

Der Zielkonflikt als strategisches Dreieck

Klaus Spremann

1 Zu diesem Buch

Lebensversicherungen und Einrichtungen für die institutionelle Altersvorsorge sind durch die abträglichen Entwicklungen an den Kapitalmärkten bei praktisch unverändert gebliebenen Leistungszusagen in arge Bedrängnis geraten. Die Branche als Ganzes befindet sich in einem Umbruch. In dieser Situation muss sie ihre Strategie für die Zukunft genau abstimmen, um einen dramatischen *Zielkonflikt* zu bewältigen, der die gesamte Industrie vor drei wesentliche Herausforderungen stellt:

- Jedes Institut muss Werte schaffen, das Kapital langfristig sichern und Reserven stärken. Werte und Reserven sind nicht nur für Aktionäre wichtig, sondern letztlich auch für Mitarbeiter und Kunden. Welcher Mitarbeiter oder Kunde wollte bei einer Institution bleiben, deren finanzieller Spielraum immer enger wird? Werte zu schaffen und Reserven zu stärken verlangt indes- sen entsprechende Erträge, die letztlich aus den Kapitalanlagen erwirtschaftet werden müssen.
- „Wer wagt gewinnt“, weiß der Volksmund – und an den Finanzmärkten kann nur derjenige hohe Renditen erwarten, der entsprechende Risiken eingeht. Hohe Risiken, jenseits der Tragfähigkeit der Einrichtung, gefährden aber langfristig die Existenz. Ein zweites Ziel der Versorgungsträger ist daher, die Risiken so zu managen und dabei auch zu begrenzen, dass die Existenz und die Funktionsweise der langfristig angelegten Versorgung gesichert bleiben. Diese Risikobegrenzung lässt aber die Kapitalerträge nicht in den Himmel wachsen, alles muss knapper kalkuliert werden. Risiken zu managen, heißt allerdings nicht, dass die Institution nicht mehr bewusst einzelne Exposures eingehen könnte. Doch die Risikotragfähigkeit der Institution muss effizient, also haushälterisch, eingesetzt werden. Das verlangt ein integriertes Risiko- management, eine tiefe Kenntnis auch der Feinheiten der Risiken von Asset- Klassen wie Bonds, Aktien, Immobilien, Krediten, Hedge Funds sowie eine überlegene Politik des Risikotransfers und der Kapitalallokation.
- Es müssen Kunden gewonnen werden, und das setzt unter anderem voraus, dass immer wieder „gute“ Leistungen geboten, also Mittel ausgezahlt wer- den.

Die gut geführte Institution soll also wegen der Erfordernis, die Risiken zu managen und letztlich zu begrenzen, mit geringen Erträgen zurechtkommen – im Vergleich zur Vergangenheit der goldenen Jahre an den Kapitalmärkten – und sie soll diese ohnehin schon geringen Erträge einerseits thesaurieren, Reserven bilden und die Risikotragfähigkeit stärken und andererseits immer wieder Leistungen an ihre Kunden ausschütten. Das geht, wie man so sagt, nicht unter einen Hut. Wer hohe Leistungen ausschüttet und damit heutige Kunden befriedigt, lässt die Gesellschaft ausbluten, vernichtet ihre Risikotragfähigkeit, schwächt ihre finanzielle Solidität und gefährdet zukünftige Leistungen. Wer (zu) hohe Risiken eingeht, setzt zunächst die Garantien und dann die langfristige Existenz der Gesellschaft aufs Spiel. Wer alle Mittel thesauriert, verliert seine Kunden.

Angesichts der hohen volkswirtschaftlichen Bedeutung der Versicherungen und der kapitalgebundenen Altersvorsorge mag verwundern, dass die Menschen im Alltag diesen Zielkonflikt verdrängen. Niemand nimmt den Zielkonflikt wahr; und gelegentlich scheint es, dass auch die politische Ebene die Versicherungen als Kühe betrachtet, die auf lange Sicht Milch geben, selbst wenn die Weide ausgedörrt ist.

Die Menschen unsrer Zeit wünschen sich natürlich gesunde und wachsende Einrichtungen – denn welcher Mitarbeiter oder Kunde bliebe schon gern bei einer Unternehmung, deren fallender Börsenkurs eine geringere finanzielle Solidität signalisiert. Andererseits hofft die Gesellschaft als Ganzes und die Politik, dass die Versicherungsunternehmen nur Geldmarktanlagen tätigen und nur Bonds mit einem AAA-Rating, damit es da „nicht auch noch Probleme gibt“. Zugleich erwarten alle munter eine Rendite, die der eines Aktienportfolios entspricht. Kunden möchten zusätzlich zur Beteiligung an möglichst hohen Überschüssen noch einen garantierten Mindestzins, ungeachtet der Situation an den Kapitalmärkten.

