

# Die Anwendung des Shareholder Value-Konzeptes zur Steuerung von Versicherungsunternehmen

## Die Steigerung des Unternehmenswertes durch wertorientierte Managementstrategien

Dr. Heiko Buck, Hamburg

In jüngster Zeit erfährt das Shareholder-Value-Konzept in Deutschland zunehmend Beachtung.<sup>1</sup> Aufgrund des steigenden internationalen Wettbewerbs und der Transparenz der Versicherungsmärkte wird insbesondere für börsennotierte Versicherungsunternehmen eine kontinuierlich höhere Performance erwartet. Obwohl das Shareholder-Value-Konzept insbesondere als Lösung für AG-spezifische Performancemaßprobleme konzipiert wurde, ist seine Übertragung auf Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit (VVaG) und öffentlich-rechtliche Versicherungsunternehmen nicht nur möglich, sondern aufgrund der Entwicklungen im Finanzdienstleistungsbereich in Teilbereichen auch zweckmäßig.<sup>2</sup> Denn auch diese Rechtsformen müssen aus Gründen der Sicherung ihrer Unternehmensexistenz nach Gewinn streben.<sup>3</sup> Wesentliche Unterschiede ergeben sich erst auf nachgelagerter Ebene im Hinblick der Gewinnverwendung. Die Gesellschaften untersuchen daher ihr Geschäft (Risiko-, Dienstleistungs- und Kapitalanlagegeschäft), um Effizienzsteigerungen im Sinne einer Unternehmenswertmaximierung realisieren zu können. Aus diesem Grund wird zunehmend versucht, den Shareholder-Value-Ansatz als Leitbild für das Management im Unternehmen zu integrieren („Value Based Management“).

### Ziele des Shareholder-Value-Ansatzes

Das Shareholder-Value-Konzept soll zu einer optimalen unternehmerischen Strategie- und Entscheidungsfindung führen und umfaßt die bestmögliche Ausnutzung der vorhandenen Ressourcen. Es zielt auf eine effiziente Kapitalallokation und soll die Denkweise bzw. das Handeln der Entscheidungsträger in größerem Maße an den Interessen der Anteilseigner ausrichten.

Das wertorientierte Management integriert als Gesamtziel eine Vielzahl bisher verfolgter Teilzielgrößen, wie z. B. Steigerung des Prämienvolumens, Erhöhung des Marktanteils, Reduzierung der Schadenquoten oder Minderung der Betriebskosten. Da diese Einzelziele i. d. R. den Vorteil besitzen, engere Wirkungszusammenhänge zu einzelnen Funktionsbereichen und Managementebenen aufzuweisen, bildet die Operationalisierung des Gesamtzieles des Shareholder Value-orientierten

Managements eine der größten Schwierigkeiten bei der Implementierung in der Praxis. Der Shareholder Value-Ansatz ist ein „Bottom-up-Verfahren“. Der gesamte Unternehmenswert wird über die Summe der Einzelwerte der (vom Unternehmen individuell zu bestimmenden) strategischen Geschäftseinheiten (z. B. Versicherungssparten, Kundensegmente, Distributionswege usw.) ermittelt. Die Integration in die Controlling- und Planungssysteme des Unternehmens kann zunächst als Stand-alone-Rechnung<sup>4</sup>, später ggf. als Modul im Rahmen der mittel- oder langfristigen Planungsrechnung erfolgen.

Die Steigerung des Unternehmenswertes als oberstes Ziel stellt grundsätzlich die Hinwendung zur Gruppe der Unternehmenseigner dar: der Aktionär ist Nutznießer als Empfänger der Dividende sowie bei Kurssteigerungen im Fall eines Verkaufes der Aktien. Formal betrachtet treten die anderen Unternehmensbeteiligten (Stakeholder) in den Hintergrund. Materiell gesehen liegt die Steigerung des Unternehmenswertes jedoch grundsätzlich im Interesse aller Beteiligten, da die künftige Ertragskraft und Wettbewerbsfähigkeit Voraussetzung zur Befriedigung der Stakeholder (Versicherungsnehmer, Mitarbeiter, Rückversicherer, Banken usw.) ist.<sup>5</sup>

### Theoretische Grundlagen des Shareholder-Value-Ansatzes

Da einperiodische Gewinn- oder Renditeziele nur eine geringe Aussagekraft besitzen, ist der Shareholder-Value-Ansatz nicht am kurzfristigen Erfolg, sondern an der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet. Da der buchhalterische Gewinn z. B. aufgrund der im Jahresabschluß ausgenutzten Ansatz- und Bewertungswahlrechte nur begrenzt Auskunft über die tatsächliche Ertragskraft des Unternehmens gibt, werden zur Unternehmensbewertung Zahlungsgrößen (Cash Flows) oder modifizierte Erfolgsströme verwendet. Beide Bewertungsmethoden, das Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) und die Ertragswertmethode, basieren auf demselben Grundkonzept und führen bei entsprechenden Prämissen und Modifikationen zum gleichen Bewertungsergebnis.<sup>6</sup> Sie können daher beide bei sachgerechter Anwendung für den Shareholder Value-Ansatz verwendet werden.

Der Shareholder Value-Ansatz beinhaltet keine grundlegend neuen theoretischen Grundlagen.

Die Kapitalwertmethode, hier in Ausprägung des Ertragswert- und DCF-Verfahrens, als dynamisches Verfahren der Investitionsrechnung ist seit über 30 Jahren fester Bestandteil im Fach Betriebswirtschaftslehre an den Universitäten. Die Vertreter des Shareholder Value-Ansatzes haben die Investitionsrechnung unter Unsicherheit mit der strategischen Planungstheorie und der betriebswirtschaftlichen Kapitaltheorie verbunden. Das Shareholder Value-Konzept wurde nach Veröffentlichung des 1986 erschienenen Buches von Alfred Rappaport „Creating Shareholder Value“ von amerikanischen Unternehmensberatern in die Praxis eingeführt. Anders als viele betriebswirtschaftliche Fachvertreter verstehen sie sehr viel von Marketingstrategien, die es ihnen ermöglichen, ihr Konzept bei Praktikern durchzusetzen.<sup>7</sup>

Die Bewertung eines Unternehmens oder eines Unternehmensteils erfolgt mit Hilfe der bereits erwähnten Kapitalwertmethode. Dazu werden die zukünftigen finanzwirtschaftlichen Überschüsse mittels eines Diskontierungsfaktors auf den Gegenwartswert abgezinst. Der so ermittelte Barwert der zukünftigen Cash Flows oder Erfolgsströme wird als Marktwert des Bewertungsobjektes angesehen.

Der Unternehmenswert wird wie folgt definiert:

$$UW = \sum_{t=1}^n CF_t (1+k)^{-t} + (CF / k) (1+k)^{-n}$$

Der erste Klammerausdruck beschreibt den auf den Gegenwartswert abgezinsten Cash Flow (CF) der Planungsperiode, die zweite Klammer umfaßt den Restwert der folgenden Perioden. Beide Teilgrößen resultieren unmittelbar aus den abgezinsten modifizierten Erfolgsgrößen oder Cash Flows des Unternehmens.

Die Unternehmenswertermittlung erfordert Informationen über Höhe und zeitlichen Anfall der zukünftigen Zahlungsströme sowie Vorstellungen über den zugrunde zu legenden Kalkulationszinssatz.

Als Kapitalisierungszinssatz  $k$  wird (beim sog. „Brutto-Ansatz“)<sup>8</sup> der gewogene Durchschnitt der Kapitalkosten, die „Weighted Average Cost of Capital“ (WACC) angesetzt.<sup>9</sup> Als Gewichtungsfaktoren dienen der Mittelwert der erwarteten Eigen- und Fremdkapitalquote. Die Fremdkapitalkosten werden anhand der Marktzinssätze für Fremdkapital ermittelt. Die Ermittlung der Eigen-

kapitalkosten bei der Discounted Cash Flow-Methode ist i.d.R. auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) gestützt. Das Capital Asset Pricing Model bestimmt die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber, indem es den Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite einer Investition theoretisch erklärt und als Eigenkapitalkosten einen Basiszins zuzüglich eines Risikozuschlags berechnet.

