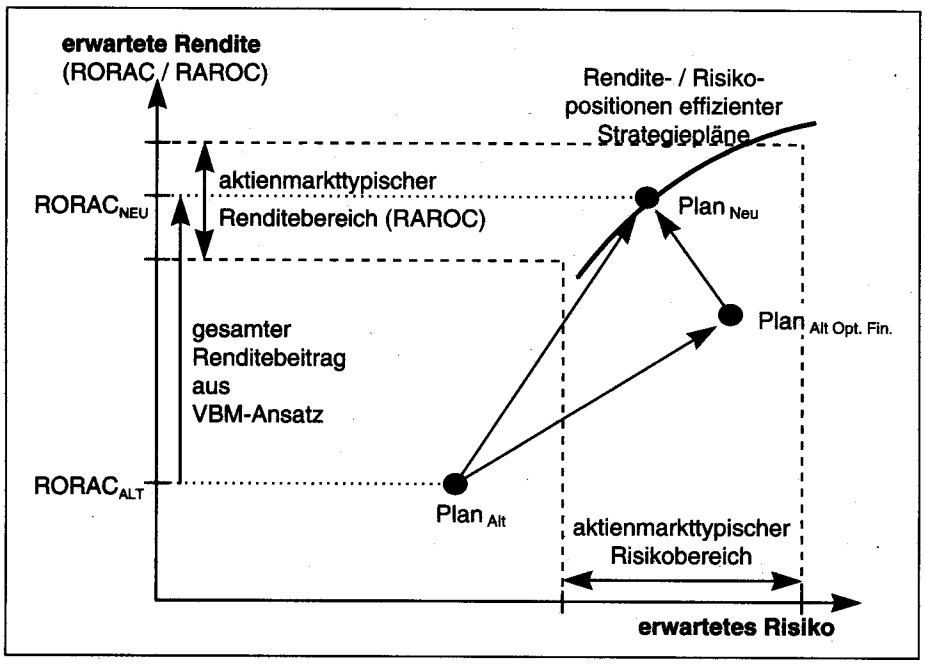

Abbildung 3

Fremdkapitalkostensatz) einerseits und Kapitalmarkteinbrüche andererseits völlig aufgebraucht wird.

Die Rendite des notwendigen Risikokapitals, der Return on Risk Adjusted Capital (RORAC), ermittelt sich als Quotient aus dem in Schritt (3) b) ermittelten Return und diesem notwendigen, d. h. risikogerechten Kapital (RAC). Er wird für das Gesamtunternehmen, aber auch für jedes Risikosegment (d. h. für jede Assetklasse) ermittelt, wobei die in der gesamten Kapitalanlage erzielten Diversifikationsvorteile in Form von vermindertem Risikokapitalbedarf allen Assetklassen anteilig ‚gutgeschrieben' werden. Für jede Assetklasse kann dann deren Kapitalnutzung (nach Diversifikationsvorteil) einerseits und – darauf aufbauend – deren Renditebeitrag illustriert werden.

Für Lebens- und Schaden-/Unfallversicherer gilt gleichermaßen, daß

- aus der Differenz zwischen RORC (Schritt (3)) und RORAC (Schritt (4)) isoliert auf Effizienzpotentiale in der Finanzierungsstruktur (Kapitalerhöhung oder -herabsetzung i. w. S.) geschlossen werden kann. Die Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäftsplanung ist dabei (noch) keine Variable, d. h. noch keiner Optimierung unterworfen;
- das Management die Risikobereitschaft etwa so definieren sollte, daß das resultierende Risiko auf das notwendige Risikokapital dem üblichen Aktienrisiko der Branche (Volatilität von börsennotierten Versicherungsaktien) entspricht. Implizit ist darüber eine Finanzierungsstruktur (Financial Leverage) simuliert bzw. angepeilt, die einerseits der Risikoerwartung von Gesellschaftern/Anlegern entspricht und deshalb andererseits dem Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes am besten gerecht wird.

