Frank Corell, Bad Homburg v.d.H.

Value Based Management (VBM): Teil III: Fallstudie Lebensversicherer, Schwerpunkt kapitalbildende Lebensversicherungen[1]

In den Teilen I und II dieser Aufsatzreihe wurden Notwendigkeit und Tragweite des Konzepts der „wertorientierten Unternehmensführung von Versicherungen", d. h. des Value Based Management (VBM), begründet und in Form einer Fallstudie praktisch auf einen Schaden- & Unfallversicherer angewendet[2]. Vor allem aus zwei Gründen ist eine direkte Analogie zur wertorientierten Führung von Lebensversicherungsunternehmen, soweit sie als Schwerpunkt (klassische) kapitalbildende Lebensversicherungsverträge anbieten[3], nur eingeschränkt möglich:

- Hohe Kalkulierbarkeit der Risikoprämie i.e.S.: Ein angemessener Preis für den Versicherungsschutz zur gewünschten finanziellen Abgeltung des übernommenen Sterblichkeits-, Überlebens- oder Invalidisierungsrisikos sowie anderer artverwandter Risiken ist in viel höherem Maße kalkulierbar als bei typischen Risikoarten der Schaden- und Unfallversicherung.
- Hoher Sparanteil an der Gesamtprämie: Je nach Eintrittsalter, Vertragslaufzeit und Vertriebsform/-weg dienen ca. 70-90% des von den Kunden gezahlten Gesamtbeitrags direkt der Kapitalbildung für Rechnung der Kunden; derartige systematische Sparprozesse gibt es in den Schaden- und Unfallversicherungen (fast[4]) nicht. Die Produktqualität der (kapitalbildenden) Lebensversicherung[5] wird daher primär über die Qualität des Kapitalanlagemanagement und über die Entwicklung der Kapitalmärkte sowie über die Effizienz der Geschäftsprozesse, d. h. vor allem das Kostenmanagement, determiniert.

Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, diesen Spezifika Rechnung zu tragen und in Form einer Fallstudie für einen Lebensversicherer, die VBM LIFE-AG, die praktische Umsetzbarkeit des Ansatzes im Dienste der Wertsteigerung zu veranschaulichen. Neben der Untermauerung der Aussagen aus Teil I und vielen Analogien zu Teil II wird hier gezeigt, daß bzw. wie . . .

- der Ansatz Transparenz bzgl. des eingegangenen Gesamtrisikos schafft, Steuerungsimpulse generiert und die renditeorientierte Ressourcenallokation durch das Management erleichtert/rationalisiert.

---

1 In den vorhergehenden Ausgaben von „Der Aktuar" erschienen bereits Teil I: Zielsetzung und Einsatzmöglichkeit in der Versicherungswirtschaft (4. Jg., Heft 1, März 1998, Seite 27-34) sowie Teil II: Fallstudie Schaden- und Unfallversicherer (4. Jg., Heft 2, Juni 1998, Seite 66-78).

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

3 Die Aussagen dieses Aufsatzes gelten nur bei starker Dominanz des Sparprozesses gegenüber dem Absicherungsmotiv, ein Wesensmerkmal der kapitalbildenden Lebensversicherung. Die wertorientierte Steuerung eines Versicherers, der z. B. ausschließlich Risikolebensversicherungen anbietet, hat dagegen große Analogie zu der von Schaden- und Unfallversicherungen; s. dazu Teil II der Aufsatzreihe (Fn. 1).

4 Als eine der wenigen Ausnahmen von dieser Regel kann bspw. die Unfallversicherung mit Prämienrückgewähr (UPR) gelten.

5 Produktqualität wird hier definiert als erwartete finanzmathematische Erlebensfallrendite, bezogen auf die vom Kunden gezahlten Prämien.

6 Selbstverständlich kommen wachsende (aufsichts-)rechtliche (z. B. ZR-QuotenV, KonTraG u. ä.) sowie interne Anforderungen (z. B. anspruchsvoller werdende Satzungen) an die Qualität des Risikomanagement/der Ressourcenallokation hinzu.

7 Zu den strategischen Herausforderungen an Lebensversicherer vgl. z. B. Moody's Investors Service: GERMAN LIFE INSURANCE Industry Outlook, Frankfurt, Juni 1998.

- Lebensversicherer verspüren immer stärker die Substitutionskonkurrenz durch Investmentfonds, v. a. in Folge der seit Anfang der 90er Jahre (fast) ungebrochenen Hausse auf den internationalen Kapitalmärkten.
- Die steuerliche Privilegierung von Einlagen bei Lebensversicherern könnte auf andere Anlageformen ausgeweitet oder reduziert werden.

Binnen weniger Jahre erwartet der Verfasser eine dramatische (weitere) Konzentration der Anbieter: Einerseits durch eine Vielzahl von Fusionen/Übernahmen, um Kostendegressionseffekte zu realisieren, andererseits durch Aufgabe und Bestandsübertragung von Versicherungen, deren Finanzkraft für die strategischen Herausforderungen nicht ausreicht. Beide „Verfahren" können – über die in diesem Beitrag erwähnten Maßnahmen hinaus – wertsteigernd wirken, müssen es aber nicht unbedingt. Gegebenenfalls wird der Nutzen von erwarteten Degressionseffekten durch die damit einhergehenden Kosten/Investitionen kompensiert: Kulturelle Hürden, Motivationsverluste bei betroffenen Mitarbeitern und Managern sowie ‚prohibitive' Transaktionspreise wirken bei Übernahmen oder Fusionen oftmals eher wertmindernd als -erhöhend. Je effizienter ein Unternehmen geführt wird und damit seinen Unternehmenswert maximiert, desto länger kann es sich dem externen Zwang zur Konzentration entziehen[8].

Ausgangslage der VBM LIFE-AG

Alle in dieser Fallstudie verwendeten Daten sind fiktiv, aber in ihren Relationen durchaus realitätsnah und aktuell für (einzelne) Lebensversicherer mit hohen Bewertungsreserven (= wesentlicher Teil des Risikokapitals). Das Management der VBM LIFE-AG ermittelt für (Anfang) 1998 folgende Strukturdaten (Abb. 1):

Die Gliederung der/des . . .

- Kapitalanlagestruktur (Asset Allocation) gestaltet das Management hier bewußt nicht nach bilanziellen Kategorien, sondern nach (homogenen) Risiko-/Assetklassen, in Anlehnung an Kapitalmarktusancen. So sind bspw. unter ‚Aktien' auch die (bilanziell anders ausgewiesenen) Marktwerte von Beteiligungen subsumiert und unter den Renten auch die (bilanziell separierten) Baufinanzierungen und andere Darlehen.
- Kundenvermögens entspricht der der Rechnungslegung; Zeit- und Buchwerte sind – typisch für die Bilanzierung von Rückstellungen bzw. Kundenverbindlichkeiten bei Lebensversicherern – hochgradig identisch.
- Risikokapitals[9] (Risk Capital/RC) – und damit der Finanzierung – erfolgt nach der Form seiner Bindung; die Reihenfolge reflektiert tendenziell die Liquidierbarkeit im Bedarfsfall, d. h. wenn die eingegangenen Risiken, v. a. die Mismatches zwischen Garantieverzinsung/Gewinnversprechen einerseits und Kapitalanlageperformance andererseits zum ‚Verzehr' von Risikokapital führen sollten.

VBM: Einstieg in den Regelkreis

Das angestrebte Unternehmensziel der VBM LIFE-AG ist eine Maximierung des Unternehmenswertes. Wichtigster vom Management beeinflußbarer Bestimmungsfaktor für den Unternehmenswert ist die nachhaltige Rendite auf das eingesetzte, der Höhe nach notwendige Risikokapital (RORAC[10]). Der Zusammenhang zwischen nachhaltiger RORAC und Unternehmenswert ist ähnlich zwingend wie der zwischen Kurs-/Marktwert und Nominalzins (Kupon) einer Anleihe: Je höher der Nominalzins, desto höher – ceteris paribus – der Kurs-/Marktwert der Anleihe bei gegebenem Rückzahlungsbetrag am Ende der Laufzeit. Im Unterschied zur Anleihe ist aber die Rendite auf das notwendige Risikokapital (RORAC) der VBM LIFE-AG nicht fix, sondern variabel, d. h. risikobehaftet. Die RORAC ist insbesondere abängig von der Marktentwicklung und der Managementfertigkeit, vor allem bezüglich Asset Management und wettbewerbsgerechten Gewinnverprechen sowie dem Kostenmanagement. Das Management strebt daher eine *nachhaltige* effiziente RORAC an, d. h., daß

- in Marktwerten gemessen
- das im Unternehmen eingesetzte risikogerechte/notwendige Risikokapital (RAC[11])
- eine Rendite erwarten läßt, die
- den Unternehmenswert maximiert.

Damit erhält sich das Unternehmen *nachhaltig*

- den Zugriff auf günstige Finanzierungmittel für (künftiges) Wachstum über Kapitalerhöhungen und
- das Vertrauen seiner Gesellschafter/Aktionäre, deren Anlagerendite dann zwangsläufig auf (oder zeitweise über) der Rendite der relevanten Branchenbenchmark (RAROC[12]) liegt; letztere ggf. repräsentiert durch eine Aktienindexrendite
- das Vertrauen seiner heutigen und künftigen Kunden, deren Rendite auf die Prämienzahlungen so hoch ist, daß sie keinen Wettbewerbsvergleich scheuen muß.

