Lutz Johanning / Bernd Rudolph

Handbuch Risikomanagement

• UHLENBRUCH Verlag, Bad Soden/Ts.

Risikomanagement und Unternehmenswert von Versicherungen: Die Wertrelevanz der Kapitalanlage

von Frank-Christian Corell

1. Einleitung
2. Risiko, Rendite, Unternehmenswert, ... : Begriffe und Ziele im wertorientierten Risikomanagement
3. Aktualität und zentrale Handlungsfelder des wertorientierten Risikomanagements
4. Prämissen und Prozesse auf Unternehmensebene: Praxisbeispiel der Value Vers.-AG
5. Prämissen und Prozesse im Asset Management: Praxisbeispiel der Value Vers.-AG
6. Prozessbaustein 'Asset Allocation'
7. Prozessbaustein 'Portfolio Management'
8. Prozessbaustein 'Reporting'
9. Prozessbaustein 'Performanceanalyse & Kontrolle'
10. Fazit und Ausblick

1. Einleitung[1]

Institutionelle Anleger, Mutter-/Holdinggesellschaften, Kunden, Vertriebspartner und andere Anspruchsteller fordern von Versicherungsgesellschaften zunehmend klare Wertschöpfungsstrategien und -prozesse. Manager von Versicherungen ihrerseits suchen konzeptionelle Unterstützung auf dem Weg zur wertmaximierenden Struktur und qualitätsgesicherten laufenden Steuerung ihrer risikobehafteten Geschäfte. Als risikobehaftete Geschäfte gelten – für den Rahmen dieses Beitrags –

- das Versicherungsgeschäft, strukturiert nach Versicherungsarten und -zweigen,
- das Management der bilanziell gebundenen Kapitalanlagen, strukturiert nach Assetklassen und
- die Finanzierungsstruktur, d.h. der Anteil Risiko-/Eigenkapital am Gesamtkapital.

Der Beitrag versucht am Praxisbeispiel der Value Vers.-AG[2], verantwortliche Manager auf diesem Weg konkret – Schritt für Schritt – ein Stück zu begleiten. Dies erfolgt für die Unternehmenssteuerung im Allgemeinen und für das Asset Management im Besonderen. Insbesondere am Beispiel des Asset Management wird zusätzlich die Wertrelevanz effizienter Prozesse in der operativen Führung veranschaulicht.

Je nach ‚Reifegrad' des betroffenen Unternehmens vor Einführung des wertorientierten Risikomanagement sind damit Steigerungen des Marktwertes, d.h. eines ‚Fair Value' bzw. einer angemessenen Börsenkapitalisierung im oberen einstelligen oder gar in zweistelligem Prozentumfang möglich. Die Attraktivität eines Paradigmenwechsels hin zu wertorientiertem Risikomanagement – im Interesse von Kunden, Mitarbeitern, Vertriebspartnern und Gesellschaftern – steht damit sicher außer Zweifel. Der Beitrag beschäftigt sich im Schwerpunkt mit dem systematischen, operativen und finanziellen Risikomanagement als wertorientiertem Führungs- und Steue-

---

[1] Schwerpunktmäßig befasst sich der Beitrag mit Unternehmen, die das Schaden- und Unfallgeschäft betreiben; Unternehmen also, die sowohl im Zeichnen von Versicherungsverträgen als auch in der Kapitalanlage erhebliche Risiken eingehen.

[2] Fallbeispiel einer Schaden- und Unfallversicherung i.d. Rechtsform einer AG (fiktives Beispiel mit realitätsnahen Daten, Stand: Mitte 2000). Die hier vorgestellte Entscheidungslogik gilt aber – einige Anpassungen vorausgesetzt – auch für Lebens- und Krankenversicherer, Pensionskassen, Stiftungen, geschlossene und offene Fonds, das ‚Depot A'-Management von Kreditinstituten und anderen Kapitalsammelstellen aller Rechtsformen.

rungsprozess. Der Begriff des Risikomanagement ist missverständlich. Gemeint ist hier ein „Chancenmanagement" in dem Sinne, dass bewusst alle möglichen Chancen wahrgenommen werden sollen, solange die mit ihnen verbundenen Gefahren in Ansehung der Verantwortung gegenüber allen Stakeholdern getragen werden können. Zur Vertiefung der fachlichen und mathematischen Analytik sei auf die Vielfalt spezieller Veröffentlichungen zum Bereich Asset Management[3], Portfolio Management[4] und Corporate Finance[5] verwiesen.

2. Risiko, Rendite, Unternehmenswert, ... : Begriffe des wertorientierten Risikomanagement

Die Versicherungswirtschaft steht am Beginn eines vielversprechenden Paradigmenwechsels bezüglich relevanter Managementziele: Die Globalisierung und die Wettbewerbsverschärfung auf den Kapital- und Versicherungsmärkten verlangen immer stärker eine Fokussierung auf die Erwirtschaftung risikogerechter Kapitalrenditen auf Marktwertbasis. Dieses Ziel gilt integriert über das gesamte Unternehmen bzw. über ganze Unternehmensgruppen. Dagegen werden z.B. früher dominierende Wachstums- und Volumensziele, insbesondere wenn sie buchwert- und nicht zahlungsstrombasiert waren, zu Nebenbedingungen des Handelns.

Für das Verständnis des wertorientierten Risikomanagement notwendige Begriffe sind v.a.

- Rendite [in % p.a.] oder [in Mio. p.a.]
- Risiko [in % p.a.]
- Risikobereitschaft/Ausfallrisiko [in % auf Sicht eines Jahres]
- Risikokapital/Risikofähigkeit (RC[6]) [in Mio.]
- Risikogerechtes Kapital (RAC[7]) [in Mio.]
- Rendite auf das risikogerechte Kapital (*RORAC*[8]) [in % p.a.]

---

[3] Vgl. z.B. die grundlegenden Einsichten der gesammelten Arbeiten von Martin Leibowitz in Fabozzi (ed.)(1992).

[4] Vgl. z.B. die fundierte prozessuale Vorgehensweise in Bruns / Meyer-Bullerdiek (2000) oder die vielfältigen Einzelbetrachtungen in Kleeberg / Rehkugler (Hrsg.) (1998)

[5] Vgl. z.B. die häufig mathematisch unterlegte Darstellung in Brealey / Myers (1998)

[6] RC = Risk Capital

[7] RAC = Risk Adjusted Capital

[8] RORAC = Return on Risk Adjusted Capital

- Kapitalkosten, d.h. die Renditeerwartung der Kapitalgeber (*RAROC*[9]) [in % p.a.]
- Unternehmenswert(schöpfung) sowie Fair Value bzw. angemessene Marktkapitalisierung [in Mio.].

Die Rendite ist die Summe aus Vermögensänderung und angefallenen Zahlungsströmen innerhalb eines Jahres. Sie wird in absoluten Beträgen oder relativ zu einer Bezugsgröße wie z.B. Prämien, Kapitalanlagevolumen, Risikokapital, ... ausgedrückt.

Sie wird für alle Geschäfte einheitlich definiert als jährlich nachschüssig anfallende(r) Wertänderung/Zahlungsstrom auf eine Bezugsgröße/Investition vom Jahresanfang. Kapitalanlagegeschäfte beginnen üblicherweise mit einer Auszahlung bzw. Investition, der später Rückzahlungen folgen. Im Versicherungsgeschäft ist dies umgekehrt: Zuerst erhält das Unternehmen Prämieneinzahlungen, die – je nach Schaden- und Kostenverlauf – später zu Auszahlungsverpflichtungen führen.

Das Risiko misst die Gefahr, dass erwartete Ergebnisse aus riskanten Geschäften nicht (genau) eintreffen. Es wird ausgedrückt in Standardabweichung [in % p.a.] der Renditen und häufig auch als *Volatilität* bezeichnet. Für die Kapitalanlage gelte in diesem Beitrag auf Ebene der Assetklassen vereinfachend die Normalverteilungsannahme. Für das Versicherungsgeschäft bietet sich – insbesondere für die Berücksichtigung selten auftretender Großschäden – eine ‚linksschiefe' Verteilungsannahme wie z.B. die Poisson- oder die Gamma-Verteilung an[10]. Für die große Masse der Kleinschäden ist aber auch hier die Normalverteilungsannahme akzeptabel.

Die Risikobereitschaft wird ausgedrückt in der unternehmerisch vertretenen Ausfallwahrscheinlichkeit, also der Wahrscheinlichkeit, eine bestimmte Mindestrendite binnen einer bestimmten Periode zu verfehlen. Diese Restwahrscheinlichkeit ist nicht mehr mit (Risiko)Kapital gedeckt. Sie führt – bei ihrem Eintreten – zur Unfähigkeit, die Fremdkapitalverpflichtungen des Unternehmens zu bedienen, üblicherweise also zur Insolvenz. Risikobereitschaft kann daher auf Unternehmensebene auch in einem anzustrebenden oder zu erhaltenden Kreditrating, z.B. analog „AA" nach Standard & Poor's oder KMV[11], ausgedrückt werden. Schließlich basieren der-

---

[9] RAROC = Risk Adjusted Return on Capital.

[10] Vgl. dazu z.B. Reiss / Thomas (1997), S. 181-206.

[11] Vgl. J.P. Morgan (1997), S. 65-76.

artige Ratings unter anderem auf beobachteten bzw. erwarteten einjährigen Ausfall-/ Ruin-/Insolvenzwahrscheinlichkeiten. Je nach Risikobereitschaft gibt es folglich einen optimalen, risikoadjustierten Verschuldungsgrad'.

Das *Risikokapital* ist die Summe aller nicht für Kunden und (sonstige) Fremdkapitalgeber gebundener Vermögensteile. Es entspricht in etwa dem von Finanzanalysten genutzten Begriff des Net Asset Value, in einer Versicherung also z.B. der Summe aus Eigenkapital, Bewertungsreserven in den Kapitalanlagen, Ausmaß der Überdotierung der technischen Passiva ggü. künftigen Cash-Flow Verpflichtungen und beispielsweise den Schwankungsrückstellungen bzw. freier Rückstellung für Beitragsrückerstattung.

Das Risikokapital repräsentiert das von den Kapitalgebern bereitgestellte zzgl. dem im Umsatzprozess erwirtschafteten Nettovermögen, soweit es noch nicht ausgeschüttet wurde. Unabhängig davon, ob dieses Vermögen rechtlich oder faktisch ausschüttungsfähig ist, kann und muss es vom Management genutzt werden: Einerseits um Risiken zu übernehmen und andererseits um damit verbundene Renditepotenziale zu heben.

Risikofähigkeit ist die absolute Kapazität eines Unternehmens, Risiken einzugehen. Sie ist limitiert durch die Risikobereitschaft und durch das verfügbare Risikokapital. Das risikogerechte Kapital (RAC) ist das Volumen an Risikokapital, das ein Unternehmen benötigt, um ein bestimmtes Portfolio von Risikogeschäften (=Risikoexposure [in Mio.]) so zu unterlegen, dass die angestrebte Risikobereitschaft voll genutzt ist, also bspw. ein bestimmtes Kreditrating sichergestellt ist (vgl. Abb. 1).

Die Rendite auf das risikogerechte Kapital (*RORAC*) ergibt sich als Quotient aus der Rendite aus allen Risikogeschäften (in absoluten Beträgen) und dem risikogerechten Kapital (RAC). Unabhängig vom tatsächlich vorhandenen Risikokapital (RC) zeigt RORAC die potenzielle risikogerechte Kapitalproduktivität des Unternehmens vor Kapitalkosten.

Die risikogerechten Kapitalkosten (-) sind die Renditeanforderungen der Kapitalgeber, z.B. der Aktionäre. Letztere haben sich mit der Aktienanlage für eine bestimmte Risikobereitschaft/-klasse entschieden, für die sie angemessen entschädigt werden wollen. Die risikogerechten Kapitalkosten können über die Renditen von Aktien-

marktindizes approximiert werden; darin spiegeln sich die Opportunitätsanlagemöglichkeiten der Kapitalgeber wider.

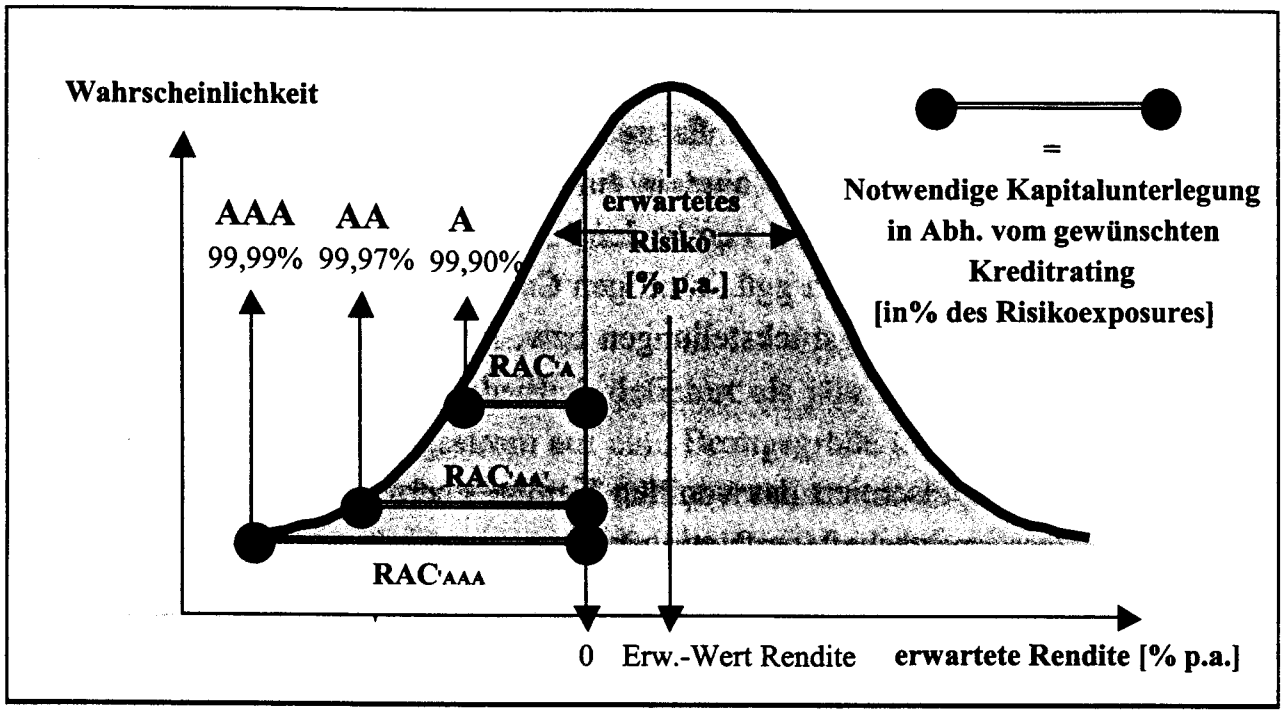


Abb. 1: Rendite, Risiko und Kapitalunterlegung im Zusammenhang

Unternehmenswertschöpfung ist die Differenz zwischen RORAC und RAROC (in %-Punkten.)[12] innerhalb einer Periode, multipliziert mit dem Risikokapital zu Periodenbeginn. Hier liegt eine Analogie mit dem in anderen Branchen bereits häufiger umgesetzten EVA-Konzept vor[13].

