

Value Based Management in Versicherungen: Der ‚Werthebel‘ im Asset Management

Frank-Christian Corell

Gliederung:

1. Ziel, Notwendigkeit und Tragweite des Value Based Management (VBM)
2. Prozeßbausteine des VBM im Asset Management:
 - 2.a. Prozeßbaustein ‚Asset Allocation‘
 - 2.b. Prozeßbaustein ‚Portfolio Management‘
 - 2.c. Prozeßbaustein ‚Reporting‘
 - 2.d. Prozeßbaustein ‚Analyse & Kontrolle‘
3. Fazit und Ausblick

1. Ziel, Notwendigkeit und Tragweite des Value Based Management

Dieser Beitrag gibt anhand des Beispiels der ‚Value Vers.-AG‘¹ Aufklärung und Entscheidungsunterstützung ...

- zum Ziel und zur Notwendigkeit einer wertorientierten Unternehmensführung im allgemeinen.
- zum Ausmaß potenzieller Unternehmenswertsteigerungen durch effizientes Kapitalanlagemanagement in Versicherungsunternehmen im besonderen.
- bzgl. betriebswirtschaftlicher Determinanten für eine risikoeffiziente Kapitalanlageplanung im Gesamtunternehmenszusammenhang.
- zur Ausgestaltung eines systematischen Portfolio Management, Reporting sowie Analyse- & Kontrollprozesses.
- zu möglichen und – im Einzelfall nötigen – Weiterentwicklungen der Planungs- und Steuerungsprozesse in der Kapitalanlage im Dienste der Steigerung des Unternehmenswertes.

Schwerpunkt des Beitrags ist also systematisches operatives finanzielles Risikomanagement als wertorientierter Führungs- und Steuerungsprozeß. Wegen der

¹ Fallbeispiel einer Schaden- und Unfallversicherung i.d. Rechtsform einer AG (fiktives Beispiel mit realitätsnahen Daten vom Jahresanfang 2000). Die hier vorgestellte Entscheidungslogik gilt aber – mit einzelnen Anpassungen – auch für Lebens- und Krankenversicherer, Pensionskassen, Stiftungen, geschlossene und offene Fonds, das ‚Depot A‘-Management von Kreditinstituten und andere Kapitalsammelstellen aller Rechtsformen.

großen Tragweite für einen Finanzdienstleister ist dieser Prozeß ein wesentliches Element der Corporate Governance. Zur Vertiefung der fachlichen und mathematischen Analytik sei auf die Vielfalt spezieller Veröffentlichungen zum Bereich Asset Management / Portfolio Management / Corporate Finance verwiesen.

Die Versicherungswirtschaft steht mitten in einem vielversprechenden Paradigmenwechsel bzgl. relevanter Managementziele: Die Globalisierung und die Wettbewerbsverschärfung auf den Kapital- und Versicherungsmärkten verlangen immer stärker eine Fokussierung auf risikogerechte Kapitalrenditen auf Marktwertbasis. Dieses Ziel gilt integriert über das gesamte Unternehmen bzw. über gesamte Unternehmensgruppen. Dagegen werden z.B. früher dominierende Wachstums- und Volumensziele, insbesondere wenn sie buchwert- und nicht zahlungsstrombasiert waren, zu Nebenbedingungen des Handelns (vgl. Folie Nr. 1).

PARADIGMENWECHSEL IM MGMT.:
Wertorientierung ersetzt Volumensziele

früher

- Separate Steuerung von Kapitalanlage u. Vers.-Geschäft ohne expliziten Finanzierungs-/Risikobezug
- Volumensziele (Prämie, Marktanteil, Rückstellungen, Asset Allocation, ...) in jeweils isolierter Betrachtung
- Steuerung nach Rechnungslegungskriterien (HGB, RechVersV, ...) und Buchwerten

⇒ implizite Sicherheits-/Solvabilitätspräferenz

heute

- Wertbasierte Steuerung des gesamten Geschäftsmix (Versicherungsgeschäft, Kapitalanlage und Finanzierung)
- Zielpriorisierung über den erwarteten relativen Wertbeitrag von Risikoentscheidungen
- Steuerung nach Erwirtschaftung der Kapitalkosten in Marktwerten / Cash Flows

⇒ explizite Effizienzpräferenz: Effiziente Renditen auf risikogerechten Kapitaleinsatz: RORAC¹⁾ > RAROC²⁾

1) RORAC = Return on Risk Adjusted Capital (erwirtschaftete Rendite); 2) RAROC = Risk Adjusted Return on Capital (Kapitalkosten)

Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 1

Wertmanagement verlangt, alle Managemententscheidungen so zu priorisieren und zu koordinieren, daß ...

- das gebundene (Risiko-)Kapital (RC²⁾ nachhaltig voll zur angemessenen Risikoübernahme eingesetzt wird, also identisch ist mit dem risikogerechten, d.h. betriebswirtschaftlich notwendigen Kapital (RAC³⁾. Anpassungen zwischen RAC und RC erfolgen z.B. durch Kapitalmaßnahmen und Dividendenpolitik, primär aber durch die Risikopolitik im Kapitalanlage- und Versicherungsgeschäft. Das gebundene bzw. risikogerechte Kapital entspricht dem Substanzwert / Net Asset Value der Unternehmung. Es repräsentiert das von den Kapitalgebern für den

² RC = Risk Capital. Dies entspricht dem Substanzwert (Net Asset Value), d.h. den bilanziellen Eigenmitteln, den Bewertungsreserven in allen Kapitalanlagen, den dispositiven Komponenten in den Passiva wie z.B. (Vorsichts-)Reserven in den Schadenrückstellungen, Schwankungsrückstellungen, freier Rückstellung für Beitragsrückerstattung, ...

³ RAC = Risk Adjusted Capital. Dies ist das notwendige risikogerechte Kapital, das bei vom Management gewünschtem Sicherheitsniveau (=Risikobereitschaft), ausgedrückt im Unternehmensrating, für die Unterlegung der eingegangenen Gesamtrisiken in Versicherungsgeschäft und Kapitalanlage angemessen ist.

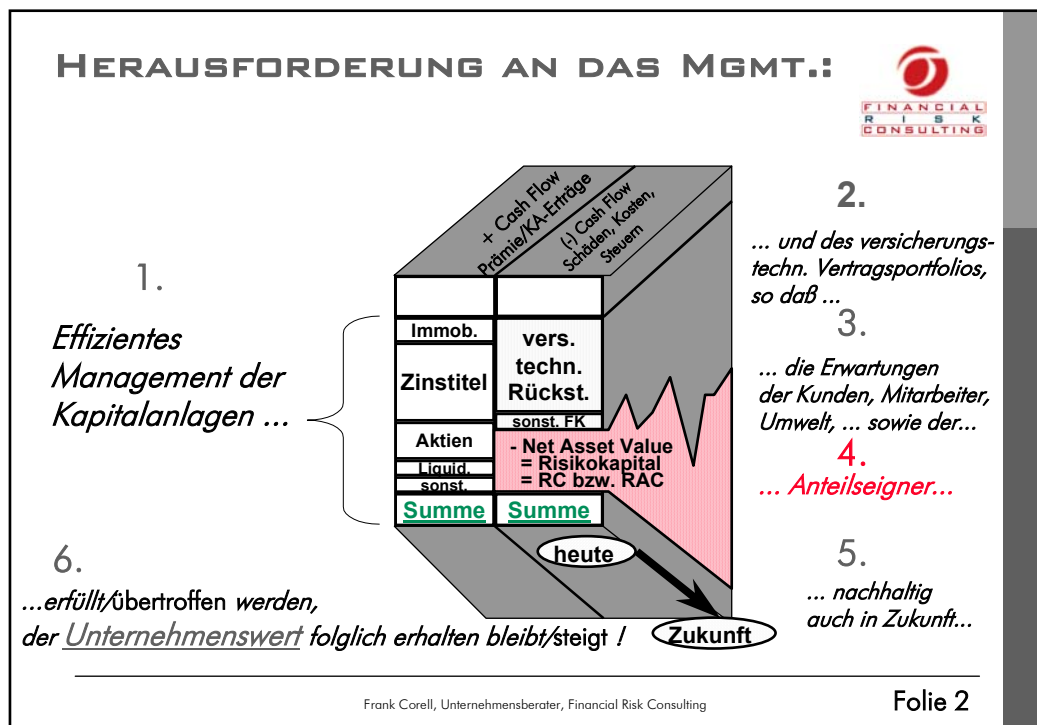
Value Based Management in Versicherungen: Der ‚Werthebel‘ im Asset Management

Erscheint in: Wagner, Fred/Koch, Gottfried: Aktuelle Fragen in der Versicherungswirtschaft (Sommer 1999),
Leipziger Schriften zur Versicherungswissenschaft, Band 2, Karlsruhe 2000

Geschäftsbetrieb bereitgestellte, ggf. im Umsatzprozeß veränderte und (noch) nicht ausgeschüttete/liquidierte Vermögen.

- auf das risikogerechte Kapital (RAC) höchstmögliche Renditen (RORAC⁴) erwirtschaftet werden. Wertschöpfung entsteht, wenn die Rendite auf das risikogerechte Kapital (RORAC) nachhaltig die Kapitalkostenerwartungen der Kapitalgeber, d.h. die risikogerechten Renditen auf deren Kapitaleinsatz (RAROC⁵) überschreitet. 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 (vgl. Folie Nr. 2).

