

Institut für Versicherungswirtschaft



Universität St.Gallen

Shareholder Value

im Spannungsfeld von Theorie und Praxis

Professor Dr. Hato Schmeiser – Lehrstuhl für Risikomanagement und Versicherungswirtschaft

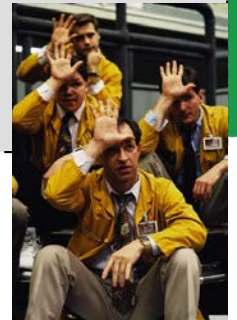
1. Einführung

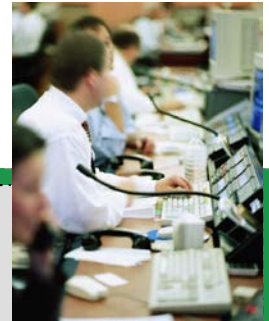
- Shareholder-Value-Konzept ist seit nunmehr fast 20 Jahren einer heftig geführten Diskussion ausgesetzt
- „Creating Shareholder Value“, Rappaport (1986)

FAZ-Schlagzeilen:

„Den inneren Werten auf der Spur – ein Loblied auf das Shareholder-Value-Konzept“

„Langlebiger ohne Shareholder-Strategie?“





ver.di und Shareholder-Value-Konzept:

„Vorrangiges Ziel [des SHV-Ansatzes].....ist es, den Wert des Unternehmens zu steigern und eine hohe Dividende zu erzielen. Der Aktionär (Shareholder) steht absolut im Mittelpunkt – Arbeitnehmer sind lediglich Mittel zum Zweck“

„Die Hauptbetroffenen sind die Beschäftigten, denn viele Arbeitsplätze werden auf dem Altar kurzfristiger Kursgewinne geopfert: Schon die Ankündigung und Veröffentlichung von Personalabbau wirkt sich an der Börse i.d.R. kurssteigernd aus und vergrößert so den Shareholder Value“

- Gesellschaftspolitische Diskussion leidet an geringer terminologischer und inhaltlicher Präzision

Shareholder Value

- Häufig weitgehend synonyme Verwendung der Begriffe

Gewinnmaximierung

Unternehmenswertmaximierung

Maximierung des Marktwerts des Eigenkapitals

Maximierung der Verzinsung des (Eigen-)Kapitals

.....

- Ziele des Vortrags

Darstellung der finanzierungstheoretischen Basis des SHV

Anwendung des SHV in der Versicherungspraxis

➤ Aspekte des Vortrags im Detail

Abschnitt 2

Finanzwirtschaftliche Konkretisierung des SHV

Diskussion dabei implizit getroffener Prämissen

Handlungsanweisungen aus SHV-Sicht

Abschnitt 3

Übertragung des finanzwirtschaftlichen SHV-Konzepts in die Versicherungspraxis (insbesondere durch EVA-Ansätze)

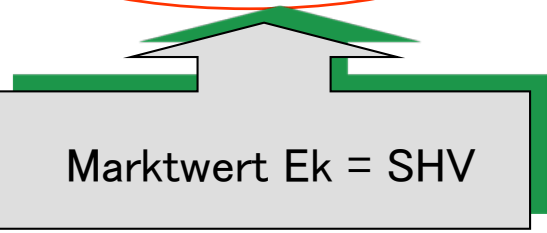
2. Finanzierungstheoretische Aspekte

➤ Einjahresbetrachtung



- Wert des Anspruchs der Aktionäre:

$$\begin{aligned}
 \text{BW}[\max(A - S, 0)] &= \text{BW}[\max(E_k + G, 0)] \\
 &= \text{BW}[A] - \text{BW}[\min(A, S)] \\
 &= E_{\text{RN}}[\dots] / (1 + r_f) = E[\dots] / (1 + r^*)
 \end{aligned}$$



- Barwertbildung an zentrale finanzwirtschaftliche Prämissen gebunden
- SHV-Prinzip: „...~~unternehmerische~~ Aktivitäten [sind] an einer Steigerung des Unternehmenswertes auszurichten...“

Shareholder Value

- Massnahmen, die den Unternehmensgesamtwert erhöhen, müssen nicht zu einer Erhöhung des SHV führen
- Rappaports fünf strategische „Werttreiber“ zur Erhöhung des Unternehmensgesamtwertes sind vor diesem Hintergrund kritisch zu sehen
- Ein solches Konzept folgt vielmehr einem Stakeholder-Ansatz (ein Ansatz, der grundsätzlich von der Gesamtheit der am Unternehmen Beteiligten unterstützt wird)
- Ergebnis besitzt eine hohe praktische Relevanz (Fusionen!)

Shareholder Value

- Besitzen die Aktionäre keine weiteren Stakeholder-Positionen im Unternehmen, so sollte diejenige Unternehmensstrategie a^* gewählt werden, für die gilt:

$$\underset{a \in A}{\text{Max}} \quad \text{BW}[\max(Ek(a) + G(a), 0)] - Ek(a)$$

(Positiver) Kapitalwert \rightarrow max!