Ein fairer Unternehmenswert bzw. eine angemessene Marktkapitalisierung ergibt sich schließlich bspw. unter der Annahme der Nachhaltigkeit der Differenz zwischen RORAC (erwirtschaftete Rendite) und RAROC (Kapitalkosten)[14]. Voraussetzung ist, dass das vorhandene Risikokapital (RC), entsprechend der Risikobereitschaft, angemessen Risiken ausgesetzt ist (d.h. RC=RAC). Dann kann man einen ewigen Strom RORAC mit der RAROC diskontieren und gelangt zum Fair Value des Unternehmens. Mit der Maximierung der nachhaltigen RORAC maximiert das Management

[12] In der Praxis und in anderen Veröffentlichungen werden RORAC und RAROC teilweise synonym verwendet. Für diesen Aufsatz gilt ein wesentlicher Unterschied: RORAC als die im Unternehmen erwirtschaftete Rendite, RAROC hingegen als die von den Kapitalgebern für risikogerecht erachtete Rendite auf ihren Kapitaleinsatz, also der Kapitalkostensatz.

[13] Vgl. z.B. die didaktisch gut aufbereiteten Erläuterungen in Al Ehrbar (1999).

folglich zugleich den Unternehmenswert. Hierin liegt der Reiz des wertorientierten Risikomanagements.

Der Zusammenhang zwischen diesen Definitionen liegt darin, dass sie alle auf Marktwerten und Zahlungsströmen basieren. Damit haben alle einen ‚gemeinsamen Nenner', unabhängig davon, welche Risikogeschäfte betrachtet werden und wie sie ggf. buchhalterisch abgebildet werden.

Wertorientiertes Risikomanagement verlangt nun, alle Managemententscheidungen so zu priorisieren und zu koordinieren, dass ...

- das gebundene Risikokapital (RC) nachhaltig voll zur angemessenen Risikoübernahme eingesetzt wird. Ist dies der Fall, so sind gebundenes Risikokapital (RC) und risikogerechtes, d.h. betriebswirtschaftlich notwendiges Kapital (RAC), identisch. Anpassungen zwischen RAC und RC erfolgen z.B. durch die Risikopolitik im Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäft, inkl. aktiver und passiver Rückversicherungsaktivitäten sowie derivativer Finanzinstrumente und/oder durch Kapitalmaßnahmen und Dividendenpolitik.
- auf das risikogerechte Kapital (RAC) höchstmögliche Renditen (RORAC) erwirtschaftet werden, möglichst natürlich oberhalb der Kapitalkosten (RAROC). Dabei ist nicht mehr nur „Best Practice" innerhalb der eigenen Branche die 'Benchmark', sondern zunehmend auch der globale und branchenübergreifende Wettbewerb um die Anleger-/Kapitalgebergunst.

Risiken sind also – typisch für die Aufgabe von Versicherungsunternehmen – nicht grundsätzlich zu meiden, sondern systematisch und integriert zu managen. Diese Logik ist rechtsformunabhängig.

Das Konzept verlangt zudem Nachhaltigkeit und ist damit immun gegen die häufig geäußerte Kritik, wertorientiertes Risikomanagement tendiere zur kurzfristigen/-sichtigen Unternehmensführung und/oder es bevorzuge einseitig die Kapitalgeber. Schließlich funktioniert nachhaltige Wertschöpfung nur mit ebenfalls nachhaltig

[14] Diese Annahme ist nicht zwingend, erleichtert aber – für didaktische Zwecke – die Abschätzung eines fairen Unternehmenswertes.

treuen Kundenverbindungen, hoher Mitarbeitermotivation, gutem Image der Unternehmung in der Öffentlichkeit, ... [15].

3. Aktualität und zentrale Handlungsfelder des wertorientierten Risikomanagements

Aktualität des Themas

Die Notwendigkeit zum wertorientierten Management ergibt sich aus der kompetitiven Marktlage, die sich – ohne geeignete Gegenmaßnahmen – als „Teufelskreis" erweisen kann: Im Vergleich zur Situation vor wenigen Jahren ist das Versicherungsgeschäft durch sinkende Prämien bei weitgehend gleicher Risiko- und Kostenlage, durch nahezu halbierte nominale Renditepotenziale bei gleicher, teilweise sogar steigender Volatilität auf den Anlagemärkten und durch erhöhten fiskalpolitischen Druck auf die Prämienmargen i.d. Schaden- und Unfallversicherung geprägt. Hinzu kommt der Druck auf die Wettbewerbsfähigkeiut ggenüber anderen Anlageformen, v.a. in der kapitalbildenden Lebens- bzw. Rentenversicherung. Diese Änderungen schaffen einen erheblichen „Asset-Liability-Mismatch". Er kann angesichts begrenzter Finanzierungskraft nur kurze Zeit durchgehalten werden.

Alle drei Elemente können, v.a. da sie weitgehend simultan auftreten, eine schleichende Auszehrung des Risikokapitals bewirken. Konsequenterweise sinkt dann die Risikofähigkeit des Versicherungsunternehmens, was wiederum (weiter) sinkende Renditepotenziale nach sich zieht. Der Handlungsdruck im Umgang mit der knappen Ressource Risikokapital (RC) steigt also dramatisch, auch wenn noch einige Zeit – dank der Reserven aus der Kapitalmarkthausse der 90er Jahre – in der Rechnungslegung (nominale) Gewinne ausgewiesen werden können.

Die klassische externe Rechnungslegung nach HGB / RechVersV ignoriert schließlich die Kapitalkosten und zeigt eine Auszehrung des Risikokapitals in der Regel nur zum Teil und auch nur bei einer tiefgreifenden Analyse auf. Sie ist daher als Basis für die Risikopolitik und die Entscheidungsfindung zur Wertschöpfung nicht geeignet. Auch international anerkannte Rechnungslegungsstandards wie IAS und US

[15] Konzeptionelle Vertiefung und Erwiderungen zu häufig geäußerten Missverständnissen finden sich branchenunabhängig z.B. in Rappaport (1995), Höfner / Pohl (Hrsg.) (1994) und Unzeitig / Köthner (1995).

GAAP schaffen diesbezüglich selbst für geübte Leser (noch) keine volle Transparenz.

Wertorientiertes Risikomanagement hingegen umfasst Parameter zur Messung der betriebswirtschaftlichen Wertschöpfung und zielt direkt darauf, den „Wendepunkt" im Lebenszyklus eines VU im Wettbewerb immer weiter hinauszuzögern. Dahinter steckt nichts anderes als die Motivation zur langfristigen Existenzsicherung durch angemessene/risikogerechte Verzinsung des Risikokapitals.

Wesentlich für die Wertsteigerung ist dabei nicht zuletzt auch die Kommunikation der Konzeption und der laufenden Umsetzung dieses Ansatzes als ganzheitliches finanzielles Risikomanagement gegenüber Analysten, Ratingagenturen, Kunden und Eigentümern. Das schafft Vertrauen, baut Informationsasymmetrien ab und steigert damit auch die Bereitschaft, Kapitalerhöhungen, z.B. zur Wachstumsfinanzierung, mitzutragen[16]. Erst dann ist "Wert" auch handelbar und nicht "nur Konzept".

Zentrale Handlungsfelder

Das Management einer Versicherung hat – auf oberster Ebene[17] – zwei zentrale Handlungsfelder für ein wertorientiertes Risikomanagement:

I. Den Geschäftsmix im Versicherungsgeschäft (Spartenmix) und die damit verbundene Erwartung an Prämienvolumen, -rendite, und –risiko. Sie ist stark geprägt von der Preis-, Vertriebs- und Zeichnungspolitik, der Verwaltungseffizienz und den Marktmöglichkeiten. Hier greifen vielfältige interne und marktbezogene Restriktionen.
II. Den Anlagemix nach Assetklassen (Asset Allocation) sowie die damit verbundenen erwarteten *Portfoliorenditen und –risiken*. Der Handlungsspielraum ist hier absolut und bzgl. der Umsetzungsgeschwindigkeit sehr hoch. Im Vergleich zu I. greifen gesetzliche und fähigkeitsbedingte Restriktionen nur in geringem Umfang in das Effizienz- bzw. Wertschöpfungspotenzial ein.

---

[16] Vgl. z.B. Walter (1999), S. 25.

[17] Wertorientiertes Risikomanagement prägt im Idealfall das Handeln aller Mitarbeiter in allen betrieblichen Funktionen; die Einschränkung auf ‚zwei' wesentliche Handlungsfelder ist hier rein exemplarisch.

4. Prämissen und Prozesse auf Unternehmensebene: Praxisbeispiel der Value Vers.-AG

Die Value Vers.-AG hat sich den Herausforderungen des wertorientierten Risikomanagement gestellt und in relativ kurzer Zeit eine auffällige und branchenuntypische Wertsteigerung erfahren (vgl. Abb. 2).

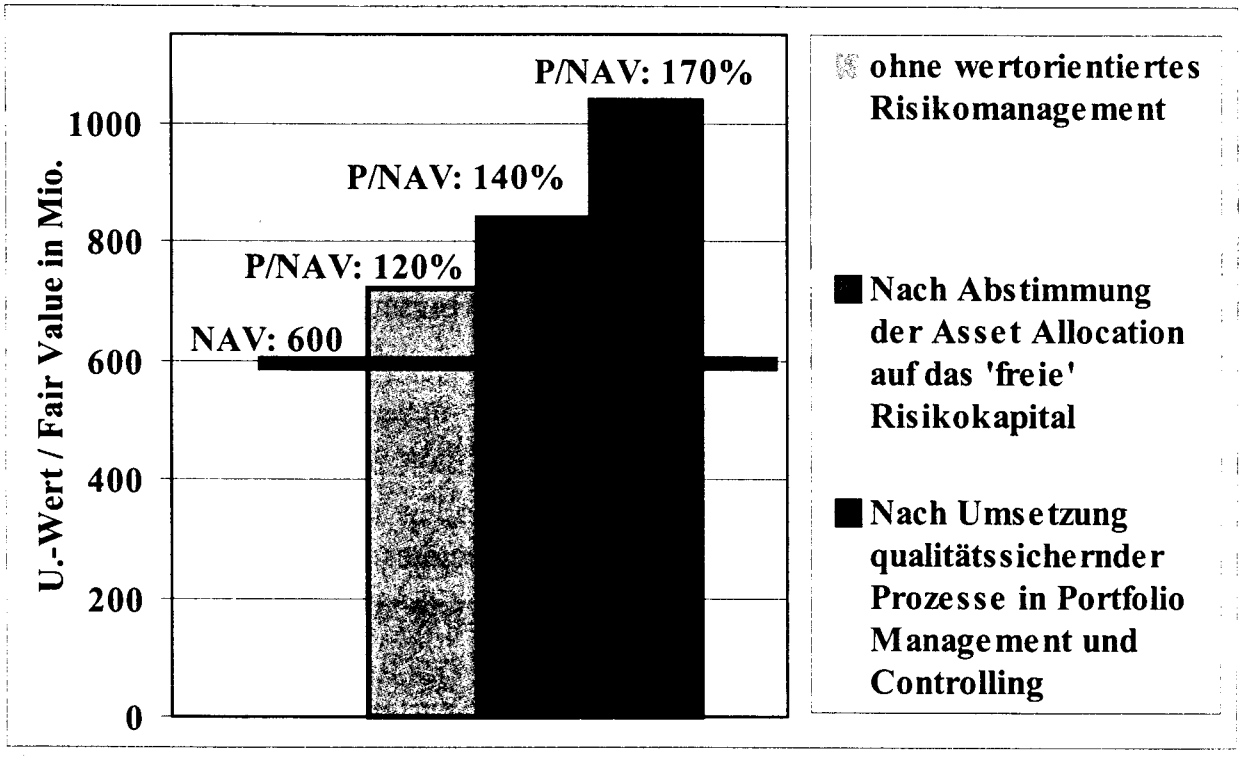


Abb. 2: Unternehmenswert und Price/NAV der Value Vers.-AG

Das Erfolgsrezept lag und liegt nach Ansicht des Managements im

- wachsenden Konsens aller Führungskräfte über den Sinn eines wertbasierten Risikomanagements
- Bekenntnis zu einer Rating-Position (hier: 'AA'-Rating in der Terminologie von Standard & Poor's), auf die die gesamte Risikoposition des Unternehmens laufend auszurichten ist und im
- operativen Anspruch, unter der o.g. Rating-Restriktion alle Risikoentscheidungen möglichst so zu steuern, dass die erwirtschaftete risikogerechte Rendite (RORAC) ihr Maximum erreicht und dabei möglichst immer oberhalb der Kapitalkosten (RAROC) liegt.

Der erste Aspekt ist unternehmenskultureller Art; er verlangt Top Management Committment und damit dessen Rolle als Fach-, zumindest aber als Machtpromotor. Im Weiteren werden hier nur die letzten beiden Aspekte vertieft, nämlich Prämissen und Prozesse.

Prämisse: Risikoposition des Unternehmens auf Level eines 'AA'-Rating[18]

An erster Stelle stand für das Management die Definition eines anzustrebenden *Ratings*, das seinen Geschäftsinteressen sowie denen der Kunden, Vertriebspartner, Aufsichtsbehörden und Aktionäre gerecht wird. Es entscheidet sich für das Ziel eines nachhaltigen 'AA'-Ratings. Dies hat kommunikative und analytische Hintergründe.
Der kommunikative Hintergrund dieser Entscheidung liegt darin, dass das Unternehmen sich nun einen Fixstern gesetzt hat, auf den das Bündel aller Risikoentscheidungen auszurichten ist. Dadurch wird/werden

- der Konsens im Managementgremium erleichtert,
- die Planungs-, Steuerungs- und Messkriterien auf einen Nenner gebracht (‚Risiko-Benchmarking')
- die Nachhaltigkeit in der internen Führung und in den Investor Relations gefördert.

Die Botschaft lautet: „Wir wollen auch nach einer sehr unwahrscheinlichen Krisensituation noch als Versicherer mit einem ‚A'-Rating anerkannt sein. Damit dies operational wird, hat das Management den Anspruch noch genauer definiert: "Wir führen unser Unternehmen so, dass innerhalb eines Jahres ein Einbruch des Wertes aller Kapitalanlagen und (!) ein Schadenereignis über den Gesamtbestand aller gezeichneten Versicherungsrisiken, deren jeweilige Eintrittswahrscheinlichkeit nur bei einmal in tausend Jahren[19] liegt, verkraftet werden können und danach immer noch ein ‚A'-Rating zu erwarten ist."

---

[18] Auf rechtliche Minimumstandards wird hier nicht eingegangen, da diese in der Versicherungswirtschaft zur Zeit noch sehr niedrig liegen; ein nachhaltiges Management entlang der rechtlichen Solvabilitäts-Minima ist gegenüber Kunden und Kapitalgebern im Wettbewerbsumfeld kaum vertretbar, zumindest nicht unternehmensweit.