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

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

Ausgangsstrukturen der "VBM LIFE-AG" (Markt-/Zeitwerte)

Asset Allocation (Gesamtkapital)			Kundenvermögen (Fremdkapital)			Risikokapital (Finanzierung) ("Eigenkapital i.w.S.")		
Assetklasse	(Mio.)	(%)	Form	(Mio.)	(%)	Form	(Mio.)	(%)
Aktien D	620	13%	Deckungsrückstellung	2.260	63%	Bewertungsreserve Aktien	400	33%
Aktien Intl.	240	5%	Gewinnanteile	1.220	34%	Bewertungsreserve Renten	320	27%
Renten D	3.220	67%	festgel. Schluß-/Überschüsse	120	3%	freie RfB	200	17%
Renten Intl.	240	5%				Bewertungsreserve Immobilien	160	13%
Immobilien	240	5%				SÜA-Fonds	100	8%
Geldmarkt	240	5%				bilanziertes Eigenkapital	20	2%
Summen	**4.800**	**100%**		**3.600**	**100%**		**1.200**	**100%**

Abbildung 1

8 Diese Fallstudie konzentriert sich auf „interne" Maßnahmen zur Wertsteigerung.

9 Das Risikokapital ist hier auch als „Eigenkapital i.w.S." bezeichnet; damit wird aber ausdrücklich kein eigentumsrechtlicher Anspruch der Gesellschafter/Aktionäre definiert, sondern lediglich das Volumen, das zur Übernahme von Risiken im Unternehmen bereitsteht; dessen Ermittlung wird in Prozeßschritt (3) in dieser Fallstudie demonstriert.

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

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

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

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

- Asset Allocation im Kapitalmarktumfeld
- Gewinnplan/Überschußbeteiligung und Kostenmanagement im Wettbewerbsumfeld
- Finanzierung (Ausstattung mit Risikokapital)

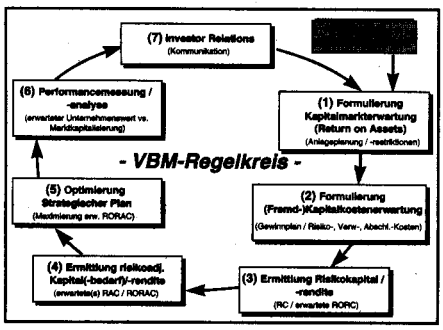

Abbildung 2

Die Vorgehensweise entspricht – mit wenigen Anpassungen auf die Besonderheiten der Lebensversicherung – weitgehend dem bereits in Teil I und II dieser Aufsatzreihe präsentierten Prozeßentwurf[13] (vgl. Abb. 2), den das Management der VBM LIFE-AG nun Schritt für Schritt ‚abarbeitet':

Prozeßschritt (1)[14]:

Formulierung der Kapitalmarkterwartungen (Return on Assets), der Anlageplanung & -restriktionen

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

Mangels Verfügbarkeit eines repräsentativen Immobilienindexes[15], zieht das Management für die historische Analyse hier hilfsweise die liquiditätsbereinigte (approximierte) Entwicklung eines großen offenen Immobilienfonds[16] heran. Da dessen Risiko (auf Basis von Zeitreihen) historisch durch die Eigentümlichkeiten der Bewertung offener Immobilienfonds[17] extrem niedrig ausfällt, setzt das Management hier pragmatisch das erwartete Risiko für die Direktanlage in Immobilien deutlich höher an, auf einem Niveau oberhalb dessen von deutschen Renten.

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

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

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

Damit reflektieren die Erwartungen des Managements die im Unternehmen voraussichtlich realisierbaren Anlagerenditen und -risiken[18]. Nach Analyse aller für relevant erachteten Faktoren erwartet das Management für die Jahre 1998-2002 im Mittel nur noch einstellige Renditen für alle Assetklassen, unter Erhalt einer Risikoprämie für Aktien ggü. Renten i.H.v. ca. 4%-Punkten p.a. (vgl. Abb. 3).

Bei diesen Renditeerwartungen sieht das Management vom Ansatz (latenter) Ertragssteuern ab, da – typisch für Lebensversicherungen –

- das Kapitalanlageergebnis weitgehend frei von Besteuerung in der Rückstellung für Beitragsrückerstattung aufgeht und auch später vom Versicherungsnehmer i. d. R. steuerfrei vereinnahmt werden kann[19]
- die Aktionäre/Gesellschafter – wie später gezeigt wird[20] – ihre Erträge in sehr hohem Maße thesaurieren und damit weitgehend steuerneutral zur Wachstumsfinanzierung heranziehen können.

Das Management der VBM LIFE-AG kennt die risikomindernde Wirkung durch Diversifikation/Streuung über verschiedene Assetklassen und veranschaulicht sich diesen Sachverhalt mit einer Korrelationsanalyse der Indexentwicklungen über die vergangenen 20 Jahre

13 Siehe Teil I, S. 29 ff sowie Teil II, S. 66 ff.; vgl. auch Fußnote 1.

14 Dieser Prozeßschritt ist fast identisch mit der Vorgehensweise für eine Schaden- und Unfallversicherung, denn die Rendite-/Risikoerwartung für Kapitalanlageklassen ist nicht davon abhängig, wer in sie investiert; vgl. Teil II, S. 67f., s. auch Fußnote 1.

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

16 GRUNDWERT-FONDS der Deutschen Gesellschaft für Immobilienfonds mbH, monatlich bereinigt um nicht in Immobilien investiertes Vermögen und darauf entfallende (Monats-)Rendite; Restgröße nach BVI-Methode kumuliert.

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

18 Die Marktrisiken (=Zinsänderungsrisiko, Aktienkurs- & Währungsrisiko) dominieren klar gegenüber allen anderen Risikoarten (z. B. Prognoserisiken, Kreditrisiken, Organisationsrisiken, Modellrisiken, ...); daher konzentriert sich diese Fallstudie auf Marktrisiken, klassisch gemessen in Standardabweichung der Rendite in % p. a.; der Risikobegriff wird später auf das Ausfallrisiko (Shortfall Risk) erweitert (vgl. z. B. Abbildung 12 in Prozeßschritt [4]).

19 Die vielfältigen Ausnahmen von dieser Regel (z. B. nach § 21 KStG, StÄndG 1992 oder durch die Novationsproblematik) können für diese Fallstudie wegen Geringfügigkeit vernachlässigt werden.

20 Siehe dazu insbesondere Prozeßschritt (6).

Performance in % p. a. nach Assetklassen (DM)

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

Abbildung 3

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

Abbildung 4

hinweg. Dabei zeigt sich ein niedriger aber im Zeitablauf stark steigender ‚Gleichlauf'. Die Hauptursachen sind vermutlich die in den vergangenen Jahrzehnten gestiegene Integration der Weltwirtschaft einerseits und der gewachsene geld- und wirtschaftspolitische Konsens über Nationen und Kontinente hinweg andererseits. Das Management geht, nicht zuletzt wegen erwarteter weiterer Fortschritte der europäischen Wirtschafts- und Währungsintegration, von einer stetigen Fortsetzung dieses Trends aus[21]. Als Fazit daraus erwartet es eine leicht positive Korrelation zwischen (fast) allen Assetklassen, ausgedrückt in folgender Matrix (Abb. 4).

Das Management der VBM LIFE-AG ist sich bewußt, daß die aktuelle Asset Allocation (Abb. 1) nicht unbedingt effizient ist; dennoch macht es sie zur Grundlage für die Ausgangsplanung. Für eine spätere Optimierung definiert das Management aber – mit hohen Freiheitsgraden – Minima und Maxima für die Anteile jeder Assetklasse, die hauptsächlich aus rechtlichen und ressourcenbedingten Limitationen folgen. So schreibt einerseits das Aufsichtsrecht bspw. für Aktienanlagen bestimmte Anlagegrenzen in Buchwerten des gebundenen Vermögens vor[22]; je nach Höhe der Bewertungsreserven ist damit auch das Investitionspotential für Aktienanlagen in Marktwerten und damit das Gesamtexposure dieser Anlageklasse in Marktwerten beschränkt. Andererseits gibt es interne Limitationen: Es wäre für das Management der VBM LIFE-AG z. B. unmöglich bzw. widersinnig, das Immobilienexposure (kurzfristig) zu vervielfachen, wenn die dazu nötigen Managementressourcen nicht vorhanden sind. Diese Restriktion greift unabhängig von der erwarteten Marktrendite auf Immobilienanlagen.

Die Gesamtschau der vom Management definierten Restriktionen ist in Abb. 5 wiedergegeben.

Mit Hilfe dieser Daten, d. h. der Renditen, Risiken (Abb. 3), Korrelationen (Abb. 4) und Restriktionen (Abb. 5) für die anteiligen Exposures läßt sich jetzt ein Set von effizienten Portfolios ermitteln, deren Rendite-/Risiko-Relation jeweils nicht weiter verbesserbar ist (Effizienzlinie; Abb. 6 und 7). Diese Optimierung

- zeigt, daß das aktuelle Portfolio auf jeden Fall ineffizient ist, d. h. es gibt bei gleichem Risiko renditeträchtigere Portfolios oder aber bei gleicher Rendite risikoärmere Kombinationen[23], aber sie
- liefert noch keinerlei Entscheidungshilfe für die Frage, welches der effizienten Portfolios I-X auszuwählen ist.

Letzteres ist vor allem eine Frage des effizienten Aktienanteils; sie läßt sich erst beantworten, wenn Risikofähigkeit und Risikobereitschaft auf Ebene der gesamten VBM LIFE-AG ermittelt sind. Dazu muß das Management eine Vielfalt an weiteren Informationen, v. a. über wettbewerbsgerechte Produktqualität/Gewinnversprechen und die Finanzierung ermitteln und berücksichtigen.