Shareholder Value

- Aber: In praxi gibt es grundsätzlich keine „reinen Aktionäre“
- Aktionäre sind häufig auch Fremdkapitalgeber des Unternehmens (zum Beispiel VN) und beziehen ein Arbeitseinkommen
- Derart diversifizierte Aktionäre werden dann einer Unternehmensstrategie a^* nicht zustimmen, wenn der SHV-Wertzuwachs durch Verluste aus anderen Anteilen überkompensiert wird (zum Beispiel Arbeitsplatzverlust)
- Aber: Entscheidungsträgern in Unternehmen wird es in der Regel nicht möglich sein, die individuelle Lebenssituation der Eigenkapitalgeber in ihr Entscheidungskalkül zu integrieren

➤ Vorgehensweise im Rahmen des SHV-Kalküls:

Vorbemerkung: Lineares Bewertungsfunktional → BW

Zeichnung eines Versicherungsvertrags → Schätzung der erwarteten Zahlungen nach Risikoadjustierung

Diskontierung der erwarteten Zahlungen nach Risikoadjustierung unter Verwendung des sicheren Zinssatzes

Falls $BW(\text{Prämienzahlungen}) > BW(\text{Schadenzahlungen})$ → Vertrag zeichnen, da positiver Kapitalwert

- Die Verwendung eines SHV-Ansatzes zur Grenzpreisbestimmung hat erhebliche Konsequenzen für Versicherungsunternehmen
- Finanzwirtschaftlich ermittelte Grenzprämien unterscheiden sich massiv von Preisen, die sich auf Basis traditioneller aktuarieller Ansätze ergeben
- Aus SHV-Sicht ergibt sich das Problem des „Underinvestment“ oder des „Overinvestment“

Shareholder Value

- Geht eine SHV-orientierte Unternehmenspolitik zu Lasten der Belange der sonstigen Stakeholder?
- Mitarbeiter des Versicherungsunternehmens?
- Versicherungsnehmer?

Risikoanreizproblematik → Verschlechterung der Risikosituation des Versicherers?

Verschlechterung der Vertragskonditionen?

3. Anwendung Shareholder-Value-orientierter Konzepte in der Versicherungspraxis

- Statt Bar-/Kapitalwert wird in der Praxis häufig das EVA-Konzept oder aber Renditekennziffern (RAROC oder RORAC) verwendet

- Economic Value Added

$$EVA = \text{Gewinn} - \text{Kapitalkosten} = E(G) - r^h \cdot Ek$$

- Im VU wird „Wert geschaffen“, wenn $EVA > 0$ ist

➤ Risk Adjusted Return on Capital

$$RAROC = \frac{E(G)}{Ek} \geq r^h$$

➤ EVA/RAROC können mit dem Kapitalwertkalkül kompatibel sein

Eigenkapital Ek konstant (keine Entscheidungsvariable)

Ek = Wert des investierten Kapitals der Aktionäre in $t = 0$

$E(G)$ ist risikoneutralisierter Gewinn, $r^h = r_f$ (sicherer Zins)

Gewinndefinition muss begrenzte Haftung berücksichtigen

➤ Ziele des EVA/RAROC-Konzepts

Shareholder-Value-Zuwachs soll auf unterschiedlichen Unternehmensebenen gemessen werden