Dieses strategische Dreieck – Werte schaffen, Risiken managen, Kunden gewinnen – wird überlagert von der Volatilität der Börsen sowie der Rentenmärkte, der Malaise im Immobilienbereich und den Lockrufen der Hedge Funds. Die Geschäftsplanung ist in diesem Umfeld angesichts des Zielkonflikts deutlich schwieriger geworden. Früher gab es saftige Kapitalmarktrenditen und gute Margen, da ließ der Zielkonflikt noch viel Freiraum und gab Beweglichkeit. Die genaue Steuerung eines Autos ist nicht so wichtig, wenn die Straße sehr breit ist und geradeaus führt. Doch mittlerweile haben sich die Renditen an den Finanzmärkten verändert: Das Zinsniveau ist deutlich zurückgegangen, mit den einst sehr hohen Aktienrenditen ist heute nicht mehr zu rechnen; und wer mietet in einer nur schwach wachsenden Wirtschaft Immobilien? Auch die früheren Margen sind mit dem härteren Wettbewerb (Deregulierung) passé. Die Straße ist sehr eng geworden und führt durch überraschend kurvenreiches Gelände. Hier ist eine ganz genaue und auf die richtige Basis eingestellte Steuerung der Geschäfte verlangt, um ohne Karambolagen und Blessuren durch dieses Terrain kommen. Erfahrungen und Faustformeln aus der Vergangenheit sind heute zu grob und zu distanziert vom Gelände. Auch der früher bei der Strategiefestlegung und Geschäftsplanung

vorherrschende Blick auf die Bilanz, kombiniert mit einer aktuarischen Kalkulation der versicherten Risiken, genügt inzwischen nicht mehr, ja kann sogar fehl leiten. Denn weder durch „Vorgaben des Vorstands“ noch durch ihre „Bilanzen“ kann sich eine Institution am Kapitalmarkt vorbei mogeln.

Verlangt ist eine kapitalmarktbasierte Neuerfindung der Versicherung und der kapitalgedeckten Altersvorsorge. Gemeint ist eine Neufindung der Grundlagen für die Strategiefestlegung und Geschäftsplanung dieser Institutionen im Spannungsfeld der drei Imperative: Werte schaffen, Risiken managen, Kunden gewinnen.

Dreißig Autoren haben sich gefunden, um Grundelemente und Bausteine einer kapitalmarktbasierten Versicherung darzustellen und zusammenzufügen. Dazu war keine Innovation der ersten Stunde verlangt: Das in diesem Buch Gezeigte ist State-of-the-Art und trotz seiner Aktualität längst nicht mehr nur Idee, sondern mittlerweile bewährt. Denn in der letzten Dekade sind zahlreiche Einzelarbeiten zum *Wertmanagement*, zum *Risikomanagement* und zum *Kundenmanagement* entstanden. Die meisten dieser Einzelarbeiten bezogen sich auf Banken, die schon vor einigen Jahren schmerzlich erkennen mussten, dass sie ihre Geschäfte nicht am Kapitalmarkt vorbei führen können. Sie und andere Institutionelle verwenden inzwischen ausgereifte Instrumente, um ihre Strategie in Übereinstimmung mit den Märkten zu definieren und die Performance am Markt zu messen. Was jedoch bislang fehlte und heute auf Grund der erwähnten Vorarbeiten in ausgereifter Weise möglich ist, kann als „Lehre der finanzmarktbasierten Versicherung“ bezeichnet werden.

Eine solche Lehre bietet dieses Buch. Es ist ein Angebot, sich über die neue Denkweise zu orientieren, über die Ansätze und Instrumente der kapitalmarktbasierten Führung von Versicherungen. Gleichzeitig haben sich die dreißig Autoren gefunden, mit diesem Buch Peter Gessner (*1939) zu ehren, einen Pionier auf dem Gebiet des Versicherungswesens, der stets Praxis und Wissenschaft kraftvoll verbindet. Bereits vor Jahrzehnten, als die Welt noch in Ordnung war, hat Peter Gessner die Notwendigkeit für Versicherungen erkannt, sich dem Wandel zu stellen.

Damit unterbreiten die Autoren ihre Offerte zunächst dem obersten Management der Versicherungsunternehmen und anderer Einrichtungen der Altersvorsorge. Sie orientieren über die neue Perspektive der kapitalmarktbasierten Führung von Versicherungen und zeigen, dass es Wege gibt, auf denen diese Institutionen zu einer dauerhaften und erfolgreichen Existenz gelangen. Doch die Unternehmen und Einrichtungen müssen dazu die entsprechenden, in diesem Buch dargestellten Instrumente auch wirklich einführen.

Sodann wendet sich dieser Band – wie eine Lehre der finanzmarktbasierten Versicherung – an die Studierenden unserer Hochschulen in den Bereichen Finanzwirtschaft, Bank und Versicherung, institutionelle Altersvorsorge. Es legt in Grundzügen dar, wie diese für unsere Gesellschaft so wichtigen Einrichtungen in Zukunft

strategisch und operativ planen, wie sie gestaltet sind, und wie sich der Zusammenhang zwischen Märkten und Institutionen auswirkt.

2 Das strategische Dreieck

Über Jahrzehnte hinweg waren Versicherungsunternehmen der Stolz der Börse, von ihrer Kundschaft geschätzt und vom Staat heimlich beneidet, weil sie auf prospere Weise die *volkswirtschaftlich wichtige Funktion der Altersvorsorge* mit ihrer privaten Säule stützten.

2.1 Alles kam zusammen

Doch die Lebensversicherungen und andere Einrichtungen der kapitalgedeckten Vorsorge sind jüngst in Bedrängnis, teils sogar in eine Krise geraten. Im Umfeld sind mehrere abträgliche Veränderungen zeitlich zusammengefallen und haben die Bedingungen für kapitalgedeckte Formen der Altersvorsorge dramatisch verändert.