Eigenkapitalrendite = Zins risikoloser Anlage + Risikozuschlag:

$$r_{EKu} = i_1 + (r_m - i_1) \cdot \beta_u$$

$r_{EKu}$  : Renditeforderung der Eigenkapitalgeber des Unternehmens u

$i_1$  : Zinssatz risikoloser Investition

$r_m - i_1$  : Risikoprämie

$\beta_u$  : Systematisches Risiko des Unternehmens u

Als wesentliches Ergebnis des Capital Asset Pricing Model ist hervorzuheben, daß sich die Kosten des Eigenkapitals aus der Rendite risikofreier Wertpapiere (Basiszins) zuzüglich des Produkts aus dem Marktpreis des Risikos (Risikoprämie) und dem systematischen Risiko des Unternehmens ergeben.<sup>10</sup> Der CAPM-Ansatz unterscheidet zwischen unsystematischem und systematischem Risiko. Das unsystematische Risiko wird als nicht relevant angesehen, da es durch den Erwerb des Marktportfolios wegdiversifiziert werden kann. Das systematische Risiko (Marktrisiko) für Investments in Unternehmen/Aktien kann nicht wegdiversifiziert werden. Maßstab für seine Höhe ist der „Beta-Faktor“. Dieser preisbestimmende b-Faktor wird errechnet, indem man die Kovarianz zwischen der Rendite des untersuchten Wertpapiers und der Rendite des Marktportefolles in Relation setzt zur Varianz der Rendite des Marktportefolles:  $\beta_u = \text{Cov}(r_u, r_m) / \text{Var}(r_m)$ .

In der Praxis weichen freiwillige Übernahmeangebote oder gezahlte Preise für größere Aktienpakete oftmals nicht unerheblich von den Börsenkursen ab. Es ist zu vermuten, daß bei solchen Investitionen u. a. auch das unsystematische Risiko berücksichtigt wird. Es fehlt hier an der Möglichkeit des Wegdiversifizierens durch Erwerb des Marktportfolios, zumal die Optimierung des Portfolios häufig gerade Gegenstand solcher Akquisitionen ist.<sup>11</sup> Kritisch ist angesichts unvollkommener Kapitalmärkte anzumerken, daß die dem CAPM zugrundeliegenden restriktiven Prämissen<sup>12</sup> in der Praxis nicht erfüllt sind. Als Vorteil dieses Modellansatzes wird insbesondere die Plausibilisierung und Transparenz der Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes hervorgehoben. Gleichwohl besteht für den Bewertenden im Einzelfall oft die Notwendigkeit, modifizierte Lösungsansätze zu finden, die in der Bewertungspraxis häufig zu Ad-

justierungen der kapitalmarktbezogenen Größen führen.

### Meßgrößen zur Bewertung der Leistung

Obwohl der Shareholder Value als die geeignetste Maßgröße der Leistung gilt, werden überwiegend buchhalterische Größen verwendet, um den Erfolg oder die Leistung des Unternehmens zu messen. In vielen Fällen werden, basierend auf Zahlen der Finanzbuchhaltung, versicherungstechnische oder finanzielle Ergebnisse sowie versicherungstechnische Kennzahlen analysiert. Die Finanzbuchhaltung betrachtet notwendigerweise die Vergangenheit und versucht, Aufwendungen und Erträge zu quantifizieren, ggf. zu modifizieren und auf die entsprechende Berichtsperiode zu beziehen. Als wichtige Kennzahlen werden in der Praxis z. B. Prämien, Schaden- und Betriebsaufwendungen sowie das versicherungstechnische Ergebnis, der Jahresüberschuß, die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen, ggf. die Dividende pro Aktie bzw. das Ergebnis je Aktie nach DVFA/GDV verwendet.

Die Berichterstattung wird in der Versicherungsbranche im wesentlichen von den externen und internen Rechnungslegungsvorschriften sowie den unternehmensinternen Standards des Berichtswesens in Finanzabteilung und im Controlling bestimmt. Ein angemessenes Controlling der finanzwirtschaftlichen Grundlagen (einschließlich Aufstellung von Finanzplänen und Budgets) ist im Zusammenwirken mit den bereits oben beschriebenen externen und internen Kennzahlen der Versicherungstechnik Bestandteil und Voraussetzung eines risikoorientierten und effizienten Managements. Dieses traditionelle Planungs- und Kontrollinstrumentarium stellt jedoch lediglich die eigentlichen Grundlagen für die Messung der Unternehmenswertsteigerung bereit. Die eigentliche Analyse und Auswertung der Leistung – die Steigerung des Unternehmenswertes – erfordert eine weitergehende Betrachtung.

Sie betrachtet den Cash Flow oder modifizierte Erfolgsströme, um die tatsächliche Unternehmenswertsteigerung bzw. den Shareholder Value verifizieren zu können.

Hinsichtlich der Prognose der zukünftigen Cash Flows ergeben sich bei Versicherungsgesellschaften grundsätzlich dieselben Probleme wie bei anderen Unternehmen. In der Versicherungsbranche sind jedoch auch Besonderheiten zu beachten, so z. B. die Abschlußkosten als Investitionen zu betrachten, die erst später durch zukünftige Prämienzahlungen der Versicherungsnehmer amortisiert werden. Die Auszahlungen für Akquisitionskosten zur Erweiterung oder Sicherung des Neu-Geschäfts und die damit verbundenen Prämieinzahlungen sowie Erfolgsströme aus dem verbundenen Kapitalanlagegeschäft fallen oft auseinander. Darüber hinaus wird die Wahl des richtigen Zeitpunktes der Investition in das operative Geschäft in Verbindung mit einer langfristigen Investitionsstrategie zu beachten sein. Eine sachgerechte Investitionsentscheidung erfordert eine Langzeitbetrachtung des jeweiligen Projektes.

In der Versicherungspraxis läßt sich die Notwendigkeit der Langzeitbetrachtung am Beispiel der Lebensversicherung verdeutlichen. Wenn beispielsweise die Rentabilität des hinzugekommenen Lebensversicherungsgeschäfts lediglich im Jahr des Bestandszugangs gemessen wird, ergibt sich kein zutreffendes Ergebnis. Die Rentabilität des neu akquirierten Lebensversicherungsgeschäfts wird i.d.R. negativ sein, insbesondere weil die gezahlten Abschlußprovisionen oft höher sind als die eingenommenen Prämien. Die sachgerechte Verbindung herzustellen zwischen Auszahlung der Akquisitionskosten und Versicherungsleistungen (einschließlich Überschußzuteilungen an die Versicherungsnehmer) sowie Einzahlungen der Prämien und den verbundenen Kapitalanlageerträgen für die folgenden 20 bis 30 Jahre unter Berücksichtigung der Unsicherheit künftiger

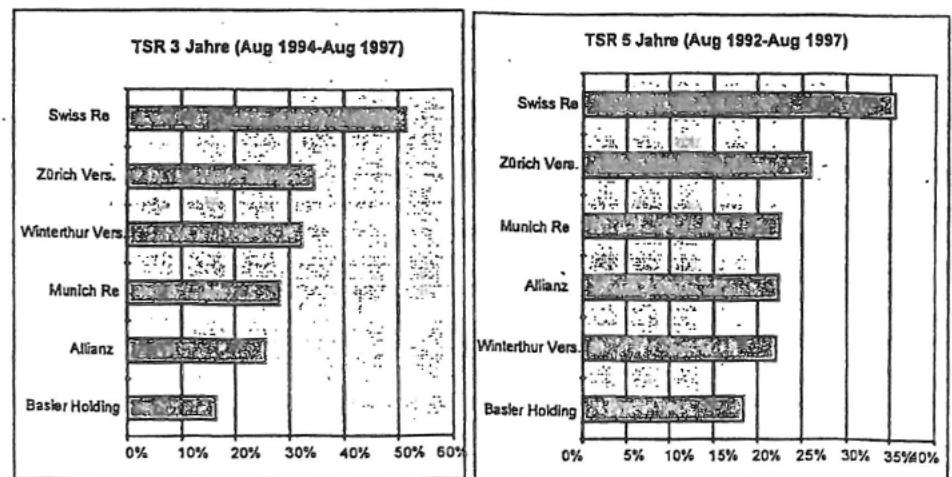


Abbildung 1 Total Shareholder Returns (Quelle: Bloomberg)