[19] Unter der Annahme der Normalverteilung der Renditen entspricht der Jahrtausendfall in etwa einem Verlust von ca. 10-15% p.a. auf die gesamten (!) Kapitalanlagen eines gut diversifizierten Portfolios, zeitgleich mit einer Schaden-Kosten-Quote vor Schwankungsrückstellung von ca. 110% über die gesamten Versicherungsbestände; tatsächlich ist die Eintrittswahrscheinlichkeit derartiger Krisen höher, da – insbesondere im Versicherungsgeschäft – die Normalverteilung das Risiko hoher Schäden

Dieser Anspruch verlangt im Ergebnis heute, d.h. vor Eintritt dieser Krisensituation, ein 'AA'-Rating i.d. Terminologie von Standard & Poor's anzustreben. Im Idealfall ist also immer die Frage zu beantworten, ob und inwieweit bestimmte Managemententscheidungen – oder auch Bündel solcher Entscheidungen – risikostrategisch vertretbar bzw. gewünscht sind. Dies gilt unabhängig davon, ob die Frage bspw. intern von einer Führungskraft oder von einem externen Finanzanalysten gestellt wird.

Der analytische Hintergrund ist etwas komplexer. Die nachhaltige Existenz eines Versicherungsunternehmens setzt einerseits '*Kreditwürdigkeit*' voraus. Sie sei hier ausgedrückt als die Fähigkeit, alle vertraglich ggü. Kunden eingegangenen Verpflichtungen erfüllen zu können. In manchen Geschäftsarten der Value Vers.-AG ist sogar ein Kreditrating von 'AA' Grundlage für Abschlüsse (z.B. ggf. im Industrie-Haftpflichtgeschäft oder bei bestimmten Investmentprodukten mit Verzinsungsgarantien in der Nähe der jeweils aktuellen Kapitalmarktrenditen).

Andererseits ist die Existenz des Unternehmens auch von der Nutzung der Risikofähigkeit und der Erfüllung der Renditeerwartung der Aktionäre/Gesellschafter abhängig.

Der häufig zwischen diesen Ansprüchen vermutete Zielkonflikt hält einer Betrachtung für die Versicherungswirtschaft nicht stand. Dies begründet die Value Vers.-AG folgendermaßen:

1. Das einjährige *Ausfall-/Konkursrisiko* eines Unternehmens mit 'A'-Rating beträgt laut Standard & Poor's und KMV Corp. ca. 0,1%[20] (= 'Jahrtausendereignis'). Um dieses Risiko zu tragen, ist – unter der Normalverteilungsannahme – eine risikogerechte Kapitalbasis (RAC) i.H. des ca. 3-fachen Gesamtrisikos [% p.a.][21], multipliziert mit dem Exposure [Mio.], abzgl. der Renditeerwartung auf das Exposure [Mio.], nötig:
   RAC_A [Mio.] ≈ Exposure [Mio.]*((-Rendite [% p.a.]/100) + (3,1*Risiko[% p.a.]/100))

unterschätzt. Für Zwecke der unternehmensweiten Risikosteuerung ist das Konzept dennoch tauglich. Vgl. dazu auch Abschnitt 2, insbes. Fußnote 10.

[20] Vgl .J.P. Morgan (1997), S. 69f.

[21] In der Normalverteilung liegt das 99,9%-Quantil etwa drei, das 99,97%-Quantil etwa sechs Standardabweichungen 'links' vom Erwartungswert (vgl. Abb. 1 oder 3)

2. Die Value Vers.-AG will nach einem Jahrtausendereignis noch ein 'A'-Rating haben; daher ist ihr RAC etwa doppelt so hoch und damit ausreichend für ein 'AA '-Rating; dies erfüllt voll die hohen Sicherheitsanforderungen der Kunden.
3. Die Value Vers.-AG hat ermittelt, dass das Risiko ihrer wertmaximierenden diversifizierten Portfolios im Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäft, ausgedrückt in Schwankung der Investment- sowie der Prämienrenditen, bei je ca. 5% p.a. liegt[22]. Die Kapitalunterlegung muss dabei je ca. 25% des Exposures betragen, um gleichzeitig das 'AA'-Rating zu gewährleisten und über den Leverageeffekt das RAC etwa einem Risiko von 20% p.a. auszusetzen, da das Risiko auf das RAC umgekehrt proportional zum Unterlegungsverhältnis steigt.[23]
4. Versicherungsgesellschaften arbeiten auf ‚reifen' Märkten in einem Verdrängungswettbewerb. Ihre Aktien sind eher Substanz- als Wachstumswerte; daher reflektiert der Aktienkurs überwiegend den 'embedded value[24]', kaum den 'appraisal value[25]'. Die Rendite von Versicherungsaktien ist ähnlich volatil wie die des risikogerechten Kapitals (RAC) einer Versicherung, d.h. ihres Substanzwertes.
5. Die aktienmarktübliche Volatilität liegt bei ca. 20% p.a., gemessen über einen repräsentativen Aktienmarktindex wie z.B. dem DAX. Im Durchschnitt sind die Aktionäre also bereit, dieses Risiko zu tragen.
6. Wenn die Value Vers.-AG ihr risikogerechtes Kapital (RAC) einer Volatilität von ca. 20% p.a. (vgl. 3) aussetzt, erfüllt das Management folglich simultan die Sicherheitserwartungen ihrer Kunden (vgl. 2 und 3) und die Risikobereitschaft ihrer Kapitalgeber (vgl. 5).

Das Vorgehen wird anhand der Abb. 3 erläutert. Die Value Vers.-AG erwartet im Versicherungsgeschäft eine Prämienrendite i.H.v. 3,5% p.a. bei einem Risiko von 5% p.a.. Für ein 'AA'-Rating muss sie das Prämienvolumen (=Risikoexposure) zu einem Viertel mit Risikokapital unterlegen; das Risiko des RAC beträgt folglich 20%, die RORAC 4*3,5% p.a.=14% p.a. Es kann gezeigt werden, dass das Risiko-

---

[22] Diese Aussage wird später am Beispiel der wertmaximierenden Strukturierung im Asset Management verdeutlicht.

[23] Beispiel: Eine Unterlegung des Risikoexposures mit RAC im Verhältnis 4:1 bedeutet bei einem Exposurerisiko von 5% (z.B. auf das Prämien- oder Kapitalanlagevolumen) ein Risiko auf das RAC von 20% p.a.

[24] Der embedded value ist der risikogerecht ermittelte Barwert des bestehenden Geschäftsportfolios über Kapitalanlage- und versicherungsvertragliche Exposures.

[25] Der appraisal value ist der Wertanteil des erwarteten Wachstums, ggf. auch aus der Erschließung neuer Geschäftsfelder.

kapital nach dem 2. ‚Jahrtausendschaden' voll aufgezehrt ist: Die Höhe des ersten Jahrtausendschadens innerhalb eines Jahres bewirkt den Verzehr der Hälfte des Risikokapitals[26]:

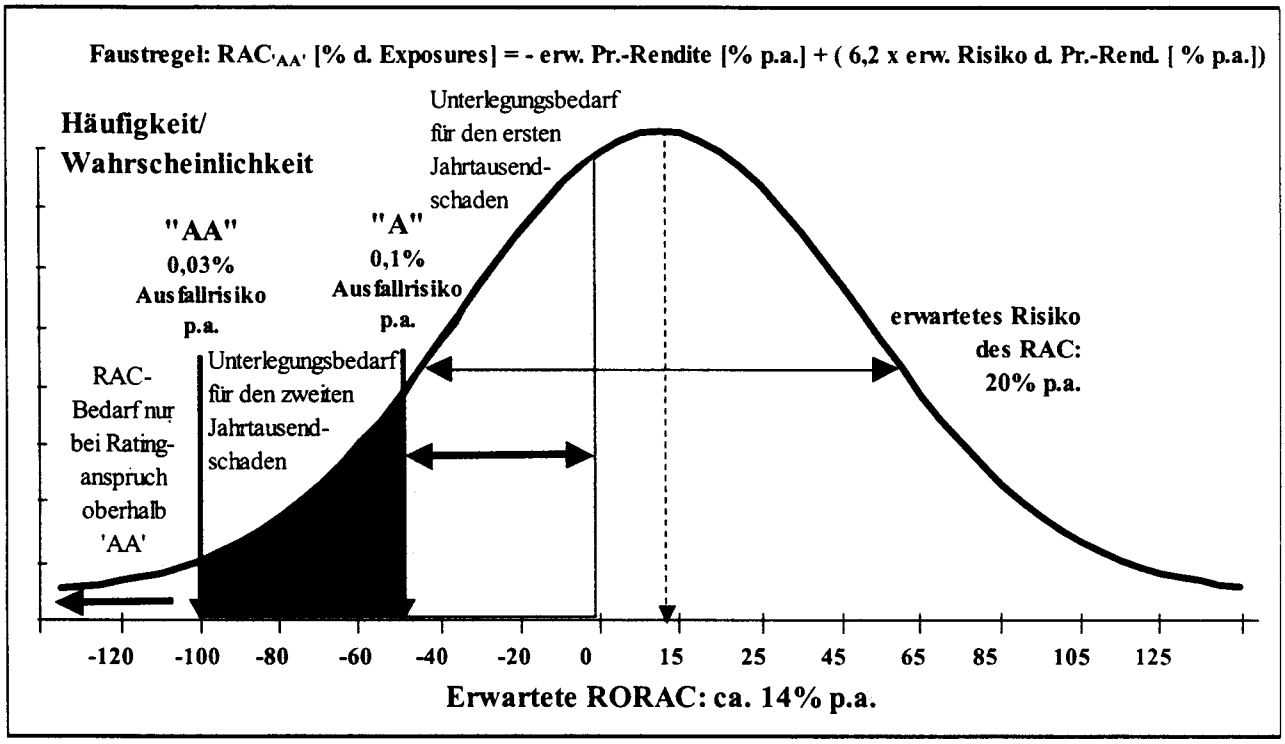


Abb. 3: RORAC und Risiko des RAC für das Vers.-Geschäft

(1) 14% Rendite p.a. - (3,1*20% p.a. Risiko) = ca. 50% Kapitalverlust.

Dadurch verdoppelt sich sofort der *Leverage*: Die Rendite steigt auf 28% p.a., das Risiko auf 40% p.a. Tritt genau dieser Fall im gleichen Jahr noch einmal ein, so ist das verbleibende Risikokapital verloren:

(2) 28% Rendite p.a. - (3,1*40% p.a. Risiko) = ca. 100% Kapitalverlust.

Diese Vorgehensweise entspricht im Grunde der von risikobasierten Kapitaladäquanzmodellen, wie sie seit Jahren intern bei Kreditinstituten für Handelsgeschäfte eingesetzt werden. Seit kurzer Zeit werden sie auch für die bilanzierten Geschäfte/Bestände gefordert[27].

---

[26] Vgl. auch Fußnote 21.

[27] Vgl. z.B. Pressemitteilung des BAKred (1999) sowie grundsätzlich zu dieser Thematik Johanning (1998).

Konzeptionell konzentriert sich die Value Vers.-AG zunächst auf die Marktrisiken. Sie hat ihre Erwartungen im Versicherungsgeschäft u.a. auf Basis eigener empirischer Cash-Flow Erfahrungen gebildet. Daher sind Kreditrisiken in ihren Portfolios (z.B. in Form nicht erhaltener Prämienzahlungen) oder operative Risiken (z.B. in Form organisatorischer Fehlleistungen oder Verstoß gegen Zeichnungsrichtlinien) bereits in den erwarteten Renditen und Risiken berücksichtigt oder aber durch sehr restriktive Kompetenzregelungen limitiert.

Prozesse: Maximierung des RORAC unter Restriktionen

Aufbauend auf dem angestrebten 'AA'-Rating durchläuft das Management periodisch folgende allgemeingültige Prozesskette des wertorientierten Risikomanagement:

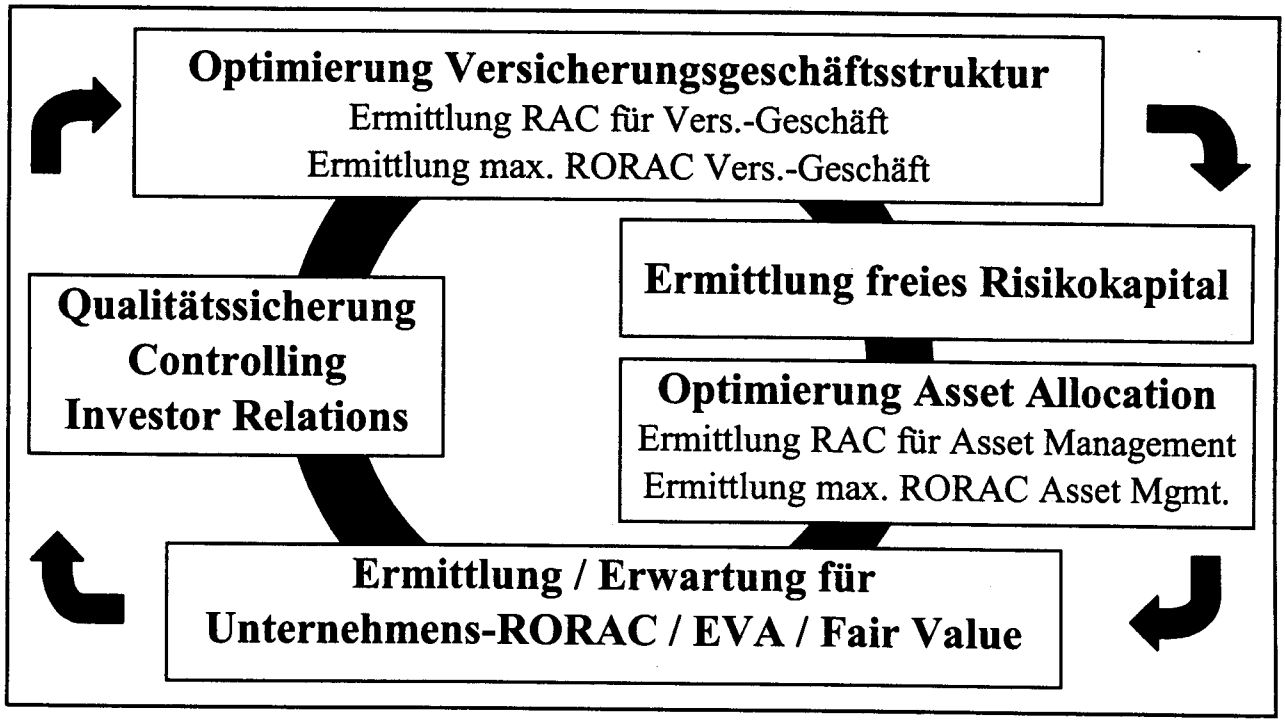


Abb. 4. Prozesskette im wertorientierten Risikomanagement (allg.)

