

Auszug aus dem Buch

## "Steuerung von Versicherungsunternehmer"

---

*Autor: Rodolfo Lindner, Co Autor: Rainer Zierhofer*

*Herausgegeben vom Verlag Schäffer-Pöschel, 2008*

### Kapitel 6.6 Steuerung der Kapitalanlageprozesse

1	Einleitung .....	2
2	Einordnung des Kapitalanlageprozesses .....	3
3	Steuerungsgrundlagen .....	9
4	Ansätze zur Komplexitätsreduktion .....	18

# 1 Einleitung

Das Asset Management bei Versicherungsunternehmen nimmt eine zentrale Rolle im Rahmen der Wertschöpfung ein.<sup>1</sup> Es erfordert die Beteiligung aller Funktionen und Bereiche innerhalb eines Versicherungsunternehmens (z. B. Finanzen, aktuarielle Funktionen, Produkt-Management, Underwriting wie auch Rückversicherung) und ist damit stark interdisziplinär ausgeprägt.

Angesichts der Niedrigzinspolitik, den regulatorischen Anforderungen, den Beurteilungen der Rating Agenturen sowie den Reserveausstattungen, spiegelt das erwirtschaftete Kapitalanlageergebnis einen wesentlichen Teil der Ertragskraft eines Versicherungsunternehmens wider. So stammen beispielsweise die Überschüsse bzw. die Gewinnbeteiligungen zum großen Teil aus dem Kapitalanlageergebnis. Letztlich verlangen die zunehmende Wettbewerbsverschärfung wie auch neue Rechnungslegungsvorschriften eine immer stärkere Fokussierung auf risikogerechte Kapitalrenditen auf Fair-Value-Basis, d. h. die regelmäßige Marktbewertung von Vermögenswerten.

Im Mittelpunkt der Ausführungen dieses Kapitels steht insbesondere die Aktivseite des Asset Liability Managements.<sup>2</sup> (Kapitel 7.3) Die Versicherungsunternehmen müssen unter komplexen Bedingungen wettbewerbsfähige Renditen erwirtschaften und ihr Kapitalanlageportfolio<sup>3</sup> effizient gestalten. So nimmt die Steuerung des Kapitalanlageprozesses eine werttreibende und existenzhaltende Rolle ein.

Um den Kapitalanlageprozess entsprechend erfolgreich zu steuern, wird ein ausgereiftes Controlling- und Risikomanagement-System (Kapitel 7.1 ff.) benötigt, das diesen Ansprüchen gerecht wird. Die Personal- und Kapazitätsausstattung muss der besonderen Stellung des Asset Managements ebenfalls Rechnung tragen. Das Ziel des vorliegenden Kapitels besteht darin, den Kapitalanlageprozess, seine Bedeutung in Versicherungsunternehmen wie auch die Steuerungsaspekte zu erläutern und die aktuellen Modelle und Methoden anhand von Best Practices aus der Unternehmenspraxis vorzustellen.

---

<sup>1</sup> Beim Begriff „Asset Management“ wird von einer weiten Definition ausgegangen, u. a. Kapitalanlagemanagement, Beteiligungsmanagement etc.

<sup>2</sup> Anmerkend sei erwähnt, dass sich in der Praxis die Aktiv- und die Passivseite nicht gesondert steuern lassen, sondern immer zusammen betrachtet werden.

<sup>3</sup> Ein Portfolio ist eine gedankliche Zusammenfassung der Kapitalanlagen und Vermögensteile einer Person, eines Haushaltes oder einer Institution zum Zweck der rechnerischen Zusammenfassung, Darstellung und Kontrolle finanzieller Eigenschaften des Portfolios und seiner Komponenten, vor allem der Werte, der Rendite sowie der Exponiertheit (Exposure) gegenüber Risiken. Die vom Investor gewünschten Merkmale Sicherheit, Rendite und Liquidität sollen durch das Portfolio insgesamt zustande kommen. Vgl. Spremann (2006), S. 5ff.