Risiken sind also – typisch für Versicherungen – nicht grundsätzlich zu meiden, sondern systematisch und integriert zu managen.



Diese Logik ist rechtsformunabhängig. Sie basiert auf nachhaltigen erwarteten Cash Flows nach Kapitalkosten, deren aufsummierter Barwert einen guten Schätzer für den Unternehmenswert / Fair Value darstellt. Das Konzept verlangt Nachhaltigkeit und ist damit immun gegen die häufig geäußerte Kritik, Value Based Management tendiere zur kurzfristigen/-sichtigen Unternehmensführung und/oder es bevorzuge einseitig die Kapitalgeber. Schließlich funktioniert nachhaltige Wertschöpfung nur mit ebenfalls nachhaltig treuen Kundenverbindungen, hoher Mitarbeitermotivation, gutem Image der Unternehmung in der Öffentlichkeit,


⁴ RORAC= Return on Risk Adjusted Capital. Dies ist die im Unternehmen erwirtschaftete Verzinsung auf das notwendige Risikokapital (RAC).

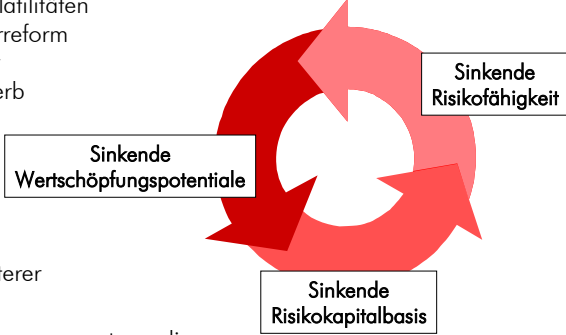
⁵ RAROC= Risk Adjusted Return on Capital. Dies sind die Kapitalkosten, die Kapitalgeber typischerweise als Abgeltung für die eingegangenen Risiken erwarten. Liegen sie nachhaltig über/unter dem RORAC, so liegt der faire Unternehmenswert unter/über dem Substanzwert/Net Asset Value (RC). In der kommenden Fallstudie sind die Kapitalkosten genau so hoch wie die erwarteten Erträge auf Aktienanlagen in den Investments; schließlich ist die Value Vers.-AG gleichzeitig Investor und Emittent auf den Kapitalmärkten.

Die Notwendigkeit zum wertorientierten Management ergibt sich aus der aktuellen Marktlage, die sich – ohne geeignete Gegenmaßnahmen - als „Teufelskreis“ erweisen kann:

- Sinkende Prämien im Versicherungsgeschäft bei weitgehend gleicher Risiko- und Kostenlage ggü. der Situation vor wenigen Jahren.
- Nahezu halbierte nominale Renditepotentiale auf den Anlagemärkten schaffen einen „Asset-Liability-Mismatch“, der angesichts begrenzter Finanzierungskraft nur kurze Zeit durchgehalten werden kann.
- Fiskalpolitischer Druck reduziert die Prämienmargen i.d. Schaden- und Unfallversicherung sowie die Wettbewerbsfähigkeit ggü. anderen Anlageformen in der kapitalbildenden Lebens- bzw. Rentenversicherung.

AKTUELLE MARKTBEDINGUNGEN: Bedrohungen & Chancen



- **Bedrohung:**
 - Margendruck im Versicherungsgeschäft
 - Halbierte (nominale) Investmentrenditen ggü. 1992-99 („8 goldene Jahre“)
 - Gestiegene Risiken/Volatilitäten
 - Belastung durch Steuerreform
 - Grenzüberschreitender Verdrängungswettbewerb
 -
- **Teufelskreis:**
 - Sinkende Wertschöpfungspotentiale
 - Sinkende Risikofähigkeit
 - Sinkende Risikokapitalbasis
- **Chancen:**
 - Systematischer/effizienterer Risikokapitaleinsatz
 - Wertorientierung als Managementparadigma
 - Wichtiges wertrelevantes Handlungsfeld: Asset Management

Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 3

Alle drei Elemente können, v.a. wenn sie simultan auftreten, eine schleichende Auszehrung des Risikokapitals bewirken (vgl. Folie Nr. 3). In der Folge dann sinkt die Risikokapazität des VU, was wiederum (weiter) sinkende Renditepotentiale nach sich zieht. Der Handlungsdruck im Umgang mit der knappen Ressource Risikokapital (RC) steigt also dramatisch, auch wenn noch einige Zeit in der Rechnungslegung 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 für die Risikopolitik und die Entscheidungsfindung zur Wertschöpfung nicht geeignet. Auch international anerkannte Rechnungslegungsstandards wie IAS und US GAAP schaffen diesbezüglich (noch) keine volle Transparenz. Value Based Management fragt nach der betriebswirtschaftlichen Wertschöpfung und zielt darauf, den „Wendepunkt“ im Lebenszyklus eines VU immer weiter hinauszuzögern. Dahinter steckt nichts anderes als die Motivation zur langfristigen Existenzsicherung durch angemessene/risikogerechte Verzinsung des Risikokapitals.

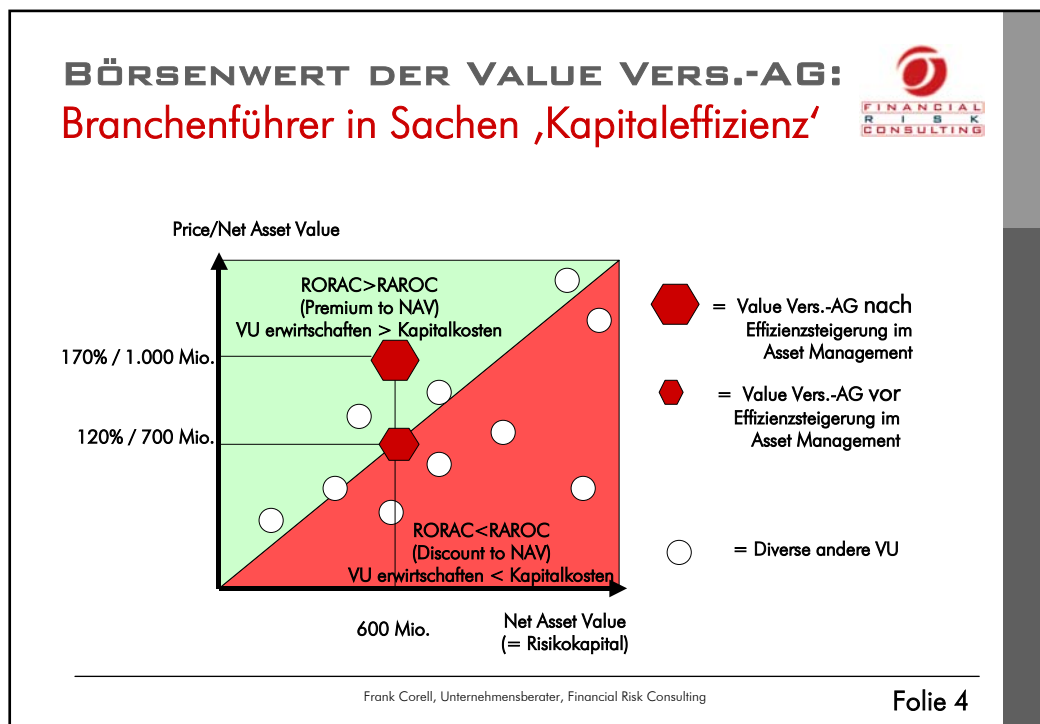
Wesentlich für die Wertsteigerung ist dabei nicht zuletzt auch die Kommunikation der Konzeption und Umsetzung des Wertmanagement als ganzheitliches finanzielles

Value Based Management in Versicherungen: Der ‚Werthebel‘ im Asset Management

Erscheint in: Wagner, Fred/Koch, Gottfried: Aktuelle Fragen in der Versicherungswirtschaft (Sommer 1999),
Leipziger Schriften zur Versicherungswissenschaft, Band 2, Karlsruhe 2000

Risikomanagement gegenüber Analysten, Ratingagenturen, Kunden und Eigentümern. Das schafft Vertrauen, baut Informationsasymmetrien ab und steigert damit auch die Bereitschaft, Kapitalerhöhungen, z.B. zur Wachstumsfinanzierung mitzutragen⁶.

Ein renommierter Kompositversicherer, die Value Vers.-AG, hat sich diesen Herausforderungen gestellt und über mehrere Jahre hinweg seine Entscheidungsfindungsmechanismen und –unterstützung konsequent auf die Realisierung von Wertpotentialen ausgerichtet. Und das trotz oder gerade wegen der Tatsache, daß die Gesellschaft für die Profitabilität ihres versicherungstechnischen Geschäfts bereits seit langem bekannt und geschätzt war⁷. Die Börse hat diese Wandlung in der Unternehmensführung erkannt und honoriert; die Value Vers.-AG notiert heute mit dem 1,7-fachen ihres Net Asset Value (= Risikokapital); noch vor einem Jahr war es nur das 1,2-fache (+ ca. 40%) (vgl. Folie Nr. 4).



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‘ erarbeitet.