2.1.1 Entfaltung der Finanzmärkte

Zunächst haben sich in den letzten Jahrzehnten die Finanzmärkte auch in Europa stark *entfaltet*; und keine Unternehmung (nicht einmal eine Familienunternehmung) kann heute noch eine Strategie einschlagen, die an den Kapitalmärkten vorbeinge. Das war früher noch anders, als Reserven, Margen und ein konservatives Verhalten aller Beteiligten es den Versicherungen – wie übrigens auch anderen Unternehmungen – gestattete, ohne besondere Rücksicht auf das Marktgeschehen nach eigener Vorstellung Systeme und Produkte zu etablieren und auf Dauer zu sichern. Doch Märkte sind *unerbittlich* (weil es die Marktteilnehmer ebenfalls sind) und sie disziplinieren die Unternehmen heute recht deutlich: *Nur solche Systeme, Produkte und Strategien haben die Chance auf eine nachhaltige Existenz, deren Kalkulationen und wirtschaftliche Projektierungen die im Markt gebildeten Relationen zwischen Rendite und Risiko erfüllen.* Kurz gesagt: Versicherungen können ihre Strategien und Geschäftspläne nur noch unter jenen auswählen, die dem Kapitalmarkt entsprechen.

Dabei geht es nicht darum, ob sich die Menschen *wünschen*, dass das gesamte Wirtschaftsleben nur noch „vom Kapital bestimmt“ wird. Die gezeichnete Entwicklung ist *unausweichlich*, denn das Kapital ist *beweglich*. Wenn eine Unternehmung ihre Investoren verliert, verschwinden bald auch Mitarbeiter und Kunden. Der Markt lässt uns keine andere Wahl, als uns marktkonform zu verhalten. Allerdings besteht auch nicht die Option, den Markt abzuschaffen oder heimlich zu behindern. Denn dann ginge in erheblichem Umfang Wohlfahrt verloren.

Der Test, ob Strategien dem Kapitalmarkt entsprechen, wird bestanden, wenn ein Investor oder eine Person (die rational in Renditen rechnet) praktisch indifferent ist zwischen der Entscheidung, eine Aktie eines Versicherungsunternehmens zu kaufen (und mit anderen Instrumenten zu kombinieren) oder eben ein Produkt, eine Police dieser Gesellschaft, zu erwerben. Diese simple Betrachtung verlangt ganz andere Kalkulationen innerhalb des Versicherungsunternehmens. Hier geht es nicht um Aktuarwissenschaft im Sinn der mathematischen Kalkulation der versicherten Risiken. Notwendig ist eine Kalkulation aus Sicht der grundlegenden, in Finanzmärkten geltenden Zusammenhänge zwischen Rendite und Risiko. Diese neue Form von Kalkulation wird auch wenig durch Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz unterstützt, weshalb traditionelle Planungsinstrumente in ihrer Aussagekraft heute relativiert sind.

2.1.2 Deregulierung

Sodann wurden – praktisch zeitgleich, und die eine Strömung im Wirtschaftsleben und in der Gesellschaft nährt die andere – Versicherungen *dereguliert*. Der Wettbewerb um Kunden hat in den letzten Jahren an Schärfe zugenommen. Übrigens ist nicht der „Markt“ hart, sondern die Kunden sind es – und mit ihnen und für sie die Verbraucherverbände. Sie vergleichen, wählen aus, lassen sich beraten, und selbstverständlich bestehen sie weiterhin auf einer Mindestverzinsung oder wenigstens einen Schutz der eingezahlten Gelder – ungeachtet der drei Fragen, was eine solche Garantie in Finanzmärkten kostet, ob es überhaupt geeignete Instrumente gibt (etwa über Jahrzehnte laufende Optionen), die einen solchen Schutz zu replizieren gestatten und – wenn ja, wie die Kehrseite der Medaille aussieht und welche Konsequenzen sich für die Stabilität des Finanzsystems ergeben.

Zudem wünschen die Kunden verschiedene Wahlmöglichkeiten (Optionen), wie Storno oder Verlängerung im Verlauf der langfristigen Verträge, und es stellen sich heute in der Kalkulation komplexe Abwägungen zwischen den (finanzmarkttheoretischen) Kosten solcher Wahlmöglichkeiten und der tatsächlich damit für Kunden verbundenen Wohlfahrt.

2.1.3 Rückbildung des Zinsniveaus

Der Hauptpunkt des verlangten Kapitalschutzes und der Mindestverzinsung jedoch ist, dass sich im letzten Jahrzehnt die Inflationsrate und mit ihr das Zinsniveau überall stark zurückgebildet haben. Die weitere Öffnung der Weltwirtschaft bringt es mit sich, dass die Produktion von Gütern in Länder mit geringeren Produktionskosten abwandert und daher für lange Zeit das Preisniveau für Produkte einem internationalen Wettbewerbsdruck ausgesetzt ist. Das spricht gegen Vermutungen höherer Inflation und höherer Zinsniveaus. Auf Grund der Situation der Weltwirtschaft darf keine Rückkehr zu jenen paradiesischen Zuständen erwartet werden, in denen deutsche Renten mit 8% Rendite so viel abwarfen wie ein weltweit diversifiziertes Aktienportfolio.

Doch wie kann Kunden Versicherungsschutz geboten werden, eine günstige Verwaltung angelegter Gelder, Betreuung und Beratung, eine Mindestgarantie für die Rendite und schließlich diverse Wahlmöglichkeiten, wenn die Anlagerendite an den Kapitalmärkten die vom Kunden gewünschte Garantieverzinsung kaum übertrifft?