## 2 Einordnung des Kapitalanlageprozesses

### 2.1 Bedeutung des Asset Managements in Versicherungsunternehmen

Allgemein kann man die Kapitalanlagen grob in zwei Arten unterscheiden: die sicherheitsorientierte und die renditeorientierte. Jedoch kommen in der Praxis Mischformen vor, welche die Eigenschaften der beiden in sich vereinen. Bei der sicherheitsorientierten Kapitalanlage steht der Werterhalt des eingezahlten Geldes an erster Stelle. Dadurch muss aber auch eine geringere Rendite in Kauf genommen werden. Die Wertschwankungen des Kapitals sind meist relativ gering. Bei der renditeorientierten Kapitalanlage stehen die Generierung höherer Wertsteigerungen und Erträge im Vordergrund. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es bei dieser Form größere Wertschwankungen geben kann. Allgemein kann man feststellen: Je länger der Anlagezeitraum, desto geringer fallen diese Volatilitäten ins Gewicht.<sup>4</sup> Neben der Risikotragfähigkeit und -neigung, bzw. dem Risiko im Allgemeinen, bestimmen Rendite, Liquidität und Zeit Anlagestrategie und -stil eines Investors. Diese drei Dimensionen sind auch als „Investorendreieck“ bekannt, wobei die Zeit eigentlich die vierte Dimension darstellt. Diese Dimensionen bewegen sich in einem Spannungsverhältnis und führen regelmäßig zu Zielkonflikten, die es im Rahmen der Anlagestrategie (strategische Asset-Allokation, SAA), wie aber auch der Anlagetaktik (taktische Asset-Allokation, TAA) zu eliminieren oder aber weitestgehend zu optimieren gilt.

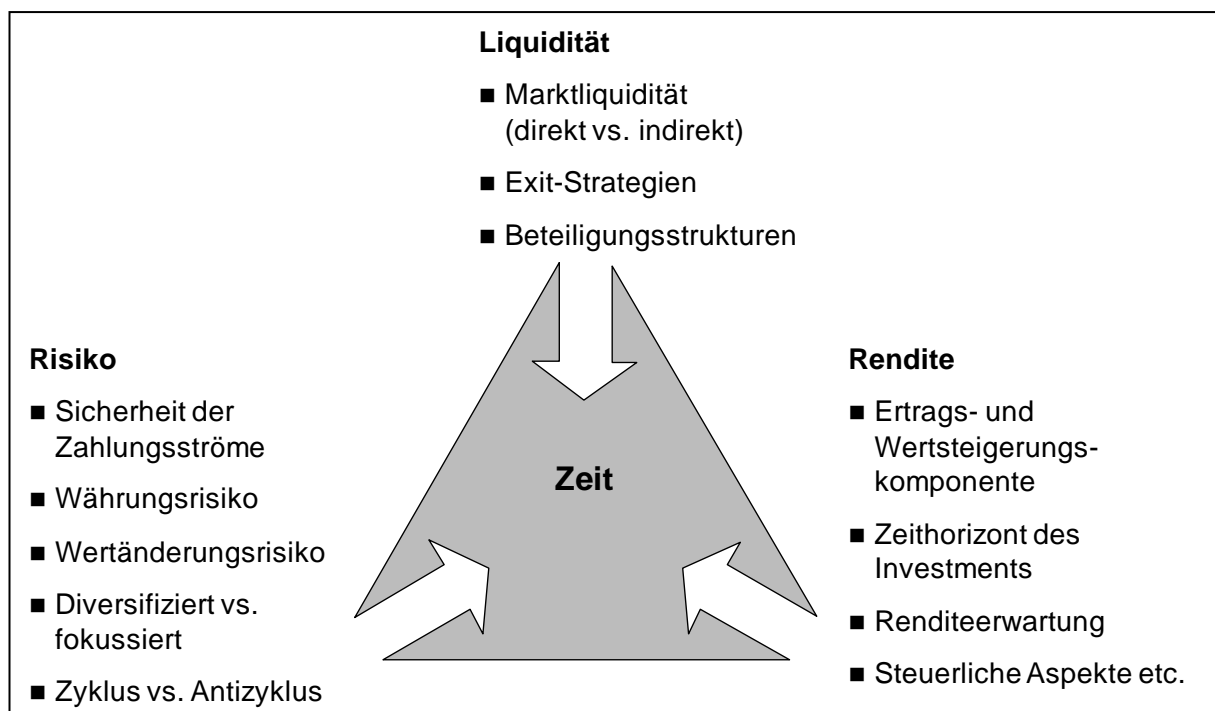


Abb.1: Das magische Dreieck, der Kapitalanlagen

<sup>4</sup> Vgl. diverse Studien (z.B. Deutsche Bank, Pictet, UBS).