Die Basis des Erfolgs lag nach Ansicht des Managements zunächst in der Systematisierung des Kapitaleinsatzes, d.h. insbesondere darin, das bereits sehr effiziente versicherungstechnische Portfolio simultan um ebenfalls risikoeffiziente

⁶ vgl. z.B. Walter, Nicole: Risiko-Management stützt den Aktienkurs, in: Handelsblatt v. 11.8.99, Seite 25

⁷ Dieser Beitrag konzentriert sich auf die Wertrelevanz des Kapitalanlagemanagements; die relevanten Daten zum Underwriting-/Versicherungsgeschäft und die dadurch gegebene Kapitalbindung werden als vorgegeben betrachtet. Methodische Hinweise zur konzeptionell ähnlichen Entscheidungsfindung im versicherungstechnischen Geschäft finden sich z.B. in Corell, Frank: Value Based Management (VBM), in: Der Aktuar, Heft 1, März 1998, Seite 27-24, Heft 2, Juni 1998, Seite 66-78 und Heft 3, September 1998, Seite 103-114.

Verfahren im Asset Management und in der gesamten Risikopositionierung des Unternehmens (= Finanzierung) zu ergänzen⁸.

Zur Ermittlung des risikogerechten Kapitalbedarfs nutzt das Management risikobasierte Kapitaladäquanzmodelle, wie sie seit Jahren intern bei Kreditinstituten für Handelsgeschäfte eingesetzt und verstärkt auch aufsichtsrechtlich für die bilanzierten Geschäfte/Bestände gefordert werden⁹. Konzeptionell konzentriert sich die Value Vers.-AG zunächst auf die Marktrisiken; andere Risiken wie das Kreditrisiko und operative Risiken werden durch geeignete Prozeßorganisation und sehr restriktive Kompetenzen (noch) nicht in erheblichem Umfang eingegangen.

Seine Risikobereitschaft definiert das Management folgendermaßen: „Wir wollen genau so viel Risikokapital halten bzw. das vorhandene Risikokapital so mit Risiken belegen, 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 Jahren¹⁰ liegt
- verkraftet werden können und
 - danach immer noch ein Rating von ‚A‘ zu erwarten ist.“

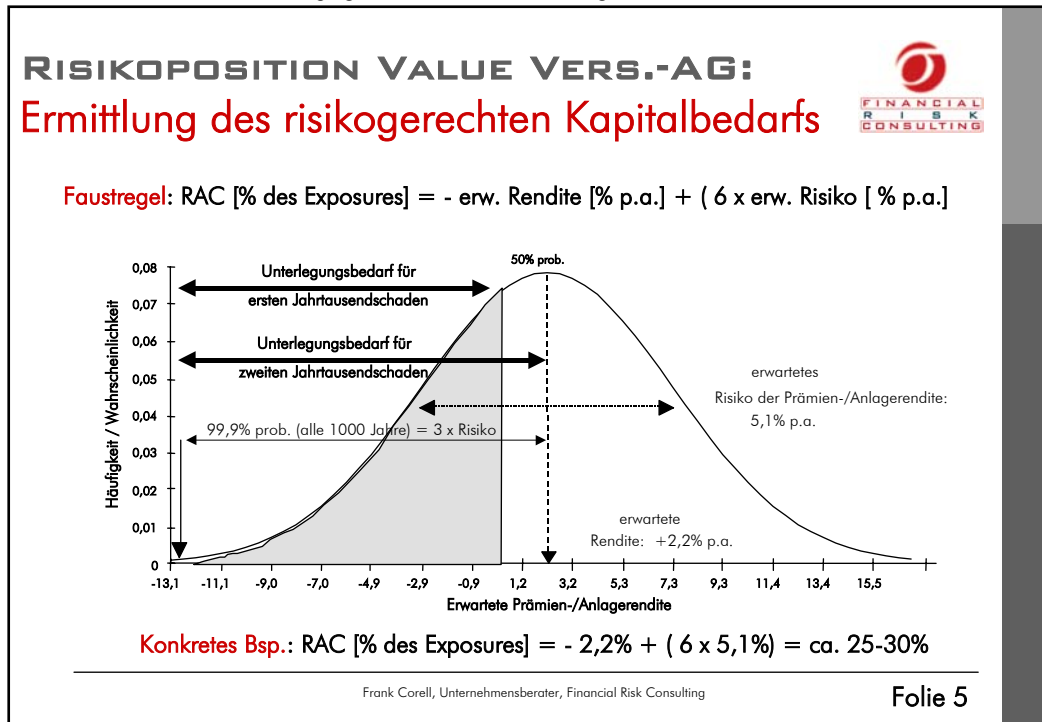
Dies entspricht im Ergebnis in etwa dem Anspruch, heute, d.h. vor Eintritt dieser Krisensituation, ein ‚AA‘-Rating i.d. Terminologie von Standard & Poor's zu erhalten. Die Aussage hat folgenden Hintergrund: Ein ‚A‘-geratetes Unternehmen hat nach Studien von Standard & Poor's und J.P Morgan¹¹ eine einjährige Ausfall-/Ruinwahrscheinlichkeit von 0,1%. Derartige Ausfälle treten immer dann ein, wenn kein Risikokapital zur Bedienung des Fremdkapitals (z.B. Bondemissionen oder auch v.t. Verpflichtungen) mehr vorhanden ist. Der ‚Jahrtausendfall‘ ist mit der Wahrscheinlichkeit von 0,1% identisch. Folglich muß für zwei ‚Jahrtausendfälle‘ Risikokapital bereitgehalten werden, um nach dem ersten Fall noch das gewünschte ‚A‘-Rating zu erhalten. Erst beim zweiten Jahrtausendereignis binnen eines Jahres tritt der Ruin ein (vgl. Folie Nr. 5).

⁸ vgl. dazu auch o.V.: Wann Versicherungsaktien laufen, in: Capital, 4/1999, Seite 339.

⁹ vgl. z.B. Pressemitteilung des BaKred: Überarbeitung der Baseler Eigenkapitalübereinkunft, Berlin, 3.6.99.

¹⁰ Unter der Annahme der Normalverteilung der Renditen entspricht der Jahrtausendfall in etwa einem Verlust von ca. 10% p.a. auf die gesamten (!) Kapitalanlagen eines gut diversifizierten Portfolios, zeitgleich mit einer Schaden-Kosten-Quote von ca. 120% über die gesamten Versicherungsbestände; tatsächlich ist die Eintrittswahrscheinlichkeit derartiger Krisen deutlich höher, da - insbesondere im Versicherungsgeschäft - die Normalverteilung das Risiko hoher Schäden unterschätzt. Für Zwecke der unternehmensweiten Risikosteuerung ist das Konzept dennoch tauglich.

¹¹ Vgl. z.B. J.P. Morgan: Credit Metrics™, Technical Document, New York 1997 oder Heidorn, Thomas: Kreditrisiko (CreditMetrics), Arbeitsberichte der Hochschule für Bankwirtschaft, Nr. 12, Frankfurt, Februar 1999, insbes. Seite 4.



Das Risiko eines gut diversifizierten Kapitalanlage- oder Versicherungsvertragsportfolios liegt empirisch bei einer Volatilität von ca. 4-7% p.a., nach Erwartungen der Value Vers.-AG bspw. im Optimalfall¹² bei ca. 5% p.a.. Um die o.g. Krisensituationen zu überstehen, setzt sich das RAC daher zusammen aus der Summe¹³

- eines Prozentanteils von der Prämie i.H. des 5- fachen des Risikos der Prämienrendite, d.h. ca. 25% Kapitalunterlegung¹⁴ zzgl.
- eines Prozentanteils am erwarteten Kapitalanlagevolumen i.H. des 5- fachen des Risikos der gesamten Kapitalanlage, d.h. ebenfalls ca. 25% Kapitalunterlegung.

Daraus resultiert eine Volatilität des Risikokapitals von ca. 20% p.a.¹⁵, ein Wert, der der mittleren Volatilität auf den Aktienmärkten, den klassischen Märkten für Risikokapital, ähnlich ist. Folglich ist mit diesem Kriterium sowohl den Interessen der Aktionäre, als auch denen der Analysten/Ratingagenturen entsprochen, erst recht aber denen der Kunden und Aufsichtsbehörden. Schließlich werden Kunden im Krisenfall wie Fremdkapitalgeber bevorzugt bedient und die Aufsichtsbehörden setzen mit den Solvabilitätsvorschriften lediglich Minimumstandards. Derartige normative Minimumstandards lassen eine betriebswirtschaftlich verantwortbare

¹² Dieser Fall ist Basis der Risikopositionierung der Value Vers.-AG; siehe dazu die weiteren Ausführungen.