Prozeßschritt (2):

Formulierung der (Fremd-)Kapitalkostenerwartungen (Gewinnplan / Risiko-, Verw.-, Abschlußkosten)

Das Management der VBM LIFE-AG ist sich bewußt, daß „Wachstum" ein wesentlicher Bestimmungsfaktor für den Unternehmenswert eines Lebensversicherers ist. Wachstum wiederum wird in den kommenden Jahren mehr

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

Abbildung 5

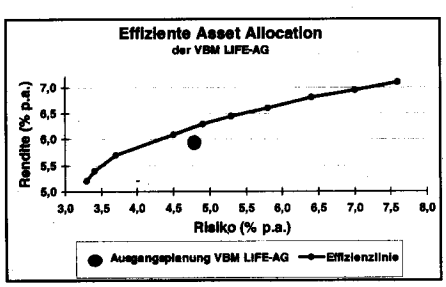

Abbildung 6

Effizienzpotentiale in der Asset Allocation der VBM LIFE-AG											
[%]	Ausgangsplanung (98-02)	Effiziente Kombinationen									
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Aktien D	13	0	0	2	4	5	6	7	11	16	20
Aktien Intl.	5	0	4	11	17	18	21	24	25	25	25
Renten D	67	70	72	67	65	71	69	64	60	55	51
Renten Intl.	5	10	4	0	0	0	0	0	0	0	0
Immobilien	5	10	10	10	4	4	4	4	4	4	4
Geldmarkt	5	10	10	10	10	2	0	0	0	0	0
Summe	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
erw. Rendite	*6,0*	*5,2*	*5,4*	*5,7*	*6,1*	*6,3*	*6,4*	*6,6*	*6,8*	*7,0*	*7,1*
erw. Risiko	*4,7*	*3,3*	*3,4*	*3,7*	*4,5*	*4,9*	*5,3*	*5,8*	*6,4*	*7,0*	*7,6*

Abbildung 7

[21] Wegen der hohen europäischen Integration verzichtet das Management darauf, europäische neben deutschen Aktien als eine eigene Assetklasse zu betrachten; allerdings sind im Exposure des MSCI Weltindexes ca. 34% europäische Aktien enthalten.

[22] Vgl. insbesondere die Anlagevorschriften nach § 54 a VAG.

[23] Ohne weitere strategische Überlegungen müßte das Management an dieser Stelle bereits entscheiden, den Aktienanteil, v. a. dessen internationalen Teil stark auszuweiten und Immobilien sowie internationale Renten dagegen abzubauen; damit würde sich das Unternehmen der Effizienzlinie in Höhe der Portfolios IV oder V annähern.

und mehr eine Funktion der Produktqualität, gemessen in erwarteter Kundenrendite, d. h. der Rendite auf die laufenden Prämienzahlungen bei einer erwarteten Ablaufleistung. Da die Kundenrendite für das Unternehmen (Fremd-)Kapitalkosten darstellt, geht die VBM LIFE-AG folgendermaßen vor:

- Definition des Fremdkapitals und der Fremdkapitalkosten
- Ermittlung beider Größen für die Vergangenheit, auch im Marktvergleich
- Mittelfristige Projektion der Fremdkapitalkosten bei angestrebter Wettbewerbs-/Wachstumsposition

Den *Fremdkapitalbestand* eines Lebensversicherers definiert das Management der VBM LIFE-AG – in Anlehnung an die Terminologie der Rechnungslegung – als die Summe aus

- Deckungsrückstellung[24]
- gebundene Rückstellung für Beitragsrückerstattung
- Verbindlichkeiten ggü. Kunden aus gutgeschriebenen Gewinnanteilen
- Rückstellungen für nicht abgewickelte Versicherungsfälle
- Beitragsüberträge

Damit hat das Management alle wesentlichen mit einer Verzinsungsverpflichtung ausgestatteten Passiva erfaßt[25].

Die *Fremdkapitalkosten* entsprechen der Summe folgender Komponenten:

- Rechnungszins auf Deckungsrückstellung und auf gutgeschriebene Gewinnanteile
- Direktgutschrift
- RfB-Entnahme
- Saldo aus der Gewinnzerlegung, soweit ohne Zinskomponenten[26]

Der Quotient aus Fremdkapitalkosten und Fremdkapitalbestand drückt den Fremdkapitalkostensatz in % p. a. aus (vgl. Ermittlung weiter unten in Abb. 9).

Die reine Versicherungsdienstleistung (v. a. in Form von Zahlungen im Todesfall sowie den Kosten i. w. S.) muß hier nicht separat als Kostengröße berücksichtigt werden, da sie – aktuariell kalkuliert[27] – bereits mit der Prämie abgegolten, mithin von der Gesamtheit der Kunden tendenziell kostendeckend bezahlt wurde. Das Management berücksichtigt aber den (kleinen) Saldo aus der Gewinnzerlegung nach Ergebnisquellen, soweit er das Risiko-/Storno-/Abschluß-/Verwaltungskostenergebnis und das Ergebnis aus Steuern/Rückversicherung betrifft, um ihn später den Fremdkapitalkosten zuzuschlagen bzw. mit ihnen zu verrechnen.

Ergebnisquellen VBM LIFE-AG im Marktvergleich (BAV)				
[% d. Bruttobeitr.]	1994	1993	1992	1991
Risiko	8,4	8,4	8,8	9,4
Abschluß	-2,5	-2,9	-3,8	-4,4
lfd. Verw.	3,5	3,2	3,4	3,5
Rückvers.	-0,3	-0,5	-0,2	-0,3
sonst.	-2,5	-2,4	-2,4	-2,3
Summe Markt	**6,6**	**5,8**	**5,8**	**5,9**
Summe VBM LIFE AG	**3,5**	**2,8**	**3,1**	**3**
Differenz	3,1	3	2,7	2,9
Differenz [Mio. DM]	**9,4**	**8,8**	**7,6**	**7,4**
Differenz [% Fremkap.]	**0,32%**	**0,32%**	**0,30%**	**0,32%**
Bruttobeitr. VBM LIFE AG [Mio.]	303	292	282	257
Fremdkap. Vorj. [Mio.]	2.938	2.726	2.515	2.320

Abbildung 8

Für den Zeitraum 1991-1994 analysiert das Management seine Gewinnzerlegung nach Ergebnisquellen im Marktvergleich (Abb. 8[28]). Daraus wird erkennbar, daß die VBM LIFE-AG ggü. dem Gesamtmarktmittel von 1991-94 um ca. DM 7-9 Mio. p. a. teurer akquiriert bzw. verwaltet hat als der Marktdurchschnitt; dies entspricht ca. 0,3%-Punkten der Fremdkapitalkosten. Vermutlich besteht dieses Defizit heute noch; zur Erzielung einer marktgerechten Produktqualität muß diese Lücke geschlossen werden; doch auch damit wäre „nur" der Marktdurchschnitt erreicht.

Die (positiven) Beiträge aus der Gewinnzerlegung werden in die Kapitalkostenermittlung integriert und mindern hier in gleichem Ausmaß die aus der Kapitalanlage zu finanzierenden Fremdkapitalkosten, zumindest in der Erfahrung aus den Jahren 1993-97 (Erfahrungsteil von Abb. 9).

Für die kommenden Jahre erwartet das Management keinen positiven Beitrag mehr aus der Gewinnzerlegung (ohne Zinskomponenten), da ein hohes Wachstum zu finanzieren ist und die Tarife voraussichtlich wettbewerbsbedingt bzgl. Kosten- und Risikokomponenten immer knapper kalkuliert werden müssen. Für die Produktqualität ist dies weitgehend neutral, da die Kundenrendite davon unabhängig ist, ob a) über knappere Kalkulation Prämie und Gewinnbeteiligung gesenkt werden, b) Sofortgutschrift der Gewinnanteile erfolgt oder c) die „vorsichtigere" Kalkulation zu erhöhten Prämien und Gewinnversprechen führt[29].

Zunünftig will das Management die VBM LIFE-AG unter den 20 günstigsten Anbietern des Gesamtmarktes positionieren und schätzt die dazu nötige Produktqualität ein. Dazu geht es in zwei Schritten vor:

- Zunächst Ermittlung des heute nötigen Niveaus der Gewinnversprechen, ausgedrückt im Ansammlungszins, um unter die 20 günstigsten Anbieter zu kommen

24 Die Deckungsrückstellung wird gemindert um aktivierte, noch nicht fällige Ansprüche an Kunden (aus Zillmerung).

25 Eine Ausnahme stellen lediglich die Pensionsrückstellungen dar, deren Kosten aber später als Bestandteil der Verwaltungskosten in der Gewinnzerlegung berücksichtigt werden; s. Abb. 8 und 9.

26 Hilfreich bei der Zusammenstellung der Daten sind die Nachweisungen 110, 213 und 219 gemäß BerVersV. Soweit die Gewinnzerlegung sich auf Zinskomponenten bezieht, sind die jeweiligen Kosten in den zuvor erwähnten Komponenten enthalten.

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

28 Quelle: eigene Berechnungen, u. a. auf Basis Geschäftsbericht des BAV 1995, Teil A, Seite 37f.

29 Möglicherweise unterscheidet sich die Varianten a-c im Risiko-/Kostenanteil an der Gesamtprämie; zu Renditeunterschieden kommt es aber letztlich kaum.

Fremdkapital/-kosten der VBM Life AG (in Mio. DM bzw. % p.a.)									
			Erfahrung					Erwartung	
Position	Komponente	Charakter	1993	1994	1995	1996	1997	1998ff.*)	2002ff.
Fremdkapital (t)	Deckungsrückstellung	garantiert	1.670,6	1.795,9	1.913,1	2.006,9	2.112,2	2.180,0	
	RfB (lfd. Überschuß)	garantiert	83,8	82,4	81,4	82,9	89,4	85,0	
	RfB (Schlußüberschuß)	beschränkt disponibel	81,3	89,9	97,2	103,5	106,4	102,0	
	Gewinnanteile	garantiert	853,8	941,0	1.008,1	1.067,1	1.125,3	1.200,1	
	sonstiges		36,6	29,3	30,3	34,1	33,5	32,9	
	Summe		**2.726,1**	**2.938,4**	**3.130,1**	**3.294,6**	**3.466,9**	**3.600,0**	
FK-Kosten (t+1)	Rechnungsz.DeckungsR	garantiert	56,0	57,0	62,3	65,6	71,0	73,8	
	Rechnungsz.Gew.-Ant.	garantiert	27,4	28,8	31,2	32,9	38,8	40,4	
	Direktgutschrift	beschränkt disponibel	41,0	45,2	47,2	48,9	51,5	53,6	
	Entnahme RfB	disponibel**)	83,0	84,1	86,7	97,1	101,0	122,0	
	Veränd.Schlußüberschuß	beschränkt disponibel	7,2	7,3	6,3	2,9	-4,4	-4,6	
	Saldo Gewinnzerlegung	Managementleistung	-8,8	-9,4	-9,0	-10,8	-9,0	0,0	
	Summe		**205,8**	**213,0**	**224,8**	**236,5**	**248,9**	**285,2**	
FK-Kostensatz (t+1)	**IST**		**7,5%**	**7,2%**	**7,2%**	**7,2%**	**7,2%**	**7,9%**	**7,0%**
	Produktivitätsdefizit z. Markt		-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
	SOLL bei Marktpred.		**7,2%**	**6,9%**	**6,9%**	**6,9%**	**6,9%**	**7,6%**	**6,7%**
nachrichtlich:									
Ansammlungszins		**disponibel**)	**7,0%**	**6,8%**	**6,8%**	**6,8%**	**6,8%**	**7,4%**	**6,5%**

*) Kosten in Mio. für 1998, Kostensatz in % p.a. für 1998-2001 **) im Rahmen des Wettbewerbs

Abbildung 9

- Danach Ermittlung der langfristig nötigen Gewinnversprechen, um dieses Ranking zu halten; dazu sind auch die Kapitalmarktmöglichkeiten heranzuziehen.