Als Asset-Klasse mit spezifischen Ausprägungen (Laufzeiten, Währungen, Typen etc.) bezeichnet man die Anlageart, in die investiert wird, zum Beispiel Aktien, Fonds, Renten oder Immobilien.<sup>5</sup> Dabei gibt es unterschiedliche Definitionen und es empfiehlt sich genau zu bestimmen bzw. zu analysieren, was unter der jeweiligen Asset-Klasse verstanden wird. So beinhaltet zum Beispiel die Asset-Klasse „Alternative Anlagen“, Hedge Fonds, Private Equity und Commodities. Diese Subklassen sind dann wiederum unterteilt in Stile und Unterarten, je nach Underlayings und „Substrategie“. (Die aggregierte Sicht der Asset-Klassen bei der Beispiel Versicherungsgruppe stellt sich zum Beispiel wie folgt dar (siehe Abbildung 2).

	Zweck	Investmentstyle
<b>Geldmarkt, Bonds</b>	Generierung eines stabilen laufenden Ertrags, Deckung der Liabilities	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Weitgehend „Buy and Hold“</li> <li>■ Aktive Laufzeiten-/Duration-Steuerung primär bei Reinvestitionen</li> <li>■ Generierung von zusätzlichem Alpha durch Bond Picking</li> </ul>
<b>Immobilien, Hypotheken</b>	Substitut für Geldmarkt und Bonds mit laufendem Zusatzertrag	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ CH: Direktanlagen in den Segmenten Wohnen und Büro/Gewerbe, Generierung von Alpha durch Auswahl und Entwicklung rentabler Objekte</li> <li>■ Europa: Funds of Real Estate Funds (Product/Manager)</li> </ul>
<b>Aktien</b>	Mehrertrag bei höherem Risiko, Diversifikation der Zinsrisiken	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ CH: Direktanlagen, Generierung von Alpha durch aktive Markt-, Sektor-, Titel- und Size-Gewichtung</li> <li>■ Ausland: Primär Einsatz von externen Produkten (Product/Manager Selection)</li> </ul>
<b>Alternative Anlagen</b>	Optimierung der Rendite-Risiko-Relation im Gesamtportfolio-Kontext	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Strategische Positionen in der Asset Allocation, Vermeidung von Event-Risiken</li> <li>■ Einsatz von externen Produkten ohne Leverage (i.d.R. Funds of Funds), Product und Manager Selection (Due Diligence)</li> </ul>

Abb. 2: Aggregierte Sicht auf Asset-Klassen und Investmentstile am Beispiel der Beispiel Versicherungsgruppe

Das Asset Management in Versicherungsunternehmen definiert, wie das eingesetzte Kapital, welches sie von den Versicherten und den Eignern erhalten, effizient vermehrt werden kann – unter Berücksichtigung eines adäquaten Risikos. Die Versicherungsunternehmen müssen gegensätzliche Interessen bedienen, die einen Zielkonflikt darstellen: zum einen die Interessen der Versicherten, die den Versicherungszweck erfüllt sehen und aus ihrer Anlage möglichst viel Gewinn ziehen wollen und zum anderen diejenigen der Shareholder, die eine hohe Rendite erwarten. Dabei darf das Versicherungsunternehmen jedoch nicht das eigene Interesse aus den Augen verlieren (z. B. Sicherung der Existenz und Zahlungsfähigkeit). Die Erfüllung dieser Ansprüche erfolgt u. a. durch die Wertschöpfung im Rahmen des Asset Managements. Zur Sicherstellung einer effizienten Vermögensallokation bzw. einem optimalen Rendite-Risikoverhältnis gelten hierbei nach wie vor die Erkenntnisse der Portfolio-Theorie von Markowitz. Wichtigste Kernaussage daraus ist, dass sich durch geeignete Diversifikation der

<sup>5</sup> Vgl. [www.boerse-online.de](http://www.boerse-online.de).