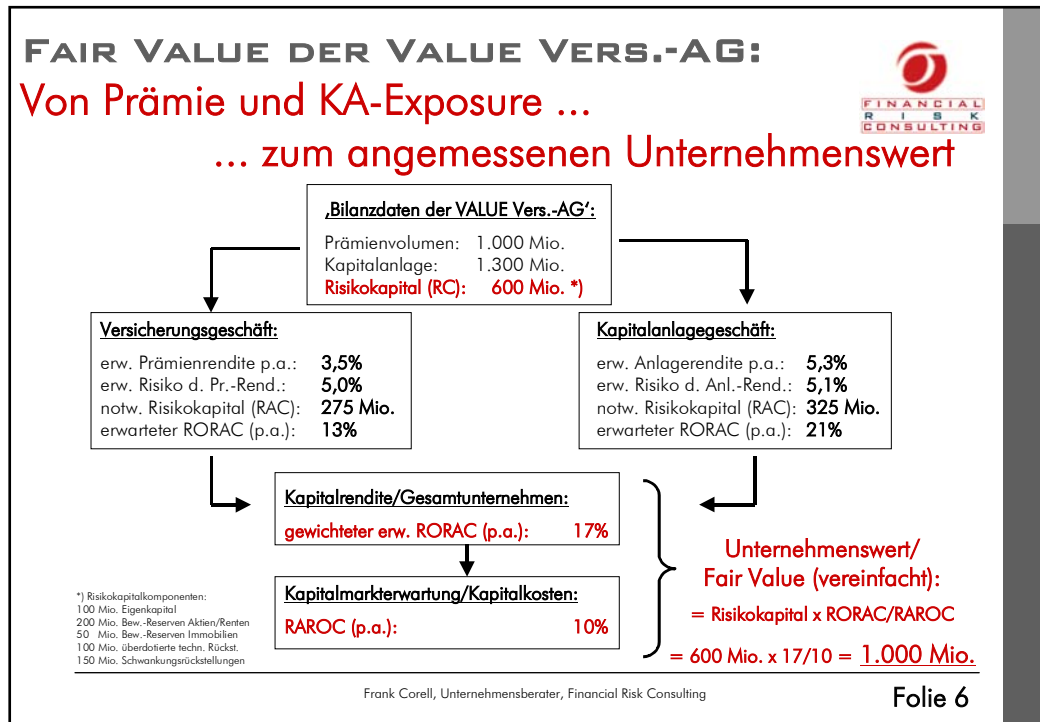
¹³ Imperfekte Korrelationen zwischen Versicherungs- und Kapitalanlagegeschäft werden aus Vorsichtsgründen nicht RAC-mindernd berücksichtigt. Dies soll den Umstand kompensieren, daß der verwendete Risikobegriff (Std.-Abw. der Renditen unter Normalverteilungsannahme) insbes. im Versicherungsgeschäft die Risikosituation deutlich unterschätzt. Hier sind zwar theoretisch (fast) unendliche Verluste (Großschäden), aber nur beschränkte Gewinne möglich (Prämieneinnahme abzgl. Betriebs- und Verwaltungskosten bilden die Obergrenze).

¹⁴ Der Jahrtausendfall (Eintrittswahrscheinlichkeit 0,1%) entspricht in der Normalverteilung etwa einem Verlust in Höhe der dreifachen Standardabweichung der Renditen. Um ihm zwei Mal zu widerstehen ist also ein Kapital i.H. des 6-fachen Risikos nötig, vermindert um die einjährige Renditeerwartung; es verbleibt ein RAC i.H.v. von ca. „5 Volatilitäten“, d.h. ca. 25% Kapitalunterlegung bei einem Anlage- bzw. Prämienrenditerisiko von jeweils ca. 5% p.a..

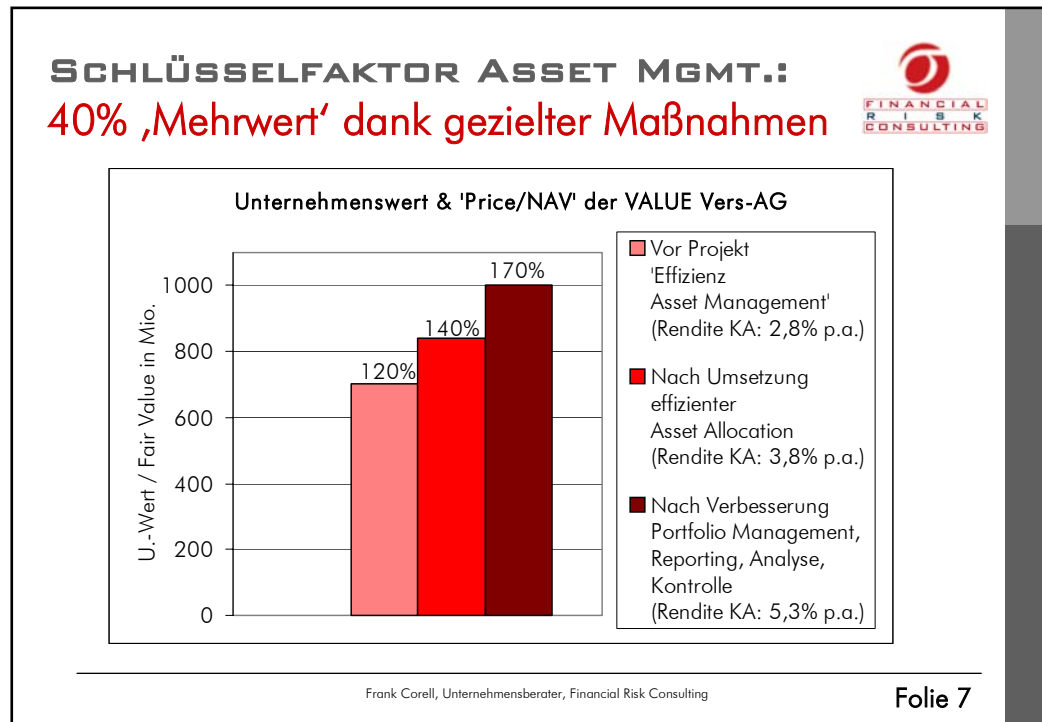
¹⁵ Dieser Wert resultiert aus einem linearen 4-fachen Hebeleffekt: Ein zu 25% kapitalunterlegtes Risiko von 5% p.a. bewirkt ein Risiko des Risikokapitals i.H.v. ca. 20% p.a.¹⁶ Hintergrundinformationen zu den Daten der Kapitalanlage folgen weiter unten in diesem Beitrag.

Unternehmensführung auf wettbewerbsgeprägten Kapital- und Versicherungsmärkten kaum zu.

Für die Value Vers.-AG galten nach Optimierung ihrer Kapitalallokation und der Prozeßoptimierung im Asset Management die Struktur- und Bewertungsdaten von Folie Nr. 6¹⁶, aggregiert bis hin zum Fair Value / Unternehmenswert bei Annahme nachhaltiger mittlerer Renditen auf dem vom Management erwarteten Niveau:



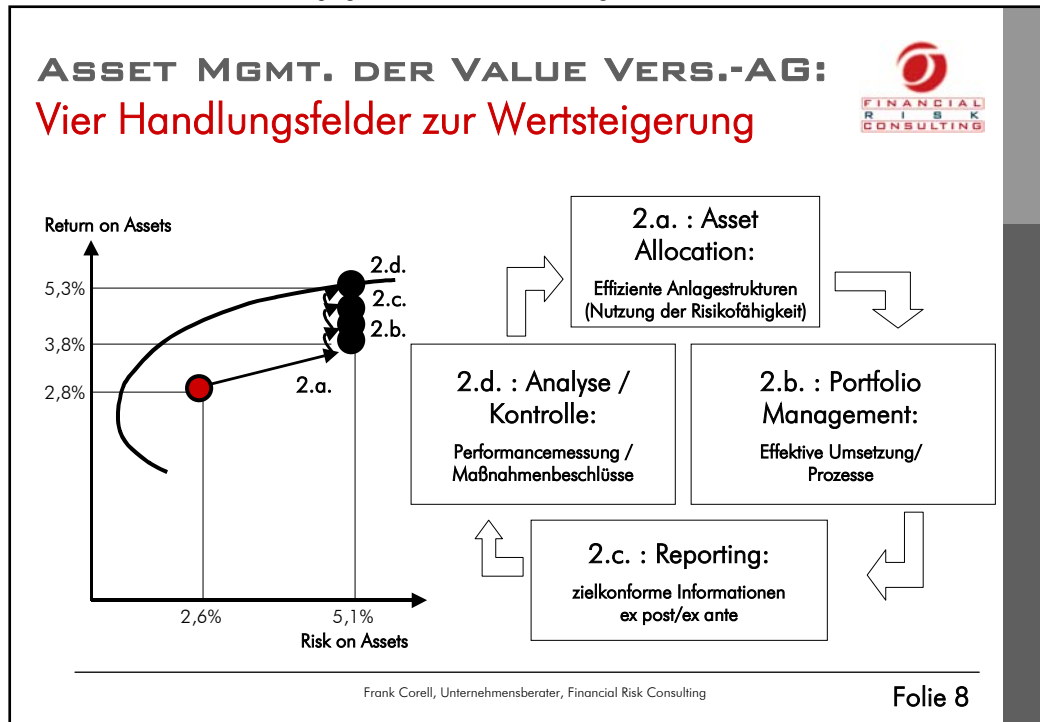
Der Unternehmenswert / Fair Value liegt – wie bereits erwähnt - immerhin bei ca. 1.000 Mio. und damit ca. 300 Mio. (ca. 40%) höher als vor Ergreifen wertsteigernder Maßnahmen in Kapitalallokation und Asset Management (vgl. Folie Nr. 4).



Das Management schreibt diese Entwicklung vor allem einem strukturierten Umgang mit der finanziellen Führung des Unternehmens und deren Hebelwirkung für den Fair Value zu, d.h. der

- bereits beschriebenen systematisierten Zuweisung von Risikokapital auf die risikobehafteten Geschäftsfelder ‚Versicherungsgeschäft‘ und ‚Kapitalanlage‘¹⁷
- darauf aufbauenden risikogerechten und dynamisch veränderbaren Asset Allocation (‚Prozeßbaustein 2.a.‘)
- deutlich gesteigerten Prozeß- & Risikoeffizienz in Portfolio Management (‚Prozeßbaustein 2.b.‘), Reporting (‚Prozeßbaustein 2.c.‘) und Analyse/Kontrolle (‚Prozeßbaustein 2.d.‘) der gesamten Kapitalanlagen (vgl. Folie Nr. 8).