Auf Basis mehrerer repräsentativer Vertragstypen (nach Eintrittsalter und Laufzeit) variiert das Unternehmen sein Gewinnsystem, v. a. den Ansammlungszins, so lange, bis die erwartete Ablaufleistung das Niveau der TOP 20 aus über 100 Lebensversicherern in Deutschland erreicht hat. Dies ist erreicht bei einem Ansammlungszins i. H. v. 7,4% p. a. ab 1998 (letzte Zeile in Abb. 9). Den Marktvergleich holt sich das Unternehmen über Tabellen und Datenbanken diverser Softwareanbieter und Consultants[30]. Das Management erkennt den hohen Anspruch seines Ziels: Im Kreise der TOP 20 befinden sich überwiegend Anbieter mit Direktvertrieb oder anderen privilegierten Vertriebswegen mit relativ geringen Abschlußkosten. Um diese Qualität – bei gleichzeitigem Erhalt der Beratung über eigenen Außendienst und Makler/MGA – bieten und halten zu können, muß es also äußerst hohe Anforderungen an die Kapitalanlage-, Abschluß- & Verwaltungseffizienz stellen.

Angesichts der historisch niedrigen Zinsen an den Kapitalmärkten und der limitierten Perspektiven für künftige Renditen auf den Aktienmärkten, geht das Management davon aus, daß – spätestens ab 2002 – nur noch ein Ansammlungszins von 6,5%[31] nötig sein wird, um unter den TOP 20 zu bleiben. Für die Produktqualität bedeutet das zwar eine absolute Verschlechterung, aber relativ, d. h. im Vergleich zu Mitwettbewerbern oder alternativen Anlageformen, immer noch eine hohe Attraktivität im Dienste des Kundennutzens (vgl. Abb. 10).

Fazit: Das Management rechnet mit Fremdkapitalkostensätzen von 7,9% (1998-2001) und 7,0% (2002ff.)[32]. Es schreibt in seinen Planungen den Fremdkapitalbestand und damit die Bilanzsumme (in Buchwerten) mit dieser Wachstumsrate fort; dies stellt implizit hohe, aber hier nicht näher spezifizierte[33] Ansprüche an das künftige Prämienwachstum, aus dem

- nicht nur der Prämienabgang aus Leistung, Rückkauf und Ablauf von Bestandsverträgen gedeckt,
- sondern zusätzlich auch das bei Bestandsabgang ausgezahlte Versichertenvermögen kompensiert werden muß[34].

Ergänzend beschäftigt sich das Management – analog der Risikoermittlung für Kapitalanlagerenditen – auch mit dem Risiko des Fremdkapitalkostensatzes; dieses Risiko ist ein Ausdruck für die Schwankung der Gewinnbeteiligung über die Zeit. Produkttypisch ist sie relativ gering und wird vom Management auf 1%-Pkt. p. a. taxiert.

Abschließend trifft das Management eine Korrelationsannahme, die den Zusammenhang zwischen den Renditen des Kapitalanlageportfolios in Marktwerten einerseits und der gesamten Verzinsungsrate des Kundenvermögens (=Fremdkapitalkostensatz, v. a. bzgl. der anteilig eingehenden Gewinnversprechen) andererseits ausdrückt; produkt- und wettbewerbsbedingt ist diese Korrelation nicht perfekt, sie liegt nach Plausibilitätsüberlegungen des Managements bei -0,5[35].Dieser Wert begründet sich folgendermaßen: Bei steigenden Marktzinssätzen sind Lebensversicherer (tendenziell) gezwungen, ihre Gewinnversprechen ebenfalls anzuheben, um

- einerseits Bestandskunden vom Rückkauf mit Wiederanlage in festverzinslichen Kapitalmarktanlagen abzuhalten und
- andererseits neue Mittel zur attraktiven Verzinsung akquirieren zu können.

Diese Logik gilt umgekehrt auch bei fallenden Zinsen: Tendenzielle Senkung der Gewinnversprechen ist nötig, um

- einerseits die Finanzierbarkeit angesichts weniger rentierlicher Anlageformen zu erhalten und
- andererseits risikoarme und kollektivschädigende Arbitrage durch (Neu-)Kunden zu vermeiden, d. h. z. B. „Einkauf" in hohe Gewinnversprechen durch Verträge mit Einmalzahlung oder auf 5 Jahre gekürzter Prämienzahlungsdauer und geringer Gesamtlaufzeit.

Wenn die Kapitalmarktzinsen sinken, dann steigen die Renditen auf den Bestand an Rentenanlagen und – empirisch bestätigt – auch Aktienanlagen neigen dann zu Renditesteigerungen und umgekehrt. Die Korrelation zwischen Gewinnversprechen und Renditen auf das Kapitalanlageportfolio (mark-to-market) ist also negativ. Bei Unternehmen wie der VBM LIFE-AG ist dieser Zusammenhang nicht perfekt negativ, da das hohe Risikokapital als Puf-

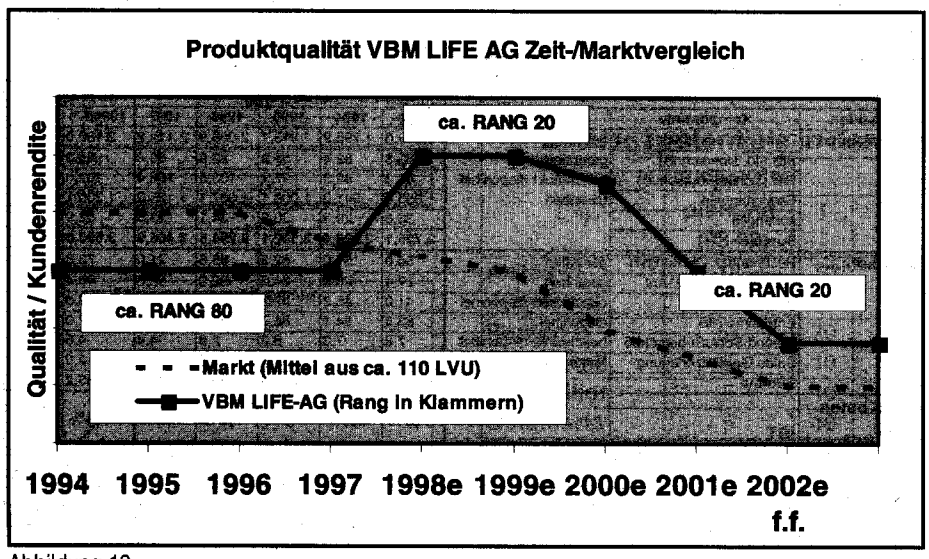

Abbildung 10

30 Hilfreich sind z. B. die Analysen von FSS Financial Software Services, Flörsheim, map-report, Verlag M. Poweleit, Artlenburg sowie Morgen & Morgen Software GmbH, Hofheim/Ts.

31 Dabei wird unterstellt, daß die übrigen überschußrelevanten Komponenten analog verändert werden; der Ansammlungszins ist genannt, weil der allein die höchste Erklärungskraft für die Fremdkapitalkosten hat.

32 Vgl. Erwartungsteil in Abb. 9.

33 Dazu müßte die Alters- & Ablaufstruktur der Verträge sowie das Stornoverhalten beachtet/prognostiziert werden.

34 Diese Wachstumserwartung von 7-8% des Kundenvermögens liegt im Bereich der (attraktiven) Markterfahrung 1990-96 von ca. 9%, wenn man berücksichtigt, daß der Kapitalmarktzins damals ggü. 1998 im Mittel ca. 2% höher war, vgl. Tabellen zur Leistungsverpflichtung ggü. Versicherungsnehmern in den jährlich publizierten Kennzahlen-Mappen des GDV; diese Logik gilt nur, wenn im Gewinnsystem ‚verzinsliche Ansammlung' dominiert.

35 Anmerkung: Diese Korrelation liegt bei Anlagen eines Kunden in Investmentfonds bei +1,0 d. h. alle Schwankungen des Anteilspreises ändern simultan das Kundenvermögen; in einer Korrelation < 1 kommt die charakteristische und für den Kundennutzen entscheidende Nivellierungsfunktion von Kapitalmarktschwankungen bei Kapitallebensversicherungen zum Ausdruck.

fer dienen kann; die VBM LIFE-AG kann länger als viele Mitwettbewerber hohe Gewinnversprechen bei sinkenden Marktzinsen halten bzw. bei steigenden Zinsen früher als andere nach oben anpassen[36].