Entwicklungen (Versicherungs- und Kapitalmarkt, Storno- und Sterbewahrscheinlichkeiten etc.), ist ein typisches Problem. Zur Reduzierung der Informationslücke werden in der Praxis vereinzelt Lösungsansätze mit Hilfe aktuarieller Verfahren eingesetzt. Das wohl am weitesten verbreitete Verfahren ist das primär in der Lebensversicherung eingesetzte „Embedded Value-Verfahren“. Der „Embedded Value“ stellt den Wert des bestehenden Versicherungsbestandes ohne Berücksichtigung des zukünftigen Neugeschäftes dar.

Dieses Beispiel aus der Versicherungstechnik verdeutlicht, daß die klassischen Management-Informationssysteme nicht ausreichen, um sachgerechte Entscheidungen zu treffen. Die gleiche Problematik tritt bei der Bewertung von Unternehmen auf. In der Bewertungstheorie und -praxis gleichermaßen wird die Notwendigkeit zur Betrachtung von langfristigen Cash Flows oder modifizierten Erfolgsströmen zur Analyse und Bewertung von Unternehmen hervorgehoben.

Immer mehr Investoren und Analytiker betrachten anstelle von statischen Rentabilitätskennziffern den Shareholder Value, d. h. die Möglichkeiten mit dem Versicherungsgeschäft langfristige Cash Flows zu erzielen, die über ihren Kapitalkosten liegen. Langfristige Erfolgsmessungen werden zu einem immer wichtigeren Instrument im täglichen Geschäft.

In den USA und Großbritannien orientieren sich Unternehmen und Investoren in hohem Maße am Shareholder Value. Für die Chief-Executive-Officer (CEO) und Investment-Gesellschaften werden bevorzugt Cash Flow- oder modifizierte langfristige Erfolgsanalysen eingesetzt, um Investitionsentscheidungen zu treffen. Auch in Deutschland wird zunehmend in der Praxis die Notwendigkeit einer derartigen Vorgehensweise gesehen.

Die Notwendigkeit, den Cash Flow als Basis des Shareholder Values einzusetzen, wird dadurch begründet, daß die Höhe der Korrelation zwischen dem Cash Flow und der Entwicklung der Aktienkurse eines Unternehmens bedeutend höher ist als zwischen buchhalterischen Gewinngrößen.<sup>13</sup> Der Markt bewertet die Leistung und die Entscheidungen von Unternehmen im Hinblick auf die erwartete langfristige nachhaltige Ertragskraft (zukunftsorientiert) und nicht nach dem kurzfristigen (vergangenheitsorientierten) buchhalterischen Gewinn. Das Management eines Versicherungsunternehmens sollte deshalb verdeutlichen können, daß es langfristig in der Lage ist, optimale Entscheidungen zu treffen, die zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führen.

### Einflußgrößen auf die Wertsteigerungen

Der Shareholder Value beinhaltet die gesamte Gelebensleistung, die der Aktionär für seinen Kapital-

einsatz erhält. Der „Total Shareholder Return“ (TSR) umfaßt die Dividende und die Kurswertsteigerung der Aktie. Wie Abbildung 1 verdeutlicht, wiesen die hier ausgewählten Versicherungsunternehmen (Deutschland, Schweiz) in den letzten Jahren sehr unterschiedliche Unternehmenswertsteigerungen auf.

Aus Analysen von börsennotierten Unternehmen kann abgeleitet werden, daß Unternehmenswertsteigerungen wesentlich von der Leistung des Top-Management abhängen und wie diese ihre Informationen über die Geschäftserfolge an die Aktionäre und Analysten weitergeben (Investor Relations). Außerdem wurde deutlich, daß Unternehmen mit einer hohen Bestandsfestigkeit einen höheren „Total Shareholder Return“ aufweisen.

Wie bereits erwähnt, ist der statische Cash Flow eines einzelnen Jahres nicht geeignet, um den Shareholder Value zu messen. Die Messung des Shareholder Value muß mit Hilfe eines langfristig ausgerichteten dynamischen Ansatzes erfolgen, um die zukünftige Entwicklung des Cash Flows einschließlich der wiederanzulegenden Zahlungsgrößen adäquat abbilden zu können.

Aus diesem Grund müssen auch die Cash Flows aus den unterschiedlichen Versicherungsgeschäftsarten langfristig betrachtet werden. Das Versicherungsgeschäft<sup>14</sup> besteht aus dem Risikogeschäft sowie aus dem Dienstleistungs- und dem verbundenen Kapitalanlagegeschäft. Sofern die Lebens- oder Krankenversicherung analysiert wird, müssen ggf. die Spar-/Entspargeschäfte in die Betrachtung einbezogen werden. Entsprechend dieser Geschäftsarten sind im Versicherungsunternehmen drei unterschiedliche Cash Flow-Größen, die jeweils einen unterschiedlich Charakter aufweisen, zu analysieren:

1. Die *Risiko-Cash-Flows* resultieren aus dem eigentlichen Kerngeschäft eines Versicherungsunternehmens und stehen in direktem Zusammenhang mit der Übernahme des Risikos. Hier sind im wesentlichen die Schadenzahlungen, die Prämieinzahlungen sowie Teile der Betriebsaufwendungen auszuweisen.<sup>15</sup>
2. *Dienstleistungs-Cash-Flows* treten z. B. auf, wenn das Versicherungsunternehmen administrative Beratungstätigkeiten und andere Dienstleistungen ausführt.
3. *Investment-Cash-Flows* werden aus dem verbundenen Kapitalanlagegeschäft erzeugt. Die Anlage finanzieller Mittel steht unmittelbar mit dem Produktionsprozeß des Versicherers in Verbindung.

Um den Shareholder Value des Unternehmens zu steigern, muß das Management die einzelnen Geschäfte bzw. die unterschiedlichen Auswirkungen

# Alle Achtung

... die ALBINGIA-Kraftfahrtversicherung!



Die Richtung stimmt, denn wohin der Weg auch führt, wir sind mit Sicherheit für Sie da.

Neben vielen serienmäßigen Extras, wie Notruf 24, Rabattretter und integrierten Schutzbrief-Leistungen, bieten wir kraftvollen Versicherungsschutz mit einem echten Plus an Service- und Versicherungsleistungen, zum Beispiel:

- **Vorzugstarif**  
(Kfz-Alter bis 7 Jahre, p.a. max. 20.000 km)
- **Garantieversicherung**  
für Neu- und Gebrauchtwagen
- **Auto-Plus-Karte**  
mit Wertgutachten
- **Oldtimer-Versicherungen**  
besonders günstig

Wollen Sie auch die anderen Pluspunkte kennenlernen? Rufen Sie an!

<b>Berlin</b>	Tel. 030/82780 - 122
<b>Frau Büttner</b>	
<b>Dortmund</b>	Tel. 0231/5404 - 221
<b>Herr Vogt</b>	
<b>Frankfurt</b>	Tel. 069/7546 - 395
<b>Herr Sennert</b>	
<b>Hamburg</b>	Tel. 040/3022 - 2095
<b>Herr Deimling</b>	
<b>Hannover</b>	Tel. 0511/8384 - 187
<b>Herr Staubach</b>	
<b>München</b>	Tel. 089/54744 - 235
<b>Herr Speckbacher</b>	

## ALBINGIA Versicherungen

Ballindamm 39 · 20095 Hamburg  
<http://www.albingia.de>



dieser Cash Flows auf den Shareholder Value kennen. Dies erfordert umfangreiche Analysen, da jedes Geschäft spezifische Gegebenheiten sowie zahlreiche Interdependenzen zu den anderen Geschäftsbereichen aufweist.