einzelnen Werte eines Depots das Risiko maßgeblich reduzieren lässt, ohne dass die Depotrendite dadurch nennenswert sinkt. Renditen, Varianzen (Volatilität), Kovarianzen etc. spielen daher bei der Portfolio-Theorie eine entscheidende Rolle. In der Praxis wird meist versucht, das Minimum-Varianz-Portfolio zu erhalten, d. h. eine möglichst große Rendite zu erzielen und dabei nur ein absolut notwendiges Risiko einzugehen. Natürlich wurde der Markowitzsche Ansatz verfeinert und weiterentwickelt, aber im Kern geht es immer um Optimierung von Rendite und Risiko. Um derartige optimale Portfolio-Kombinationen zu berechnen, benötigt man eine Vielzahl von Kennzahlen und lange Zeitreihen, damit Prognosen von erwarteten Renditen einzelner Anlagen bzw. Asset-Klassen möglich sind. Eines der Modelle, die auf der Portfolio-Theorie basieren, ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Es ist von großer Bedeutung für die Bewertung von Anlagen und deren Risiko (auch die Nationale Versicherungsgruppe setzt das CAPM ein). Das Modell geht davon aus, dass das Risiko explizit in Form einer vom Markt determinierten, zusätzlich geforderten Rendite berücksichtigt wird; d. h. das Risiko angemessen entschädigt wird. Nach CAPM hängt der Wert einer Anlage von ihrem Risikobeitrag zum Portfolio ab. Durch die Anwendung des CAPM lässt sich ein effizientes Portfolio bilden, bei dem

- a) das Rendite- Risikoverhältnis optimal ist und demzufolge
- b) die Kombination der Asset-Klassen so erfolgt, dass der größtmögliche Diversifikationseffekt erreicht wird.

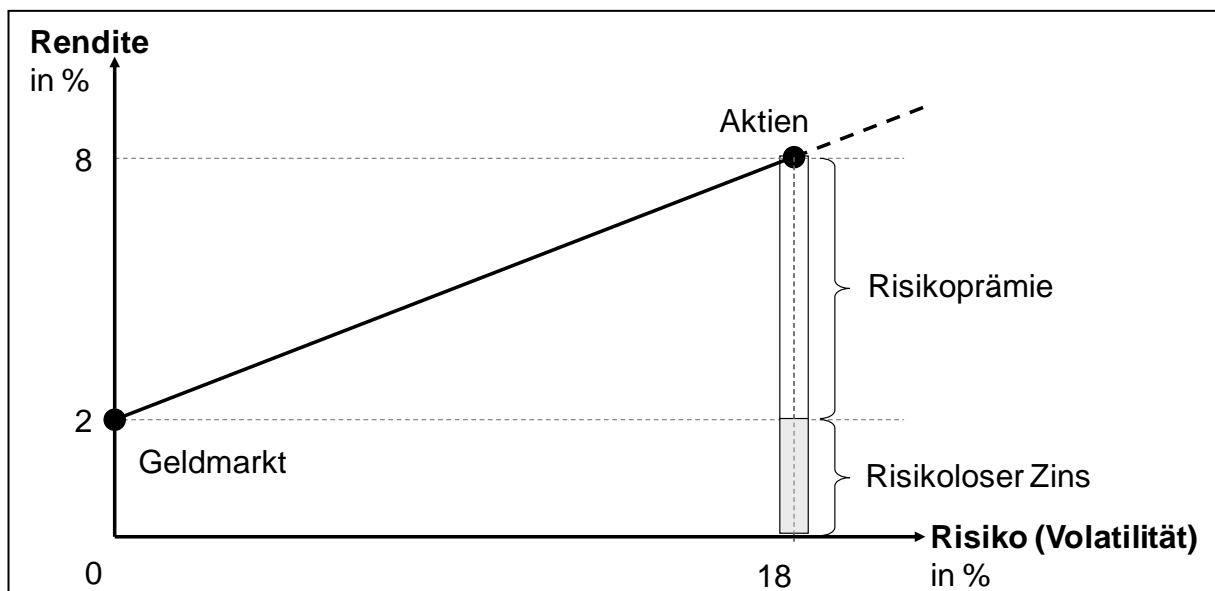


Abb.3 : Das CAPM Modell (1)