¹⁷ Dies wird hier nicht weiter vertieft; s. dazu Fußnote 7.



Die (risikokontrollierte) nachhaltige Steigerung der Investmentrendite (vgl. Folie 8 i.V.m. Folie Nr. 7) hat erhebliche Konsequenzen für den Unternehmenswert: Zwei Effekte sind die Hauptursache:

- Der Zinseszinsseffekt: Die erhöhte Rendite steigert das Anlagevolumen und damit wiederum den Renditeträger für künftige Perioden.
- Der Leverageeffekt: Das zu verzinsende Risikokapital (RAC) ist i.d.R. viel geringer als das Volumen der Kapitalanlage.

Im Ergebnis bedeuten je 0,1%-Pkte. nachhaltige Steigerung der Investmentrendite p.a. ca. 1,5%-Pkte. Steigerung des Unternehmenswertes (ca. 15-facher Hebel).

2. Prozeßbausteine des VBM im Asset Management

2.a. 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 Ausgangslage, aber auch dynamisch über die Zeit sowie über verschiedene Szenarien hinweg erfolgen. Dabei gilt es, alle möglichen Diversifikationspotentiale zu nutzen und vielerlei Restriktionen zu beachten. Die angestrebte maximale Rendite ist beschränkt durch das Volumen an Risikokapital (RC), das zur Unterlegung von Investmentrisiken bereitsteht und – wie bereits ausgeführt – durch die Risikobereitschaft. Im Falle der Value Vers.-AG steht ein Risikokapital (RC) i.H.v. 325 Mio. zur Unterlegung eines Anlagevolumen i.H.v. ca. 1.300 Mio zur Verfügung (vgl. Folie Nr. 6).

Kritische Erfolgsfaktoren liegen in der Qualität der Informationslage einerseits und in der Konsistenz des Prozedere andererseits. Die Informationslage hat sich in den vergangenen Jahren deutlich verbessert. Die Value Vers.-AG nutzt moderne

Kommunikations- und Datenbanktechnologien und hat dadurch Kapitalmarktdaten und -historien fast jederzeit verfügbar. Das gleiche gilt für die Bewertung ihrer Kapitalanlagebestände. Die Konsistenz im Prozedere hingegen wird bei der Value Vers.-AG durch folgende schrittweise Vorgehensweise hergestellt:

- Analyse und Entscheidung über die Kapitalbelastung im Grund-/ Versicherungsgeschäft und damit des verbleibenden ‚freien‘ Risikokapitals zur Belastung durch Investmentrisiken (Ergebnisse vgl. Folie Nr. 6)¹⁸.
- 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 / sonst. Nebenbedingungen. Sie sind in diesem Beispiel durch Minimum- und Maximumbedingungen vereinfacht abgebildet.
- Bildung von Erwartungen/Prognosen mit den Parametern Rendite¹⁹, Risiko²⁰, Korrelation. Dabei helfen verschiedene Prognoseverfahren, Erfahrungswerte in Form von Zeitreihen und deren ggf. vorhandene Stabilität sowie Ergebnisse aus Sekundär- und Primärresearch (zu diesen Vorarbeiten vgl. Folie Nr. 9, oben).
- Optimierung, z.B. gemäß Markowitz-Ansatz, zur Veranschaulichung der möglichen Rendite- und Risikokonstellationen unter den genannten Nebenbedingungen (vgl. Folie Nr. 9, unten). 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.

¹⁸ Hinweise: Vom gesamten Risikokapital (RC) i.H.v. 600 Mio. sind 275 Mio. zur Unterlegung von versicherungstechnischen Risiken gebunden; vgl. auch Fußnote 7.

¹⁹ 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 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 erkannt werden. Dadurch erst ist qualifizierte Führung, d.h. Delegation und Kontrolle, möglich.

²⁰ Unter Risiko werden hier das Markt- und Kreditrisiko, indirekt aber über die Prozeßoptimierung auch das Organisationsrisiko verstanden. Die Summe aller Risiken soll durch Kapitalunterlegung i.H. eines Vielfachem des Marktrisikos bedeckt werden, flankiert durch transparente und effiziente Prozesse (s. dazu später mehr).

2.A. PROZESS DER ASSET ALLOCATION

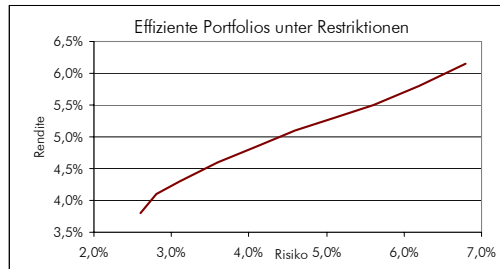
Bildung von Erwartungen ...



Managementenerwartungen 2000-2003

Assetklasse	Referenzbenchmark	Restriktionen		Rendite	Risiko	Korrelationen					
		Min.	Max.			AE	AexE	RE	I	G	
Aktien Euroland	ESTOXX 50	0%	25%	10,30%	20%		1				
Aktien ex Euroland	MSCI World ex Europe	0%	25%	9,80%	20%	0,7		1			
Aktien total		0%	35%								
Renten Euroland	GovTop Reuters	40%	90%	4,10%	4%	0,2	0,1		1		
Immobilien	DIX o.ä.	4%	10%	5,00%	5%	0,1	0,1	0,4		1	
Geldmarkt	3-Mt. Euribor	0%	30%	2,70%	1%	0,0	0,0	0,0	0,0		1

... und Optimierung!
(Effizienzlinie)



Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 9

Schließlich entscheidet sich das Management unter allen effizienten Portfolios für das mit einer vollen Auslastung des vorhandenen Risikokapitals (= ca. 100% Risikokapitalauslastung). Letztere ist gegeben – wie bereits hergeleitet - bei einer Volatilität des Risikokapitals i.H.v. knapp 20% p.a.²¹ Für 10 beispielhafte effiziente Portfolios ist der Zusammenhang zwischen Asset Allocation, Kapitalnutzung und Return on Risk Capital (RORC) bzw. Return on Risk Adjusted Capital (RORAC) in Folie Nr. 10 nachgebildet. Damit ist die Lücke von der unternehmerisch gewollten und vertretbaren Risikoposition zum operativen Asset Management geschlossen. Das Management entscheidet sich für einen 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'.

²¹ Vgl. auch Fußnoten 11 und 12.

2.A. PROZESS DER ASSET ALLOCATION

... Entscheid für Risikokapitalnutzung bei ‚AA‘



Effiziente Portfolios unter Restriktionen		Referenzbenchmark	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
1.) Ebene Assetklassen (Portfolioanteile)												
Aktien Euroland	ESTOXX 50	0%	2%	5,00%	7%	8%	9%	10%	13%	15%	18%	
Aktien ex Euroland	MSCI World ex Europe	0%	3%	5,00%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	
Renten Euroland	GovTop Reuters	60%	55%	50,00%	46%	54%	62%	68%	67%	63%	59%	
Immobilien	DIX o.ä.	10%	10%	10,00%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Geldmarkt	3-Mt. Euribor	30%	30%	30,00%	30%	20%	10%		2%	0%	0%	
2.) Ebene gesamtes Kapitalanlageportfolio												
Rendite Portfolio		3,8%	4,1%	4,3%	4,6%	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	5,8%	6,2%	
Risiko Portfolio		2,6%	2,8%	3,1%	3,6%	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,2%	6,8%	
3.) Ebene Gesamtunternehmung												
notw. Risikokapital (RAC [Mio.])	AA-Rating (inkl. 275 für Vers.-Gesch.)	435	447	469	505	542	579	617	655	699	743	
Rendite auf notw. Kapital (RORAC)		18%	18%	18%	18%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	
vorhandenes Risikokapital (RC)		600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	
Kapitalnutzung (RAC/RC)		73%	75%	78%	84%	90%	97%	103%	109%	117%	124%	
Rendite auf vorhandenes Kapital (RORC)		14%	15%	15%	16%	16%	17%	17%	18%	18%	19%	
Risiko auf vorhandenes Kapital (Risk on RC)		14%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	22%	23%	
Zu geringer Financial Leverage	Downgrading w/ Renditedefizit											
angemessener Leverage	AA-Rating (ca. 20% Vola)											
Zu hoher Financial Leverage	Downgrading w/ Risikoüberreizung											

- Bei ca. 20% Aktienanteil liegt die nachhaltig risikoeffiziente und ...
 ... den Wert der Value Vers.-AG maximierende Asset Allocation!

Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 10

Was bedeutet das im Ergebnis für Rendite und Wertschöpfung? Allein durch diese Veränderung der Asset Allocation²² steigt der Fair Value um über 15% von ca. 700 Mio. auf über 800 Mio. (vgl. Abb. 1 i. V. m. Abb. 5).

Zusätzlich ermittelt und beschließt das Management Vorgehensweisen, die zu einer Änderung des Aktienanteils führen, wenn sich – ceteris paribus – die Risikokapitalbasis ändert, z.B. durch Kapitalmarktcrashes und/oder Großschäden im versicherungstechnischen Geschäft einerseits oder aber durch unerwartete Haussen auf den Kapitalmärkten bzw. durch Ausbleiben erwarteter Schäden andererseits.