(5) Simultane Optimierung des strategischen Gesamtplans:
– Effizienter Geschäftsmix aus Kapitalanlage, Versicherungsgeschäft und Finanzierung –

Neben der Finanzierungsstruktur gilt es, gleichzeitig die strategische Gesamtposition, d. h. auch die Strukturen in Versicherungsgeschäft und Kapitalanlage, zu optimieren. Nach Erfassung und Optimierung aller erwähnten Parameter – beispielsweise in einer vorbereiteten Tabellenkalkulation – macht sich das Management daher wortwörtlich ein Bild (vgl. Abbildung 3) von

- Rendite und Risiko der unternehmerischen Gesamtposition gemäß Ausgangsplanung (s. $Plan_{Alt}$),
- Rendite und Risiko der unternehmerischen Gesamtposition wie geplant, aber bei optimierter Finanzierung gemäß Schritt (4) (s. $Plan_{Alt\ Opt.\ Fin}$)[31],
- einer Vielzahl anderer effizienter strategischer Pläne aus Asset Allocation, Versicherungsgeschäft und Finanzierung, die alle die zu beachtenden Restriktionen erfüllen (auf ‚Effizienzlinie'),
- Handlungsbedarf und Renditebeitrag bei Planänderung, z. B. bei Veränderung des strategischen Plans auf $Plan_{Neu}$ oder einen (beliebigen) anderen effizienten Strategieplan (Abbildung 3).

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.

Im Fall einer Schaden- und Unfallversicherung könnte das beispielsweise folgendermaßen aussehen: Abweichend von der Ausgangsplanung, entscheidet das Management im Rahmen des strategischen Plans,

- Risikokapital i. H. v. x Mio. DM zurückzuzahlen/aufzunehmen und/oder die Dividende nachhaltig um z % p. a. zu verändern,
- die Aktien- und Immobilienquote an den Kapitalanlagen um a %-Pkte. zu verändern, davon b % der Aktien international diversifiziert; jeweils unter identischer Veränderung des Rentenexposures,
- in der Feuerversicherung, Segment f, weniger/mehr Risiken mehr zu zeichnen und damit die Prämieneinnahme um g Mio. DM p. a. zu reduzieren/erhöhen,
- die Unfallversicherung über den neuen Vertriebsweg h zu Kosten von i auf Volumina von j Mio. DM p. a. auszubauen/zu reduzieren und,
- die proportionale Rückversicherung in Haftpflicht durch einen Stop-Loss-Vertrag ab einer Schadenquote k zu ersetzen (oder umgekehrt),
- ...

Das Management entscheidet sich grundsätzlich für (irgend)eine Risiko-/Renditeposition auf der „Effizienzlinie"; damit ist gewährleistet, daß das Unternehmen auf dem Niveau der eingegangenen (Gesamt-)Risiken keine höhere Rendite erwarten kann, bzw. daß es keinen (anderen) strategischen Plan gibt, bei dem die angestrebte Rendite mit geringeren Risiken verbunden wäre.

Das Management erkennt dabei auch die bisher oft vernachlässigte „Wertäquivalenz" verschiedenartiger Maßnahmen. So kann es zum Beispiel

[31] In diesem illustrierten Beispiel (Abbildung 3) hat das Unternehmen relativ zu seiner Risikoübernahme in der Ausgangslage zuviel Risikokapital; es optimiert seine Position entweder durch Kapitalrückzahlung i. w. S. oder durch Expansion, die einen höheren Risikokapitalbedarf nach sich zieht, z. B. über Akquisitionen weiterer Unternehmen.

für die Änderung des Unternehmenswertes neutral sein, ob man entscheidet, die Dividende um ‚x' zu erhöhen (Senkung Risikokapital) oder die Aktienquote in den Kapitalanlagen um ‚y' zu steigern (Ausweitung Risikokapitalnutzung) oder beispielsweise die Selbstbehalte in der passiven Rückversicherung auszuweiten (ebenfalls Ausweitung der Risikokapitalnutzung).

Möglicherweise differenziert das Management in seinen Entscheidungen zwischen der operativen Jahresplanung einerseits und der Mittelfristplanung andererseits; die Voraussetzungen dafür wurden in Schritt (1) und (2) gesetzt: dort wurden kurz- und mittelfristige Erwartungen bewußt getrennt voneinander formuliert.