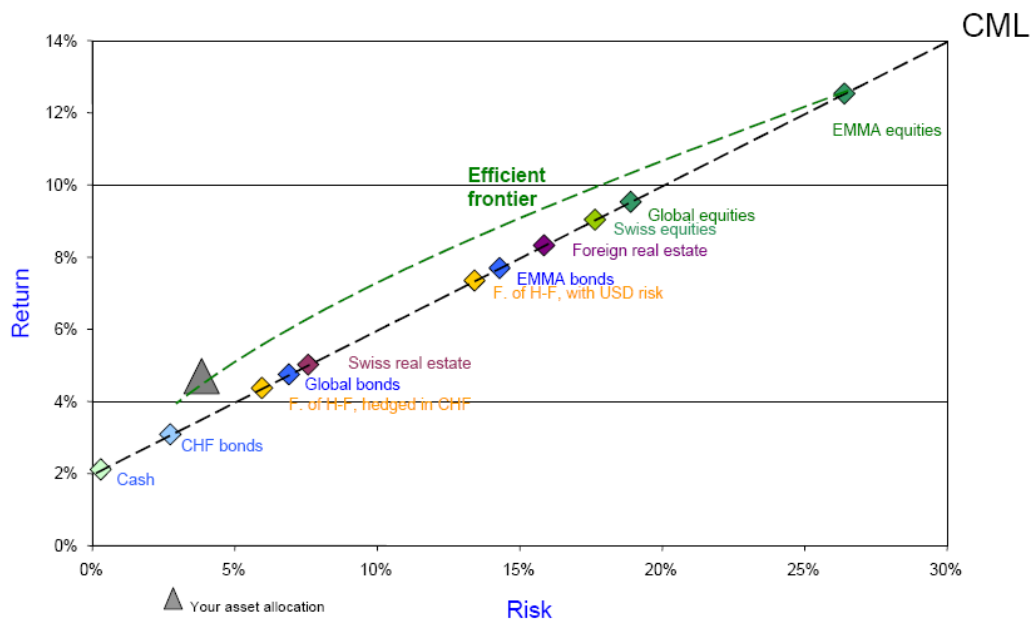


Abb. 4: Das CAPM-Modell (2)

Kritisch muss angemerkt werden, dass CAPM von Annahmen ausgeht, die historischen Hintergrund haben. D. h. die Modelle gehen davon aus, dass sich die historischen Zeitreihen in der Tendenz wiederholen. Ferner werden homogene Erwartungen unterstellt. Dies setzt voraus, dass alle Investoren die gleichen bewertungsrelevanten Informationen besitzen. Heute wird vermehrt Kritik gegen das Markowitz-Modell laut (u. a. wegen Schwierigkeiten bei der Renditeprognose, Anfälligkeit gegen Trends etc.).<sup>6</sup>

## 2.2 Aufsichtsrechtliche Anforderungen

Die vorangegangenen Kapitel dieses Buches (speziell Kapitel 2) behandelten ausführlich die aufsichtsrechtlichen und regulatorischen Anforderungen an die Steuerung von Versicherungsunternehmen (IFRS, Solvency II etc.). Hinsichtlich des Kapitalanlageprozesses ergeben sich jedoch besondere Regeln, die das Controlling im Steuerungssystem beachten muss. Im Folgenden wird daher kurz auf die Umsetzung der Anforderungen an das Interne Kontrollsystem eingegangen.

In den USA schreiben die Sarbanes-Oxley-Regelungen (SOX) ein funktionierendes und dokumentiertes Internes Kontrollsystem (IKS) vor. Auch in Europa gewinnt das Thema zunehmend an Bedeutung. Entsprechende Regelungen ergeben sich aus

<sup>6</sup> Es wird daher derzeit über Alternativmodelle diskutiert, welche die Probleme der Markowitz-Optimierung lösen könnten. Eines davon ist das Modell von Black und Litterman. Ausführlich vgl. Markowitz (2008) und vgl. Hahn/Thießen (2007), S. 16-18.

den anstehenden bzw. bereits umgesetzten Mindeststandards für das Risikomanagement.<sup>7</sup>