Optimierung der Versicherungsgeschäftsstruktur (1. RORAC-Maximierung)

Für das Versicherungsgeschäft sind keine Marktinformationen mit zahlungsstrombasierten Rendite- und Risikodaten erhältlich. Hilfsweise analysiert deshalb die Value Vers.-AG ihre eigene Rendite- und Risikoerfahrung der vergangenen 10-15 Jahre auf Basis effektiver Zahlungsströme in jedem einzelnen Versicherungszweig, brutto und nach Rückversicherung. Damit erkennt sie ex post,

- welche Versicherungszweige/-arten
- nach allen damit verbundenen zahlungswirksamen Kosten
- adjustiert um die risikogerechten Kapitalkosten
- unter angemessener Rückverteilung der Diversifikationsgewinne, die alle Geschäfte gemeinsam im Portfolioverbund erzielt haben,

zu den Werttreibern gehört haben und welche Unternehmenswert vernichtet haben. Dies hilft ihr bei der Bildung von Rendite- und Risikoerwartungen für das künftige Geschäft. Das Prozedere wird hier nicht weiter vertieft[28]. Im Ergebnis nimmt das Management wenig Änderungen vor, da das bestehende Portfolio bereits sehr werthaltig ist. Einzelne wertvernichtende Geschäftsfelder werden von der Value Vers.-AG nur dann weiter betrieben, wenn sie nachweislich (!) erforderlich sind, um bestimmtes wertschöpfendes Geschäft erst zu akquirieren. Zudem muss dann der Verbund aus beiden, d.h. Wertschöpfern und damit gekoppelten Wertvernichtern, mindestens die Kapitalkosten verdienen. Marktübliche Verbundgeschäfte sind z.B. im Privatmarkt die Hausrat- mit der häufig weniger wertschöpfenden Wohngebäudeversicherung oder im Industriemarkt die industrielle Haftpflicht- mit der i.d.R. weniger wertschöpfenden Feuerversicherung.

Das Management rechnet mit einem angestrebten Prämienvolumen von ca. 1.000 Mio. bei einer Prämienrendite von 3,5%[29] p.a. und einem (Portfolio)Risiko von 5% p.a. Nach der o.g. Rechenlogik bedeutet dies ein RAC von ca. 265 Mio. und damit ein RORAC von 13% p.a. aus dem versicherungstechnischen Zeichnungsgeschäft vor Berücksichtigung der Kapitalanlage.

Optimierung der Asset Allocation (2. RORAC-Maximierung)

Von 600 Mio. Risikokapital sind – wie gerade ermittelt – 265 für Versicherungsrisiken gebunden. Der Rest i.H.v. 335 Mio. muss angemessen mit Kapitalanlagerisiken ausgefüllt werden. Dieses Prozedere wird später exemplarisch erläutert. Im Ergebnis erwartet das Management auf ein Anlagevolumen von 1.300 Mio. eine Rendite von

---

[28] Zur detaillierten Erarbeitung der zahlungsstrombasierten Renditen u. Risiken sowie der relevanten Wertgeneratoren s. z.B. die Fallstudie in Corell (1998b) und/oder die – etwas andere – methodische Konzeption in Oletzky (1998).

[29] Es muss daran erinnert werden, dass dieser Renditebegriff zahlungsstromorientiert ist und die dafür nötigen Informationen nur intern zugänglich sind; eine Approximation ist für externe Analysten kaum möglich, konsequenterweise kann auch das Risiko nicht von Externen ermittelt werden.

5,3% p.a. bei einem Risiko von 5,1% p.a. Das dafür angemessene Risikokapital (RAC) beläuft sich auf 335 Mio., der RORAC auf 21% p.a. [30]

Ermittlung der Unternehmens-RORAC

Beide (Risiko)Geschäftsfelder der Value Vers.-AG zusammen nutzen das verfügbare Risikokapital (RC) optimal aus und wurden nach der Prämisse des maximalen RORAC strukturiert, aufeinander abgestimmt und laufend gesteuert. Der gewichtete erwartete RORAC liegt bei 17% p.a. (vgl. Abb. 5).

In dieser Rechenlogik ist der erwartete Renditebeitrag (RORAC) aus der Kapitalanlage (21% p.a.) höher als der aus dem *versicherungstechnischen Risikogeschäft* (13% p.a.). Dies darf nicht zu dem Schluss verleiten, das versicherungstechnische Geschäft sei weniger attraktiv als die Kapitalanlage. Anders als z.B. bei Investmentfonds, bildet das versicherungstechnische Zeichnungsgeschäft einer Schaden- und Unfallversicherung über die Generierung regelmäßiger Prämieneinzahlungen erst die Voraussetzung zu Kapitalanlageaktivitäten.

Gegenüberstellung mit den Kapitalkosten RAROC

Angesichts erwarteter Kapitalkosten i.H.v. 10% p.a. (RAROC)[31] und einer erwarteten erwirtschafteten Rendite von 17,3% p.a. (RORAC), liegt die Unternehmenswertschöpfung bei ca. 7,3% p.a., bezogen auf das RAC von 600 Mio. sind das ca. 44 Mio. p.a. Dieser Betrag entspricht dem Economic Value Added (EVA),[32] d.h. in diesem Ausmaß erwartet das Unternehmen mehr zu erwirtschaften als zur Deckung der Kapitalkosten nötig.

Ermittlung des Fair Value / der angemessenen Marktkapitalisierung

Unter der Annahme der nachhaltigen Erwirtschaftung des EVA, erhöht sich der *Marktwert* des Unternehmens gegenüber dem Substanzwert (NAV bzw. RC) um den mit dem RAROC (=10% p.a.) diskontierten jährlichen Zahlungsstrom von 44 Mio.,

---

[30] Dieser Prozess ist Gegenstand von Punkt 5-9 dieses Beitrags.

[31] Dieser Kapitalkostensatz entspricht der Renditeerwartung an international gestreute Aktienanlagen; die Value Vers.-AG ist institutioneller Anleger und Emittent zugleich (vgl. Abb. 8).

[32] Zum EVA-Konzept vgl. den Beitrag von Weber / Koch in diesem Handbuch.

d.h. 44 Mio./0,1 = 440 Mio. Der angemessene Unternehmenswert beläuft sich folglich auf 1.040 Mio (= 600 Mio. zzgl. 440 Mio.).

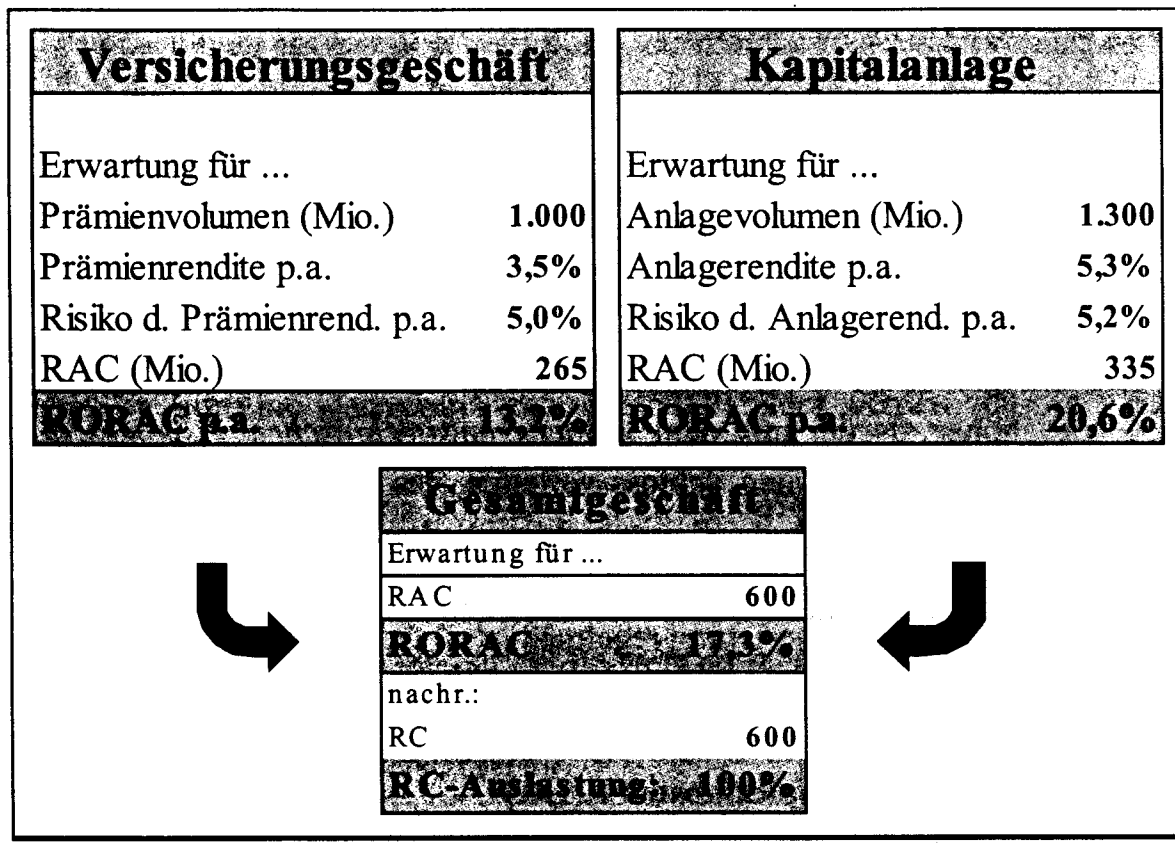


Abb. 5: RAC/RORAC der Value Vers.-AG nach Geschäftsarten

Investor Relations

Das Management der Value Vers.-AG hat den Wandel in der unternehmerischen Ausrichtung auf wertorientiertes Risikomanagement konsequent nach innen und außen kommuniziert. Analysten und Anleger haben dies schnell erkannt, für vertrauenswürdig befunden und entsprechend honoriert; die Value Vers.-AG notiert heute an der Börse mit einer Kapitalisierung von über 1.000 Mio., d.h. mit dem 1,7-fachen ihres Net Asset Value (= Risikokapital); noch vor kurzem war es nur das 1,2-fache (+ ca. 40%) (vgl. Abb. 2).

Bedeutender ist dabei, dass sich in diesem Zeitraum die Price/NAV-Ratios der Mitwettbewerber auf im Mittel viel bescheidenerem Niveau kaum verändert haben. Die Value Vers.-AG hat sich eine Stellung als ‚Branchenführer in Sachen Kapitaleffizienz[33] ' erarbeitet (vgl. Abb. 6).

[33] Vgl. dazu auch o.V. (1999), S. 339.

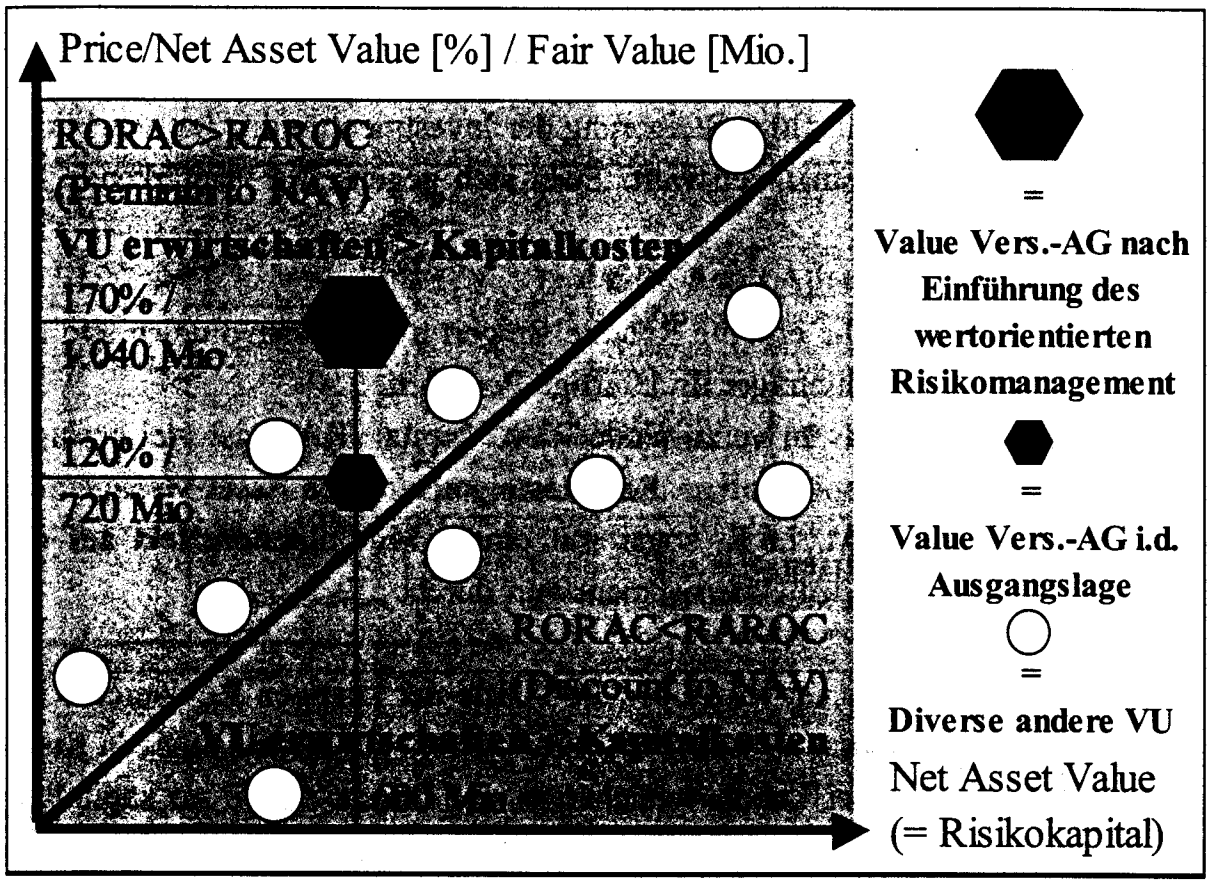


Abb. 6: Kapitaleffizienz (Price/NAV) der Value Vers.-AG im Marktvergleich

5. Prämissen und Prozesse im Asset Management: Praxisbeispiel der Value Vers.-AG

Der hohe Wertzuwachs der Value Vers.-AG ist vor allem auf eine effiziente Bewirtschaftung des Risikokapitals und ein darauf ausgerichtetes *Asset Management* zurückzuführen.

Ein Einstieg in das wertorientierte Risikomanagement über diese beiden Aspekte bietet sich besonders an, da der Leverageeffekt von Effizienzsteigerungen im Asset Management auf den Unternehmenswert sehr hoch ist und Veränderungen der Risikoposition schnell und ohne große organisatorische, personelle oder technische Maßnahmen wirksam vollzogen werden können.