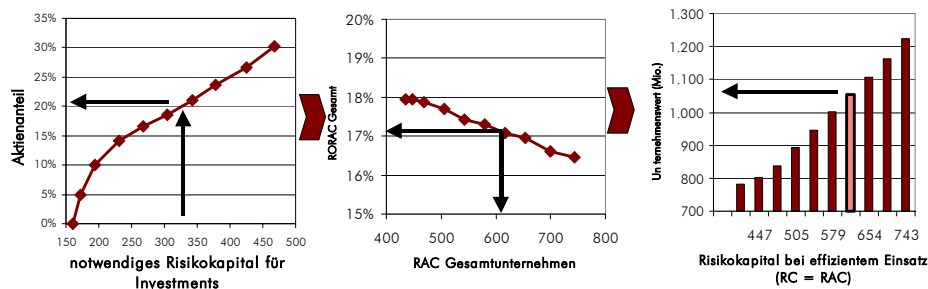
²² Hinweis: Aus falsch verstandener Vorsicht hatte die Value Vers.-AG zuvor keine Aktien gehalten und damit das vorhandene Risikokapital bei weitem nicht ausgelastet.

2.A. PROZESS DER ASSET ALLOCATION

Dynamisierung durch „What-If-Rechnung“



- Ändert sich (nur) das verfügbare Kapital (RC) für Investmentrisiken, dann ...
 - Sinkt/erhöht sich der effiziente Aktienanteil (bei gleichem Rating!)
 - ändert sich die Rendite auf das notw. Kapital (RORAC) nur leicht
 - fällt/steigt der Unternehmenswert sehr stark



Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 11

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 müssen²³, aber es zeigt, inwieweit sich bei unterlassener Anpassung die Risikoposition der Gesellschaft und damit ggf. ihr Rating verändern würde.

Das Volumen des für Investments zu nutzenden Risikokapitals kann sich z.B. aber auch durch Kapitalmaßnahmen, d.h. Kapitalerhöhungen oder -rückkäufe bzw. Dividendenzahlungen ändern. Auch dann ändert sich 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 (s. mittlere Grafik in Folie Nr. 11). Voraussetzung ist natürlich, daß die Eigentümer mit dem zurückgezählten Kapital außerhalb der Value Value Vers.-AG höhere Renditen erzielen können.

Wichtig ist zu bemerken, daß das Risikokapital für die Gesellschaft vor allem dann sehr werthaltig ist, wenn es im Krisenfall leicht liquidierbar ist. Insofern hat eine Bewertungsreserve in Renten und Aktien sowie eine freie RfB oder eine vorsichtige Überdotierung der Schadenreserven eine höhere Bedeutung als z.B. die Schwankungsrückstellung, die Bewertungsreserven in Immobilien oder das bilanzierte Eigenkapital. Letztere sind ggf. genau dann nicht mobilisierbar, wenn sie am dringendsten benötigt werden.

²³ Bei einer unreflektierten mechanisierten Steuerung der Asset Allocation liefe das Management Gefahr, immer prozyklisch zu verfahren, d.h. Aktien immer in steigende Märkte hinein zu kaufen und in fallende Märkte zu verkaufen. Tendenziell und auf längere Sicht ist dieses Dilemma jedoch unvermeidbar bei einem Investor wie der Value Vers.-AG mit festen Verbindlichkeiten und volatilen Assets. Versicherungen auf wettbewerbsgeprägten Märkten sind typische „Portfolio Insurers“, es sei denn sie setzten ihr Rating aufs Spiel.

Schließlich wird das Prozedere auch Analysten und Ratingagenturen gegenüber kommuniziert, um das Vertrauen in die Funktionsweise der nachhaltigen Risikosteuerung zu steigern.²⁴

2.b. Prozeßbaustein ‚Portfolio Management‘

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 und
- die mit der beschlossenen Asset Allocation verbundenen Markt-/ Benchmarkrenditen mit hoher Prozeßeffizienz auch erzielt werden.
- notwendige dynamische Veränderungen der Risikoposition effizient herbeigeführt werden können.

Auch hier ist ein hohes Maß an Konsistenz und Prozeßdisziplin der kritischste Erfolgsfaktor:

- ‚Fit‘ zwischen Weltbild vom Kapitalmarkt (Ausmaß der Effizienzannahme) und definiertem, dokumentiertem und praktiziertem Managementansatz.
- Klar definierte Tätigkeitsfolgen und Entscheidungsregeln bzgl. Transaktionen, zeitlich und inhaltlich/funktional.
- Definition und Dokumentation von Kompetenzen/Freiheitsgraden nach Mitarbeiterfunktionen und Risikoarten (Markt-, Kredit- und Währungsrisiko)
- Berücksichtigung der Stärken und Schwächen der eigenen Organisation bei der Entscheidung über Eigenmanagement und/oder Fremdvergabe von Managementaufträgen, z.B. Spezialfonds.

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

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

²⁴ Auch die Arbeitsgemeinschaft der Aufsichtsbehörden diskutiert bereits „Asset Management Standards“, wie sie die Value Vers-AG umgesetzt hat; vgl. z.B. International Association of Insurance Supervisors: Draft Supervisory Standard on Asset Management by Insurance Companies, July 1999.

2.B. PORTFOLIO MANAGEMENT

Managementansätze: passiv u./o. aktiv?



Aktiver Stil	Passiver Stil
<ul style="list-style-type: none">• Glaube an (legale) Informationsvorsprünge / kosteneffizient nutzbare Marktineffizienzen• Bewußte und häufige Abweichungen von Benchmarkstrukturen• Hohe organisatorische Risiken• Hohe Kosten für Management, Broker Services, Verwaltung, ...	<ul style="list-style-type: none">• Kein Vertrauen in nachhaltige Möglichkeit zur Outperformance (nach Kosten)• Hochgradige, mechanisierte Nachbildung von Benchmarkstrukturen• Hochtechnisierte Handels-, Abwicklungs- und Restrukturierungsverfahren• Kosteneffizienz / hohe Degression

- **Entscheidung:** Einführung passiver mechanistischer Stil als Basis, v.a. in liquiden Marktsegmenten; klar definierte, enge Vollmachten zur Abweichung.

Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 12

Das Management der Value Vers.-AG hat sich bisher mit der Thematik nicht sehr systematisch auseinandergesetzt und einen nicht detailliert definierten aktiven Managementansatz 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 Defizite i.H.v. ca. 2,5%-Punkten p.a. bei internationalen Aktienanlagen sowie ca. 1,0%-Punkten p.a. bei internationalen Rentenanlagen, jeweils relativ zu repräsentativen Performanceindizes²⁵.

²⁵ stellvertretend für die unüberschaubare Anzahl von Publikationen zu dieser Aussage, seien hier genannt: PriceWaterhouseCoopers: 25 Years of Indexing: An Analysis of the Costs and Benefits, London 1999; o.V.: Besser passiv bleiben als aktiv würfeln, in: Schweizer Versicherung 8/99, Seite 60-67; Seeger, Christoph: Masse und Klasse, in: Manager Magazin, Juni 1999, Seite 158-66; Prandl, Paul: Die Meisterklasse, in: Capital 5/99, Seite 281-292. Ähnliche Aussagen finden sich mittlerweile auch vielfältig im Internet, z.B. unter www.micropal.de oder www.fondsanalyst.de

2.B. PORTFOLIO MANAGEMENT

Wertschöpfungsanspruch und Empirie

sprechen für ‚passiv‘

- Viele Studien belegen regelmäßig Underperformance von aktivem ggü. indexiertem/passivem Mgmt. (nach allen Kosten)

- Aktienanlagen ca. -2,5%-Pkte. p.a.
- Renten i.H.v. ca. -1%-Pkt. p.a.

- Der Value Vers.-AG ging es früher ähnlich: Erst die Einführung eines

- strukturierten, kosten-/umsatzarmen
- benchmarknahen

Investmentansatzes bewirkte 17% Wertzuwachs in Fair Value / Marktkapitalisierung.

	Anteil	(heute)	(früher)	
		Benchmark-performance	rel.	marktübliche 'Underperformance'
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%	5,3%		4,2%

Unternehmenswert (Mio.)	1.044	17% Wertsteigerung	891

Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 13

Durch Umstellung des Ansatzes auf hohe Benchmarknähe – im Rahmen enger und klar definierter Bandbreiten – gelingt der Value Vers.-AG nachhaltig eine um 1,1%-Punkte p.a. höhere mittlere Performance(erwartung) auf ihre gesamte Kapitalanlage (von 4,2% auf 5,3% p.a.), basierend auf der effizienten Asset Allocation mit ca. 20% Aktienanteil. Sie erreicht damit genau das angestrebte Benchmarkniveau²⁶. Aufgrund der bereits beschriebenen Hebelwirkung steigt daher der Unternehmenswert nochmals um mehr als 15% auf über 1.000 Mio. (vgl. Folie Nr. 13 i.V.m. Folie Nr. 7²⁷).

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 Error²⁸ nicht bewirkt, in Baisse-Phasen weniger zu verlieren und in Hausse-Phasen weniger zu verdienen als die Benchmarkrenditen; der Gedanke einer impliziten Portfolio Insurance konnte empirisch nicht bestätigt werden.

²⁶ 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. das Körperschaftssteuerguthaben auf inld. Dividendenzahlungen.

²⁷ Anmerkung: Leichte Differenzen in den Werteffekten ergeben sich aus der Überlagerung von Struktureffekt (durch geänderte Asset Allocation) und Managementeffekt (durch Umstellung auf benchmarknahes Investment).