Das Versicherungsgeschäft weist zahlreiche wertbeeinflussende Variablen auf. Als wesentliche Determinanten zur Steigerung des Unternehmenswertes können z. B. identifiziert werden:

- Underwriting und Qualität des gezeichneten (Neu-)Geschäftes
- Festigkeit des Versicherungsbestandes bzw. Stornoquoten der verschiedenen Versicherungssparten,
- Preispolitik und Auswirkungen auf die Höhe der Prämien
- Aufwendungen für Provisionen und Kosten, die in Verbindung mit der Erweiterung oder dem Erhalt des Versicherungsverträge stehen
- Aufbau und Struktur der Kosten für die Verwaltung und Bearbeitung des Versicherungsgeschäftes
- Qualität, Struktur und Kosten der verschiedenen Distributionskanäle (einschließlich Höhe der Auszahlungen, die in Verbindung mit der Aufrechterhaltung des erforderlichen Kundenservices stehen)
- Höhe des Kapitals und der versicherungstechnischen Rückstellungen
- Kapitalanlagenperformance als wesentliche Einflußgröße des Shareholder Value
- sowie andere allgemeine wertbeeinflussende Faktoren, wie z. B. Kapitalverbrauch, Steuerbelastungen oder die gewogenen Kapitalkosten.

Zusätzlich sollten die wertbeeinflussenden Faktoren genauer im Hinblick auf das bestehende Geschäft und auf das zukünftige Neu-Geschäft untersucht werden, wobei in der Praxis gewöhnlich Schwierigkeiten bestehen, die Auswirkungen exakt quantifizieren zu können.

Es ist offensichtlich, daß hier Sachverhalte integriert werden, die von der traditionellen Buchhaltung und den rentabilitätsorientierten Meßgrößen bzw. isoliert durchgeführten Analysen im Regelfall nur unzureichend erklärt werden können.

Ein erfolgreiches Versicherungsunternehmen ist ein Unternehmen, das erfolgreich den Wert für seine Anteilseigner steigert und gleichzeitig ein höheres Sicherheitsniveau für seine Versicherungsnehmer schafft. Dazu muß das Management die limitierten Ressourcen optimal nutzen und für das Unternehmen geeignete Strategien entwickeln und umsetzen. Das nachfolgend vorgestellte

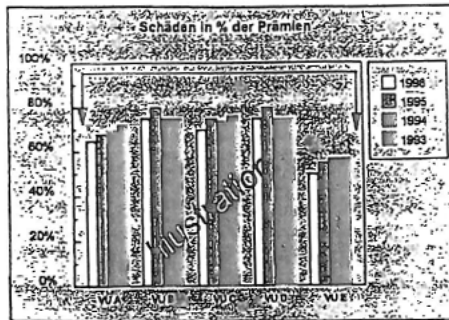


Abbildung 2 Benchmarking

Shareholder Value-Konzept („ValueBuilder“) unterscheidet die drei Hauptstufen:

- (1) Benchmarking und Sensitivitätsanalyse (Stufe 1)
- (2) Wertorientierte Analyse der strategischen Geschäftseinheiten (Stufe 2)
- (3) Wertorientiertes Management (Stufe 3)

In jeweils jeder Stufe sind Analyse, Handlung und Kommunikation im Unternehmen zwischen den verschiedenen Prozeßteilnehmern unabdingbar. Die erfolgreiche Umsetzung dieses Konzeptes impliziert einen iterativen Prozeß, der unmittelbar zu einer meßbaren Steigerung des Unternehmenswertes führt. Im folgenden wird die Vorgehensweise in diesen drei Stufen näher beschrieben.

**Verfahren zur Wertsteigerung des Versicherungsunternehmens: Benchmarking und Sensitivitätsanalysen**

In einer ersten Phase wird im Rahmen eines Benchmarking die Leistung einer Unternehmung mit vergleichbaren und erstklassigen Wettbewerbern gegenübergestellt.<sup>16</sup> Dabei werden diejenigen Werttreiber („Value Driver“) ausgewählt, die den Unternehmenswert unmittelbar beeinflussen, wie z. B. die Schadenquoten (Abbildung 2).

Über das Benchmarking sollen Leistungslücken identifiziert und entsprechende Möglichkeiten zur Verbesserung aufgezeigt werden. Der Umfang und die Tiefe des Benchmarking wird entscheidend von den vorhandenen Informationen bestimmt. Sowohl im externen Jahresabschluß als auch in der internen Erfassung der Daten sind nicht nur länderspezifische Abweichungen zu konstatieren, sondern auch unternehmensindividuelle Unterschiede zu berücksichtigen.

Basierend auf historischen Daten und den neuesten von Analysten veröffentlichten Informationen über das Unternehmen, die Lage und Zukunftsaussichten des Unternehmens beschreiben, kann durch eine intensive Marktauswertung in einem ersten Schritt das Leistungsvermögen und der Wert des Unternehmens im Vergleich zu den Wettbewerbern annähernd bestimmt werden.

Der „tatsächliche“ Unternehmenswert sollte darüber hinaus mit Hilfe von detaillierten internen Daten errechnet werden. Dazu kann zunächst hilfswise auf Daten zurückgegriffen werden, wie sie typischerweise in mittel- bzw. langfristigen Unternehmensplänen enthalten sind. Nach der Datenaufbereitung und zahlreichen Adjustierungen sowie Modifizierungen kann der Wert des Unternehmens festgestellt werden. Sofern ein erheblicher Unterschied mit dem aktuellen Marktwert festgestellt werden sollte, besteht die Möglichkeit, vorliegende Leistungslücken zu reduzieren. In Zusammenwirken mit einer verbesserten Kommunikation zum Markt bzw. den Investoren (Investor Relations) kann die Lücke ggf. mittelfristig geschlossen werden.

Ein Benchmarking kann z. B. ausgezeichnet Leistungsdefizite einzelner Versicherungssparten im Prämien-, Schaden- oder Kostenbereich aufzeigen. Es bestehen jedoch Schwierigkeiten, Leistungsvergleiche durchzuführen, wenn es sich um nicht publizierte Daten handelt, die zudem oftmals kaum quantifizierbar sind. Als Beispiel kann ein Kosten-Nutzen-Vergleich genannt werden, wenn es um Ausgaben zur Aufrechterhaltung des erforderlichen Kundenservices geht. Die Problematik kann vermindert werden, wenn Analysen mit Hilfe sog. „Balanced Scorecards“<sup>17</sup> durchgeführt werden. Dieses neue Management Tool beinhaltet nicht nur quantitative Größen (z. B. Investitionsausgaben oder Marktanteile), sondern auch prozeß- und tätigkeitsorientierte qualitative Meßergebnisse (z. B. Kundenzufriedenheit).

Mit Hilfe von Sensitivitätsanalysen der wertbeeinflussenden Faktoren („Value Driver“) kann der Einfluß durch Änderung der Faktoren auf den Shareholder Value des Versicherungsunternehmens aufgezeigt werden. Durch diese Analyse kann z. B. die Steigerung des Unternehmenswertes bestimmt werden, die durch eine bestimmte Strategie oder Handlung des Managements hervorgerufen würde. So kann beispielsweise der Unternehmenswert bestimmt werden, der sich ergäbe, wenn das Unternehmen Betriebskosten reduziert oder Prämiensteigerungen erzielt, die einer Vergleichsgruppe entsprechen. Außerdem kann man auf diesem Wege ermitteln, welche Value Driver den größten Einfluß auf den Unternehmenswert besitzen. Die Abbildung 3 illustriert diese Vorgehensweise.