(6) Performancemessung/-analyse (realisierte RORAC vs. Marktbenchmark RAROC)

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[32] 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[33] 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. das 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, beispielsweise 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, beispielsweise in Folge der gegebenen Kostenbelastung oder einer ineffizienten Finanzierung eine kapitalmarktgerechte RAROC zu erwirtschaften.

Zum 3. Punkt sei angemerkt: Ein (neuer) Gesellschafter/Anleger erzielt über Marktanpassungsmechanismen tendenziell eine risikogerechte Rendite auf seinen Kapitaleinsatz (RAROC); erwarten Investoren, daß diese Renditeerwartung über die RORAC vom Management nicht erbracht werden kann, so liegt der Marktwert des Unternehmens (an der Börse, aber auch bei außerbörslichen Unternehmenskäufen) 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 bereits beschriebenen ‚Teufelskreis' auslöst[34], im Grenzfall bis zur feindlichen Übernahme.

(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 anerkannt wird. Nur dann stellt sich eine faire Preisbildung im Kapitalmarktzusammenhang ein.

Es gilt also, bei Analysten und 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 Verhalten aller Mitarbeiter verlassen kann.

VBM: Katalysator für Strategiekonsens im Management

Der Ansatz des Value Based Managements setzt Erwartungen des Managements systematisch – unter Nutzung von Diversifikationseffekten – in effiziente Strategiepläne um. Es beantwortet beispielsweise die Frage nach dem prozentualen und betragsmäßig effizienten Aktienanteil an der Asset Allocation eines Schaden- und Unfallversicherers und dem daraus folgenden RORAC-Beitrag, wenn sich

- die Höhe des verfügbaren (freien) Risikokapitals um x verändert,
- die Höhe der erwarteten Risikoprämie für Aktien gegenüber risikofreien Anlagen um y vermindert,
- eine Senkung der Risikokapitalnutzung im Versicherungsgeschäft durch Prämienabbau in z um a ergibt,
- die Länge des Planungshorizonts um b verändert,
- die Effizienz der Diversifikation in Asset Allocation und Versicherungsgeschäft durch Hereinnahme der Position b verändert,
- die Risikobereitschaft des Managements bzw. der Kapitalgeber um c verändert,
- die Qualität der gesamtunternehmerischen Risiko(kapital)steuerung erhöht,
- ...

Analog kann jede Veränderung von Erwartungen und Strukturen in Asset Allocation, Versicherungsgeschäft und Finanzierung direkt in ihrer Wirkung auf den RORAC-Beitrag des Gesamtunternehmens beurteilt werden. Damit sind auch z. B. Investitionsmaßnahmen, die wegen knapper Management- oder Kapitalressourcen nicht simultan realisiert werden können, priorisierbar. Das Verfahren erleichtert folglich die Konsensfindung in Managementgremien mit funktional verschiedenen Verantwortungen. Voraussetzung ist das gemeinsame Interesse an der Erzielung einer RORAC auf dem Niveau der RAROC, d. h. einer an der im Kapitalmarkt üblichen risikogerechten Risikokapitalrendite und damit das Interesse an einer auf Wertsteigerung ausgerichteten Strategie.

Ohne dies hier näher auszuführen sei angemerkt, daß der VBM-Ansatz auch bei der Entscheidung über den unternehmensweiten Ein-

[32] Vgl. dazu Schritte (3) und (4), jetzt allerdings nicht mit erwarteten, sondern mit realisierten Renditen.

[33] Vgl. dazu die Ausführungen in Schritt (3).

[34] Vgl. dazu die einleitenden Ausführungen mit dem Titel „VBM: Paradigma für die Entscheidungsfindung in deregulierten Märkten."

satz von Wertsicherungskonzepten in der Kapitalanlage (Stichwort „Derivate/Optionen") und im (passiven Rück-)Versicherungsgeschäft (Stichwort „Stop Loss auf Schadenquote des gesamten Vertragsportfolios") helfen kann. Über das Ausmaß der dadurch ersparten Risikokapitalkosten kann der Ansatz Unterstützung liefern bei einer Definition von akzeptablen Preisobergrenzen für derartige bei Banken oder Rückversicherern einzukaufende Dienstleistungen.

VBM: Brückenbildung zur operativen Geschäftssteuerung

In der Controller-Sprache könnte man sagen, *„VBM hilft, die richtigen Dinge zu tun"*, d. h.