Leverage

Die (risikokontrollierte) nachhaltige Steigerung der Investmentrendite hat erhebliche Konsequenzen für den Unternehmenswert: Zwei sich gegenseitig verstärkende Effekte sind die Hauptursache:

- Der Zinseszinseffekt: Die erhöhte Rendite steigert das Anlagevolumen und damit wiederum den Renditeträger für künftige Perioden.
- Der Leverageeffekt: Das zu verzinsende Risikokapital (RAC) ist viel geringer als das Volumen der Kapitalanlage. Renditesteigerungen im Asset Management schlagen daher verstärkt, i.d.R. sogar mit einem Multiplikatoreffekt auf die RORAC und damit auf den Unternehmenswert durch.

Betriebswirtschaftlich betrachtet wird über die Hälfte der knappen Ressource Risikokapital bzw. RAC von Schaden- und Unfallversicherern zur Bedeckung von Kapitalanlagerisiken benötigt. Bei Lebensversicherern mit hohem Anteil an kapitalbildenden Policen wird das RAC sogar fast ausschließlich für die Bedeckung von Kapitalanlagerisiken benötigt.

Im Ergebnis bedeuten je 0,1%-Pkte. p.a. nachhaltige Steigerung der Investmentrendite ca. 1,5%-Pkte. Steigerung des Unternehmenswertes der Value Vers.-AG, d.h. eine 15-fache Hebelwirkung.

Flexibilität

Anders als im Kerngeschäft einer Versicherung, ist die Risikoposition in der Kapitalanlage sehr kurzfristig und mit relativ geringem Aufwand – an ein sich änderndes Marktumfeld – anpassbar. Vor allem sehr liquide Futuresmärkte erleichtern stark die Reallokation von Risiken. Der Marktauftritt gegenüber Kunden und Vertriebspartnern wird davon nicht tangiert; zudem ist nur wenig Managementkapazität gebunden. Diese Flexibilität verlangt aber auch effiziente Entscheidungsgrundlagen und qualitätssichernde Prozesse.

Der Gesamtprozess des Asset Management besteht bei der Value Vers.-AG aus vier sehr diszipliniert ‚gelebten' Prozessschritten (vgl. Abb. 7), denen im Folgenden jeweils ein Kapitel gewidmet ist: Basierend auf der Ausgangssituation sind dies:

- Asset Allocation,
- Portfolio Management,

- Reporting und
- Performanceanalyse & Kontrolle.

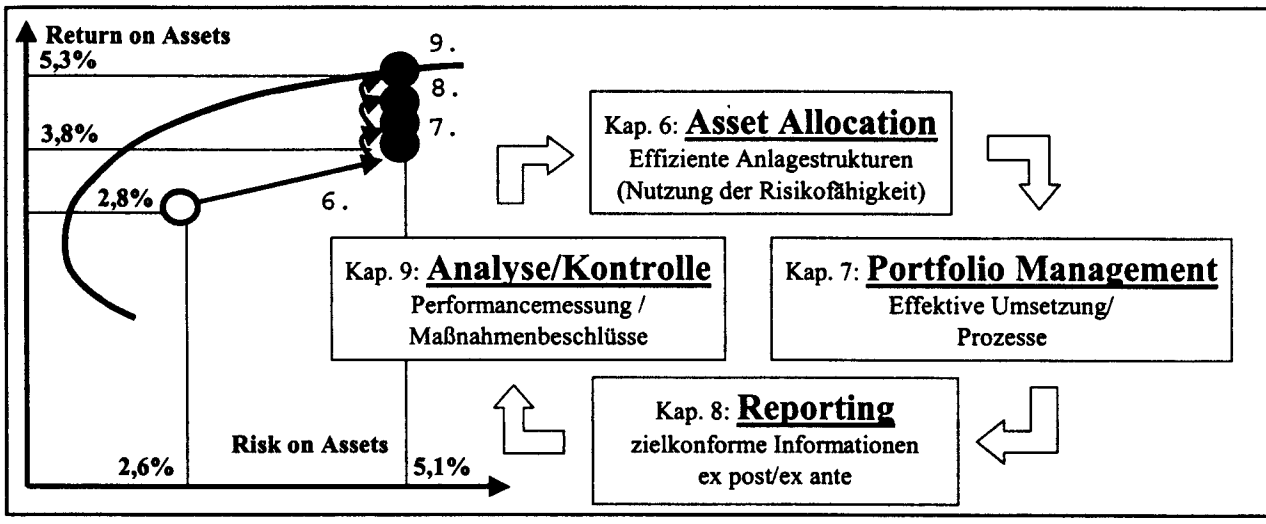


Abb. 7: Prozessbausteine und Effizienzgewinn im Asset Management

6. Prozessbaustein 'Asset Allocation'

Zielsetzung dieses Prozessbausteins ist zunächst ein Managementkonsens über die Anlagestruktur, also die Verteilung auf Aktien, Renten, Immobilien, Geldmarktanlagen etc. Dies muss einerseits statisch für die Ausgangsplanung, aber auch dynamisch über die Zeit sowie über verschiedene Szenarien hinweg erfolgen. Dabei gilt es für die Value Vers.-AG, alle möglichen Diversifikationspotenziale zu nutzen und vielerlei Restriktionen zu beachten:

- Prämisse des Erhalts eines 'AA'-Rating unter Nutzung des freien Risikokapitals von 335 Mio. für ein Anlagevolumen von 1.300 Mio.,
- Festlegung relevanter Anlageklassen, repräsentiert durch Markt-/ Referenzindizes, hier aus didaktischen Gründen auf fünf typische Klassen beschränkt: Aktien in/ex 'Euroland', Renten Euroland, Immobilien, Geldmarkt.
- Definition von Restriktionen bzw. Bandbreiten der prozentualen Anteile nach Fähigkeiten, normativem Rahmen und sonstigen Nebenbedingungen. Sie sind in diesem Beispiel durch Minimum- und Maximumbedingungen vereinfacht abgebildet.

- Bildung von Erwartungen/Prognosen mit den Parametern Rendite[34], Risiko[35] und Korrelation. Dabei helfen verschiedene Prognoseverfahren, Erfahrungswerte in Form von Zeitreihen und deren ggf. vorhandene Stabilität sowie Ergebnisse aus Sekundär- und Primärresearch (vgl. Tab. 8).
- Optimierung, z.B. gemäß Markowitz-Ansatz, zur Veranschaulichung der möglichen Rendite- und Risikokonstellationen unter den genannten Nebenbedingungen (s. Abb. 8). Wesentliches Bestimmungsmerkmal für die Risikoposition der Investments ist naturgemäß deren Aktienanteil. Schließlich zählen Aktienanlagen zu den riskantesten, i.d.R. aber auch – zumindest im mehrperiodigen Durchschnitt – zu den rentabelsten Anlagen.

Kapitalmarkterwartungen 2000-2003 der Value Vers.-AG										
Assetklasse	**Referenzbenchmark**	**Restriktionen**		**Rendite**	**Risiko**	**Korrelationen**				
		Min.	**Max.**			**AE**	**AexE**	**RE**	**I**	**G**
Aktien Euroland	ESTOXX 50	0%	25%	10,3%	20%	1				
Aktien ex Euroland	MSCI World ex Europe	0%	25%	9,8%	20%	1	1			
Aktien total		0%	35%							
Renten Euroland	GovTop Reuters	40%	90%	4,1%	4%	0	0,1	1		
Immobilien	DIX o.ä.	4%	10%	5,0%	5%	0	0,1	0	1	
Geldmarkt	3-Mt. Euribor	0%	30%	2,7%	1%	0,0	0,0	0,0	0,0	1

Tab. 1: Rendite, Risiko, Korrelation

[34] Anmerkung: Es ist erst wenige Jahre her, dass die Fokussierung der Branche auch im Portfolio Management noch von rein bilanziellen Zielvorstellungen geprägt war, vor allem von der Vorgabe einer „Nettoverzinsung"; dabei stand es lange Zeit im Hintergrund, dass eine bilanziell ausgewiesene Nettoverzinsung nur der buchhalterisch gesteuerte Ausfluss vorher erreichter und in Marktwerten nachweisbarer Erfolge ist. Für Letztere gibt es Benchmarks, was den Erfolgsmessungs- und -steuerungsprozess (s. dazu später) sehr erleichtert. Mit Hilfe von Benchmarks kann Leistung und Fehlleistung definiert und (an-) erkannt werden. Dadurch erst ist qualifizierte Führung, d.h. Delegation und Kontrolle, möglich.

[35] Unter Risiko wird auch hier das Markt- und Kreditrisiko, indirekt aber über die Prozesssystematik auch das Organisationsrisiko, verstanden. Die Summe aller Risiken soll durch Kapitalunterlegung i.H. eines Vielfachen des Marktrisikos bedeckt werden, flankiert durch transparente und effiziente Prozesse (s. dazu später mehr).

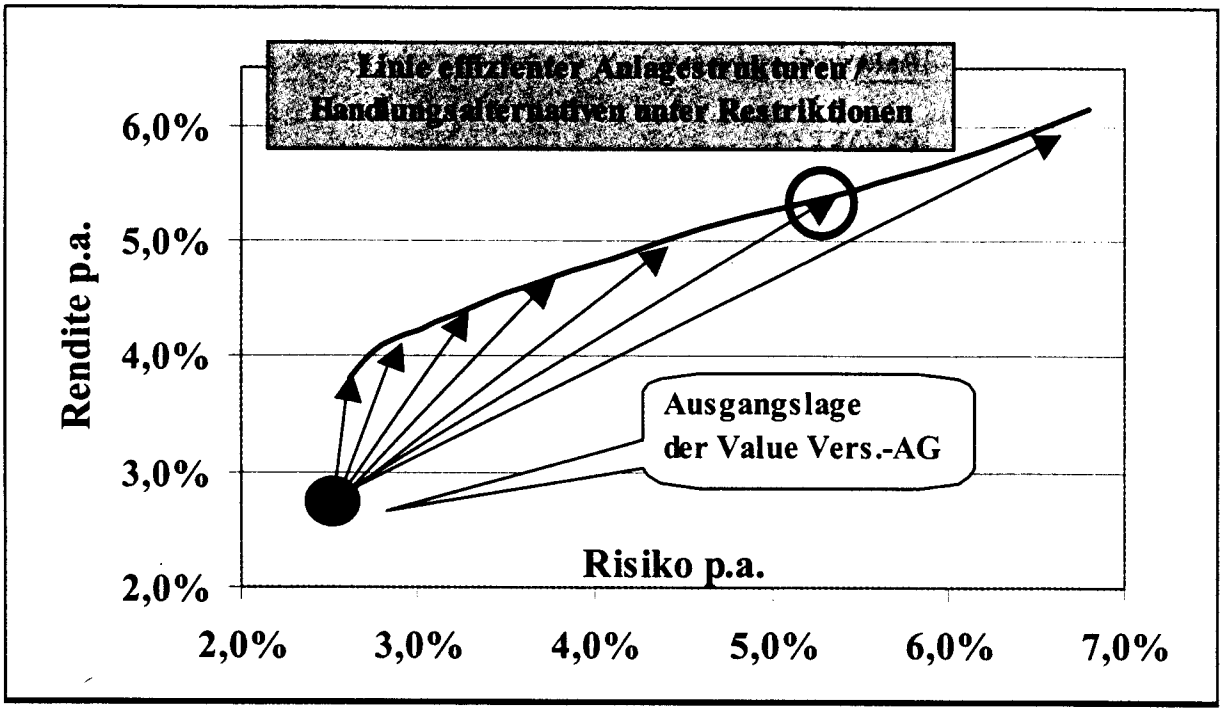


Abb. 8: Effiziente Anlageportfolios im 'Asset-only-Kontext'

Unter den vielen effizienten Portfolios das wertmaximierende herauszufinden, verlangt zusätzliche Informationen und Restriktionen. Als Ausgangsplanung entscheidet sich die Value Vers.-AG für das mit einer vollen Auslastung des vorhandenen Risikokapitals, d.h. für ca. 100% Risikokapitalauslastung. Letztere ist gegeben – wie bereits hergeleitet – bei einer Volatilität des Risikokapitals i.H.v. knapp 20% p.a.[36] Für eine Auswahl effizienter Portfolios ist der Zusammenhang zwischen Asset Allocation, Kapitalnutzung und Return on Risk Capital (RORC) bzw. Return on Risk Adjusted Capital (RORAC) in Tab. 2 dargestellt:

Damit ist die Lücke von der unternehmerisch gewollten und vertretbaren Risikoposition zum operativen Asset Management geschlossen. Das Management entscheidet sich für einen ‚AA'-konformen Aktienanteil von ca. 20%, davon je ca. die Hälfte innerhalb und außerhalb Europas. Dann – und nur dann – erreicht die Value Vers.-AG die maximale Rendite auf das Risikokapital bei Einhaltung der Anforderungen an ein Bonitätsrating von ca. 'AA'. Im Asset-only-Kontext entspricht das der mit 'O' gekennzeichneten Risikoposition in Abb. 8.

[36] Vgl. dazu Abschnitt 4.

		Effiziente Portfolios					
	Referenzbenchmark	**I**	**III**	**V**		**IX**	**X**
1.) Assetklassen							
Aktien Euroland [%-Ant.]	ESTOXX 50	0%	5%	8%		15%	18%
Aktien ex Euroland [%-Ant.]	MSCI World ex EU	0%	5%	8%		12%	13%
Renten Euroland [%-Ant.]	GovTop Reuters	60%	50%	54%		63%	59%
Immobilien [%-Anteil]	DIX o.ä.	10%	10%	10%		10%	10%
Geldmarkt [%-Anteil]	3-Mt. Euribor	30%	30%	20%		0%	0%
2.) Alle Kapitalanlagen							
Rendite		3,8%	4,3%	4,9%		5,8%	6,2%
Risiko		2,6%	3,1%	4,1%		6,2%	6,8%
3.) Gesamt-VU							
RAC [Mio.]	'AA'-Rating (inkl. 265 f. Vers.-G.)	435	469	542		699	743
RORAC [Mio.]		18%	18%	18%		17%	17%
RC [Mio.]		600	600	600		600	600
[illegible]	[illegible]	73%	78%	90%		117%	124%
[illegible]	[illegible]	14%	15%	16%		18%	19%
Risiko auf RC		14%	15%	17%		22%	23%
Zu geringer Leverage	Wertlücke durch Renditedefizit						
Zu hoher Leverage	Wertlücke durch Risikoüberreizung						

Tab. 2: Effiziente Portfolioauswahl unter Rating-Restriktion

Was bedeutet das im Ergebnis für Rendite und Wertschöpfung? Allein durch diese Veränderung der Asset Allocation[37] steigt die nachhaltig erwartete Investmentrendite um ca. 1%-Pkt. und – über den Leverageeffekt – der Fair Value der Value Vers.-AG um ca. 15% von ca. 720 Mio. auf weit über 800 Mio. (vgl. Abb. 2 i.V.m. Abb. 6 und 7).

Zusätzlich ermittelt und beschließt das Management Vorgehensweisen, die zu einer Änderung der Asset Allocation führen, wenn sich – ceteris paribus – die Risikokapitalbasis ändert, z.B. Verminderung durch Kapitalmarktcrashs und/oder Großschäden im versicherungstechnischen Geschäft oder Erhöhung durch unerwartete Haussen auf den Kapitalmärkten bzw. durch Ausbleiben erwarteter Schäden.