Durch die Sensitivitätsanalyse wird dem Management die Auswirkung potentieller Entscheidungen (Investitionen, Projektänderungen usw.) aufgezeigt. Es können daraus unter Berücksichtigung der Auswirkung auf den Unternehmenswert Empfehlungen abgeleitet werden, die angedachten Projekte in eine bestimmte Reihenfolge zu bringen.

### Wertorientierte Analyse der strategischen Geschäftseinheiten

Ist ein Unternehmen erst einmal im Verhältnis zu seinen Konkurrenten positioniert worden und sind die sensitivsten wertbeeinflussenden Faktoren für Wertsteigerungen bestimmt, kann eine interne Analyse der Werte der verschiedenen strategischen Geschäftseinheiten innerhalb einer Unternehmung durchgeführt werden.

Der Wert eines Versicherungsunternehmens ist die Summe der Werte seiner Geschäftseinheiten. Diese Einheiten können Versicherungssparten, Vertriebskanäle oder Marktsegmente repräsentieren. Zusätzlich zu dieser Analyse der Geschäftseinheiten sollte ein „Corporate Center“ (z. B. im Bereich Controlling) eingerichtet werden. Dieser Bereich koordiniert zum einen die verschiedenen Aktivitäten der Einheiten, zum anderen werden Cash Flow-Bestandteile berücksichtigt, die nicht direkt produktbezogen sind.

Der Shareholder Value einer strategischen Einheit (z. B. Versicherungssparte) kann zu der strategischen Bedeutung dieser Produktgruppe und dem zur Durchführung des Geschäftes erforderlichen Kapital (z. B. Solvabilitätsmittel) in Beziehung gesetzt werden.

Mit Hilfe dieser Wertanalyse kann das Management einige Schlüssel-Fragen beantworten, die auch in der Versicherungsbranche von zunehmender Bedeutung sind:

- Wie hoch ist der Wert des bereits bestehenden Geschäftes?
- Steigert oder zerstört das Geschäft einer bestimmten Sparte den Shareholder Value?
- Wieviel Wert wird beim Abschluß neuer Verträge geschaffen?
- Wird das Kapital auf die Produkte, Kunden oder Vertriebswege alloziert, die den bestmöglichen Shareholder Value erwirtschaften?
- Sind die Kosten unter Kontrolle und steigern die Investitionsausgaben auch den Wert des Geschäftes?

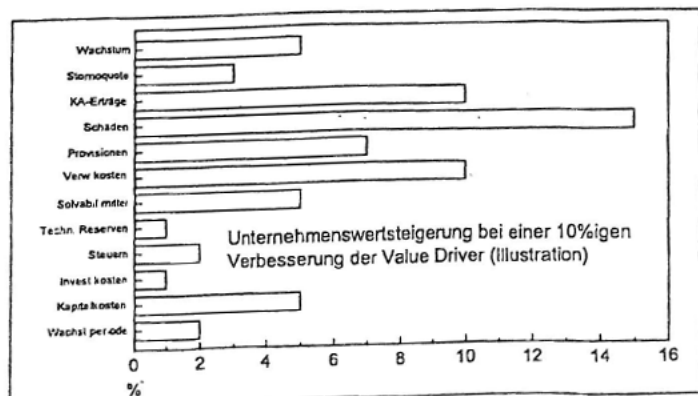


Abbildung 3 Sensitivitätsanalysen

Die hier gewählte Vorgehensweise wird aus der in der Praxis relevanten Perspektive des Top-Managements bzw. der Anteilseigner gewählt. Ein wertorientiertes internes Benchmarking wird zeigen, welche Einheiten einen Wertzuwachs für das Unternehmen erzielen oder wertmindernd wirken. Dies kann mit Hilfe einer „Wertübersicht“ veranschaulicht werden (Abbildung 4).

Der von jeder strategischen Geschäftseinheit erzeugte anteilige Unternehmenswert kann mit dem benötigten Kapital der entsprechenden Einheit verglichen werden und bietet so eine gute Möglichkeit für die Auswertung und den internen Vergleich verschiedener Einheiten. Um den Wert einer bestimmten strategischen Geschäftseinheit zu beeinflussen, z. B. für eine Versicherungssparte, kann eine Sensitivitätsanalyse der wertbeeinflussenden Faktoren vorgenommen werden (vgl. Stufe 1: Benchmarking und Sensitivitätsanalyse). Hieraus folgend können die Faktoren, die den größten Einfluß auf den Wert haben, für jede Einheit (z. B. Versicherungssparte) bestimmt werden.

Oftmals wird unbewußt der Shareholder Value gemindert, indem Strategien formuliert und Ziele bestimmt werden, die aus ungenauen oder unvollständigen Management-Informationssystemen abgeleitet werden. Es kann in der Praxis auch vorkommen, daß die Minderung des Shareholder Value belohnt wird. So können beispielsweise umsatzbezogene Zielvorgaben im Vertriebsbereich (z. B. Anzahl der Vertragsabschlüsse oder rein prämienbezogene Provisionen) bzw. Investitionen in unrentable Versicherungssparten wertmindernd wirken. So veranschaulicht die Abbildung 5, daß die Versicherungssparte 1 zu einer Minderung des Unternehmenswertes führt, obwohl ein hohes Prämienwachstum erzielt werden konnte.

Darüber hinaus können dann detailliertere Analysen vorgenommen werden, indem z. B. Spartergebnisse weiter aufgegliedert werden in Versicherungszweige oder Produktgruppen. Die Abbildung

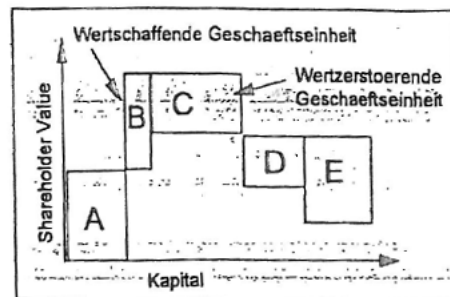


Abbildung 4 Kapitaleinsatz und Shareholder Value-Steigerung

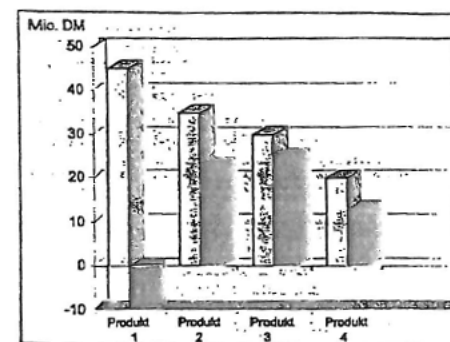


Abbildung 5 Prämienwachstum und Shareholder Value

6 veranschaulicht, daß die Versicherungssparte insgesamt zu einer Steigerung des Shareholder Value führt, einzelne Produktgruppen jedoch unrentabel sind und damit wertmindernd wirken.

