

Klaus Spremann

Herausgeber

# Versicherungen im Umbruch

Werte schaffen,  
Risiken managen,  
Kunden gewinnen

 Springer

**Roland Berger**  
Strategy Consultants

Klaus Spremann

Herausgeber

# Versicherungen im Umbruch

**Werte schaffen,  
Risiken managen,  
Kunden gewinnen**

 Springer

**Roland Berger**  
Strategy Consultants

Herausgeberrat

Prof. Dr. Thomas Bieger, Universität St. Gallen  
Prof. Dr. Rolf Caspers, European Business School, Oestrich-Winkel  
Prof. Dr. Guido Eilenberger, Universität Rostock  
Prof. Dr. Dr. Werner Gocht, RWTH Aachen  
Prof. Dr. Karl-Werner Hansmann, Universität Hamburg  
Prof. Dr. Alfred Kötzle, Europa Universität Viadrina, Frankfurt/Oder  
Prof. Dr. Kurt Reding, Universität Gesamthochschule Kassel  
Prof. Dr. Dr. Karl-Ulrich Rudolph, Universität Witten-Herdecke  
Prof. Dr. Johannes Rüegg-Stürm, Universität St. Gallen  
Prof. Dr. Leo Schuster, Katholische Universität Eichstätt  
Prof. Dr. Klaus Spremann, Universität St. Gallen  
Prof. Dr. Dodo zu Knyphausen-Aufseß, Universität Bamberg  
Dr. Burkhard Schwenker, Roland Berger Strategy Consultants

Weitere Publikationen des Academic Network

---

T. Bieger · N. Bickhoff · R. Caspers  
D. zu Knyphausen-Aufseß · K. Reding (Hrsg.)  
Zukünftige Geschäftsmodelle  
XII, 279 Seiten. 2002. ISBN 3-540-42744-9

N. Bickhoff · C. Böhmer · G. Eilenberger  
K.-W. Hansmann · M. Niggemann · C. Ringle · K. Spremann · G. Tjaden  
Mit Virtuellen Unternehmen zum Erfolg  
VI, 125 Seiten. 2003. ISBN 3-540-44246-4

G. Corbae · J. B. Jensen · D. Schneider  
Marketing 2.0  
VI, 151 pages. 2003. ISBN 3-540-00285-5

R. Caspers · N. Bickhoff · T. Bieger (Hrsg.)  
Interorganisatorische Wissensnetzwerke  
XI, 353 Seiten. 2004. ISBN 3-540-20182-3

L. Schuster · A.W. Widmer (Hrsg.)  
Wege aus der Banken- und Börsenkrise  
X, 527 Seiten. 2004. ISBN 3-540-21106-3

N. Bickhoff · M. Blatz · G. Eilenberger  
S. Haghani · K.-J. Kraus (Hrsg.)  
Die Unternehmenskrise als Chance  
X, 440 Seiten. 2004. ISBN 3-540-21433-X

Klaus Spremann  
Herausgeber

# Versicherungen im Umbruch

Werte schaffen, Risiken managen,  
Kunden gewinnen

Mit Beiträgen von

Günter Bamberg • Beat Bernet • Werner Bonadurer • Marco Brück •  
Hubert Dichtl • Gregor Dorfleitner • Thomas Eichelmann •  
Markus Faulhaber • Roland Folz • Pascal Gantenbein •  
Claudia Garschhammer • Holger Glaab • Antje Henne •  
Stefan Kassberger • Rüdiger Kiesel • Oliver P. Pfeil • Stefan Rapp •  
Erik Rederer • Peter Reichling • Gerhard Scheuenstuhl •  
Christian Schlenger • Klaus Schredelseker • Burkhard Schwenker •  
Sönke Jost Siemßen • Klaus Spremann • Jochen Sutor •  
Niklas Wagner • Christoph Winter • Rudi Zagst • Dietmar Zietsch •  
Hans-Joachim Zwiesler

 Springer

**Roland Berger**  
Strategy Consultants

Professor Dr. Klaus Spremann  
Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen  
Universität St. Gallen  
Rosenbergstrasse 52  
9000 St. Gallen, Schweiz

Mit 85 Abbildungen und 44 Tabellen

---

Lektorat: Andrea Wiedemann, Roland Berger Strategy Consultants

---

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek  
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie;  
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 3-540-22063-1 Springer Berlin Heidelberg New York

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

Springer ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media  
[springer.de](http://springer.de)

© Springer Verlag Berlin Heidelberg 2005  
Printed in Germany

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Erich Kirchner, Heidelberg  
Herstellung: Helmut Petri  
Druck: Betz-Druck