[37] Hinweis: Aus falsch verstandener Vorsicht hatte die Value Vers.-AG zuvor temporär fast keine Aktien gehalten und damit das vorhandene Risikokapital bei weitem nicht ausgelastet.

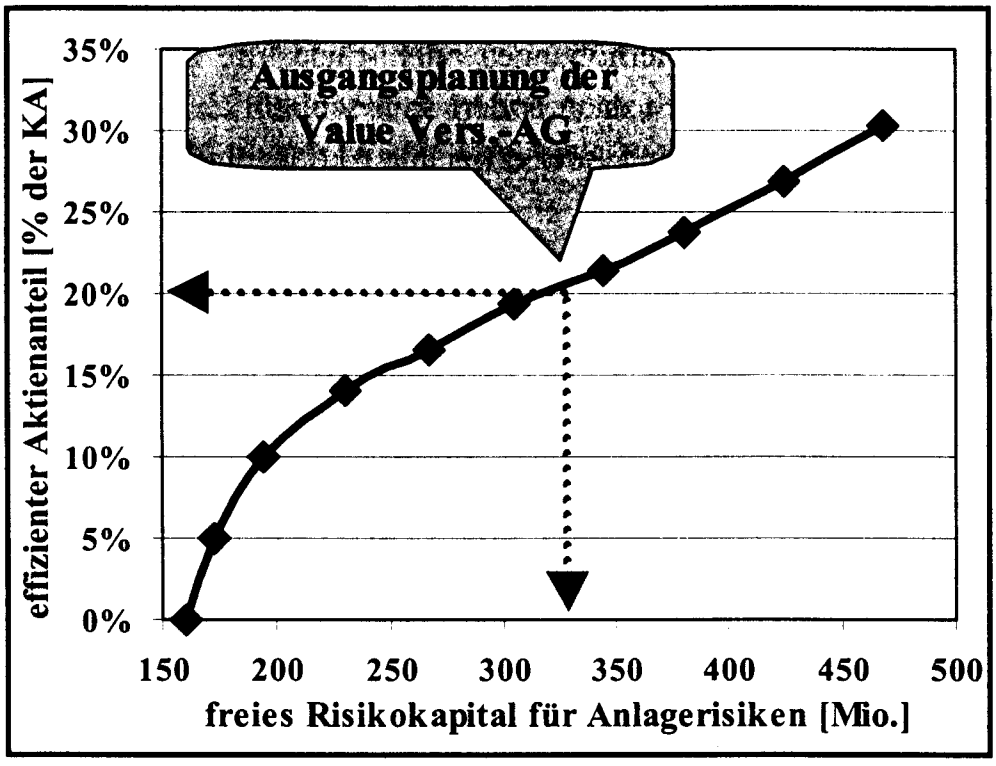


Abb. 9: Effizienter Aktienanteil bei sich änderndem Risikokapital

Der *Aktienanteil* ist hier variabel gesetzt, da mit ihm am schnellsten und kosteneffizientesten die Risikoposition des Gesamtunternehmens erhöht oder gesenkt werden kann. Dies bedeutet nicht automatisch den Zwang, laufend die Asset Allocation ändern zu müssen; alternativ könnte auch gezeigt werden, inwieweit sich bei unterlassener Änderung die Risikoposition der Gesellschaft und damit ggf. ihr Rating verändern würde. Der klare Trade-Off zwischen Renditechancen und Risikoposition wird damit dem Management veranschaulicht und regelmäßig zur Entscheidung gestellt.

Die Problematik dieser Vorgehensweise ist, dass bei einer unreflektierten mechanisierten Steuerung der Asset Allocation das Management Gefahr läuft, immer prozyklisch zu verfahren: Kauf von Aktien in steigende Märkte hinein, da dann auch das Risikokapital durch Wertmehrung der Bestände zunimmt et vice versa. Tendenziell und auf längere Sicht ist dieses Dilemma jedoch unvermeidbar bei einem Investor wie der Value Vers.-AG mit festen Verbindlichkeiten einerseits und volatilen Assets andererseits verbunden. Versicherungen auf wettbewerbsgeprägten Märkten sind typische „Portfolio Insurers", es sei denn, sie akzeptierten stark schwankende Ratings. Letzteres wiederum ist schädlich für die Entwicklung im Kerngeschäft.

Das Volumen des für Investments zu nutzenden Risikokapitals kann auch aktiv, z.B. durch Kapitalmaßnahmen, d.h. Kapitalerhöhungen oder -rückkäufe bzw. Dividendenzahlungen beeinflusst werden. Auch dann ändert sich schließlich der Financial Leverage und damit – bei gleichem Rating – der effiziente Aktienanteil.

Kapitalrückzahlung könnte für die Value Vers.-AG eine wertsteigernde Politik sein, denn mit wachsendem Risikokapital nimmt die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals ab. Im vorderen Bereich verläuft die Kurve von Abb. 9 steiler, da dort der Diversifikationseffekt aus Beimischung von Aktien noch sehr stark ist. Mit zunehmendem Aktienanteil nimmt er ab; das Versicherungsunternehmen würde immer stärker einem ‚geschlossenen' Investmentfonds ähneln. Das ist ein klares Anzeichen für mangelnde wertschöpfende Expansionsmöglichkeiten im Kerngeschäft eines Versicherers. Kapitalrückzahlung ist damit zudem eine Möglichkeit, die Wahrscheinlichkeit eines attraktiven Übernahmeangebots durch einen Kaufinteressenten zu reduzieren. Voraussetzung ist natürlich, dass die Kapitalgeber mit dem zurückgezahlten Kapital außerhalb der Value Vers.-AG höhere Renditen bzw. einen höheren RAROC erzielen können.

Wichtig ist zu bemerken, dass das Risikokapital für die Gesellschaft vor allem dann sehr werthaltig ist, wenn es im Bedarfsfall leicht liquidierbar ist. Insofern haben eine spontan liquidierbare Bewertungsreserve in Renten und Aktien sowie eine freie Rückstellung für Beitragsrückerstattung oder alternativ eine Überdotierung der Schadenrückstellung risikostrategisch eine hohe Attraktivität. Kritisch sind z.B. die Schwankungsrückstellung, die Bewertungsreserven in Immobilien oder das bilanzierte Eigenkapital unter dem Liquiditätsaspekt. Letztere sind ggf. genau dann nicht oder nicht in der gewünschten Höhe mobilisierbar, wenn sie am dringendsten benötigt werden. Dies steht in klarem Kontrast zu der rein emotionalen Wahrnehmung, *„stille" Reserven* z.B. in Immobilien seien besonders solide. Allzu leicht schwindet diese Solidität im Bedarfsfalle mangels Marktliquidität.

Schließlich kommuniziert das Management sein Prozedere auch Analysten und Ratingagenturen gegenüber, um das Vertrauen in die Funktionsweise der nachhaltigen Risikosteuerung zu steigern.[38]

---

[38] Auch die Arbeitsgemeinschaft der Aufsichtsbehörden diskutiert bereits „Asset Management Standards", wie sie die Value Vers.-AG umgesetzt hat; vgl. z.B. IAIS (1999).

7. Prozessbaustein 'Portfolio Management'

War die Entscheidung über die Asset Allocation ein analytischer Prozess, im kleinen professionellen Team schnell zu bewerkstelligen, so ist im Portfolio Management nachhaltig qualitätssichernde Führungsleistung gefordert.

Ziel des Portfolio Management ist die Gewährleistung dafür, dass

- die beschlossene Asset Allocation im Rahmen von definierten Bandbreiten für aktive Risiken (nach Laufzeitstrukturen, Kreditrisikoklassen, Branchen, Ländern, Währungen, Lagen und Nutzungen von Immobilien, ...) umgesetzt wird,
- die mit der beschlossenen Asset Allocation verbundenen Markt-/ Benchmarkrenditen mit hoher Prozesseffizienz auch erzielt werden und
- notwendige dynamische Veränderungen der Risikoposition effizient herbeigeführt werden können.

Hier ist ein hohes Maß an Konsistenz und Prozessdisziplin gefordert, darunter beispielsweise

- ein 'Fit' zwischen Weltbild vom Kapitalmarkt (Ausmaß der Effizienzannahme) und definiertem, dokumentiertem und praktiziertem Managementansatz,
- klar definierte Prozesse und Entscheidungsregeln sowie Kompetenzen (zeitlich, inhaltlich und funktional) und die
- Berücksichtigung der Stärken und Schwächen der eigenen Organisation bei der Entscheidung über Eigenmanagement und/oder Fremdvergabe (Make or Buy) von Managementaufträgen, z.B. Spezialfonds für Kapitalmarkt- oder Immobilienanlagen.

Managementansatz

Portfoliomanagementansätze werden klassisch nach ‚aktiv' und ‚passiv' unterschieden. ‚Aktive' Ansätze sind angemessen, wenn der Anleger an Marktineffizienzen glaubt, die ihm – nach Kosten – dank seines (legal nutzbaren) Informationsvorteils eine Outperformance gegenüber ‚passiv' nachgebildeten Marktindizes erlauben.

Das Management der Value Vers.-AG hat sich bisher mit der Thematik nicht sehr systematisch auseinandergesetzt und einen nicht detailliert definierten aktiven Ma-

nagementansatz gefahren. Dieser war mit hoher Intransparenz sowie hohen Transaktionsvolumina und –kosten in allen Anlageformen verbunden. Im Ergebnis hat die Value Vers.-AG in der Vergangenheit dadurch eine Underperformance erlitten, die dem Ergebnis vielerlei Studien und der Erfahrung einer wachsenden Zahl von Großanlegern entspricht. Im Durchschnitt waren dies Renditedefizite i.H.v. ca. 2,5%-Punkten p.a. bei internationalen Aktienanlagen sowie ca. 1,0%-Punkte p.a. bei internationalen Rentenanlagen, jeweils relativ zu repräsentativen Performanceindizes.[39]

Bezogen auf die beschlossene Asset Allocation bedeutet das für die Value Vers.-AG ein erwartetes Renditedefizit bzw. -potenzial von 1,2%-Punkten p.a. ggü. der Unternehmensbenchmark. Durch Umstellung des Managementansatzes auf hohe Benchmarknähe – im Rahmen enger und klar definierter Bandbreiten – gelingt der Value Vers.-AG heute die systematische Erreichung der Benchmarkrenditen.[40] Aufgrund der bereits beschriebenen Hebelwirkung steigt daher der *Unternehmenswert* nochmals um ca. 17% auf ca. 1.040 Mio. (vgl. Abb. 12 i.V.m. Abb. 2 u. 7).[41]

Ein weiterer Grund für die Umstellung auf weitgehend passives Management ist die verringerte Kapitalbelastung der Value Vers.-AG. Hintergrund: Ganz im Gegensatz zur weit verbreiteten Meinung, hat der für aktives Management typische hohe Tracking Error[42] nicht bedeutet, in Baisse-Phasen weniger zu verlieren als die Benchmarkrenditen; der Gedanke einer impliziten *Portfolio Insurance* konnte empirisch nicht bestätigt werden.

---

[39] Stellvertretend für die unüberschaubare Anzahl von Publikationen zu dieser Aussage, seien hier genannt: PWC/BGI (1999), o.V. (1999), S. 60-67; Seeger (1999), S. 158-66, Prandl (1999), S. 281-292. Ähnliche Aussagen finden sich mittlerweile auch vielfältig im Internet, z.B. unter www.micropal.de oder www.fondsanalyst.de.

[40] Genau genommen erreicht sie das Benchmarkniveau abzüglich unvermeidbarer Kosten. Von dieser Präzisierung sei hier abgesehen, zumal es – für steuerpflichtige Anleger – auch positive Komponenten gibt, die die Investmentrendite steigern, ohne dass dies in der Benchmarkrendite reflektiert würde, z.B. in Deutschland das Körperschaftssteuerguthaben auf inländischen Dividendenzahlungen.

[41] Anmerkung: Leichte Differenzen in den Werteffekten ergeben sich aus der Überlagerung von Struktureffekt (durch geänderte Asset Allocation) und Managementeffekt (durch Umstellung auf benchmarknahes Investment).

[42] Der Tracking Error ist die mittlere Abweichung der realisierten Investmentrenditen von den repräsentativen Benchmarkrenditen, ausgedrückt in Standardabweichung (% p.a.).

		heute	früher	
		benchmarknahe Rendite	marktübliche 'Underperformance'	
	Anteil	Benchmark-performance	Abweichung ggü. Benchmark	Ergebnis
Aktien	20%	10%	**-2,5%**	7,5%
Renten	68%	4,1%	**-1,0%**	3,1%
Immobilien	10%	5%		5,0%
Geldmarkt	2%	2,7%		2,7%
Summe	100%	**5,34%**	**-1,18%**	**4,16%**
Unternehmens-wert (Mio.)		**1.044**	**-17%**	**891**

Abb. 10: Wertsteigerung durch benchmarknahes Portfolio Management

Vielmehr gingen hoher Tracking Error und temporäre, häufig aber dauerhafte Underperformance, Hand in Hand. Dann aber erhöht der Tracking Error die Risikokapitalbelastung und somit den Anspruch an Outperformance.

Ein Information Ratio[43] von 0,5[44] ist bereits nötig, um die gestiegenen Kapitalkosten zu amortisieren. Erst bei einem nachhaltig noch höheren Information Ratio beginnt die Wertschöpfung ggü. passiven Ansätzen. Illustriert in Abb. 11 bedeutet dies das Aufspüren von aktiven Managern, die Leistungen links oberhalb der den großen grauen Kreis schneidenden Linie zu finden. Die offensichtlich geringe Chance auf einen nachhaltigen Erfolg war für die Value Vers.-AG das 'Zünglein an der Waage': Sie entschied sich – zumindest für über 90% ihrer Kapitalanlagen – für den benchmarknahen 'passiven' Managementansatz.

---

[43] Die Information Ratio ist der Quotient aus aktiver Rendite, d.h. Outperformance, und Tracking Error; sie ist dimensionslos. Nur sehr wenige Portfolio Manager erreichen nachhaltig – nach allen Kosten – positive Information Ratios, kaum einer erreicht nachhaltige Werte um oder über 0,5.

[44] Dies ist eine "Faustregel"; sie berücksichtigt bereits Diversifikationseffekte wie sie z.B. durch Mischung verschiedener aktiver Managementstile zustande kommen. Ohne Letztere müsste der aktive Managementstil noch höhere Information Ratios erwarten lassen. Dies liegt am hohen Sicherheitsanspruch eines 'AA'-Unternehmens.