Mit Hilfe von Simulationsanalysen können Szenarien auf der Grundlage historischer Daten oder vorliegender interner Planungsunterlagen aufgestellt werden. Die Wertanalysen können dabei so ausgerichtet werden, daß die Berechnung des Unternehmenswertes einschließlich der Volatilitäten und/oder Korrelationen der verschiedenen Werttreiber erfolgt oder diese bei der Berechnung außer acht gelassen werden. Als Ergebnis werden die diskreten oder kontinuierlichen Wahrscheinlichkeiten ermittelt, mit denen die vorgegebenen Pläne erreicht werden können. Es lassen sich auf

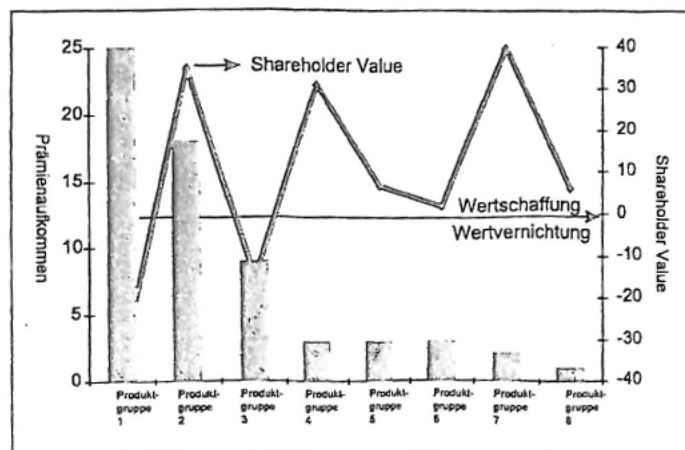


Abbildung 6 Wertentwicklung nach Produktgruppen

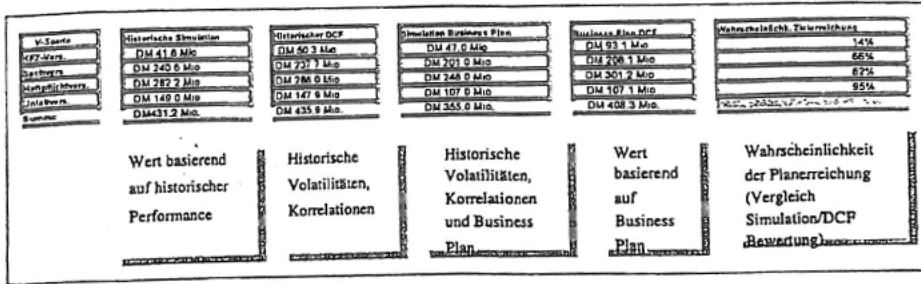


Abbildung 7 Wahrscheinlichkeiten der Planerreichung

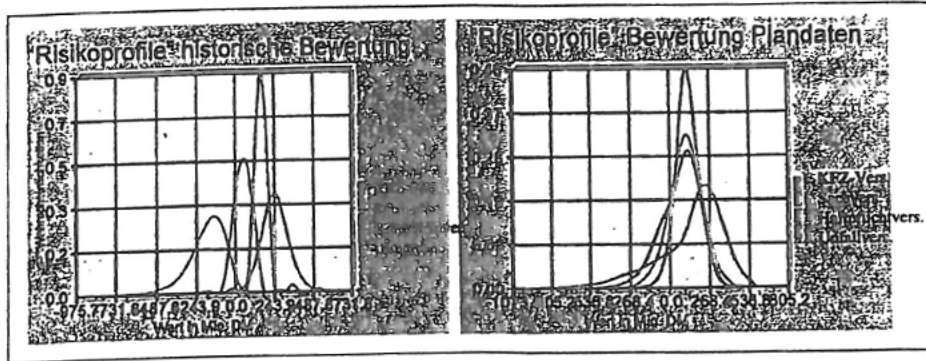


Abbildung 8 Risikoprofile ausgewählter Versicherungszweige

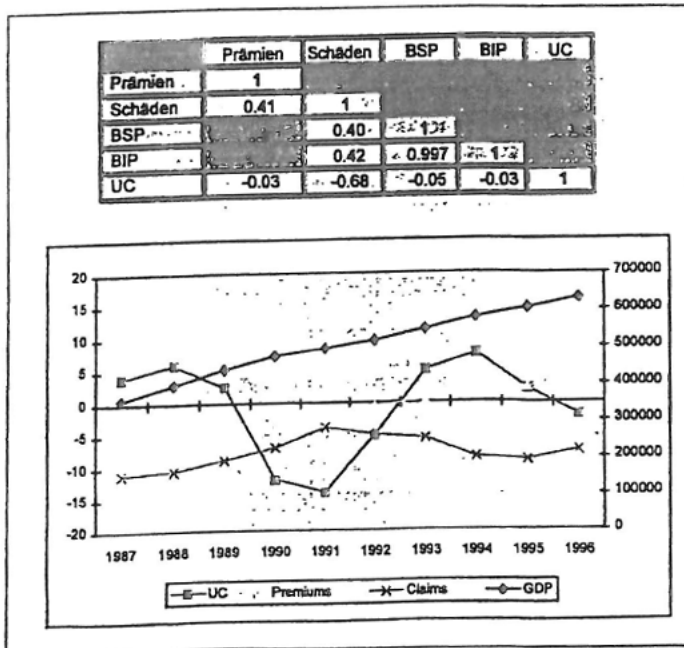


Abbildung 9 Korrelationen einzelner Werttreiber

diesem Wege Aussagen treffen, ob die vorgegebenen Zielgrößen unrealistisch hoch oder gar zu niedrig angesetzt worden sind.

Die Abbildung 7 stellt die Werte einzelner Versicherungssparten gegenüber und zeigt exemplarisch die Wahrscheinlichkeit der Zielerreichung ausgewählter Business Pläne ohne Berücksichtigung fortgeschriebener historischer Volatilitäten auf. Des Weiteren kann über diese Simulationsanalysen mit Hilfe von Wahrscheinlichkeitsverteilungen graphisch veranschaulicht werden, wie

verlauf und bestimmten anderen Bezugsgrößen herzustellen. So kann die Kenntnis des eigenen Geschäftsverlaufs und die Korrelationen der einzelnen Werttreiber zu anderen Wertgrößen, wie z. B. Geschäftsverlauf der Branche (Underwriting Cycle) oder dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) / Bruttoinlandsprodukt (BIP) Auswirkungen auf die angemessene Unternehmensstrategie besitzen.

Mit Hilfe dieser risikoorientierten Analysen lassen sich Informationen gewinnen, die von wesentlicher Bedeutung für eine erfolgreiche Unterneh-

menführung sind. Das Maximieren des Shareholder Value setzt voraus, daß sich der Marktwert eines Unternehmens und dessen Einheiten verglichen mit dem investierten Kapital in das Unternehmen bzw. in diese Einheiten unter Berücksichtigung des Risikos erhöht.

Wertorientierte Analysen strategischer Geschäftseinheiten sind insbesondere bei grundsatzbezogenen Entscheidungen von Bedeutung, wie z. B. beim Unternehmenserwerb oder Verkauf bestimmter Einheiten. Sie können auch die optimale interne Vorgehensweise offenlegen, um sog. „Best-Practice-Handlungen“ zu gewährleisten.

### Wertorientiertes Management

Das wertorientierte Management („Value Based Management“)<sup>18</sup> beschreibt die Umsetzung des Shareholder Value-Konzeptes in der Praxis. Es zielt auf eine kontinuierliche Steigerung des Unternehmenswertes. Wertorientiertes Management ist eine Unternehmenskultur, in der alle Ziele, Vorgaben, Entscheidungen und Erfolge im Zusammenhang mit der Wertsteigerung des Unternehmens definiert werden.

Das Ziel, den Wert zu maximieren, wird nur dann langfristig haltbar sein, wenn alle Stakeholder des Unternehmens (Versicherungsnehmer, Mitarbeiter, Rückversicherer, Banken etc.) ihren Nutzen, den „Wert“, im bestehenden Unternehmen wiederfinden. Der Wert für den Versicherungsnehmer ist in Abhängigkeit von der Versicherungssparte zu sehen, insbesondere ob es sich um ein Schaden-/Unfall-, Leben- oder Krankenversicherungsunternehmen handelt. So hat beispielsweise ein Lebensversicherer andere Parameter in die Unternehmensstrategie einzubeziehen als ein Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen.<sup>19</sup>

Das wertorientierte Management erfordert die Integration und Implementierung einer Strategieformulierung. Hierzu ist notwendig, daß die Gesellschaft vom Primärziel der Unternehmenswertsteigerung bestimmt wird, und daß die wertbestimmenden Faktoren in das tägliche Geschäft miteinbezogen werden.