Prozeßschritt (3):

Ermittlung des Risikokapitals und der erwarteten Risikokapitalrendite (Situation bei Ausgangsplanung)

Im ersten Prozeßschritt blieb für das Management der VBM LIFE-AG die Frage unbeantwortet, welches der effizienten Kapitalanlageportfeuilles umgesetzt werden soll. Dieser und die kommenden beiden Prozeßschritte sollen die Antwort darauf erleichtern. Schlüsselbegriffe dafür sind

- Risikokapitalbedarf & -nutzung
- Risikobereitschaft
- Risikofähigkeit
- Risikokapitalrendite (RORC/Return on Risk Capital)

Als betriebswirtschaftliches Risikokapital (RC[37]) bezeichnet das Management der VBM LIFE-AG die Summe des im Unternehmen tatsächlich gebundenen Nettovermögens in Marktwerten. Es wird ermittelt aus dem bilanziell ausgewiesenen Eigenkapital zzgl. aller risikokapitalverwandten Passiva (z. B. freie RfB) sowie der Summen aus Unterbewertung von Aktiva und Überbewertung von Passiva, die im Rahmen der handelsrechtlichen Vorsichtsgebote bzw. Ansatz- & Bewertungswahlrechte entstanden sind. Da hier die Frage nach der vom Risikokapital abhängigen Risikofähigkeit des Unternehmens, nicht aber die nach der tatsächlichen Ausschüttungsfähigkeit an die Gesellschafter/Aktionäre oder nach der handelsbilanziellen Ausweisbarkeit im Vordergrund steht, werden (latente) Steuern nicht berücksichtigt. Dies ist um so angemessener, als der Aktionär/Gesellschafter selbst im Falle der Ausschüttung eine vom Unternehmen gezahlte Ertragssteuer i.d.R. weitgehend bei seiner eigenen Besteuerung anrechnen kann[38]. Das Management der VBM LIFE-AG hat Volumen und Struktur des Risikokapitals bereits ermittelt und in Abb. 1 offengelegt; das Gesamtvolumen beträgt 1 200 Mio. Wie es ermittelt wird, zeigt Abb. 11.

Hier sind Investition und Finanzierung nach Struktur und damit verbundenen Renditen, Kosten und Risiken illustriert. Die Informationen über die Aktiva entstammen Daten der Abb. 1, 3, 4 und 6, die der Passiva den Abb. 1 und 9. Rendite und Risiko des Risk Capital, d. h. RORC und Risk on RC sind Residualgrößen, die wesentlich den Unternehmenswert determinieren; sie sollten sich an kapitalmarktüblichen Größenordnungen messen lassen. Es fällt auf, daß

- der RORC mit 0,3% p.a. (1998ff.) bzw. 3,0% p.a. (2002ff.) viel niedriger ausfällt als die Erwartung des Managements an die Verzinsung von Aktienanlagen (9,3% p.a. gem. Abb. 3)
- das Risk on RC mit ca. 18% p. a. im Bereich des aktienmarktüblichen Niveaus liegt (16-20% p. a. gem. Abb. 3).

Zum letztgenannten Punkt sind weitere Überlegungen nötig: Anders als bei Kompositversicherungen oder Industrie-/Handelsunternehmen, steht das Risikokapital eines Lebensversicherers eigentumsrechtlich nicht (allein) dem Gesellschafter/Aktionär zu[39]. Für Lebensversicherungsunternehmen ist eine Teilung des Prognoserisikos (insbesondere für Irrtümer in den Kapitalmarktprognosen) zwischen Aktionär/Gesellschafter und Kunde charakteristisch, denn

- der Aktionär/Gesellschafter bzw. das Management haben die Option, die Gewinnversprechen im Wettbewerbsumfeld (nach unten) anzupassen, wenn das Risikokapital so stark sinkt, daß das Unternehmen gefährdet ist
- die Kunden haben die Option, über die Gewinnverteilungsvorschriften und die ZR-QuotenV[40] stärker am ausgewiesenen bzw. auszuweisenden Ergebnis zu partizipieren als die Gesellschafter/Aktionäre (Stichwort: 90:10-Regel).

Das Risikokapital und dessen Rendite dienen also direkt der Erfüllung der Erwartungen beider ‚Parteien': Aktionär und Kunde sitzen bezüglich des Risikokapitals „in einem Boot"[41]: Verzinst sich das Risikokapital attraktiv, so teilen sich beide Parteien die Erfolge in Form steigender Gewinnversprechen und erhöhter Dividendenpotentiale bzw. Investitionskraft. Büßt das Risikokapital hingegen an Wert ein, so müssen die Gewinnversprechen ggf. gesenkt werden und auch der Gesellschafter/Aktionär kann auf weniger Dividenden bzw. Wachstumskapital zurückgreifen. Wegen dieser gemeinsamen Risikoübernahme kann das Risikokapital eines Lebensversicherers deutlich riskanter eingesetzt werden als das eines Sachversicherers oder eines branchenfremden Unternehmens. Oder anders ausgedrückt: Für die Übernahme identischer Marktrisiken benötigt ein Lebensversicherer deut-

36 Der Korrelationskoeffizient liegt um so näher an -1,0, je weniger Risikokapital verfügbar ist und je schwächer die Kapitalanlage diversifiziert ist.

37 RC = Risk Capital (im Unternehmen tatsächlich gebundenes Risikokapital). Dieser Begriff des ‚Risk Capital' ist das unternehmensinterne Gegenstück zum ‚Net Asset Value', den Finanzanalysten in jüngster Zeit mit extern verfügbaren Informationen zu ermitteln versuchen, vgl. z. B. o. V.: Die Berechnung des Netto-Vermögenswertes von Versicherungsaktien, in: FAZ vom 6. 2. 98, S. 26.

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

39 Dies ist der Hauptgrund, aus dem das Volumen des Risk Capital, das dem Nettovermögenswert des Lebensversicherers entspricht, keine Annäherung an den Marktwert des Unternehmens darstellt; auch die Pauschalannahme, analog den Gewinnverteilungsvorschriften nur 10% des Risk Capital als erste Annäherung an den Marktwert zu definieren, hilft nicht zur Unternehmensbewertung; nur eine Bar-/Ertragswertbetrachtung ist ökonomisch sinnvoll (vgl. Prozeßschritt [6]).

40 Vgl. insbes. § 81c VAG i.V.m. ZR-QuotenV vom 23. 7. 96.

41 Das Gedankengut für diese Überlegung stammt u. a. aus Spremann, K./Sach, A.: Wie hoch ist das Eigenkapital bei Lebensversicherungsgesellschaften?, in: Zimmermann, H. (Hrsg.): Controlling, Wiesbaden 1992, Seite 670-688.

Risikokapital/-rendite der VBM LIFE-AG

Aktiva	Buchwert	Marktwert	Anteil	erw. ROI	erw. Risiko	Passiva	Buchwert	Marktwert	Anteil	erw. RORC bzw. FK-Kosten		erw. Risiko
	Mio.	Mio.	%	p.a.	p.a.		Mio.	Mio.	% FK	1998ff.	2002ff.	% p.a.
Aktien D	320	620	13%	9,3%	20%							
Aktien Intl.	140	240	5%	9,3%	16%	- bilanz.EK	20	900	25%			
Renten D	2.920	3.220	67%	5,4%	4%	- SÜA-Fonds	100	100	3%			
Renten Intl.	220	240	5%	4,9%	8%	- freie RfB	200	200	6%			
Immobilien	80	240	5%	5,0%	5%	**Fremdkapital**	**3.600**	**3.600**	100%	7,9%	7,0%	1%
Geldmarkt	240	240	5%	4,2%	1%	- DeckungsR	2.260	2.260	63%			
						- geb. RfB	120	120	3%			
						- Gewinnanteile	1.220	1.220	34%			
Summe	**3.920**	**4.800**	100%	6,0%	4,7%	**Summe**	**3.920**	**4.800**	133%	6,0%	6,0%	4,7%

Abbildung 11

lich weniger Risikokapital. In der Ausgangsplanung der VBM LIFE-AG ist das aber noch nicht berücksichtigt: Das erwartete Risiko ist nur so hoch, wie es auch die Gesellschafter/Aktionäre allein tragen würden. Es stellt sich die Frage, wie hoch unter diesen Voraussetzungen das Risiko und damit das Ausmaß des Leverage-Effektes[42] der Finanzierung sein sollte, um den erwarteten Unternehmenswert zu maximieren.

Prozeßschritt (4):

Ermittlung des notwendigen Risikokapitals (RAC[43]) und der erwarteten Risikokapitalrendite (RORAC[44])

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

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

a) Kunden und Gesellschafter/Aktionäre beanspruchen gemeinsam die Rendite und tragen gemeinsam das Risiko, d. h. die Gefahr des Verlusts des Risikokapitals.
b) Die Risikobereitschaft von Gesellschaftern/Aktionären drückt sich über die Volatilität von Aktien(index)renditen aus.
c) Die Volatilität des Risikokapitals aus Gesellschafter-/Aktionärssicht ist nach unten begrenzt durch die Option des Managements, die Gewinnversprechen zu reduzieren und damit das Risikokapital vor kritischen Verlusten zu schützen.
d) Versicherungsaktien auf dem heimischen Kapitalmarkt korrelieren sehr hoch mit den breiten Marktindizes (z. B. DAX, MSCI Germany etc.); ihr langfristiges BETA[45] liegt – relativ stabil – bei knapp 1,0; folglich ist der Gesellschafter/Aktionär von Versicherungsaktien ähnlich risikobereit wie Anteilseigner eines breit gestreuten Aktienportefeuilles.
e) Wegen a-d nimmt das Management rationales Handeln an, wenn es – ‚treuhänderisch' für den Gesellschafter/Aktionär und den Kunden – das Risikokapital genau so belastet, daß dessen Volatilität (=Risiko) ca. doppelt so hoch[46] ist wie der Bereich der erwarteten Volatilität des Aktienmarktes (ca. 16-20% p. a. lt. Abb. 3), d. h. im Bereich 30-40% p. a.; als Stellgröße dient primär die Risikoposition der Asset Allocation.
f) Das Capital-at-Risk-Konzept aus der Praxis von Handelsgeschäften im Investment Banking ist ein geeignetes Instrument zur Zielfindung: Abhängig von Volumens-, Rendite-, Risiko- und Korrelationserwartung innerhalb der Kapitalanlage einerseits und von deren Korrelation zum Fremdkapitalbestand und dessen Kosten, wird eine notwendige Kapitalunterlegung (RAC/Capital-at-Risk) gesucht, die genau der gewünschten Risikoposition entspricht.