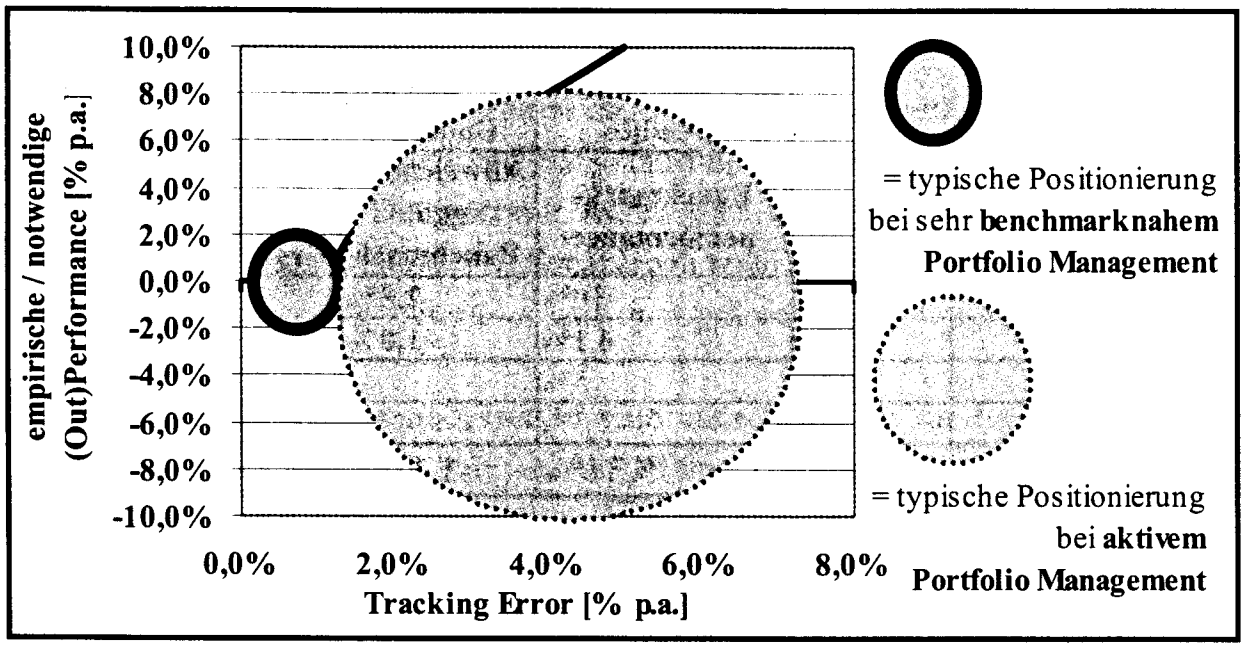


Abb. 11: Aktives Portfolio Management: (Fast) chancenlos zur Wertsteigerung!

Prozesse/Entscheidungsregeln/Kompetenzen

Nach der Entscheidung über den Investmentansatz stellte sich die Frage nach der kosten- und risikoeffizienten Umsetzung. Das Management der Value Vers.-AG definiert dafür genau die Routinen, nach denen

- die Benchmarkstrukturen (im wirtschaftlich vertretbaren Rahmen) nachgebildet und laufend überprüft bzw. angepasst werden,
- Transaktionen vorgenommen werden einschließlich der Auswahl zielkonformer Handelsverfahren (v.a. Portfolio Trades mit geringen Transaktionskosten i.w.S.[45]),
- am Prozess beteiligte Mitarbeiter und Geschäftspartner Entscheidungen treffen und umsetzen können, d.h. es entwickelt eine risikoorientierte Kompetenzmatrix, u.a. mit dem Parameter ‚Bandbreite für erlaubte Abweichungen vom Benchmarkexposure' nach Volumen, Kreditrisiko (Rating bei Bonds, Handelspartnerlimite, ...), Marktrisiko (Duration bei Bonds, Investitionsgrad bei Aktien, Währungen, ...) und Ausmaß der Vollmachten, gestaffelt vom operativ verantwortlichen Mitarbeiter bis zu Vorstand und Aufsichtsrat.

[45] Eine didaktisch gute Zusammenstellung der Einsatzmöglichkeiten enthält bereits Deutsche Morgan Grenfell (1996). Die Umsetzung ist aber bei weitem noch nicht bei jeder institutionellen Anlage selbstverständlich.

Diese Matrix wurde mit allen Beteiligten erarbeitet und eindeutig dokumentiert. Sie erleichtert den Führungsprozess und regelt klar die Verantwortlichkeiten, aber auch deren Grenzen in der Prozesskette 'Portfolio Management'.

Diese Prozesse haben zunehmend Analogie zur Industrieproduktion, d.h. es wird klar definiert, wer welche Tätigkeiten mit welcher technischen Unterstützung wann verantwortet und welche Reaktionen unter welchen Nebenbedingungen nötig sind. Das Gestalten und nachhaltige Umsetzen einer derartigen Systematik trifft heute noch häufig auf einen großen Führungsengpass. Dies gilt gleichermaßen in der Direktanlage wie auch im delegierten (Fonds-)Management von Wertpapieren, Immobilien oder Beteiligungen sowie im Bereich der '*Alternative Investments*' (Private Equity, Hedge Funds, komplexe Kreditderivate, ...). Die Branche ist von sehr professionellen Fachleuten/Spezialisten dominiert, weniger von Prozessgestaltern und Organisationsprofis mit Erfahrung in Qualitätssicherungsmechanismen. Dieser Mangel ist ein weiterer Grund für die Attraktivität passiver Ansätze im Portfolio Management; nur so lassen sich Prozessineffizienzen einfach erkennen und schnell wertsichernd ausmerzen (Reduzierung von Organisationsrisiken).

Make or Buy

Eine sehr sensible Entscheidung bei der Value Vers.-AG war auch die über ‚Make or Buy' in der Erbringung der 'Dienstleistung Portfolio Management'. Sie verlangte eine genaue Auflistung und Wertung einerseits der Stärken und Schwächen der eigenen Organisation im Hinblick auf Marktchancen und –erfordernisse sowie andererseits der Kosten und Nutzen des Outsourcing, u.a. auf Investmentgesellschaften.

Wichtig war auch, dass der Value Vers.-AG durch das Outsourcing kein strategisch relevantes Schlüsselwissen verloren geht.

Kernproblem nach Entscheid über Inhalt und Ausmaß der delegierten Mandate war die Sicherstellung der Zielidentität trotz völlig verschiedener Risikopositionen und disziplinarischer "Ferne" der Outsourcing-Partner: Service Level Agreements und den Prozess sicherstellende Zielvereinbarungen, teilweise sogar die Vorgabe einer Benchmark, waren noch nicht durchgängig die Regel bei der Value Vers.-AG. Dadurch entstanden – wie bei jedem Outsourcing sensibler Funktionen – erhebliche moralische, zumindest aber organisatorische Risiken, da die Ziele der beteiligten Partner nicht zwangsläufig homogen sind.

Die Herausforderung war, Kommunikation und Verträge so zu gestalten, dass externe Portfolio Manager und andere Service Provider, obwohl sie weitgehend ohne Risikokapitalunterlegung[46], d.h. de facto ohne nennenswerte Haftung für die Qualität ihrer Leistung arbeiten, zum Erreichen der Ziele der Value Vers.-AG motiviert sind[47]. Ein wesentliches Element dabei war die Gestaltung einer performanceabhängigen Vergütung, die benchmarknahe Renditen hoch, Tracking Errors hingegen als Zielverstoß und damit entgeltmindernd würdigt.

Als sehr hilfreich hat es sich für die Value Vers.-AG erwiesen, die am Portfolio Management i.w.S. beteiligten Teildienstleistungen zu entbündeln, dadurch transparent zu machen und bewusst – nach Best Practice Überlegungen – von verschiedenen Partnern 'einzukaufen' bzw. zum Teil selbst zu erbringen.

Beispielsweise wurde das klassisch zusammen erworbene Dienstleistungsbündel rund um den Spezialfonds nach dem deutschen Investmentrecht (KAGG), d.h. v.a. 'Rechnungslegung', 'Depotbankfunktion' und 'Investmentberatung' bewusst aufgeschnürt: Manager/Administrator, Investment Adviser und Global Custodian arbeiten nunmehr im Kundeninteresse mit jeweils klar fokussierten Aufträgen und gegenseitiger Kontrolle/Qualitätssicherung. Fachlich relativ einfach zu durchschauen, war der Weg dorthin führungstechnisch eine große Herausforderung, letztlich aber stark wertschöpfend.

8. Prozessbaustein 'Reporting'

Nicht nur die Risikoentscheidungen selbst, sondern auch deren systematische Vorbereitung ist relevant für die Wertschöpfung. Hilfreich dafür ist ein Set von Führungsinformationen/-instrumenten. Getreu dem Grundsatz „You can't manage what you can't measure", verschafft sich die Value Vers.-AG daher im nächsten Schritt laufende und schnelle Transparenz darüber, inwieweit die Effizienzziele der Planungs-

---

[46] ‚Asset Management für Dritte' zählt bei Banken/Investmenttöchtern zu den Bereichen mit der geringsten Kapitalunterlegung. Mit den rund um das Asset Management erbrachten margenstarken Dienstleistungen ist es z. Zt. das wertschöpfendste Geschäftsfeld von allen, vgl. z.B. Luber (1999), S. 18.

[47] Anmerkung: Die Relevanz dieser Aspekte beweist die aktuelle Diskussion über Haftungsaspekte im Asset Management angesichts eines Rechtsstreits zwischen Merrill Lynch Mercury und der Unilever Pensionskasse (NL), vgl. z.B. Martinson (1999), S. 24.

periode bereits realisiert wurden (ex post) und voraussichtlich noch werden (ex ante) sowie ‚Executive Information' und damit Antwort auf folgende Fragen:

- War die verabschiedete Unternehmensbenchmark für die Asset Allocation in Kenntnis aktueller Marktgegebenheiten angemessen? Ist ggf. eine Anpassung nötig? (= Prämissenprüfung)
- Ist die beschlossene Asset Allocation effektiv umgesetzt worden? Sind ggf. Auffälligkeiten festzustellen? (= Durchführungs-/Umsetzungsprüfung). Gibt es Abweichungen und Handlungsbedarf in der Struktur und im operativen Portfoliomanagement?

Kritisch waren bei der Value Vers.-AG in diesem Zusammenhang die Regelmäßigkeit und Schnelligkeit der Information sowie der notwendigerweise hohe Aggregationsgrad; schließlich geht es zunächst um das Management der gesamten Risiko- und Chancenposition. Dabei galt es, alle Anlagearten (Aktien, Renten/Baufinanzierungen, Immobilien, Policendarlehen, Beteiligungen, ...) zusammen zu betrachten und das Aggregat bezüglich seiner Kapitalnutzung unter Berücksichtigung der Finanzierung und des versicherungstechnischen Geschäfts abzubilden.

Mit Hilfe von drei Tabellen konnte eine Monatsinformation ermittelt werden, die alle o.g. Ansprüche erfüllt. Die ersten beiden enthalten Informationen und Handlungsoptionen zur Struktur, d.h. zur aktuellen Asset Allocation im Plan-/Ist-Vergleich sowie zu den Ergebnissen, d.h. Performanceentwicklungen im Plan-/Ist-/Benchmarkvergleich[48]. Abweichungen sind differenziert nach zwei Hauptursachen:

- Struktureffekte, begründet durch vom (fortgeschriebenen) Plan abweichende Asset Allocation.
- Managementeffekte, begründet durch Benchmarkabweichungen innerhalb der jeweiligen Assetklasse, v.a. durch Timing, Laufzeit, Titelselektion, ...

Wichtig ist dem Management die sofortige maßnahmen- und terminorientierte Kommentierung der Informationen (vgl. Tab. 3 und 4).

---

[48] Die Value Vers.-AG orientiert sich an der zeitgewichteten Rendite (in % p.a.); damit bewertet sie die Managementleistung über das jeweils verfügbare Kapitalanlagevolumen hinweg. Diese Renditen erfüllen hochgradig die Anforderung der DVFA Performance Presentation Standards; interne und externe Managementleistung sind damit vergleichbar und aggregierbar.

STRUKTUREN Asset Allocation per 30.6.YY	Immobilien	Aktien		Renten	Geldm.	Gesamt
		Euroland	ex Euroland	Euroland		
Planung	10%	10%	10%	68%	2%	
Planung (fortgeschrieben)	**9%**	**11%**	**12%**	**67%**	**1%**	
Ist-Struktur	**8%**	**12%**	**14%**	**64%**	**2%**	
Abweichung Planung (fortg.) vs. Ist	**-1%**	**1%**	**2%**	**-3%**	**1%**	
Ist in Mio.	112	168	196	896	28	1.400

Kommentar: Anlagen sind planmäßig strukturiert; marg. Übergewichtung Aktien liegt im Rahmen definierter Freiheiten des Portfolio Management.

Maßnahmen: Wer? Was? Wann? Überprüfung durch ...? Wiedervorlage am ... ?

Tab. 3: Asset Allocation; Strukturreporting ggü. Plan

ERGEBNISSE Performance 31.12.XX - 30.6.XY (TWR)	Planung p.r.t.	Portfolio-Entwicklung gesamt p.r.t.	davon anteilige Beiträge aus ...				
			Strukturreffekt Über-/Untergew.	Portfolio Management			
				Immob.	Aktien	Renten	Geldm.
gesamte Kapitalanlage	2,6%	6,2%		5,2%	1,6%	9,4%	2,5%
Benchmark	**2,6%**	**5,9%**		**2,7%**	**0,8%**	**8,9%**	**2,6%**
rel. Performance Portfolio Mgmt.	**0%**			**2,5%**	**0,8%**	**0,5%**	**-0,1%**
rel. Performance gesamt	**0%**	**-0,3%**	**-0,9%**	**0,2%**	**0,1%**	**0,3%**	**0,0%**

Kommentar: Das Port. Mgmt. hat im Betrachtungszeitraum sehr gut gearbeitet, schlechtes Timing bei Reallokationen zwischen Assetklassen hat positiven Effekt umgekehrt; die absolute Performance liegt knapp unter Benchmark und deutlich über Plan.

Maßnahmen: Wer? Was? Wann? Überprüfung durch ....? Wiedervorlage am .... ?

Tab. 4: Portfolio Mgmt.; Ergebnisreporting ggü. Plan und Benchmark

Die dritte Tabelle verwendet die Informationen aus den ersten beiden Tabellen; sie aggregiert näherungsweise alle Risikopositionen des Unternehmens und fundiert Entscheidungen zum Halten oder Verändern der gesamten Risikoposition (vgl. Tab. 5).

Diese Managementinformation ist ein elementares Frühwarninstrument im wertorientierten Risikomanagement. Daher hat die Value Vers.-AG klare

- Datenflüsse sichergestellt, um korrekte Aggregationen auf Unternehmensebene zu gewährleisten und
- Verantwortlichkeiten und Frequenzen/Berichtstermine definiert, zu denen sie diese Informationen in Vorstand/Aufsichtsrat und anderen Managementgremien im Hinblick auf Entscheidungsbedarf benötigt.