In der Praxis ergibt sich jedoch die Schwierigkeit festzustellen, wann und wie das Unternehmen eine Wertsteigerung erreichen kann. Darüber hinaus bestehen im Unternehmen erfahrungsgemäß eine Vielzahl konkurrierender divisionaler und funktionaler Einzelziele. Jedes Einzelziel beinhaltet eine Subjektivität, die von persönlichen Eigenschaften und Auffassungen der Unternehmens- und Abteilungsleiter geprägt ist. Sie beinhalten nichtmonetäre Ziele außerhalb der Finanz- und Erfolgssphäre, die häufig im Widerspruch zum Shareholder Value-Gedanken stehen. Dennoch sind Traditionen und Gepflogenheiten sowie Pre-



stige- und Machtstreben einzelner Individuen in die Betrachtung einzubeziehen, um das Gesamtkonzept erfolgreich in der Praxis umsetzen zu können.

Da die Subjektivismen bei den verschiedenen Managern sehr weit gestreut sind, sind auch die (Teil-)Ziele im Versicherungsunternehmen zunächst uneinheitlich und unbeständig.<sup>20</sup> Die Festlegung und Implementierung eines unternehmerischen Gesamtkonzeptes wird dadurch erschwert. Im Unternehmen müssen daher geeignete Entscheidungsgrößen entwickelt werden. Es kommt vor allem darauf an, in den einzelnen Betriebsfunktionen und Versicherungssparten gemeinsam mit den Entscheidungsträgern wertorientierte Kriterien zu entwickeln, um Unterschiede in der Motivationsstruktur der Entscheidungen auszugleichen und Ziel- und Mittelkonflikte zu mindern. Zwischen konkurrierenden Zielen (z. B. Umsatzmaximierung im Vertriebsbereich versus Gewinnmaximierung im Rechnungswesen/Controlling oder Ressourcenallokation zwischen verschiedenen Versicherungssparten) müssen ggf. Prioritäten gesetzt werden, indem eindeutige Meßkriterien zugrunde gelegt werden.

Eine Erhöhung des Unternehmenswertes wird nicht erreicht, wenn lediglich Strategien formuliert werden, eine Umsetzung in der Praxis jedoch nicht oder nur unzureichend erfolgt. Die Strategie muß von den Entscheidungsträgern der zweiten und dritten Führungsebene mitgetragen und implementiert werden. Deshalb erfordert ein wertorientiertes Management, daß die Begleiterschneidungen der getroffenen wertbeeinflussenden Maßnahmen von allen Beschäftigten und allen Entscheidungsträgern, die mit dem Erfolg des Unternehmens zu tun haben, zunächst verstanden und dann auch konsequent umgesetzt werden.

Diese Entscheidungen beeinflussen die Unternehmensabläufe und Tätigkeiten im Unternehmen. Dies kann anhand des Beispiels des Prozesses „Vertragsabschluß neuer Versicherungspolice“ veranschaulicht werden. Der verantwortliche Manager kann Einfluß darauf nehmen, welche und wie viele Ressourcen für die Umsetzung dieser Maßnahme vorgesehen sind (z. B. durch ein vorgegebenes Budget). Weiterhin kann er bestimmen, mit welcher Intensität neue Kunden akquiriert werden sollen gegenüber der Aktivität im Versicherungsbestand (z. B. Cross selling). Zusätzlich kann er beeinflussen, welche Strategien über welche Distributionskanäle zu welchen Kundensegmenten angesetzt werden sollen. Die Grundlagen für eine sachgerechte Vorgehensweise werden daher zunächst durch die strategischen Entscheidungen gelegt und müssen dann im Tagesgeschäft von den Mitarbeitern umgesetzt werden. Es wird nicht verkannt, daß die Umsetzung

und Zielerreichung in der Praxis oft durch zahlreiche externe Gegebenheiten erschwert wird, die nicht immer durch den Manager beeinflusst werden können. Die Implementierung der Strategien im eigenen Unternehmen kann die Führungskraft jedoch maßgeblich beeinflussen.

Die Implementierung werterhöhender Unternehmensstrategien bedarf im Regelfall einer Zusammenarbeit von internen und externen Mitarbeitern sowie eines permanenten gegenseitigen Lern- und Steuerungsprozesses. Die Steuerung und Implementierung sollte auf jeder Organisationsebene stattfinden. Sie beginnt auf der obersten Management-Ebene, wie z. B. Investitionsentscheidungen in bestimmte Distributionskanäle (Makler oder eigener Außendienst) und wird fortgeführt über das mittlere Management (z. B. Förderung bestimmter Vertriebsaktivitäten) bis hin zur Sachbearbeiterebene (ggf. im Rahmen bestimmter Vorgaben Gewährung von Prämien-Rabatten).

Damit Entscheidungen zu einer Wertschaffung führen, sollte das Ziel des Wertmaximierens nicht nur Teil der Strategie bzw. der Unternehmensziele sein. Es sollte auch möglichst an Leistungsindikatoren gemessen und durch sie gelenkt werden.

Wenn ein Manager an seinen erzielten Resultaten gemessen wird, werden seine Entscheidungen davon beeinflusst. Entscheidend ist, ob dies zu

Werterhöhungen- oder -minderungen führt. So wird z. B. eine Führungskraft im Außendienst durch umsatzbezogene Vergütungssysteme dadurch belohnt, obwohl der Vertragsabschluß durch teure Vertriebskanäle oder bei Kundensegmenten mit einem hohen Risikoprofil zu einer Minderung des Unternehmenswertes führen kann. Das Versicherungsunternehmen sollte daher klar definierte Leistungs-Meßgrößen implementieren. Im Idealfall wird eine Beziehung zwischen den täglichen Entscheidungen im Unternehmen und dem Shareholder Value hergestellt. Die Leistungs-Meßgrößen sollten daher auf die Strategie der Unternehmung bzw. auf die entscheidenden wertbeeinflussenden Faktoren ausgerichtet sein.

Die Aufgabe des Managements ist es, einen Wert zu schaffen, der langfristig die Kapitalkosten übersteigt. Wertorientiertes Management impliziert die Fähigkeit, die effizienteste Strategie aus einer Vielzahl von Möglichkeiten auszuwählen. Wenn die entsprechende wertorientierte Management-Software genutzt wird, kann das Management regelmäßig den zusätzlichen Wert verschiedener Alternativen in Form des Shareholder Value ermitteln.

Einer der wichtigsten Faktoren des wertorientierten Managements ist seine Rolle als Katalysator

# Hoffmann

EDV-Distributions GmbH

Griesbachstraße 10 · 76185 Karlsruhe · Tel. 0721/8504-220 · Fax 0721/8504-230

## Ankauf, Verwertung und Transport von EDV-Systemen

Die Firma Hoffmann EDV-Distributions GmbH ist ein Unternehmen das sich auf den Handel und die Verwertung von Computerequipment spezialisiert hat. Da wir nicht nur über ein uns angegliedertes Transportunternehmen, sondern auch über eine eigene Test- und Serviceabteilung verfügen, sind wir in der Lage für Sie folgende Dienstleistungen komplett zu erbringen:

- Angebotserstellung mit Festpreisgarantie für den Ankauf von gebrauchten PC-Systemen, Notebooks, Druckern, Monitoren usw.
- Professionelle Entsorgung von Alt- u. Defektgeräten
- Abtransport, sowie Sicherstellung und Lagerung von Leasing-Rückläufern aller Art
- Konkurs- und Havarieware
- Übernahme von Funktionstests mit Protokoll nach Seriennummer

Für weitere Informationen stehen Ihnen unsere Geschäftsführer Herr Hauck und Herr Hoffmann zur Verfügung.

für wesentliche Veränderungen in der Organisation („Reengineering“). Dies bedeutet, die Organisation optimal zu strukturieren, die Mitarbeiter zu motivieren, so daß neue Ideen und Handlungen zu wesentlichen Leistungsverbesserungen führen. Wertorientiertes Management läßt die Führungskräfte wie Eigentümer des Unternehmens handeln und führt zu Entscheidungen in die Richtung einer Wertsteigerung für das Unternehmen und seine Anteilseigner.