SPIN 11010425      Gedruckt auf säurefreiem Papier – 42/3130 – 5 4 3 2 1 0

Für *Peter Gessner* – einen Pionier des Versicherungswesens



## INHALTSVERZEICHNIS

<b>TEIL I: EINFÜHRUNG</b> .....	1
<b>Der Zielkonflikt als strategisches Dreieck</b> .....	3
KLAUS SPREMANN	
<b>Peter Gessner – ein Pionier des Versicherungswesens</b> .....	17
KLAUS SPREMANN	
<b>TEIL II: WERTE SCHAFFEN</b> .....	25
<b>Versicherungen zu Werten führen</b> .....	27
BURKHARD SCHWENKER	
<b>Wertorientierte Steuerungsansätze in Versicherungsunternehmen</b> .....	49
STEFAN RAPP, ERIK REDERER	
<b>Intellektuelles Kapital – ein Modell zum Management immaterieller Werte</b> .....	75
OLIVER P. PFEIL	
<b>TEIL III: RISIKEN BEGRENZEN</b> .....	95
<b>Risikosteuerung in Lebensversicherungsunternehmen – die Entwicklung der Aufgaben des Verantwortlichen Aktuars seit 1994</b> .....	97
MARKUS FAULHABER	
<b>ASSETS UND LIABILITIES MANAGEN</b> .....	115
<b>Asset-Liability-Management – die Versicherung auf dem Weg von der Planungsrechnung zum Risikomanagement</b> .....	117
HANS-JOACHIM ZWIESLER	
<b>Durationssteuerung als integraler Bestandteil des Asset-Liability-Managements</b> .....	133
SÖNKE JOST SIEMSEN	



VIII

**Asset-Management und neue aufsichtsrechtliche Standards für die Lebensversicherung**..... 161

MARCO BRÜCK

**Protection-Management bei variabler Korrelation**..... 179

PASCAL GANTENBEIN, KLAUS SPREMANN

**RISIKEN VON ASSET-KLASSEN GENAUER BEURTEILEN**..... 195

**Absolute-Return-Vermögensanlagen auf Basis langfristiger Optionsstrategien**..... 197

GERHARD SCHEUENSTUHL, KLAUS SPREMANN

**Rendite und Wirtschaftsentwicklung**..... 225

KLAUS SPREMANN

**Aktienmarktrisiko im Wandel der Zeit – Volatilität und unteres Verteilungsende am Beispiel des deutschen Aktienmarktes**..... 251

NIKLAS WAGNER

**Optimale Immobilieninvestments für Versicherungen**..... 269

PASCAL GANTENBEIN

**Hedge Funds – Rendite- und Risikopotenzial für Versicherungsunternehmen**..... 297

HUBERT DICHTL, CHRISTIAN SCHLENGER

**Kreditbewertung – optionspreistheoretischer versus Rating-basierter Ansatz**..... 321

ANTJE HENNE, PETER REICHLING

**DIE ALLOKATION DER RISIKEN MUSS EFFIZIENT WERDEN**..... 349

**Rückversicherung als Instrument des Financial Engineering**..... 351

DIETMAR ZIETSCH

**Fischer Black und Myron Scholes als Aktuare – Anwendungen der Optionspreistheorie in der Lebensversicherungsmathematik**..... 375

STEFAN KASSBERGER, RÜDIGER KIESEL

<b>Risikobasierte Kapitalallokation in Versicherungsunternehmen unter Verwendung des Co-Semivarianz-Prinzips .....</b>	<b>399</b>
GÜNTER BAMBERG, GREGOR DORFLEITNER, HOLGER GLAAB	
<b>Ein stochastisches Modell zur Ertragsoptimierung bei Versicherungen ..</b>	<b>415</b>
CLAUDIA GARSCHHAMMER, RUDI ZAGST	
<b>TEIL IV: KUNDEN GEWINNEN .....</b>	<b>443</b>
<b>Erhöhung der Profitabilität bei Versicherungsunternehmen durch Point-of-Sale-Systeme.....</b>	<b>445</b>
THOMAS EICHELMANN, CHRISTOPH WINTER	
<b>Open-Architecture und Allfinanz.....</b>	<b>469</b>
BEAT BERNET	
<b>Die Restschuldversicherung als Bestandteil moderner Finanzdienstleistungspakete im Privatkundengeschäft .....</b>	<b>481</b>
ROLAND FOLZ, JOCHEN SUTOR	
<b>Ein tief greifender Wandel – die Entwicklung der Lebensversicherungsbranche in den USA .....</b>	<b>495</b>
WERNER BONADURER	
<b>TEIL V: IDEENGESCHICHTE .....</b>	<b>511</b>
<b>Zur Entwicklung des finanz- und risikowirtschaftlichen Denkens.....</b>	<b>513</b>
KLAUS SCHREDELSEKER	
<b>AUTORENVERZEICHNIS.....</b>	<b>533</b>

## **Teil I: Einführung**

# 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 werden.

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 ausgehörrt 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 kapitalmarktbasierete Neuerung der Versicherung und der kapitalgedeckten Altersvorsorge. Gemeint ist eine Neuerung 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 kapitalmarktbasiereten 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 finanzmarktbasiereten 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 kapitalmarktbasiereten 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 kapitalmarktbasiereten 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 finanzmarktbasiereten 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 vorbeiginge. 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.