In der eigentlich nicht besonders tief schürfenden Erkenntnis (auch wenn sie von der Öffentlichkeit gern negiert wurde), dass diese beiden Entwicklungen – hin zur kapitalmarktbasierten Strategie, mehr Wettbewerb im Kundengeschäft und Garantien bei sich zurückbildenden Renditen im Rentenmarkt – keinen gemeinsamen Nenner haben, leuchtete hier und da in den Instituten wie ein Irrlicht im Moor die Versuchung, eine höhere Renditeerwartung mit mehr Risiken zu erkaufen. Doch eine höhere Renditeerwartung bedeutet nicht, dass die dann *realisierte* Rendite höher ausfällt. Die Instrumente zur Risikokontrolle, auch die Ansätze des integrierten Risikomanagements, waren noch vor einigen Jahren zu elementar und zu sehr an den einfachen Vorstellungen der von Harry Markowitz um 1955 geschaffenen Portfoliotheorie orientiert. Inzwischen sind die wissenschaftlich fundierten Mess- und Steuerungsmethoden für das Risiko in Finanzinstitutionen, die Assets und Liabilities integriert managen – der frühere Begriff der Aktiv-Passiv-Steuerung ist zu sehr auf die Bilanz bezogen – weiter entwickelt.

2.1.4 Risiken kontrolliert eingehen

Die Devise lautet indessen nicht, Risiken gänzlich zu meiden. Paulo Coelho lässt eine seiner Romanfiguren sagen: „Das Schiff ist am sichersten im Hafen, doch dafür ist es nicht gebaut.“ Die Passagiere werden sich einem Schiff gern für eine längere Reise anvertrauen, wenn dieses die Kraft hat, Wind und Wellen zu trotzen und wenn es moderne Navigationsinstrumente gibt. Selbstverständlich, und das ist ein wichtiger Punkt, muss die Besatzung die Funktionsweise der Instrumente verstehen. Ruder und Maschinenraum müssen dem folgen, was die Instrumente sagen. So lautet die Forderung an die Versicherungsunternehmen, kapitalmarktbasierte Steuerungsinstrumente wirklich zu übernehmen und zu akzeptieren. Die Strategie und das Monitoring der Geschäfte müssen auf einem State-of-the-Art-Risikomanagement basieren. Das Risikomanagement darf nicht als Alibi-Übung an eine Fachabteilung delegiert werden. Es muss zur Grundlage der Planung und Navigation werden.

2.2 Wie den zukünftigen Weg festlegen?

So ist heute für Versicherungen die nicht leichte Aufgabe entstanden, drei Ziele zu verfolgen:

- 1) *Werte schaffen*: Einschlagen einer Strategie, bei der die Unternehmung nachhaltig in marktgerechter Weise für ihre Investoren und Risikokapitalgeber rentiert. Wenn es hier nicht gelingt, attraktiv zu sein, verschwinden nicht nur

die Kapitalgeber und der Börsenkurs verfällt. Mitarbeiter und mit ihnen das Wissen gehen verloren, denn niemand möchte bei einer Unternehmung arbeiten, deren Schicksal ungewiss ist, weil sie in einen finanziellen Engpass geraten ist. Und es gibt wohl keinen Kunden, der sein Geld einer Firma anvertraut, die Investoren und Mitarbeiter bereits verlassen.

- 2) *Risiken managen*: Navigation in Finanzmärkten, auch die Planung einer langfristigen Reiseroute, darf nicht mehr anhand intuitiver Daumenregeln erfolgen. Die engeren Margen im Wettbewerb, die Komplexität der Produkte, die Verzahnung von Leistungen und Asset-Management lassen nur einen feinen Weg zum Licht. Mit alten Formeln kommt die Versicherung nicht durch die Enge hindurch. Moderne Instrumente bringen es mit sich, dass sie im Innern komplex und studiert sind. Das heißt, dass es im Risikomanagement ohne Mathematik nicht geht. Doch keine Angst – in diesem Buch soll die Führungspersönlichkeit nicht zum Mathematiker mutieren – das ist nicht ihre Rolle in einer arbeitsteiligen Welt, die Verantwortung und Beurteilungsvermögen von technischen Funktionen trennt. Doch die Führung soll sich orientieren können, gerade um urteilen und bewerten zu können. Dazu muss sie einen Blick in die grundlegenden Denkweisen im modernen Risikomanagement werfen.
- 3) *Kunden gewinnen*: Hier ist das Primat darin zu sehen, was Kunden wirklich Nutzen bringt, was Beratung bedeutet, wie moderne Vertriebswege aussehen. Alles Wünschenswerte muss den (finanzmarktorientierten) Kosten gegenübergestellt werden, diese Leistungen anzubieten. Dabei gibt es viele Feinabstimmungen: etwa die, wie werbende Beispielrechnungen behandelt werden sollen, die Leistungen in Aussicht stellen und Erwartungen wecken. Oder sollte sich eine Institution auf den Mindestzins zurückziehen? Gleichermaßen gibt es Abwägungen zwischen Gegenwart und Zukunft. Heutige Leistungen reduzieren jene Reserven, die beim Tragen von Risiken eine wichtige Funktion für die Rendite haben und zukünftige Beteiligungen zu Gunsten der Kunden erwarten lassen.