Im Rahmen des neuen Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) hat das Bundesamt für Privatversicherungen in der Schweiz (BPV) eine Richtlinie zu Corporate Governance, Risikomanagement und Internes Kontrollsystem (IKS) erlassen. Die Richtlinie definiert prinzipienbasierte Anforderungen für die dem BPV unterstellten Versicherungsunternehmen, Versicherungsgruppen und -konglomerate. Eine wesentliche Aufgabe des BPV ist es, die Übereinstimmung und Eignung der von den beaufsichtigten Einheiten angewandten Corporate Governance, des Risikomanagements und des IKS mit den aufsichtsrechtlichen Anforderungen zu prüfen. Dazu greift das BPV unter anderem auch auf ein neu entwickeltes Aufsichtsinstrument zurück (z. B. regelmäßige Berichterstattung der Versicherungsunternehmen), das zur qualitativen Überprüfung der Corporate Governance und des Internen Kontrollsystems eines Versicherungsunternehmens eingesetzt werden kann.<sup>8</sup>

Das Management trägt hierbei grundsätzlich die gesamte Verantwortung dafür, dass ein adäquates IKS implementiert ist und permanent gelebt und überwacht wird (Vorgänge, Methoden, Maßnahmen). Ein IKS ist dann effizient, wenn konkrete Kosten-Nutzen-Überlegungen in seine Ausgestaltung einfließen und wenn es konsequent an der Risikostruktur des Versicherungsunternehmens ausgerichtet ist.

Das IKS stellt einen wesentlichen Rahmen dar. Für die detaillierte Ausgestaltung ist jedes Versicherungsunternehmen selber verantwortlich. Der Ansatz von der Beispiel Versicherungsgruppe geht über eine definierte Prozessstruktur hinaus, die entsprechende Interdependenzen mit dem Prozess-, Compliance und Risikomanagement aufweist, so dass vor allem Maßnahmen zur Minderung von Risiken festgelegt werden (siehe Abbildung 4).

---

<sup>7</sup> In der Schweiz gelten vorwiegend die Grundsätze der kaufmännischen Buchführung sowie für Aktiengesellschaften Art. 662a die „Ordnungsmässige Rechnungslegung“ (Ausgestaltung des Rechnungswesen und der Finanzkontrolle). Daraus ergibt sich die Verpflichtung zur Schaffung eines IKS.

<sup>8</sup> Vgl. Richtlinien des Bundesamtes für Privatversicherungen vom 1. Januar 2007, Nr. 15/2006 - zur Corporate Governance, zum Risikomanagement und zum internen Kontrollsystem. In: [www.bvp.admin.ch](http://www.bvp.admin.ch), aufgerufen am 26.02.2008.