Das bloße Ersetzen von konventionellen Leistungs-Meßgrößen durch wertorientierte Kennziffern wird nicht per se zu den vordefinierten Ergebnissen führen, wenn das Management einer Unternehmung die üblichen internen (Motivation und Erfahrungen der Mitarbeiter) und externen (Versicherungsmarkt, technische Entwicklungen) Hindernisse ignoriert.

Die Erfahrung aus der Praxis verdeutlicht, daß der Erfolg bei der Implementierung eines wertorientierten Managements in einer Unternehmung insbesondere durch folgende Schlüsselfaktoren determiniert wird:

- ☐ Unterstützung des Top-Managements bei der Analyse und Umsetzung werterhöhender Strategien
- ☐ Training des operativen Managements
- ☐ Identifizierung der Leistungs-Indikatoren im Zusammenhang mit der Wertschaffung („Du bekommst das, was Du leistest“).
- ☐ Eliminierung von wertvernichtenden Anreizsystemen und Ersatz durch die identifizierten wertorientierten Leistungs-Indikatoren.
- ☐ Kommunikation mit den Mitarbeitern sowie mit Investoren und Anteilseignern
- ☐ Durchführung der Planung, Berichterstattung und Budgetierung unter Beachtung von Wertprinzipien.

- 4 Vgl. Rappaport, A.: *Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance*, New York, London, Toronto, Sydney, Tokyo, Singapore 1986, S. 202 ff.
- 5 Vgl. Ballwieser, W.: *Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz*, in: *Bilanzrecht und Kapitalmarkt*, Festschrift für Adolf Moxter, Düsseldorf 1994, S. 1377-1405, hier S. 1389 f.
- 6 Vgl. Sieben, G.: *Unternehmensbewertung: Discounted-Cash Flow-Verfahren und Ertragswertverfahren – Zwei völlig unterschiedliche Ansätze?*, in: *FS Havermann*, Düsseldorf 1995, S. 713-737, hier S. 736 f.; *Drukarczyk, J.: DCF-Methoden und Ertragswertmethode – einige klärende Anmerkungen*, in: *WPg* 1995, S. 329-334.
- 7 Vgl. Ballwieser, W.: *Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung*, in: *WPg* 1995, S. 119-129, hier S. 120.
- 8 Zum Unterschied Brutto- und Netto-Cash flow-Ansatz bzw. entity- und equity approach vgl. im Überblick Ballwieser, W.: *Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 121 ff.
- 9 Vgl. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J.: *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, 2. Aufl., New York, Chichester, Brisbane, Toronto, Singapore 1994, S. 247 ff.

## 100 Fragen zur privaten und betrieblichen Versorgung des GGF/GF und seiner Angehörigen

Von Eberhard Poppelbaum



Die Zusammenstellung von Fragen und Antworten wird bestimmt von dem außerordentlich hohen Informations- und Beratungsbedarf dieses Personenkreises unter Berücksichtigung der Rechtsprechung.

### Aus dem Inhalt:

- Zur vermeintlichen Sozialversicherungspflicht
- Steuergrundsätze der Pensionszusage
- Steuerliche Rahmenbedingungen und Gestaltungsmöglichkeiten
- Pensionszusage für einen beherrschenden GGF
- Einwände/Antworten im Kunden-/Steuerberatergespräch
- Die Rolle des Steuerberaters aus der Sicht des Versorgungsfachmannes
- Checkliste zur Vermeidung von Steuerfallen

1997, XX und 113 Seiten, DIN A5, kartoniert, 36 DM

Verlag Versicherungswirtschaft e.V.

Postfach 64 69 · 76044 Karlsruhe  
Tel. (07 21) 35 09-0 · Fax (07 21) 3 18 33

## Zusammenfassung

Das Shareholder Value-Konzept impliziert die Verlagerung von kurzfristigen buchhalterischen Betrachtungen zu einer langfristigen unternehmenswertsteigernden Perspektive.

Zur Steigerung des Unternehmenswertes müssen wertschaffende Strategien identifiziert, entwickelt und implementiert werden. Das hier vorgestellte Konzept unterscheidet die drei Hauptstufen

- (1) Benchmarking und Sensitivitätsanalyse,
- (2) Analyse der strategischen Geschäftseinheiten (einschließlich Simulations- und Risikoanalysen),
- (3) Wertorientiertes Management.

Wenn ein Unternehmen kontinuierlich und stetig auf der Grundlage des Ziels der Wertschaffung ausgerichtet und diese Tatsache klar an die Investoren und Öffentlichkeit weitergegeben wird, sind wesentliche Voraussetzungen geschaffen, um den Unternehmenswert zu steigern und in der Zukunft erfolgreich am Markt bestehen zu können.

*Der Autor: Dr. Heiko Buck ist als Wirtschaftsprüfer/Steuerberater bei der Price Waterhouse GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tätig.*

## Anmerkungen

- 1 Vgl. Pellens, B., Rockholtz, C., Stjepemann, M.: *Marktwertorientiertes Konzerncontrolling in Deutschland – Eine empirische Untersuchung*, in: *DB* 1997, Heft 39, S. 1933-1939.
- 2 Vgl. hierzu analog Bea, F. X., Thissen, S.: *Institutionalisierung des Shareholder-Value-Konzepts bei der GmbH*, in: *DB* 1997, S. 787-792.
- 3 Vgl. Farny, D.: *Zielkonflikte in Entscheidungsinstanzen des Versicherungsunternehmens*, in: *VW* 1974, S. 1239-1248, hier S. 1246.

- 10 Vgl. Baege, J., Krause, C.: *Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung – Eine empirisch gestützte Betrachtung des Kalkulationszinses*, in: *BFuP* 1994, S. 433-455, hier S. 437 f.
- 11 Vgl. Wagner, W.: *Shareholder-Value als Managementinstrument*, Aspekte des Konzeptes für die Unternehmensbewertung, Vortrag, gehalten an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster am 14. November 1995 /Aktualisierte Fassung), S. 41.
- 12 Vgl. ebenda, S. 45.
- 13 Vgl. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., a.a.O., S. 79 ff.
- 14 Vgl. Farny, D.: *Versicherungsbetriebslehre*, 2. Aufl., Karlsruhe 1995, S. 13 ff.; im Überblick in Verbindung mit den versicherungstechnischen Rückstellungen siehe auch Buck, H., *Die versicherungstechnischen Rückstellungen im Jahresabschluß von Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen – Nach Handels- und Ertragsteuerrecht unter besonderer Berücksichtigung der Versicherungstechnik*, Bergisch Gladbach, Köln 1995, S. 12 ff. und S. 59 ff.
- 15 Zur genauen Abgrenzung vgl. Buck, H., a.a.O., S. 77 ff.
- 16 Vgl. Maberley, J., *Price Waterhouse: Managing the future in financial institutions, Meeting the challenge with better information*, London, Hong Kong, Johannesburg, Melbourne, Singapore, Washington DC 1997, S. 147.
- 17 Vgl. Maberley, J., *Price Waterhouse*, a.a.O., S. 106 ff.
- 18 Vgl. Maberley, J., *Price Waterhouse*, a.a.O., S. 142 ff.
- 19 Vgl. auch Weidenfeld, G.: *Eignung des Shareholder-Value-Ansatzes zur Performancemessung und internen Steuerung von Lebensversicherungs-Aktiengesellschaften?*, in: *Festschrift für Dieter Farny, zur Vollendung seines 60. Lebensjahres von seinen Schülern*, hrsg. von Mehring, H.-P., Wolff, P., Karlsruhe 1994, S. 161-173, hier S. 168 ff.
- 20 Vgl. Farny, D.: *Unternehmerische Ziel- und Mittelentscheidungen in der Versicherungswirtschaft*, in: *ZVersWiss* 1966, S. 129-159, hier S. 136.