Nach Berechnungen des Managements ist der Zielbereich für das Risiko des Risikokapitals von ca. 30-40% erreicht, wenn gilt: Das notwendige Risikokapital (RAC) soll genau so hoch sein, daß

- dessen erwarteter Wert nach 1 Jahr (RAC*RORAC) gerade ausreicht, um mit 99% Wahrscheinlichkeit[47] (2,33*Risk on RAC in der Normalverteilungsumgebung) die Gewinnversprechen zu erfüllen und zusätzlich
- auch dann noch eine Solvabilitätsspanne i. H. v. 5% des Fremdkapitals[48] verbleibt. Formal ausgedrückt muß daher in etwa gelten:

RAC*(1+RORAC)-(2,33*Risk on RAC*RAC)-(Solvaspanne*Fremdkapital) ≅ 0[49]

Nun testet das Management, inwieweit die tatsächliche Ausgangsplanung dieser Risikopolitik gerecht wird, d. h. es rechnet:

RC*(1+RORC)-(2,33*Risk on RC*RC)-(Solvaspanne*Fremdkapital)

bzw. mit Struktur-/Erwartungsdaten gefüllt:

1 200*(1+0,3%)-(2,33*17,5%*1 200)-(5%*3 600) ≅ 550[50]

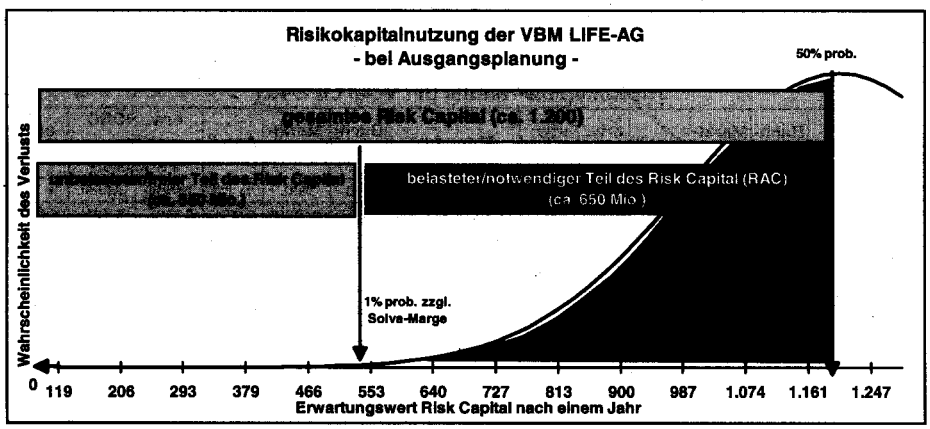

Abbildung 12

42 Zum Leverage-Effekt s. auch Teil I des Aufsatzes, Seite 30f., vgl. Fn. 1.

43 RAC = Risk Adjusted Capital (risikogerechtes Risikokapital).

44 Vgl. dazu Fußnote 4.

45 BETA = Maßzahl aus der Regressionsanalyse, die den Zusammenhang zwischen einer Einzelaktienrendite und der eines repräsentativen Marktindexes widerspiegelt; ein Beta von 1 bedeutet, vereinfacht ausgedrückt, daß sich diese beiden Renditen – im Rahmen eines durch die Regression gegebenen Bestimmtheitsmaßes – in Richtung und Ausmaß zeitgleich entwickeln.

46 Dies ist eine Pauschalannahme; auf eine optionspreistheoretische Begründung wird in dieser Fallstudie verzichtet, da die Option je nach Wettbewerberverhalten und aktuellem Kapitalmarkt(termin)zins bei feststehenden Rechnungszinsen sehr unterschiedliche Werte annehmen kann.

47 Im Rahmen dieser Riskobereitschaft sollten nach Ansicht des Managements neben den Marktrisiken (vgl. Fn. 18) auch alle anderen internen und externen Risikofaktoren in Geschäftsbetrieb und Vermögensanlage der VBM LIFE-AG abgedeckt sein.

48 Dies ist eine Annäherung an die aufsichtsrechtlichen Solvabilitätsvorschriften für Lebensversicherungen und damit die rechtliche Voraussetzung, auch nach einer solchen „Jahrhundertkrise" weiter Versicherungsgeschäft betreiben zu können.

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

50 Die Zahlenwerte sind weitgehend aus Abb. 11 ablesbar.

Im Ergebnis nutzt die VBM LIFE-AG also von ihrem Risikokapital i. H. v. 1 200 ein Volumen i. H. v. 550 nicht risikoeffizient aus. Das Unternehmen sollte daher höhere Risiken eingehen, um damit einhergehende höhere Renditeerwartungen im Kunden- und Gesellschafter-/Aktionärsinteresse zu ermöglichen. Anders ausgedrückt: Bei der aktuellen Risikoposition liegt das notwendige Risikokapital (RAC) nur bei ca. 640 Mio.; der überschießende Teil wird nicht effizient eingesetzt. Dieser Sachverhalt ist leicht illustrierbar (vgl. Abb. 12).

Höhere Risiken einzugehen ist die einzige strategisch sinnvolle Verhaltensweise, da (alternativ) eine Risikokapitalrückzahlung an die Gesellschafter/Aktionäre in Höhe des unbelasteten Teils aus gesetzlichen Gründen – wie bereits erwähnt – ausscheidet. Es ist daher auch sinnlos, einen RORAC zu ermitteln unter der Fiktion der Rückzahlung des nicht ‚belasteten' Risikokapitals an die Gesellschafter/Aktionäre[51]. Die VBM LIFE-AG muß also nach Möglichkeiten suchen, ihr vorhandenes Risikokapital im Kunden- und Gesellschafter-/Aktionärsinteresse riskanter und damit rentabler einzusetzen. Dies vor allem vor dem Hintergrund, daß eine Renditeerwartung von 0,3% p.a. auf das Risikokapital für die Jahre 1998-2001 völlig unbefriedigend ist im Vergleich zu Alternativanlagen auf den Kapitalmärkten. Mit erhöhter Risikobereitschaft steigt die Wahrscheinlichkeit, Produktqualität und Wachstumspotential zu erhalten. Als Preis für diese Leistung steigt natürlich auch die Wahrscheinlichkeit, bei Kapitalmarktkrisen die Gewinnversprechen zurücknehmen zu müssen.

Prozeßschritt (5):

Simultane Optimierung des strategischen Gesamtplans: Maximierung der RORAC: (Effizienter Geschäftsmix aus Kapitalanlage, Produktivität und Wachstum)

Das Management geht in zwei Schritten vor:

- Simulation der Risikokapitalrenditen/-risiken bei Veränderung der Asset Allocation entlang der Effizienzlinie.
- Zusätzliche Ermittlung der Konsequenz bei Ergreifen diverser produktivitätssteigernder Maßnahmen zum Ausgleich des erkannten Produktivitätsdefizits ggü. dem Markt gemäß Abb. 8 und 9.

Das Mangement tabelliert die Konsequenzen aus einer Variation der erlaubten und effizienten Asset Allocation gemäß Abb. 6 und 7. Dies könnte nacheinander in Form von Abb. 11 erfolgen; zur Veranschaulichung aber werden die Ergebnisse sofort im Rendite-Risiko-Raum dargestellt (Abb. 13): Für jeden Strategiemix aus in Prozeßschritt (2) definierten marktgerechten Gewinnversprechen einerseits und den effizienten Investmentportfolios andererseits sind RORC und Risk on RC[52] sofort ablesbar; in Klammern steht das beanspruchte Risikokapital gemäß der Unterlegungsvorschrift aus Prozeßschritt (4).

Es ist sofort erkennbar, daß die VBM LIFE-AG ihre erwartete Risikokapitalrendite ohne Risikoerhöhung von ca. 0,3% p. a. auf ca. 1,1% p. a. erhöhen könnte (vgl. dazu auch Fußnote 23); damit geht noch keine höhere Risikokapitalauslastung einher. Um aber eine höhere Risikokapitalauslastung in Richtung auf die bereitstehenden 1 200 Mio. RC zu erzielen, müssen die Investmentrisiken insgesamt ausgeweitet werden. Die höchstmögliche zugelassene Risikoposition (Portfolio X mit 45% Aktienanteil) ist jedoch noch nicht riskant genug, um das komplette Risikokapital zu nutzen (Kapitalauslastung ca. 900 Mio. von 1 200 verfügbaren). Das Management entscheidet daher, die Asset Allocation von Portfolio X umzusetzen.

Da die Risikoposition der VBM LIFE-AG nun deutlich höher ist als bisher, muß in der Asset Allocation auch stärker/schneller auf Änderung der Kapitalmarktverhältnisse reagiert werden. Um sich den Handlungsbedarf zu veranschaulichen, illustriert das Management – ceteris paribus – den jeweils effizienten Aktienanteil als die wesentliche Determinante für die Risikoposition der Asset Allocation in Abhängigkeit vom verfügbaren Risikokapital sowie die Konsequenz für Rendite und Risiko des Risikokapitals (Abb. 14). Der untere Teil der Grafik zeigt an den Datenpunkten zusätzlich den notwendigen risikogerechten Deckungsgrad[53] zum jeweiligen Aktienanteil, um die Ergebnisse auch auf beliebige andere Unternehmen übertragen zu können, sofern deren Management die Kapitalmarkt- und Fremdkapitalkostenerwartungen der VBM LIFE-AG teilt.

Selbst bei Ausnutzung aller Potentiale im Asset Management, gelingt keine marktgerechte Rendite auf das Risikokapital für den Zeitraum 1998-2002: Für Aktienanlagen erwartet das Management 9,3% p. a.; für das im eigenen Unternehmen investierte Risikokapital bei kapitalmarktgerechtem Risiko aber nur max. knapp 5%.