KAPITALNUTZUNG	Planungs-annahmen	heutige Annahmen	Trend
aggregierte Risikoparameter per 30.06.YY Erwartungshorizont: 12 Monate, rollierend			
Kapitanlagevolumen (Mio.)	**1.300**	**1.400**	⇧
Kapitalanlagerendite (p.a.)	**5,2%**	**4,0%**	⇩
Kapitalanlagerisiko (p.a.)	**5,1%**	**5,0%**	⇨
Prämienvolumen (Mio.)	**1.000**	**950**	⇩
Prämienrendite (p.a.)	**3,5%**	**3,2%**	⇩
Risiko der Pr.-Rendite. (p.a.)	**5%**	**5%**	⇨
RC total (Mio.)	**600**	**630**	⇧
RAC ('AA') ca. (Mio.)	**618**	**642**	⇧
Nutzungsgrad (RAC/RC) ca. (%)	**103%**	**102%**	⇨
Kommentar: Die Kapitalnutzung liegt weiter bei ca. 100%; verringerte Renditeerwartungen an die Kapitalanlagen bei erhöhtem Anlagevolumen kompensieren Entlastung durch reduzierte Prämienerwartungen im Versicherungsgeschäft; 'AA' wird gehalten. **Maßnahmen:** Wer? Was Wann?			

Abb. 5: Kapitalnutzung; Veränderungsreporting ggü. Zielposition

Für die Schnelligkeit und Solidität der Information hat sich auch in diesem Baustein der hochgradig passive Managementansatz bewährt: Durch die gewichtete Entwicklung der Bestandteile der ‚Company Benchmark', der anteiligen Marktindizes also, ist eine sehr zuverlässige erste Schätzung zur realisierten und/oder erwarteten Performance aller Kapitalanlagen möglich, einschließlich der daraus ableitbaren Risikoparameter.

9. Prozessbaustein 'Performanceanalyse & Kontrolle'

Wertorientiertes Risikomanagement findet nach und nach an allen Arbeitsplätzen in der Value Vers.-AG statt. Dies verlangt(e) ein Herunterbrechen wertrelevanter Parameter auf Größen, die die einzelnen Mitarbeiter in ihrem jeweiligen Verantwortungsbereich aktiv beeinflussen können. Es mussten also

- Ziele / Benchmarks vereinbart und
- Ziel(erreichungs)konforme Incentives gesetzt werden.

Ziel dieses letzten Prozessbausteins ist die Bereitstellung von Entscheidungsunterstützung zur Erklärung von Plan-, Benchmark- und 'Best Practice'-Abweichungen sowie Fundierung von gezielten Maßnahmen auf operativer Ebene, d.h. hier v.a. direkt für die Portfolio Manager aller Anlageklassen und die verantwortlichen Führungskräfte, intern wie extern.

Kritischer Erfolgsfaktor ist dabei ein klarer Ursachenbezug für diese Abweichungen. Daher hat die Value Vers.-AG für alle Anlageklassen die Werttreiber im Portfolio Management zusammengestellt und – soweit möglich – mit Kennzahlen unterlegt. Dies erwies sich als relativ einfach, denn über kaum einen Funktionsbereich innerhalb einer Versicherung gibt es so valide Benchmark- und 'Best Practice'-Informationen wie über das Asset Management. Die

- Liquidität und Effizienz der Kapitalmärkte,
- Homogenität der 'Dienstleistung Portfolio Management' sowie
- moderne Datenbanktechnologien und die
- Investmentmathematik

machen Stärken und Schwächen, gute und schlechte Entscheidungen, effektive und ineffektive Verfahren schnell transparent und helfen der Organisation als Ganzes, die Lernkurve 'hochzuklettern'.

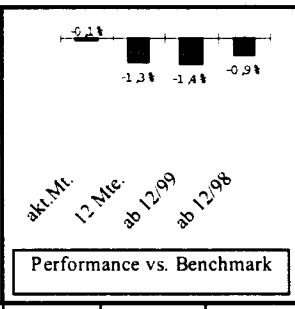
Am wichtigsten in diesem Baustein ist aber, dass Führung, d.h. Delegation und Kontrolle, deutlich erleichtert wird, bis hin zur Untermauerung einer erfolgsabhängigen Vergütung auf allen Ebenen.

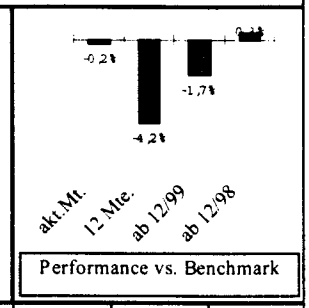
Je nach Anlageklasse und Prozessverantwortung der beteiligten Funktionen können die Kennzahlen verschiedenster Art sein, z.B. Bestands- und Stromgrößen, Ergebnis- und Risikogrößen, Mengen- und Zeitgrößen, Kosten- und Produktivitätsgrößen, Bilanzwerte und Marktwerte, ...

Für die Qualitätssicherung im Portfolio Management benchmarknaher Aktienfonds erhält der Leiter Portfolio Management z.B. monatlich eine Übersicht mit folgenden relevanten Informationen: Marktwert (MW), Buchwert (BW), Überdeckung

MW/BW, Cash-Flow, Investitionsgrad, Umsatzquote, Tracking Error, Rendite über verschiedene Zeiträume, Kommentierungen und Maßnahmenpläne der direkt verantwortlichen Portfolio Manager (Tab. 6). [49]

Monatsreport 31.3.2000	**Fonds X**				**Fonds Y**			
Marktwert (Mio. DM)	200				100			
Buchwert (Mio. DM)	170				85			
Überdeckung (%)	118%				118%			
Cash Flow (Mio. DM)	0				0			
Investitionsgrad Fonds	97%				96%			
Investitionsgrad Benchmark	100%				100%			
Umsatzquote p.a. (12 Mte. roll.)	75%				90%			
Tracking Error p.a. (12 Mte. roll.)	2,0%				4,0%			
Periode	akt. Monat	12 Mte.	ab 12/xx	ab 12xy	akt. Monat	12 Mte.	ab 12/xx	ab 12xy
Performance Fonds	5,5%	21,7%	11,2%	31,4%	5,3%	16,2%	10,8%	30,7%
Performance Bechmark	5,6%	23,0%	12,6%	32,3%	5,5%	20,4%	12,6%	30,3%
Kommentare Entscheidungen	**Abgelaufener Monat:** **Auffälligkeiten?** **Ursachenbeschreibung** **Konsequenz?**				**Abgelaufener Monat:** **Auffälligkeiten?** **Ursachenbeschreibung** **Konsequenz?**			
	Maßnahmen kommender Monat: **Wer?** **Was?** **Wann?**				**Maßnahmen kommender Monat:** **Wer?** **Was?** **Wann?**			





Tab. 6: Monatsreport Fonds; Benchmarkvergleich und 'Werttreiberanalyse'

Analog verfügen auch alle anderen am Investmentprozess beteiligten Mitarbeiter regelmäßig über für sie relevante und für die Wertschöpfung bedeutende Kennzahlen. Durch klar definierte Begriffe und deren einheitliche Handhabung sowie Festlegung von Standard-, Alarm- und Eingriffswerten, ist bei der Value Vers.-AG das wertorientierte finanzielle Risikomanagement Teil eines alltäglichen Führungsprozesses geworden.

10. Fazit und Ausblick

Das Konzept des wertorientierten Risikomanagement liefert für Versicherungen erhebliche Entscheidungsunterstützung zur

[49] Die in dieser Abbildung erkennbare Underperformance stammt noch aus Zeiten vor Einführung des stark passiv ausgerichteten Portfolio Managements; so können die verantwortlichen Mitarbeiter Monat für Monat die Verbesserung miterleben.

- Orientierung auf eine gewünschte oder marktnotwendige Risiko-/Ratingposition,
- Analyse von Abweichungen zwischen gewünschter und tatsächlicher Risikoposition auf Unternehmensebene,
- dynamischen Navigation hin zu einer effizienten Strukturierung von Risiken und Renditepotenzialen in Versicherungsgeschäft, Kapitalanlage und Finanzierung und zur
- Unternehmenswertsteigerung, aufbauend auf den relevanten Wertgeneratoren.

Mit seinem Einsatz erhöht sich die Transparenz und reduziert sich die Gefahr,

- mangels ganzheitlicher Systematik (zu geringe Risikoeffizienz, bspw. in der Asset Allocation) und
- durch unvollständige oder zu späte Information (mangelnde Produktivität, v.a. im Portfolio Management und den Controlling-Instrumentarien)

'die Dinge falsch zu tun'.

Das Konzept ist relativ einfach zugänglich und kommunizierbar; es eignet sich gut für eine stufenweise projektgetriebene Umsetzung, am besten „bottom up", beginnend im Asset Management. Nach Führungs- und Beratungserfahrung des Verfassers steckt in der Einführung der beschriebenen Systematik allein im Asset Management im Mittel ein risikobereinigtes zusätzliches Renditepotenzial von ca. 0,5%-Pkten. p.a., bezogen auf die Marktwerte aller Kapitalanlagen. Mit dem beschriebenen 15-fachen Hebeleffekt entspricht das bei nachhaltiger Umsetzung einer Unternehmenswertsteigerung von ca. 8%. Das ist eine mögliche Basis für ein Überleben im deregulierten Markt bzw. für die Finanzierung strategisch notwendiger Investitionen.
Dabei ist eine wertgetriebene Steuerung des Geschäftsmix im versicherungstechnischen Zeichnungsgeschäft noch nicht einmal berücksichtigt.

Die Umsetzung verlangt Top Management Committment und ist häufig mit langwierigen kulturellen Veränderungen für die Organisation verbunden. Der schnellen Veränderung steht teilweise auch ein Defizit an Know How im betroffenen Personal auf allen Ebenen entgegen. Viele Versicherer haben dies erkannt und investieren stark in die Mitarbeiterqualifikation und -entwicklung in den Bereichen Corporate Finance, wertorientiertes Controlling sowie Portfolio und Risk Management. Beschleunigend

wirken zudem sicher die hohe Hebelwirkung für den Unternehmenswert, das geringe Investitionsvolumen und die Schnelligkeit der Erkennbarkeit von Erfolgen ("Quick Winners"), vor allem aber der Marktdruck.

Letztlich mag auch die wachsende Transparenz internationaler Rechnungslegungsstandards helfen, ein wertorientiertes Risikomanagement als Paradigma der Unternehmensführung voranzutreiben. Wer will schon notorischer Underperformer im Kapitalmarkt sein und dauerhaft als Übernahmekandidat – ohne Chance zum ‚Freischwimmen' – gelten? Kapitalanlageeffizienz und wertorientierte Bewirtschaftung des Risikokapitals sind ein wichtiger Hebel, um diese Situation zu vermeiden oder aus ihr auszubrechen. Kapital(anlage)effizienz ist sicher nicht alles, aber ohne sie ist alles nichts![50]

[50] Wertorientierung in der finanziellen Führung und ganzheitliche Konzepte wie das der Balanced Scorecard könnten zukünftig konvergieren; vgl. z.B. Pollanz (1999), S. 1277-81.

Literaturverzeichnis

Aeberli, U. (Aeberli, 1999): Indexfonds: Besser passiv als aktiv würfeln, in: Schweizer Versicherung, 1999, Nr. 8, S. 60-67.

Brealey, R. A. / Myers, S. C. (Brealey / Myers, 1998): Principles of Corporate Finance, New York 1998.

Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred, 1999): Überarbeitung der Baseler Eigenkapitalübereinkunft, Pressemitteilung vom 3.6.99.

Bruns, C. / Meyer-Bullerdieck, F. (Bruns / Meyer-Bullerdiek, 2000): Professionelles Portfolio Management, Stuttgart 2000.

Corell, F. (Corell 1998 a-c): Value Based Management (VBM): Teil I: Zielsetzung und Einsatzmöglichkeit in der Versicherungswirtschaft, Teil II: Fallstudie Schaden- und Unfallversicherer, Teil III: Fallstudie Lebensversicherer, Schwerpunkt kapitalbildende Lebensversicherungen, in: Der Aktuar, Mitteilungsblatt der Deutschen Aktuarvereinigung e.V., März, 1998, Nr. 1, S. 27-34 (a), Juni, 1998, Nr. 2, S. 66-78 (b), September, 1998, Nr. 3, S. 103-114 (c).

Deutsche Morgan Grenfell (Deutsche Morgan Grenfell, 1996): Global Portfolio Trading, September, London 1996.

Ehrbar, A. (Ehrbar, 1999): Economic Value Added, Wiesbaden 1999.

Fabozzi, F. J. (Hrsg.) (Fabozzi 1992): Investing – The collected Works of Martin L. Leibowitz, Chicago 1992.

Höfner, K. / Pohl, A. (Hrsg.) (Höfner / Pohl, 1994): Wertsteigerungsmanagement, Ffm. / New York 1994.

International Association of Insurance Supervisors (IAIS, 1999): Draft Supervisory Standard on Asset Management by Insurance Companies, July, 1999.

J.P. Morgan (J.P. Morgan 1997): CreditMetrics – Technical Document, New York, 2.4.1997.

Johanning, L. (Johanning, 1998): Value-at-Risk zur Marktrisikosteuerung und Eigenkapitalallokation, Bad Soden 1998.

Kleeberg, J. M. / Rehkugler, H. (Hrsg.) (Kleeberg / Rehkugler, 1998): Handbuch Portfoliomanagement, Bad Soden 1998.

Luber, T. (Luber, 1999): Mit vollem Einsatz, in: Capital, 1999, No. 10, S. 18.

Martinson, J. (Martinson, 1999): Practise with unsafe sectors and dissatisfaction is guaranteed, in: Financial Times vom 20.4.99, S. 24.

Oletzky, T. (Oletzky, 1998): Wertorientierte Steuerung von Versicherungsunternehmen. Ein Steuerungskonzept auf der Grundlage des Shareholder-Value-Ansatzes, Karlsruhe 1998.

o.V. (Capital, 1999): Wann Versicherungsaktien laufen, in : Capital, 1999, No. 4, S. 339.

Pollanz, M. (Pollanz, 1999): Ganzheitliches Risikomanagement im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung (Risk Adjusted Balanced Scorecarding), in: Der Betrieb, 25.6.99, Nr. 25, S. 1277-81.

Prandl, P. (Prandl, 1999): Die Meisterklasse, in: Capital, 1999, No. 5, S. 280-92.

PriceWaterhouseCoopers / Barclays Global Investors (PWC / BGI, 1999): 25 years of indexing: an analysis of the costs and benefits, London 1999.

Reiss, R.-D. / Thomas, M. (Reiss / Thomas, 1997): Statistical Analysis of Extreme Values, Basel 1997.

Seeger, C. (Seeger, 1999): Masse und Klasse, in: Manager Magazin, Juni, 1999, S. 158-66.

Standard & Poor's (Standard & Poor's, 1999): FondsAnalyst für Windows, Download über http://www.fondsanalyst.de/download.htm .

Unzeitig, E. / Köthner, D. (Unzeitig / Köthner, 1995): Shareholder Value Analyse, Stuttgart 1995.

Walter, N. (Walter, 1999): Risiko-Management stützt den Aktienkurs, in: Handelsblatt vom 11.8.99, S. 25.