²⁸ Tracking Error ist die mittlere Abweichung der realisierten Investmentrenditen von den repräsentativen Benchmarkrenditen, ausgedrückt in Standardabweichung (% p.a.).

2.B. PORTFOLIO MANAGEMENT

„Aktiver“ Tracking Error ...

...erhöht zusätzlich die Kapitalkosten



- **Aktive Benchmarkabweichungen (=Tracking Error)**

- erhöhen die Kapitalbindung:
Die Wahrscheinlichkeit, mehr zu verlieren als die Benchmark, steigt!

- **Höhere Kapitalunterlegung**

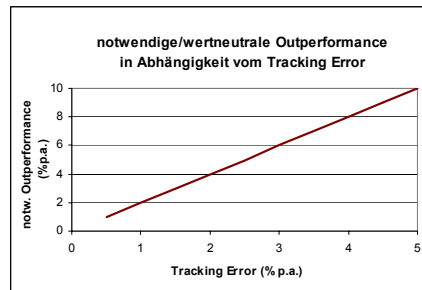
- muß durch höhere aktive Rendite kompensiert werden, bevor Wertschöpfung entsteht.

- **Faustregel:**

- Ein Information Ratio von $\geq 0,5$
($\geq 1\%$ -Pkt. Outperf. je 2% Tracking Error) kompensiert die erhöhten Kapitalkosten.

- **Fazit:**

- Als Mittel zur risikogerechten Wertschöpfung empfehlen sich kosteneffiziente, benchmarknahe Managementansätze.



Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 14

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 Ratio²⁹ von 0,5 ist bereits nötig, um die gestiegenen Kapitalkosten zu amortisieren. Erst bei einem nachhaltig noch höheren Information Ratio beginnt die Wertschöpfung ggü. passiven Ansätzen. Die geringe Wahrscheinlichkeit, Portfolio Manager zu identifizieren, die ein derart hohes Information Ratio konsistent gewährleisten können, war für die Value Vers.-AG das 'Zünglein an der Waage', um sich für den passiven Ansatz zu entscheiden.

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.³⁰).
- am Prozeß beteiligte Mitarbeiter und Geschäftspartner Entscheidungen treffen und umsetzen können, d.h. es entwickelt eine risikoorientierte Kompetenzmatrix, u.a. mit den Dimensionen
 - Bandbreite für erlaubte Abweichungen vom Benchmarkexposure nach
 - Volumen
 - Kreditrisiko (Rating bei Bonds, Handelspartnerlimite, ...)

²⁹ Information Ratio ist der Quotient aus aktiver Rendite und Tracking Error; er ist dimensionslos. Nur sehr wenige Portfolio Manager erreichen nachhaltig - nach allen Kosten - positive Tracking Errors, kaum einer erreicht nachhaltige Werte um oder über 0,5.

³⁰ Eine didaktisch gute Zusammenstellung der Einsatzmöglichkeiten enthält bereits Deutsche Morgan Grenfell: Global Portfolio Trading, London, September 1996. Die Umsetzung ist aber bei weitem noch nicht bei jeder institutionellen Anlage selbstverständlich.

Value Based Management in Versicherungen: Der ‚Werthebel‘ im Asset Management

Erscheint in: Wagner, Fred/Koch, Gottfried: Aktuelle Fragen in der Versicherungswirtschaft (Sommer 1999),
Leipziger Schriften zur Versicherungswissenschaft, Band 2, Karlsruhe 2000

- Marktrisiko (Duration bei Bonds, Investitionsgrad bei Aktien, Währungen, ...)
- Ausmaß der Vollmachten, gestaffelt vom operativ verantwortlichen Mitarbeiter bis zu Vorstand und Aufsichtsrat

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 stellt heute noch häufig einen großen Führungsempfang dar, 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 auch wesentlicher Grund für die Attraktivität passiver Ansätze im Portfolio Management; nur so lassen sich Prozeßineffizienzen einfach erkennen und schnell wertsichernd ausmerzen (Reduzierung von Organisationsrisiken).

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 der Stärken und Schwächen der eigenen Organisation sowie eine klare Evaluierung der Kosten und Nutzen des Outsourcing, u.a. auf Investmentgesellschaften. Wichtig war auch, daß durch das Outsourcing kein Schlüsselwissen verloren geht³¹. 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. 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 Risikokapitalunterlegung³², d.h. de facto ohne nennenswerte Haftung für die Qualität

³¹ vgl. z.B.: Hinterhuber, Hans H. / Friedrich, Stephan A.: Wenn beim Outsourcing das Schlüsselwissen verloren geht, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16.8.99, Seite 26.

³² ‚Asset Management für Dritte‘ zählt bei Banken 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, Thomas: Mit vollem Einsatz, in: Capital 10/99, Seite 18.

ihrer Leistung arbeiten, zum Erreichen der Ziele der Value Vers.-AG motiviert sind³³. 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.

2.c. Prozeßbaustein ‚Reporting‘

Ziele dieses Bausteins sind

- laufende und schnelle Transparenz darüber, inwieweit die Effizienzziele der Planungsperiode bereits realisiert wurden (ex post) und voraussichtlich noch werden (ex ante).
- Ermittlung von Handlungsbedarf für obere Managementebenen und damit Antwort auf folgende Fragen:
 - War Benchmark in Kenntnis aktueller Marktgegebenheiten angemessen? Ist ggf. eine Anpassung nötig? (= Prämissenprüfung)
 - Ist die beschlossene Asset Allocation effektiv umgesetzt werden? Sind ggf. Auffälligkeiten festzustellen? (= Durchführungs-/Umsetzungsprüfung)
 - Abweichungen in der Struktur? Handlungsbedarf?
 - Abweichungen im operativen Portfoliomanagement? Handlungsbedarf?

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 und
- das Aggregat bezüglich seiner Kapitalnutzung unter Berücksichtigung der Finanzierung und des versicherungstechnischen Geschäfts abzubilden.

Mit Hilfe von drei Tabellen gelang eine Monatsinformation, 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

³³ 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, Jane: Practise with unsafe sectors and dissatisfaction is guaranteed, in: Financial Times, 20.4.99, Seite 24.

Value Based Management in Versicherungen: Der ‚Werthebel‘ im Asset Management


Erscheint in: Wagner, Fred/Koch, Gottfried: Aktuelle Fragen in der Versicherungswirtschaft (Sommer 1999),
Leipziger Schriften zur Versicherungswissenschaft, Band 2, Karlsruhe 2000

- zu den Ergebnissen, d.h. Performanceentwicklungen im Plan-/ Ist-/ Benchmarkvergleich³⁴. 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 die sofortige entscheidungsorientierte Kommentierung der Informationen (vgl. Folie Nr. 15).

2.G. REPORTING

„Alles Wichtige“ in drei Tabellen (I)



STRUKTUREN	Immobilien	Aktien		Renten	Geldmarkt	Gesamt
Asset Allocation per 30.6.YY		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
Kommentar:	Kapitalanlage ist z. Zt. planmäßig strukturiert; marg. Übergewichtung Aktien liegt im Rahmen definierter Freiheitsgrade des Portfolio Managements					
Maßnahmen:	Wer? Was? Wann? Überprüfung durch ...? Wiedervorlage am ...?					

1

ERGEBNISSE	Planung p.r.t.	Portfolio-Entwicklung gesamt p.r.t.	davon anteilige Beiträge aus ...			
Performance 31.12.XX - 30.6.XY (TWR)			Struktureffekt Über-/Untergew.	Portfolio Management		
			Immobilien	Aktien	Renten	Geldmarkt
gesamte Kapitalanlage	2,60%	6,2%	5,2%	1,6%	9,4%	2,5%
Benchmark	2,60%	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%	0,0%
Kommentar:	Das Portfolio Management hat im Betrachtungszeitraum sehr gut gearbeitet, schlechtes Timing bei Reallokationen zwischen Assetklassen hat den positiven Effekt umgekehrt; die absolute Performance liegt knapp unter Benchmark und deutlich über Plan.					
Maßnahmen:	Wer? Was? Wann? Überprüfung durch ...? Wiedervorlage am ...?					

2

Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 15

Die dritte Tabelle verwendet die Informationen aus Tabelle 1 und 2; sie aggregiert näherungsweise alle Risikopositionen des Unternehmens und fundiert Entscheidungen zum Halten oder Verändern der gesamten Risikoposition (vgl. Folie Nr. 16).

³⁴ Die Value Vers.-AG nutzt die zeitgewichtete 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.

2.C. REPORTING

„Alles Wichtige“ in drei Tabellen (II)



3

KAPITALNUTZUNG	Planungs- annahmen	heutige Annahmen	Trend
aggregierte Risikoparameter per 30.06.YY Erwartungshorizont: bis Ende Planungsperiode			
Kapitalanlagevolumen (Mio.)	1300	1400	↑
Kapitalanlagerendite (% p.a.)	5,3%	4,0%	↓
Kapitalanlagerisiko (% p.a.)	5,0%	5,0%	↔
Prämienvolumen (Mio.)	1000	950	↓
Prämienrendite (% p.a.)	3,5%	3,20%	↓
Risiko der Pr.-Rendite. (% p.a.)	5%	5%	↔
Risikokapital total (Mio.)	600	630	↑
Kapitalnutzung ('AA') ca. (Mio.)	599	633	↑
Nutzungsgrad ca. (%)	99,9%	100,4%	↔
Kommentar: Die Kapitalnutzung liegt nach wir vor bei ca. 100%; verringerte Renditeerwartungen an die Kapitalanlage bei erhöhtem Anlagevolumen kompensieren die Entlastung durch reduzierte Prämienrenten im Versicherungsgeschäft.			
Maßnahmen: Wer? Was Wann?			

Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 16

Diese Managementinformation wird immer wichtiger angesichts knapper werdenden Risikokapitals und volatilerer Märkte (vgl. Folie Nr. 3). 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 berät.

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.

2.d. Prozeßbaustein ‚Analyse / Kontrolle‘

Ziel dieses letzten Bausteins ist die Bereitstellung von Entscheidungsunterstützung zur Erklärung von Plan-, Benchmark- und 'Best Practice'-Abweichungen sowie Fundierung von gezielten Maßnahmen auf operativer Ebene, d.h. 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

Value Based Management in Versicherungen: Der ‚Werthebel‘ im Asset Management

Erscheint in: Wagner, Fred/Koch, Gottfried: Aktuelle Fragen in der Versicherungswirtschaft (Sommer 1999),
Leipziger Schriften zur Versicherungswissenschaft, Band 2, Karlsruhe 2000

- Liquidität und Effizienz der Kapitalmärkte
- Homogenität der 'Dienstleistung Portfolio Management'
- modernen 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 Untermuerung 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,

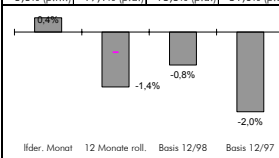
Für die Qualitätssicherung im Portfolio Management benchmarknaher Aktienfonds erhält der Leiter Portfolio Management z.B. monatlich eine Übersicht mit folgenden relevanten Informationen: Marktwert (MW), Buchwert (BW), Überdeckung MW/BW, Cash Flow, Investitionsgrad, Umsatzquote, Tracking Error, Rendite über verschiedene Zeiträume, Kommentierungen und Maßnahmenpläne der direkt verantwortlichen Portfolio Manager (vgl. Folie Nr. 17).

2.D. ANALYSE & KONTROLLE

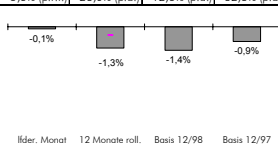
Bsp.: Fondsreporting f. ‚Leiter Port. Mgmt.‘



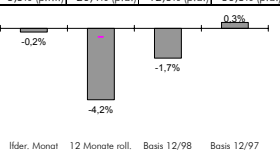
Fonds 1				Fonds 2				Fonds 3															
1.000	Marktwert (Mio. DM)	200	Marktwert (Mio. DM)	100	Marktwert (Mio. DM)	700	Buchwert (Mio. DM)	170	Buchwert (Mio. DM)	85	Buchwert (Mio. DM)	143%	Überdeckung (%)	118%	Überdeckung (%)	118%	Überdeckung (%)						
0	Cash Flow (Mio. DM)	0	Cash Flow (Mio. DM)	0	Cash Flow (Mio. DM)	98%	Investitionsgrad	97%	Investitionsgrad	96%	Investitionsgrad	100%	Inv.grad Benchmark	100%	Inv.grad Benchmark	100%	Inv.grad Benchmark						
61,6%	Umsatzquote p.a. (12 Mte. roll.)	75%	Umsatzquote p.a. (12 Mte. roll.)	90%	Umsatzquote p.a. (12 Mte. roll.)	7,0%	Tracking Error p.a. (12 Mte. roll.)	2,0%	Tracking Error p.a. (12 Mte. roll.)	4,0%	Tracking Error p.a. (12 Mte. roll.)	akt. Monat	12 Mte. roll.	Basis 12/xx	Basis 12zy	akt. Monat	12 Mte. roll.	Basis 12/xx	Basis 12zy	akt. Monat	12 Mte. roll.	Basis 12/xx	Basis 12zy
5,9% (p.r.t.)	17,7% (p.a.)	12,7% (p.a.)	29,0% (p.a.)	5,5% (p.r.t.)	21,7% (p.a.)	11,2% (p.a.)	31,4% (p.a.)	5,3% (p.r.t.)	16,2% (p.a.)	10,8% (p.a.)	30,7% (p.a.)	5,6% (p.r.t.)	19,1% (p.a.)	13,5% (p.a.)	31,0% (p.a.)	5,5% (p.r.t.)	21,7% (p.a.)	11,2% (p.a.)	31,4% (p.a.)	5,3% (p.r.t.)	16,2% (p.a.)	10,8% (p.a.)	30,7% (p.a.)



0,4%
-1,4%
-0,8%
-2,0%



-0,1%
-1,3%
-1,4%
-0,9%



-0,2%
-4,2%
-1,7%
0,3%

<p>Erläuterungen abgelauener Monat: Aufälligkeiten? Ursachenbeschreibung Konsequenz?</p>	<p>Erläuterungen abgelauener Monat: Aufälligkeiten? Ursachenbeschreibung Konsequenz?</p>	<p>Erläuterungen abgelauener Monat: Aufälligkeiten? Ursachenbeschreibung Konsequenz?</p>
<p>Maßnahmen kommender Monat: Was? Warum/Wozu? Wer?</p>	<p>Maßnahmen kommender Monat: Aufälligkeiten? Ursachenbeschreibung Konsequenz?</p>	<p>Maßnahmen kommender Monat: Aufälligkeiten? Ursachenbeschreibung Konsequenz?</p>

Frank Corell, Unternehmensberater, Financial Risk Consulting

Folie 17

Analog verfügen auch alle anderen am Prozeß beteiligten Mitarbeiter regelmäßig über für sie relevante und für die Wertschöpfung bedeutende Kennzahlen.

Value Based Management in Versicherungen: Der ‚Werthebel‘ im Asset Management

Erscheint in: Wagner, Fred/Koch, Gottfried: Aktuelle Fragen in der Versicherungswirtschaft (Sommer 1999),
Leipziger Schriften zur Versicherungswissenschaft, Band 2, Karlsruhe 2000

Durch klar definierte Begriffe und deren einheitliche Handhabung sowie Festlegung von Standard-, Alarm- und Eingriffswerten, ist bei der Value Vers.-AG das finanzielle Risikomanagement auch Teil eines alltäglichen Führungsprozesses geworden.

3. Fazit und Ausblick

Das Konzept des Value Based Management, gepaart mit betriebswirtschaftlichen Verfahren der Kapitaladäquanz unter Risiko, liefert für Versicherungen erhebliche Entscheidungsunterstützung zur Unternehmenswertsteigerung, insbesondere - wegen der flexiblen Steuerungsmöglichkeit - im Asset Management. Ihre Kraft entfalten diese Ansätze vor allem dann, wenn sie integrierter Teil des ganzheitlichen operativen Steuerungsprozesses des Unternehmens sind. Mit ihrem Einsatz erhöht sich die Transparenz und reduziert sich das Risiko, ...

- ... die falschen Dinge zu tun, z.B. mangels ganzheitlicher Systematik (mangelnde Risikoeffizienz, bspw. in der Asset Allocation).
- ... die Dinge falsch zu tun, z.B. durch unvollständige oder zu späte Information (mangelnde Produktivität, v.a. im Portfolio Management und den Controlling-Instrumentarien).

Nach Führungs- und Beratungserfahrung des Verfassers steckt in der Einführung der beschriebenen Systematik im Mittel ein risikobereinigtes zusätzliches Renditepotential 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.
 - die Finanzierung strategisch notwendiger Investitionen.
- Dies ist ein wichtiges Element, um den Teufelskreis sinkender Wertschöpfungskraft zu brechen (vgl. Folie Nr. 3).

Die Umsetzung verlangt Top Management Commitment 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 in den Bereichen Corporate Finance, wertorientiertes Controlling sowie Portfolio und Risk Management. Beschleunigend wirken zudem sicher

- die hohe Hebelwirkung für den Unternehmenswert und
- das verschwindend geringe Investitionsvolumen sowie z.T.
- die Schnelligkeit der Erkennbarkeit von Erfolgen, vor allem aber
- der Marktdruck.

Letztlich mag auch die wachsende Transparenz internationaler Rechnungslegungsstandards helfen, ein ganzheitliches Wertmanagement voranzutreiben.

Wer will schon als notorischer Underperformer im Kapitalmarkt dauerhaft als Übernahmekandidat ohne Chance zum ‚Freischwimmen‘ gelten?
Kapitalanlageeffizienz ist einer der Hebel, diese Situation zu vermeiden oder aus ihr

Value Based Management in Versicherungen: Der ‚Werthebel‘ im Asset Management

Erscheint in: Wagner, Fred/Koch, Gottfried: Aktuelle Fragen in der Versicherungswirtschaft (Sommer 1999),
Leipziger Schriften zur Versicherungswissenschaft, Band 2, Karlsruhe 2000

auszuberechnen. Kapitalanlageeffizienz ist dennoch sicher nicht alles, aber ohne sie ist alles nichts!³⁵

³⁵ Wertorientierung in der finanziellen Führung und ganzheitliche Konzepte wie das der Balanced Scorecard könnten zukünftig konvergieren; vgl. z.B.: Pollanz, Dr. M.: Ganzheitliches Risikomanagement im Kontext wertorientierter Unternehmensführung, in: Der Betrieb, Heft 25 vom 25.6.99, Seite 1277-81.