Schließlich bedenkt das Management die Wertschöpfungspotentiale bzgl. Produktivität. Um die Produktivitätsdefizite gegenüber dem Markt zu kompensieren[54], werden zusätzliche Entscheidungen getroffen: Verbesserung der Arbeitsabläufe, Umgestaltung des Provisionssystems in Richtung auf wertschöpfungskonformere Vergütungen, Flexibilisierung der IT-Umgebung, ... Dies alles sind Maßnahmen zur Produktivitätssteigerung, auch wenn zunächst Investitionen zu tätigen sind. Das Management erwartet daraus mittelfristig die Schließung der Produktivitätslücke zum Markt, d. h. Einsparungen i. H. v. ca. 0,3%-Punkten der Fremdkapitalkosten[55]. Da die Einsparungen nicht spontan eintreten, rechnet das Management die Wertkonsequenz im kommenden Porzeßschritt jeweils einmal mit und einmal ohne diesen Effekt.

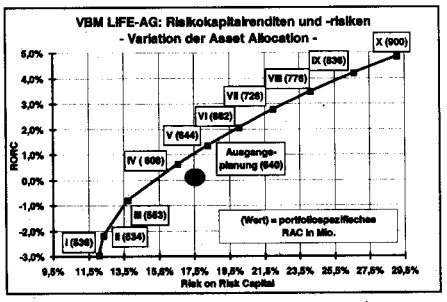

Abbildung 13

In der Überzeugung, daß der RORC neben dem verfügbaren Risikokapital und dem Wachstum die wichtigste Determinante für den Unternehmenswert ist, will es wissen, ob und inwieweit durch diese Entscheidungen Wert geschaffen wird.

51 Dieser RORAC wäre dann übrigens niedriger oder gar negativ, denn bei Rückzahlung von Risikokapital gehen im gleichen Volumen Investments verloren, die zur Finanzierung der Gewinnversprechen nötig sind; angesichts ihrer hohen Ansprüche an die Gewinnversprechen ist die VBM LIFE-AG also auf ein hohes verfügbares Risikokapital und dessen effizienten Einsatz angewiesen.

52 Die Methodik, Asset und Liabilities vor dem Hintergrund der Auswirkung auf das Risikokapital zu optimieren, hat Leibowitz hervorragend beschrieben, z. B. in Leibowitz, M.: Risk-Adjusted Surplus: A New Measure of Pension Fund Risk, in: The Journal of Investing, Fall 1992, S. 7-14; s. auch Fabozzi, Frank (Hrsg.): Investing – The Collected Works of Martin L. Leibowitz, Chigcago 1992.

53 Der Deckungsgrad ist definiert als Quotient aus Gesamtkapital und Fremdkapital; er liegt bei der Ausgangsplanung der VBM LIFE-AG gemäß Abb. 1 bei ‚4 800/3 600=133%'; notwendig wäre (hypothetisch) aber gemäß Abb. 12 nur ‚(3600+650)/3600=118%'.

54 Vgl. dazu die Ausführungen in Zsh. mit der Gewinnzerlegung in Prozeßschritt (2), v. a. Abb. 8 und 9.

55 In Zusammenhang mit Abb. 8 entspricht das ungefähr 3% der Beiträge, da das Fremdkapital ca. zehnmal so hoch ist wie die Beiträge.

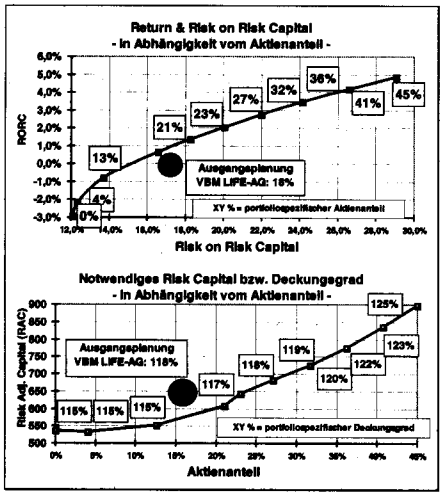

Abbildung 14

Prozeßschritt (6):

Performancemessung/-analyse (erwarteter Unternehmenswert vs. Marktkapitalisierung)

Oberstes Managementziel ist die Maximierung des Unternehmenswertes. Um die ‚Performance' der Managemententscheidungen bewerten zu können, muß das Management die erwartete Auswirkung der verschiedenen Pläne auf den Unternehmenswert ermitteln. Für die Performancemessung/-analyse ist also wichtig,

- wie hoch der maximale erwartete Unternehmenswert ist,
- inwieweit er tatsächlich im Rahmen der Strategieumsetzung erreicht wird und
- wo ggf. die Gründe für Abweichungen liegen.

In Anlehnung an die Rechenlogik von Discounted Cash-flow Modellen bzw. von Ertragswertverfahren aus der Praxis der Unternehmensbewertung, ermittelt das Management einen seinen Erwartungen entsprechenden angemessenen Wert für die VBM LIFE-AG und trifft dabei – wegen der Besonderheiten bei Lebensversicherern – zunächst folgende Annahmen/Prämissen:

- Der Unternehmenswert entspricht nicht dem Kaufpreis oder dem Fair Value an der Börse, da er einerseits Kunden- und andererseits Gesellschafter-/Aktionärsansprüche in sich vereint, die konzeptionell nicht in befriedigender Weise trennbar sind[56]. Für das Ziel des VBM-Ansatzes ist dies unproblematisch, da Unternehmenswertsteigerung in jedem Fall rational ist, unabhängig davon, welcher ‚Partei' sie zuzurechnen ist: Aktionäre ziehen bspw. auch Nutzen aus Transformation von Risikokapital in wachsendes Kundenvermögen bzw. erhöhte Produktqualität, da hierin ein Wachstumspotential zur Gewinnung von Neukunden steckt.
- Die Gesellschafter/Aktionäre wie auch die Kunden haben bezüglich des gebundenen Risikokapitals eine nachhaltige Renditeerwartung von 9,3% p. a. (RAROC[57]); dies ist der risikoadäquate Kapitalkostensatz im Sinne der Alternativanlage in Aktien (vgl. Abb. 3).
- Für jedes Jahr werden Kapitalstrukturen, Renditen und Risiken ermittelt, und zwar in drei Gruppen:
  - Zunächst für 1998-2002e mit stark erhöhten Gewinnversprechen gemäß Prozeßschritt (2)
  - Danach für 2003-2007e mit wieder reduzierten Gewinnversprechen gemäß Prozeßschritt (2)
  - Schließlich ab 2008 als ewige Rente mit dem RORC des Jahres 2008, ohne weitere Wachstumsannahme; damit wird der Marktrealität Rechnung getragen, daß eine Strategieentscheidung immer nur zeitlich begrenzte Performanceimpulse nach sich zieht[58].
- Der Barwert der mit dem Kapitalkostensatz diskontierten RORC aller zukünftigen Perioden repräsentiert den Unternehmenswert; er wird jeweils vor/nach Abbau des Produktivitätsdefizits ggü. dem Markt ausgewiesen.

Die folgende Tabelle (Abb. 15) zeigt zunächst exemplarisch die Ermittlung des Unternehmenswertes für die in Prozeßschritt (5) beschlossene Umsetzung der Asset Allocation X (Abb. 7) bei Produktqualität/Kapitalkosten gemäß Prozeßschritt (2) (Abb. 9).

Aus dieser Abbildung gehen wichtige Erkenntnisse hervor:

- Obwohl sich das gebundene Risikokapital nur im Bereich von 4,4-7,7% p. a. verzinst (Zeile 10), liegt der mit 9,3% (Zeile 18) diskontierte Unternehmens-/Ertragswert mit 1 218 Mio. (Zeile 21) etwa auf dem Niveau des gebundenen Risikokapitals (1 200 Mio.). Dies erklärt sich aus dem Wertbeitrag des erwarteten/benötigten Wachstums: Es ist mit einem Bilanzsummenwachstum in Markt- & Buchwerten um 7-8% p. a. (Zeile 2 bzw. anteilige ‚Mischung' aus Zeile 5 und10) hoch genug, um über die Marge zwischen Return on Assets (Zeile 2) und Cost of Capital (Zeile 5) das Risikokapital so zu verzinsen, daß auch nach risikogerechter Diskontierung ein positiver Wertbeitrag bleibt[59].
- Die VBM LIFE-AG benötigt zur Wachstumsfinanzierung keine externen Mittel (Zeile 19); das verfügbare Risikokapital (RC/Zeile 9) ist in allen Jahren höher als das benötigte Risikokapital (RAC/Zeile 13).
- Gelingt der VBM LIFE-AG die Produktivitätssteigerung im Ausmaß von 0,3% des Fremdkapitals (Zeile 7 und 8), so steigt der Unternehmenswert sogar auf 1 399 Mio. (Zeile 22) und damit deutlich über den Substanzwert des gebundenen Risikokapitals (1 200 Mio.) an.

Geprägt von diesen Erkenntnissen simuliert das Management der VBM LIFE-AG nun den erwarteten Unternehmenswert

- der Ausgangslage, um die Basis für strategiebedingte Wertbeiträge zu kennen
- bei Umsetzung aller 10 effizienten Investmentportfolios gemäß Abb. 7, ohne Rücksicht auf die damit verbundene unterschiedliche Risikokapitalnutzung

jeweils mit und ohne Aufholung des Produktivitätsdefizits gemäß Abb. 8 und 9.

Aus Abb. 16 erkennt das Management, daß

- die Entscheidung für Portfolio X den Unternehmenswert – ceteris paribus – von 202 Mio. auf 1 399 Mio. anhebt/maximiert; dies ist vor allem ein Verdienst aus der Schließung der Lücke zwischen Renditeerwartung an die Kapitalanlage einerseits und Erwartung an die Fremdkapitalkosten andererseits durch das Eingehen höherer Risiken in der Asset Allocation.
- bei den Portfoliooptionen I-III und in der Ausgangsplanung der Wertbeitrag aus Produktivitätssteigerung unvergleichlich höher ist als bei den anderen Optionen. Dies liegt daran, daß in diesen Fällen durch Produktivitätssteigerungen der Zwang zur Zuführung von (neu-

[56] Der Börsen- oder Transaktionswert der VBM LIFE-AG liegt wahrscheinlich (deutlich) unterhalb der Bewertungsansätze in dieser Fallstudie, da auf dem Kapitalmarkt nur die (nicht analytisch definierbare) Vermögensposition des Gesellschafters/Aktionärs in die Marktkapitalisierung eingehen sollte.