Alle drei Ziele sind wichtig, doch offensichtlich ziehen sie die Strategie und die Planung in verschiedene Richtungen. Wer Kunden gewinnen will, denkt vielleicht an Akquisitionen, um einen breiten Finanzkonzern zu schmieden; doch alle Untersuchungen sprechen vom Wertverlust, der regelmäßig mit einer Verschmelzung verbunden ist. Das Risikomanagement, für sich allein betrachtet, kann leicht in einen technokratischen Führungsstil münden, bei dem das Anliegen, nachhaltige Werte zu schaffen und dabei auch Mitarbeiter und ihr Wissen für eine verstetigte Politik zu gewinnen, auf der Strecke bleibt. Und selbstverständlich war es immer schon eine Thematik, welcher Teil der Überschüsse der Unternehmung entzogen werden soll, um Kundenwünsche zu erfüllen, und wann das geschehen soll. In diesem Sinn spannen die drei Ziele – Werte schaffen, Risiken managen, Kunden gewinnen – ein Dreieck auf: Sie liegen gewiss nicht auf einer Linie. Ähnlich wie

bei den gesamtwirtschaftlichen Zielsetzungen darf dieses Dreieck der Strategiebestimmung deshalb als „magisch“ bezeichnet werden.

Gibt es eine Lösung? Oder anders formuliert – können die drei Ziele gleichzeitig mit einem jeweils akzeptablen, vielleicht sogar hinreichend guten Grad erreicht werden? Die Antwort lautet *ja*. Mehr noch, es gibt sogar eine Vielzahl von Lösungen oder von „zulässigen“ Strategien. Doch die Bestimmung dieser Strategien im strategischen Dreieck verlangt, die *kapitalmarktbasierte Sicht zum Primat* zu erheben und durch *moderne Navigationsinstrumente* in der Praxis zu leben.

3 Inhaltlicher Aufbau dieses Readers

Alle Autoren haben sich der integrierten Sicht des strategischen Dreiecks – Werte schaffen, Risiken managen, Kunden gewinnen – verpflichtet. Indessen haben sie *Schwerpunkte* gesetzt, um die Gesamthematik differenziert zu entfalten. Diese Schwerpunkte, die in jedem Beitrag gesetzt werden, erlauben es, das Buch in drei Hauptteilen zu betrachten. Der erste Teil betont das Ziel, *Werte* zu schaffen, der zweite Teil betont das *Risiko* und der dritte Teil setzt sich mit den *Kunden* auseinander. Nochmals sei hervorgehoben: Jeder Beitrag trägt die drei strategischen Richtungen in sich, und doch wird dann die eine oder andere vertieft angegangen. Deshalb wäre der Versuch einer strengen Trennung nicht angemessen. Nur weil es den schnellen Überblick erleichtert, wurden die Einzelbeiträge gruppiert.

3.1 Werte schaffen

Das Buch lenkt nach dieser Einführung und der Laudatio „Peter Gessner – ein Pionier des Versicherungswesens“ den Blick zunächst auf das erste strategische Ziel, Werte zu erhalten und zu schaffen.

- Burkhard Schwenker (Sprecher von Roland Berger Strategy Consultants) eröffnet mit dem Imperativ „Versicherungen zu Werten führen“. Er argumentiert, dass alle Bausteine eines Wertmanagement-Systems, wie etwa das wertorientierte Portfolio-Management und eine an Wertsteigerung ausgerichtete Organisationsstruktur, *integriert* werden müssen. Ein Unternehmen muss nicht nur auf Grund seiner Struktur wachsen können, es muss auch wachstumsbereit sein, und der dies begünstigende mentale Prozess fordert herausragende *Führung*. Nach der Präsentation der generell gültigen Ergebnisse einer von Roland Berger Strategy Consultants durchgeführten Querschnittsuntersuchung geht Schwenker detailliert auf Versicherungsunternehmen ein. Auch hier gibt er konkrete *Empfehlungen* für Maßnahmen und belegt ihre *Wirksamkeit*.
- Die Frage, wie Wertschaffung genau zu messen ist, beantworten Stefan Rapp und Erik Rederer (beide Allianz) in ihrer Darstellung „Wertorientierte Steuer-

rungsansätze in Versicherungsunternehmen“. Rapp und Rederer betonen die Messungen der Performance mit dem *Economic Value Added* (EVA) und dem *Embedded Value*, zeigen die Eigenschaften dieser beiden Größen und begründen, weshalb EVA in der Sachversicherung, dem Embedded Value hingegen in der Lebensversicherung der Vorzug gehört.

- In der Wissensgesellschaft hängt die Schaffung von Werten primär vom Wissenskapital, seiner Pflege und seinem Einsatz ab. Oliver P. Pfeil (Deutsche Bank) beginnt in „Intellektuelles Kapital – ein Modell zum Management immaterieller Werte“ mit dem Versagen der Management-Tools von gestern (die sich auf die Betrachtung des Sachvermögens beschränken). Pfeil klassifiziert das Intellektuelle Kapital, entwickelt Performance-Indikatoren und rückt die *Balanced Scorecard* von Winterthur und den *Navigator* von Skandia in den Mittelpunkt.

3.2 Risiken managen

Risikomanagement, so wurde früh erkannt, muss integriert erfolgen und ist daher in jedem Unternehmen an zentraler und hoher Stelle anzusiedeln. Insbesondere dürfen das Vermögen und die Verpflichtungen nicht separat behandelt werden. Die erste Aufgabe, die im Zusammenhang mit dem Risikomanagement steht, verlangt daher die simultane Betrachtung von Assets und Liabilities.