Richtungsentscheidungen für Strukturen im Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäft sowie in der Finanzierung zu treffen.

Darüber hinaus gilt aber auch, daß *„VBM hilft, die Dinge richtig zu tun"*. Hat sich das Management beispielsweise . . .

- . . . für eine bestimmte Kapitalanlagestruktur (= Unternehmensbenchmark) entschieden, so sind die Portfolio Manager gehalten, die mit dieser Struktur marktmöglichen Renditen zu geringstmöglichen Personal-, Sach- und Transaktionskosten anzustreben und ihren Wertbeitrag an der Erreichung dieses Ziels messen zu lassen.
- . . . für eine bestimmte Versicherungsgeschäftsstruktur entschieden, so geschah dies (implizit) mit bestimmten Volumens-, Kosten- und Provisions- sowie (mittelfristig) auch Schadenerwartungen nach Geschäftsarten. Folglich sind auch die Sparten- und Vertriebverantwortlichen sowie die Prozeßorganisatoren und Controller gehalten, ihren Wertbeitrag zu leisten. Dies kann beispielsweise erfolgen durch qualitätsbetonte Förderung stark wertschaffender Risikosegmente: Ermittlung/Gestaltung von kalkulatorischen Mindestprämien/Höchstprovisionen bzw. Vorgabe von anzustrebenden Deckungsbeiträgen (selbstverständlich nach Abdeckung risikogerechter Kapitalkosten!), je nach Versicherungsart. Auch die daraus folgenden Ergebnisse sind wertrelevant; die getroffenen Maßnahmen müssen sich an ihrem Beitrag zur Erfüllung der Volumens- und Renditeerwartungen bzw. an den Marktmöglichkeiten messen lassen.

VBM: Aufwendige Implementierung durch „Kulturbruch"

Die systematische Einführung von Value Based Management als Leitbild für die „Corporate Governance" ist ein längerer, mit Sicherheit mehrjähriger Prozeß, denn: Versicherungsunternehmen haben mehrheitlich, geprägt durch teilweise regulierte Märkte, anders zu agieren gelernt und waren unter den bisherigen Rahmenbedingungen auch erfolgreich.

Der Einführungsprozeß beginnt möglicherweise damit, Führungskräfte mit der Sinnhaftigkeit der wertbasierten Entscheidungsfindung vertraut zu machen, u. a. durch Workshops und/oder Beiträge wie dem vorliegenden Aufsatz.

Anschließend bietet sich an, parallel zu einer „herkömmlichen" Strategieformulierung eine wertorientierte Nebenrechnung anzustellen. Möglicherweise ergeben sich daraus „Aha-Effekte", d. h. Folgerungen, die zu einer einvernehmlichen Modifizierung des strategischen Plans führen.

Das ist die notwendige Voraussetzung für die dauernde Verankerung einer wertorientierten Kultur im Unternehmen. Hinreichende Voraussetzung für den Erfolg ist jedoch zusätzlich, das gesamte Unternehmens- und Personalführungs-Instrumentarium, von der Zielvereinbarung auf allen Ebenen bis hin zu den Berichtsformaten, auf eine Wertorientierung (neu) auszurichten.

Das alles kann nur funktionieren, wenn Value Based Management auch verhaltensbezogen abgesichert wird, d. h. wenn Personalentwicklung und Entgeltsystem auf allen Ebenen ebenfalls auf Wertbildung ausgerichtet sind und nicht kontraproduktive Anreize setzen. Vorstandsbonifikationen in der Versicherungswirtschaft z. B. an die Dividende oder an das handelsrechtliche Ergebnis zu koppeln, wäre in diesem Sinne kontraproduktiv, denn: Diese Parameter lassen sich jahrelang unter systematischer Wertvernichtung – ausgerichtet auf das Bonifikationssystem – „optimieren". Anreizkonform wäre es dagegen eher, die Wertentwicklung des bereinigten „eigenen" Aktienkurses, relativ zu der eines relevanten Branchenindexes zur Grundlage für die variable Vergütung zu machen; Manipulationen, die die Wertorientierung konterkarieren, sind dabei kaum möglich, v. a. nicht, wenn das System über Jahre hinweg kontinuierlich praktiziert wird.

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