Messung der relativen Performance einzelner Versicherungszweige

Entscheidungsgrundlage für eine Geschäftsbereichssteuerung

Basis für eine erfolgsorientierte (SHV-bezogene) Entlohnung

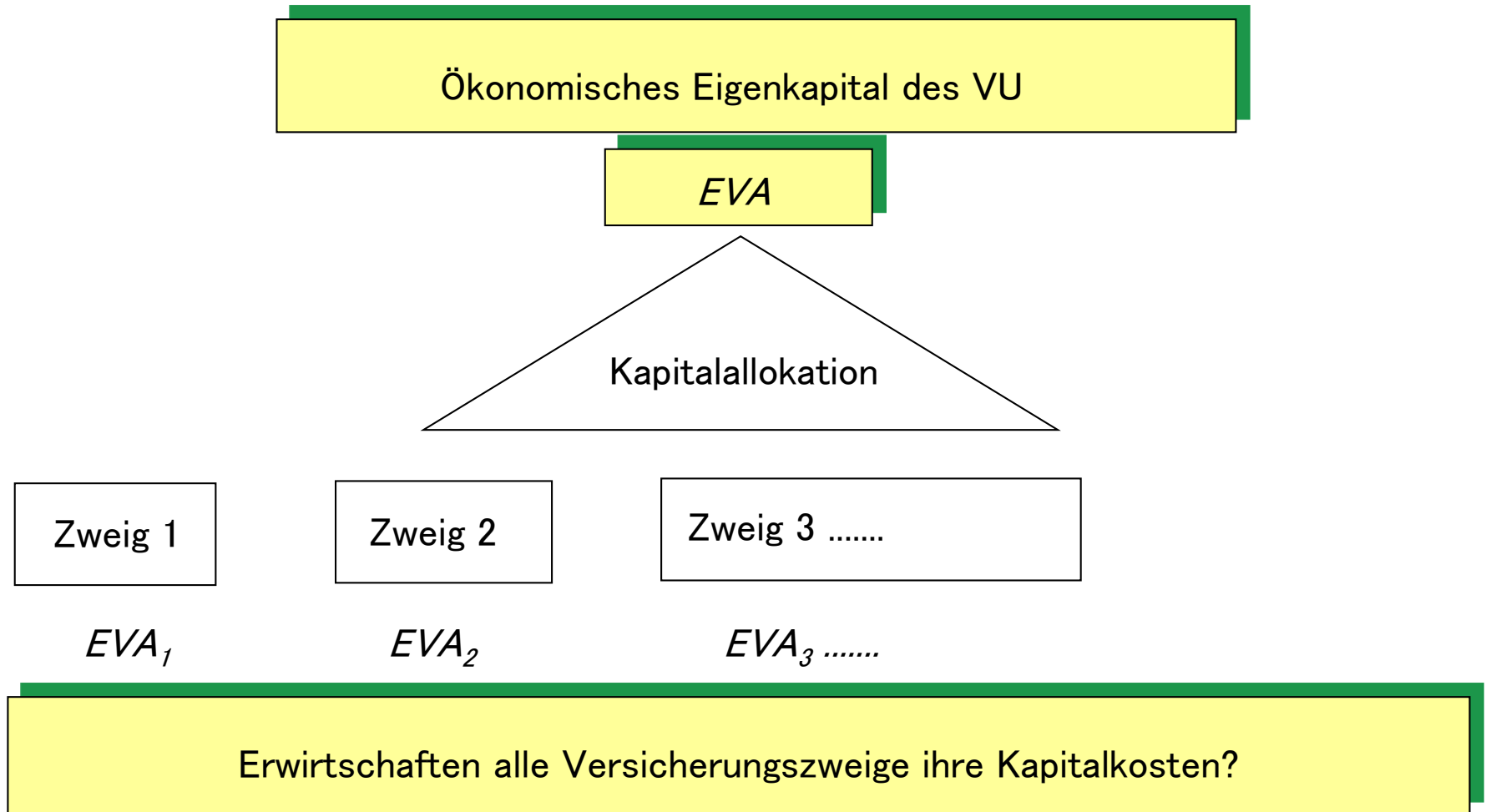
➤ Praktische Umsetzung in drei Stufen

Ableitung eines „ökonomischen“ Eigenkapitals auf Basis eines vorgegebenen Sicherheitsniveaus für das Versicherungsunternehmen

Das so ermittelte Eigenkapital wird einzelnen Geschäftsbereichen (Versicherungszweigen) zugeordnet

Die Kosten des allozierten Eigenkapitals werden einer Gewinngröße des Geschäftsbereichs gegenübergestellt

Shareholder Value



Shareholder Value

- Chance und Risiko werden simultan betrachtet, Kapitalkosten finden Berücksichtigung
- Ergebnisse stark abhängig von der Ausgestaltung des EVA (bzw. des RAROC)
- Allokation der Kapitalkosten ($r^h \cdot E_k$) zu den einzelnen Versicherungszweigen stellt eine Schlüsselung von Gemeinkosten dar
- Von der Performance einzelner Bereiche in der bestehenden Unternehmensstruktur kann nicht leicht auf die Performance nach erfolgter Umstrukturierung geschlossen werden

Shareholder Value

- Asymmetrische Informationslage: EVA- oder RAROC-Konzepte können richtige Anreize und Impulse setzen
- EVA oder RAROC sind eingängige Grössen und von daher im Unternehmen „gut kommunizierbar“
- Für Zwecke der Geschäftsbereichssteuerung erscheint jedoch das traditionelle Kapitalwertkonzept das geeigneter Instrument zu sein
- Unterschiedliche Fragestellungen implizieren zwangsläufig eine Methodenvielfalt

4. Fazit

- Gesellschaftspolitische Diskussion zum SHV wird unvermindert weitergeführt
- Ziel des Vortrags: Finanzwirtschaftliche Konkretisierung des SHV
- Skizzierung der SHV-nahen Ansätze in der Versicherungspraxis (EVA- und RAROC-Ansätze)

Herzlichen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

Kontakt:

Prof. Dr. Hato Schmeiser

Universität St. Gallen

Kirchlistrasse 2

CH – 9010 St. Gallen

Telefon: +41 (0)71 243 40 11

hato.schmeiser@unisg.ch



Institut für Versicherungswirtschaft