- Die Gesamthematik eröffnet Markus Faulhaber (Allianz Lebensversicherung) mit „Risikosteuerung in Lebensversicherungsunternehmen“. Er geht der Entwicklung der Aufgaben des Verantwortlichen Aktuars in den letzten zehn Jahren nach. Die Herausforderungen sind gewachsen, zum einen durch die Deregulierung, zum anderen durch die Veränderungen der Kapitalmärkte. Faulhaber betont die Notwendigkeit, die Risiken der Kapitalanlagen und der Verpflichtungen *gemeinsam* zu bewerten und durch die Risikosteuerung das benötigte Risikokapital und die vorhandenen Eigenmittel des Unternehmens in der *Balance* zu halten.

Assets und Liabilities managen

- Hans-Joachim Zwiesler (Universität Ulm) zeichnet in „Asset-Liability-Management“ (ALM) den Weg der Versicherung von der alten Planungsrechnung zum Risikomanagement, das Vermögen und Leistungsverpflichtungen *integriert*. Nach Vorläufern des ALM gibt es mittlerweile verschiedene Spielarten, doch Zwiesler erläutert die gemeinsame *Grundlage* aller heute gebräuchlichen Ansätze zum ALM.
- Besonders für Renten oder eben den Fixed-Income-Bereich ist seit der ersten Einführung durch MacCauley die Duration immer mehr zur wichtigsten Orientierungsgröße für das Exposure gegenüber Zinsrisiken geworden. Sönke Jost Siemßen (WestLB Asset Management) widmet sich der „Durationsteuerung

als integraler Bestandteil des Asset-Liability-Managements“. Innerhalb eines integrierten Risikomodells ist die Duration ein *eigenständiger Risikofaktor* und erfüllt die daran geknüpften Anforderungen. Sodann präsentiert Siemßen die sich heute bietenden *Prognosemodelle*, und in der Tat ist die *taktische Asset Allocation* an den Bond-Märkten erfolgreich.

- Marco Brück (Bâloise Asset Management) widmet sich in seinem Text „Asset-Management und neue aufsichtsrechtliche Standards für die Lebensversicherung“ dem Zusammenhang zwischen dem Portfoliomanagement, also den Risiken der Vermögensanlage, und der Aufsicht. Diese wichtige Thematik stellt Brück nicht nur dar, vielmehr gibt er konkrete *Empfehlungen*. Sie münden letztlich in der Erfordernis, die Anlagen der Versicherung *neu zu strukturieren*.
- In Finanzmärkten lassen sich Risiken und damit verwandte Größen, etwa Korrelationen, wesentlich genauer bestimmen als Renditeerwartungen. Wir wissen daher über die Risikoeigenschaften verschiedener Asset-Klassen genau Bescheid. Die neuen Erkenntnisse sagen zum Beispiel, dass die *Korrelationen in Abschwungphasen* (Bear Market) *andere sind als im Aufschwung* (Bull Market) – ein Phänomen, das als *Decoupling* bezeichnet wird. Pascal Gantenbein und der Herausgeber (beide Universität St. Gallen – HSG) betrachten die Allokation aus Bonds verschiedener Währungsgebiete und Kombinationen aus Bonds und Aktien. Verfolgt der Investor das Ziel des Kapitalschutzes (Protection-Management), so müssen für die Portfolioselektion jene Korrelationen herangezogen werden, die für Bear Markets herausgefunden werden, und nicht die durchschnittlichen Korrelationskoeffizienten.

Die Risiken von Asset-Klassen genauer beurteilen

Generell ist das heute verfügbare, empirisch begründete Wissen über das Risikoverhalten der einzelnen Asset-Klassen Voraussetzung für den immer wieder gestellten Anspruch „know your risks“. Die wichtigsten Asset-Klassen für Versicherungen sind neben *Bonds* – die bereits in den Beiträgen über die Duration und über das Protection-Management behandelt wurden – *Aktien*, *Immobilien*, *Hedge Funds* und *Kredite*.

- Der Herausgeber dieses Bandes geht in „Rendite und Wirtschaftsentwicklung“ der nicht so oft hinterfragten Vorstellung nach, dass die Aktienrenditen die Wirtschaftsentwicklung widerspiegeln.
- Sodann betrachtet Niklas Wagner (TU München) in „Aktienmarktrisiko im Wandel der Zeit“ explizit die *Volatilität* und untersucht das untere *Verteilungs-ende* am Beispiel des deutschen Aktienmarktes. Wagner begründet, dass im Verlauf der Zeit die normale Schwankungsbreite (das traditionelle Risiko) für Aktien zwar zugenommen hat, aber das *Downside-Risk* stabil geblieben ist.
- Immobilien: Welche Versicherung hätte nicht, besonders in früheren Jahren, stets auf diese Asset-Klasse gesetzt und wäre inzwischen nicht den Sirenen-

klängen des Outsourcing verfallen? Pascal Gantenbein (Universität St. Gallen – HSG) geht dem nach und liefert die Resultate umfangreicher empirischer Datenstudien. Seine Darstellung räumt mit hergebrachten Vorstellungen über die Rendite von Immobilien auf. Einer seiner Punkte: Immobilien bieten *keinen wirksamen Schutz gegen Inflation*, was für Versicherungen mit Teuerungsanpassung der Leistung wichtig ist.