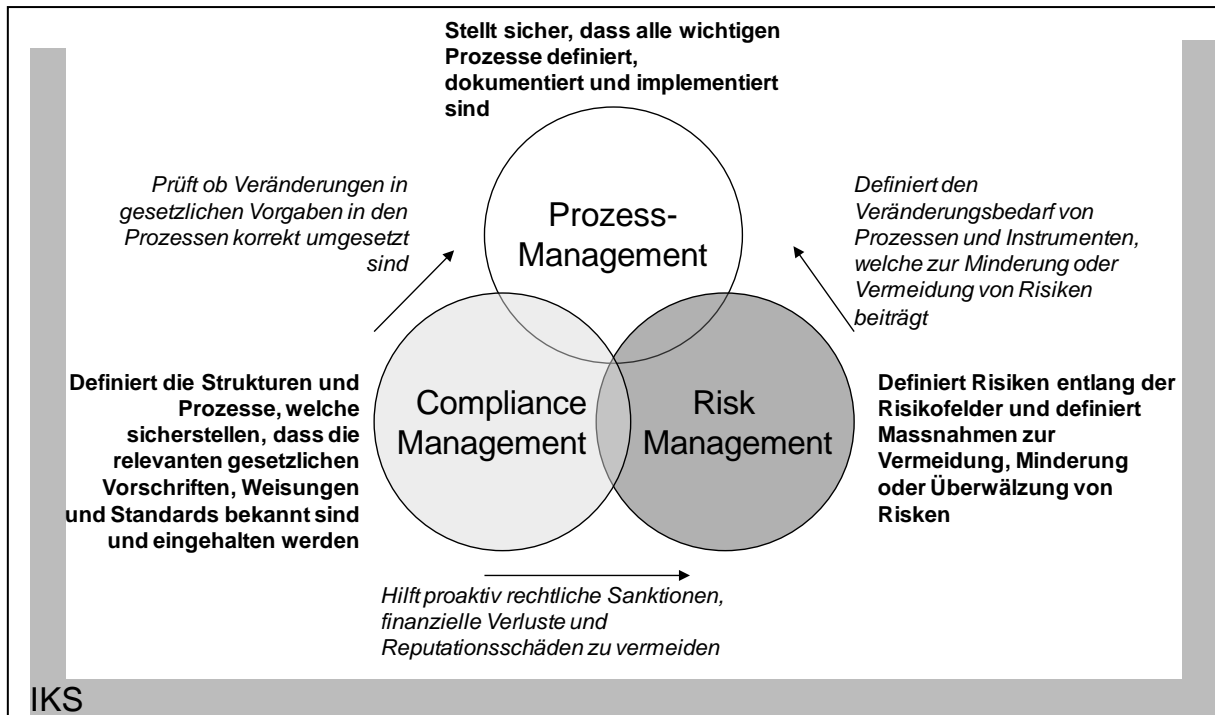


Abb. 5: IKS der Beispiel Versicherungsgruppe (Bereich Investment)

- Das Prozessmanagement stellt sicher, dass alle wichtigen Prozesse definiert, dokumentiert und implementiert sind.
- Das Compliance Management prüft, ob Veränderungen in gesetzlichen Vorgaben in den Prozessen korrekt umgesetzt sind. Außerdem definiert es die Strukturen, die sicherstellen, dass die relevanten gesetzlichen Vorschriften, Weisungen und Standards bekannt sind und eingehalten werden.
- Das Risikomanagement definiert Risiken entlang der Risikofelder und definiert Maßnahmen zur Vermeidung, Minderung oder Überwälzung von Risiken. Sie definieren den Veränderungsbedarf von Prozessen und Instrumenten, der zur Minderung oder Vermeidung von Risiken beitragen.

### 3 Steuerungsgrundlagen

#### 3.1 Strategische Aspekte der Steuerung

Jedes Versicherungsunternehmen muss das ihm anvertraute Kapital unter bestimmten Rahmenvorgaben bzw. Prämissen anlegen. So schreibt u. a. § 54 VAG (Anlagegrundsätze für das gebundene Vermögen) für deutsche Versicherungsunternehmen vor, dass das Vermögen nach Art des betriebenen Versicherungsgeschäftes sicher, rentabel und liquide unter angemessener Mischung und Streuung angelegt werden muss.

Bezüglich der Risikotragfähigkeit, der Risikoneigung, also des Risikoprofils, hat jedes Versicherungsunternehmen eine umfassende Sichtweise umzusetzen, die in den unternehmensspezifischen Enterprise Risk Guidelines niedergeschrieben sind. Diese Rahmenvorgaben bilden den Rahmen für die in der Verantwortung des Asset Managements liegenden Ebenen der Asset-Allokation (siehe Abbildung 5).