[57] Vgl. Fußnote 12.

[58] Es besteht enge Analogie zu „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen", Stellungnahme 2/83 des Hauptausschusses der Wirtschaftsprüfer (IDW), veröffentlicht in Zeitschrift für Wirtschaftsprüfung (WPg), 1983, S. 468-480, insbes. S. 478.

[59] Dies entspricht der Wahrnehmung, daß beide Aspekte, Wachstum und Rendite, Wertgeneratoren darstellen, die sich nicht gegenseitig ausschließen, sondern zur Unternehmenswertmaximierung simultan angestrebt werden müssen.

em) Risikokapital durch die Gesellschafter/ Aktionäre vermieden bzw. verzögert werden könnte; der Zuführung wären ansonsten Kapitalkosten i. H. v. 9,3% p. a. belastet worden, obwohl sie komplett und damit unverzinslich zur Bedienung der Gewinnversprechen herangezogen werden müßten.

Abschließend macht sich das Management ein Bild von der Unternehmenswertänderung bei marginaler Änderung der drei wichtigsten Werttreiber: Investmentrendite, Kosten/Gewinnversprechen und Wachstum (Abb. 17).

Beeindruckend ist der Hebeleffekt bei nachhaltiger Veränderung der Investmentrenditen oder der Kosten: Die Unternehmenswertänderung entspricht etwa dem 20fachen des jährlichen Änderungsvolumens, da beide Effekte in voller Höhe jedes Jahr ergebnisrelevant sind und daher direkt auf den Ertrags-/Unternehmenswert durchschlagen. Beim Wachstum ist dieser Effekt (optisch) geringer, da Wachstum über die Veränderung der Bestandsgröße ‚Fremdkapital' gemessen wird; wertbildend wird Wachstum erst durch die Marge zwischen Fremdkapitalkosten und Investmentergebnissen. Dennoch gilt: Jeder Prozentpunkt Wachstum bzw. Veränderung der Bilanzsumme verändert den Unternehmenswert um ca. 1%.

Das Management beschließt, künftig diesen Ansatz zu nutzen, um ganzheitliche Strategiefindung zu erleichtern. Da der Ansatz grundsätzlich alle Entscheidungen im Hinblick auf deren erwarteten Wertbeitrag hinterfragt, lassen sich

- Investitions-/Projektentscheidungen leichter priorisieren
- Änderungen der Marktverhältnisse/-erwartungen in ihrer Auswirkung einfacher beurteilen.

Der letztgenannte Punkt ist besonders wichtig, da mit dem VBM-Ansatz jede Veränderung des verfügbaren Risikokapitals oder der Erwartungen bzgl. Kapitalmarkt, marktgerechter Produktqualität/Produktivität o. ä. spontan im Hinblick auf Handlungsbedarf und Wertrelevanz analysiert werden können. Insofern trägt er den wachsenden Ansprüchen an ein effizientes Risikomanagement Rechnung und gibt ggf. hilfreiche Impulse für die Wahrnehmung aktuarieller Verantwortlichkeiten.

Der Bezug zu aktuariellen Fragestellungen kommt auch daher, daß der VBM-Ansatz in gewissem Sinne das aktuarielle Embedded/Appraisal Value Konzept (für kapitalbildende Versicherungen) weiterentwickelt, primär durch

- verfeinerte explizite Berücksichtigung des Risikos als wertbestimmenden Faktor

Unternehmensbewertung VBM Life AG

Struktur Rendite Risiko	Zeile	Quelle:
Spalte		A
Assets (1.1.)	1	Abb. 1
Return on Assets (%)	2	Abb. 7/X
Return on Assets (Mio.)	3	
Kundenvermögen (1.1.)	4	Abb. 1
FK-Kosten (total %)	5	Abb. 9
FK-Kosten (total Mio.)	6	
- Verbilligungspotential bei Aufholung Produktivitätsdiff.	7	Abb. 8
- dto. (Mio.)	8	
Risk Capital (1.1.)	9	Abb. 1
RORC (%)	10	Abb. 13/14
- dto. (Mio.)	11	
Risk on RC	12	Abb. 13/14
RAC	13	Abb. 13
RORAC	14	
Risk on RAC	15	
nachrichtlich:		
Risiko Assets (%)	16	Abb. 7/X
Deckungsgrad Assets/Kundenverm.	17	
Risk Discount Rate	18	Abb. 3
RC-Auffüllungsbedarf auf RAC	19	
Unternehmenswert (1.1.98):	20	Summe
- Summe bei Fortbestand Produktivitätsdefizit (Mio.)	21	1.218
- Summe bei Aufholung Produktivitätsdefizit (Mio.)	22	1.399

Barwertbeiträge der einzelnen Jahre / ewige Rente ab 2008

Abbildung 15

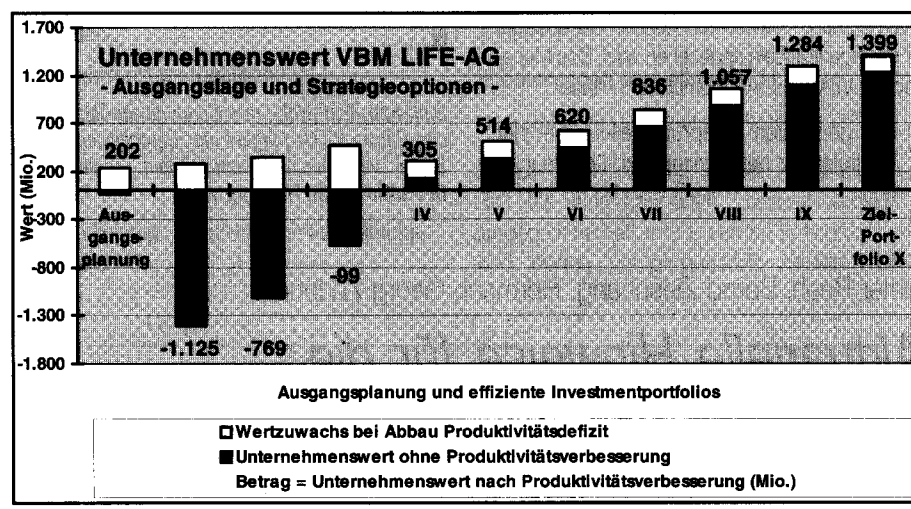

Abbildung 16

Sensitivitäten für Unternehmenswert der VBM LIFE-AG

Parameter	Basis	Änderung p.a. um		Einfluß Unternehmenswert		
		% der Basis	Betrag anfänglich (Mio. DM)	vorher (Mio.)	nachher (Mio.)	Veränderung (%)
Investment-rendite a)	Volumen Kapitalanlage	+/- 0,1%-Pkte.	+/- 4,8	1.399	1.515 1.284	8,3% -8,2%
Kosten oder Gewinnverspr.	Fremdkapital b)	+/- 0,1%-Pkte.	+/- 3,6	1.399	1.486 1.311	6,2% -6,3%
Wachstum	Fremdkapital c)	+/- 1,0%-Pkte.	+/- 36 Mio.	1.399	1.413 1.385	1,0% -1,0%

a) ohne Änderung der Risikoposition; b) entspricht ca. 1%-Pkt. der Beiträge der VBM LIFE-AG,
c) entspricht in etwa der Bilanzsumme in Buchwerten

Abbildung 17

- detaillierte Analyse von Diversifikationseffekten in der Asset Allocation
- Korrelationsannahmen zwischen Kapitalmarktentwicklung und Gewinnversprechen
- marktgerechte Identität zwischen risikogerechtem Diskontierungszins für künftige Cash-flows und Rendite auf Aktienanlagen auf dem Kapitalmarkt
- die Möglichkeit, über den Zeitstrahl verteilte Änderungen der Kapitalmarkterwartungen, der Gewinnversprechen und der Produktivität in die Bewertung zu integrieren.

Genau durch diese Unterschiede qualifiziert sich der VBM Ansatz ggü. dem Embedded Value Konzept als ein entscheidungsorientiertes dynamisches Unternehmens-/Risikosteuerungsmodell.

Prozeßschritt (7):

Investor Relations

Jeder Unternehmenssteuerungsansatz ist nur dann wirklich für die Wertschöpfung relevant, wenn er von seinen Gesellschaftern/Aktionären sowie – insbesondere bei Lebensversicherungsunternehmen – von seinen Kunden als adäquat für die eigenen Ziele angesehen wird. Das Management VBM LIFE-AG bemüht sich daher,

- die genannten Anspruchsteller von der Wertrelevanz des Konzepts zu überzeugen und
- das Vertrauen in dessen stringente Umsetzung zu gewinnen/erhalten.

Von dem Erfolg dieser Bemühungen sind Wachstum und Ertrag abhängig.

VBM: Grenzen des Ansatzes

So hilfreich der Ansatz bei der Entscheidung über den effizienten strategischen Plan auch ist, er hilft nicht bei der operativen Umsetzung/Qualitätssicherung. Daher richtet das Management sofort auch seine operativen Controlling-Ansätze auf Unterstützung der strategischen Ziele aus, so z. B. das . . .

- Kapitalanlage-Controlling zur Qualitätssicherung im Portfolio Management
- Vertriebscontrolling zur zielkonformen Provisionierung/Selektion/Wettbewerbsgestaltung
- Kosten-/Personal-/Leistungs-Controlling zur (hochgradigen) Sicherstellung der beeinflußbaren Renditeerwartungen im nicht zinsgetriebenen Versicherungsgeschäft (z. B. durch Storno/Rückkauf)
- Projekt-/Maßnahmencontrolling zur Effizienzsicherung der strategierelevanten Maßnahmen
- [illegible]

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