- Hedge Funds: Hubert Dichtl und Christian Schlenger (beide alpha portfolio advisors) analysieren in „Hedge Funds – Rendite- und Risikopotenzial für Versicherungsunternehmen“ diese moderne Klasse von Anlageinstrumenten. Ihre differenzierte Untersuchung rät zur Vorsicht: Auf Grund der bisher berichteten Renditen wirken Hedge Funds interessant. Doch die historische Durchschnittsrendite *überschätzt* auf Grund der stochastischen Eigenschaften von Hedge Funds tendenziell die (wahre) erwartete Rendite, wogegen die wahre Streuung von Hedge Funds durch die empirische Volatilität eher *unterschätzt* wird. Dichtl und Schlenger gelangen daher zu dem Schluss, dass (denkbare) erhöhte *Ausfallrisiken* von Hedge Funds vielfach *übersehen* werden.
- Versicherungen haben als Kapitalanleger stets auch *Kredite* gegeben. Doch wie sollte ein Kredit, ein an eine Unternehmung gegebener Kredit bewertet werden? Antje Henne und Peter Reichling (beide Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg) vergleichen: „Kreditbewertung: optionspreistheoretischer versus ratingbasierter Ansatz“. Sie gehen auf die Faktoren ein, die einmal für den *Optionsansatz*, ein andermal für das *Rating* sprechen. Henne und Reichling schlagen eine interessante Brücke zwischen beiden Ansätzen: Der Optionsansatz basiert auf der Volatilität, das Rating auf der Ausfallwahrscheinlichkeit.

Die Allokation der Risiken muss effizient werden

Als dritte Aufgabe innerhalb des Imperativs, Risiken zu managen, wendet sich das Buch der effizienten Verwendung der (begrenzten) Risikotragfähigkeit zu. Hierbei ist die Rückversicherung einzubeziehen, die Kapitalallokation innerhalb eines divisionalen Versicherungskonzerns sowie das Design der Versicherungsverträge. Diesen drei Richtungen innerhalb der genannten Aufgabe widmen sich Zietsch, Kassberger/Kiesel, sodann Bamberg/Dorfleitner/Glaab sowie Garschhammer/Zagst.

- Zu allen Zeiten war ein einzelnes Versicherungsunternehmen nie auf sich ganz allein gestellt: Die Rückversicherung gestattet den gleichsam globalen Risikoausgleich. Dietmar Zietsch (Vorsitzender des Vorstandes der SCOR Deutschland) erläutert in „Rückversicherung als Instrument des Financial Engineering“ neue Deckungskonzepte, die in der heutigen Zeit besser den Absicherungsbedürfnissen der Kunden entsprechen als der traditionelle Risikotransfer. Zietsch belegt, wie die Idee des „Ausgleichs im Kollektiv“ zu erweiterten Deckungs-

formen führt, bei denen der Kollektivgedanke in den Hintergrund tritt. Das *Financial Engineering* tritt mit Instrumenten wie *Derivaten* an seine Stelle, und die neuen Konzepte des Risikoausgleichs strahlen auf die Produktgestaltung aus.

- Stefan Kassberger und Rüdiger Kiesel (beide Universität Ulm) stellen sich die Entdecker der analytischen Formel für den Preis eines Calls, Fischer Black und Myron Scholes, als Aktuare vor und behandeln „Anwendungen der Optionspreistheorie in der Lebensversicherungsmathematik“. Diese Anwendungen gestatten neben einer generellen Solvency-Analyse vor allem die *Bewertung von Lebensversicherungsprodukten* mit unterschiedlichem Design. Kassberger und Kiesel zeigen in Grundzügen, wie komplexe Risiken *zerlegt* werden können, sodass die Komponenten bewertet und faire Prämien für die Übernahme der komplexen Risiken gefunden werden. Ihr Beitrag zeigt die Grundlagen der *kapitalmarktbasierten Kalkulation von Produkten*.
- Günter Bamberg, Gregor Dorfleitner (beide Universität Augsburg) und Holger Glaab (Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft) wenden sich der *Allokation von Kapital* auf die einzelnen Teile oder *Sparten* eines größeren Versicherungsunternehmens zu. Diese Zuweisung von Kapital soll eine effiziente Ausschöpfung der insgesamt gegebenen Risikotragfähigkeit gestatten. Wie schon in anderen Beiträgen betont, ist für Versicherungen die Semivarianz (als Maß für das Downside-Risk) wichtiger als die Varianz. Bamberg, Dorfleitner und Glaab zeigen, dass deshalb die Diversifikation ebenso wie die Kapitalallokation auf der Co-Semivarianz beruhen muss und wie die entsprechenden Ansätze in der Praxis eingesetzt werden können. So der Titel: „Risikobasierte Kapitalallokation in Versicherungsunternehmen unter Verwendung des Co-Semivarianz-Prinzips“.
- Auch Claudia Garschhammer und Rudi Zagst (beide TU München) widmen sich der Allokation von Risikotragfähigkeit. Sie entwickeln „Ein stochastisches Modell zur Ertragsoptimierung bei Versicherungen“. Dieser Ansatz geht von einem Zusammenhang aus, der zwischen dem Gewinn eines Versicherungsunternehmens und seinem Kapitalbedarf besteht, der als Schadenreserve fungiert. Garschhammer und Zagst können so Aussagen über das *optimale Unternehmensportfolio* treffen.

3.3 Kunden gewinnen

Damit wird es Zeit, dass sich die Leserinnen und Leser vom Ziel, Risiken zu managen, dem Ziel der Gewinnung von Kunden zuwenden. Zu diesem dritten Ziel im strategischen Dreieck bietet das Buch vier Beiträge. Sie befassen sich mit Point-of-Sale-Systemen, mit Produktvarianten (Restschuldversicherung), dem Allfinanz-Gedanken und werfen einen Blick in die Entwicklungen in den USA.

- Thomas Eichelmann und Christoph Winter (Roland Berger Strategy Consul-

tants) weisen mit ihrer Untersuchung „Erhöhung der Profitabilität bei Versicherungsunternehmen durch Point-of-Sale (POS)- Systeme“ den Weg zur effizienten Anbindung des Vertriebs. Hierzu müssen Beratung, Angebotserstellung, Abschluss sowie Verwaltung und Schadenbearbeitung IT-Unterstützung erhalten. Frontoffice und Backoffice müssen vereinheitlicht und vernetzt werden. So werden die Geschäftsprozesse durchgängig und integriert, Medienbrüche vermieden. Eichelmann und Winter zeigen die strategische Bedeutung der so erreichbaren Kostensenkungen im Innendienst auf, diskutieren die Voraussetzungen für Point-of-Sale-Systeme und stellen die Kosten für die Entwicklung und den Betrieb den Potenzialen gegenüber.

- Beat Bernet sieht eine Renaissance des Gedankens integrierter Finanzdienstleistungen. In „Open Architecture und Allfinanz“ nimmt er eine Analyse der strategischen Erfolgsfaktoren für Allfinanzkooperationen vor und weist nach, dass es vor allem auf die Umsetzung einer *offenen Architektur* ankommt. Bernet favorisiert netzwerkorientierte Allfinanzmodelle, weil nur sie *strategische Flexibilität* bieten, die verlangt ist, weil verschiedene Makro- und Mikrofaktoren immer wieder zu Veränderungen zwingen.
- Kunden zu gewinnen und zu halten verlangt vielfach, die Produkte mit *interessanten Merkmalen* auszustatten. Als ein wichtiges Beispiel behandeln Roland Folz und Jochen Sutor (DaimlerChryslerBank) „Die Restschuldversicherung als Bestandteil moderner Finanzdienstleistungspakete im Privatkundengeschäft“. Hier geht es also um Finanzierungsverträge. Folz und Sutor spüren dem Verhalten von Anbietern und von Kunden nach, nicht immer nach dem ökonomischen Wert dieser Merkmale zu entscheiden.
- Nun wird es Zeit, einen Blick ins Ausland zu werfen und die Erfahrungen anderer Länder sprechen zu lassen. Werner Bonadurer zeichnet die „Entwicklungen der Lebensversicherungsbranche in den USA“ nach. Zunächst geht er auf den *Konsolidierungsprozess* ein, der noch nicht abgeschlossen ist. Dann behandelt Bonadurer *Mehrkanalvertriebsformen* und betont die Bedeutung von Geschäftsmodellen mit hoher „brand awareness“.

3.4 Ideengeschichte

Eine Besonderheit zum Schluss des Buches ist die Geschichte finanzwirtschaftlicher *Ideen*.

- Sie wird nachgezeichnet von Klaus Schredelseker (Universität Innsbruck) in „Finanz- und risikowirtschaftliches Denken in der Betriebswirtschaftslehre“. Schredelseker identifiziert die Ideen mit bekannten Forschern: Irving Fisher (1867-1947), Franco Modigliani (1918-2003), Merton Miller (1923-2000), Harry Markowitz (*1927), James Tobin (1918-2002), William Sharpe (*1934), Louis Bachelier (1870-1946), Paul Samuelson (*1915), Robert Engle (*1942), Eugene Fama (*1939), Friedrich von Hayek (1899-1992), Fischer Black

(1938-1995) und Myron Scholes (*1961), Robert Merton (*1944), Joseph Stiglitz (*1943), George Akerlof (*1940), Michael Spence (*1943), Amos Tversky (1937-1996), Daniel Kahneman (*1934). Wie immer schreibt Schreldseker geistreich und entschädigt mit seiner faszinierenden *Reise durch die Entdeckungen* für so manche Formel, die in den vorhergehenden Beiträgen vielleicht einige Leserinnen und Leser dieses Buches verschreckt hat und verdaut werden muss.

4 Dank

Eine finanzmarktbasierte Neusicht der Versicherungen zu entfalten kann kaum das Werk einer Einzelperson sein. Wir haben schon an der Kurzbeschreibung der Beiträge gesehen, dass die drei Schwerpunkte, *Werte schaffen*, *Risiken managen*, *Kunden gewinnen* den wissenschaftlich geläuterten Blick von Autoren verlangen, die das jeweilige Thema auf Grund ihres Wissens und ihrer Erfahrung auf den Kern bringen und verständlich machen können. Ein solches Werk verlangt schon auf Grund des Arbeitsziels die Bereitschaft von Fachautoren, gerne ihren Part im Gesamtkonzept zu übernehmen. Es ist mir als Herausgeber eine freudig übernommene Pflicht, allen Autoren Dank auszusprechen.

An der Entstehung dieses Werkes haben neben den Autoren weitere Personen mitgearbeitet. Einige haben assistiert, und ich bin hier dem Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen sowie der Universität St. Gallen für die Unterstützung meiner Arbeit dankbar. Andere Personen haben teils ausgesprochen schöpferische Arbeit eingebracht, so Nils Bickhoff (Hamburg), Christian Krys (Düsseldorf), Volker Priebe (Stuttgart), Andrea Wiedemann (München). Der Dank geht auch an den Springer-Verlag, namentlich an Werner A. Müller und Irene Barrios-Kežić, für die Betreuung auch dieses Bandes der vom *Roland Berger Academic Network* herausgegebenen Reihe.

Versicherungen im Umbruch

Werte schaffen, Risiken managen, Kunden gewinnen

Spremann, K. (Hrsg.)

2005, IX, 543 S. 85 Abb., Hardcover

ISBN: 978-3-540-22063-3