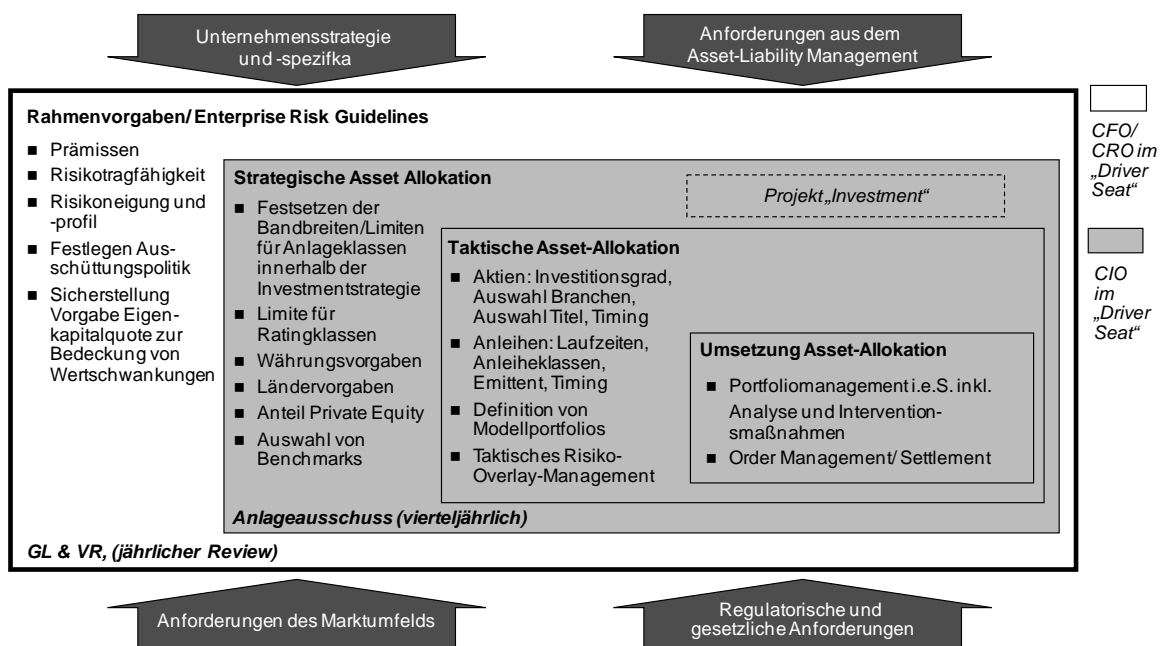


Abb. 6: Framework: Die verschiedenen Ebenen des Investment Managements (Praxisbeispiel)

Die Rahmenvorgaben enthalten aber nicht nur Risikoelemente sondern auch Vorgaben zur Festlegung der Ausschüttungspolitik für die überschüssigen Erträge aus Kapitalanlagen. Diese Vorgaben streben nach einem Interessenausgleich zwischen den verschiedenen Stakeholdern.

Die Versicherungsnehmer bevorzugen eine Mindestverzinsung in Verbindung mit einer regelmäßigen und adäquaten ermessensabhängigen Überschussbeteiligung, während die Aktionäre mehr Wert auf angemessene Erträge im Verhältnis zu dem von ihnen getragenen Risiko legen. Allgemein achten die Versicherungsunternehmen, dass der Schwerpunkt auf der Nachhaltigkeit des

Geschäftsmodells und dem Ausgleich zwischen den Erwartungen von Versicherungsnehmern und Aktionären liegt. Außerdem sind bei der Festlegung der Ausschüttungspolitik externe Beschränkungen zu beachten. Wichtige Elemente, die diese Ausschüttungspolitik beeinflussen, sind die garantierte Mindestverzinsung und die gesetzliche Mindestausschüttungsquote, die stark vom aufsichtsrechtlichen Umfeld abhängen, in dem die Versicherungsunternehmen tätig sind. Zusätzlich enthalten die Rahmenvorgaben Regeln zur Ausstattung der Eigenkapitalquote, die u. a. zur Bedeckung von Wertschwankungen dient.

Die Anforderungen aus dem Asset Liability Management (ALM) werden in der Praxis mittels eines ALM-Modells (siehe Abbildung 6) umgesetzt. Nach diesem richtet sich auch die Anlagestrategie bzw. ist Bestandteil dessen. Im Modell der Beispiel Versicherungsgruppe werden Analysen durchgeführt, die in der Regel aus einer Planungs- bzw. Prognose-Rechnung und einer Cash-flow-Analyse bestehen. Bei der Planungsrechnung wird die Entwicklung des Versicherungsunternehmens anhand der Fortschreibung der Bilanz und der GuV zu den Bilanzstichtagen untersucht. Hierzu werden Erwartungs- und Erfahrungswerte über den Geschäftsverlauf und die Entwicklung des Kapitalmarktes verwendet und regelmäßig aktualisiert (Szenarien, Parameter). Bei der Erstellung der Cash-flow-Analyse werden Szenario-Analysen verwendet, die in ihrer einfachsten Form auf vereinfachenden Annahmen über die Nettoverzinsung und die Überschussbeteiligung (in der Lebensversicherung) basieren (Asset-Modell). Die Cash-flows setzen sich auf der Aktivseite aus Prämieinnahmen sowie Kapitalerträgen zusammen.

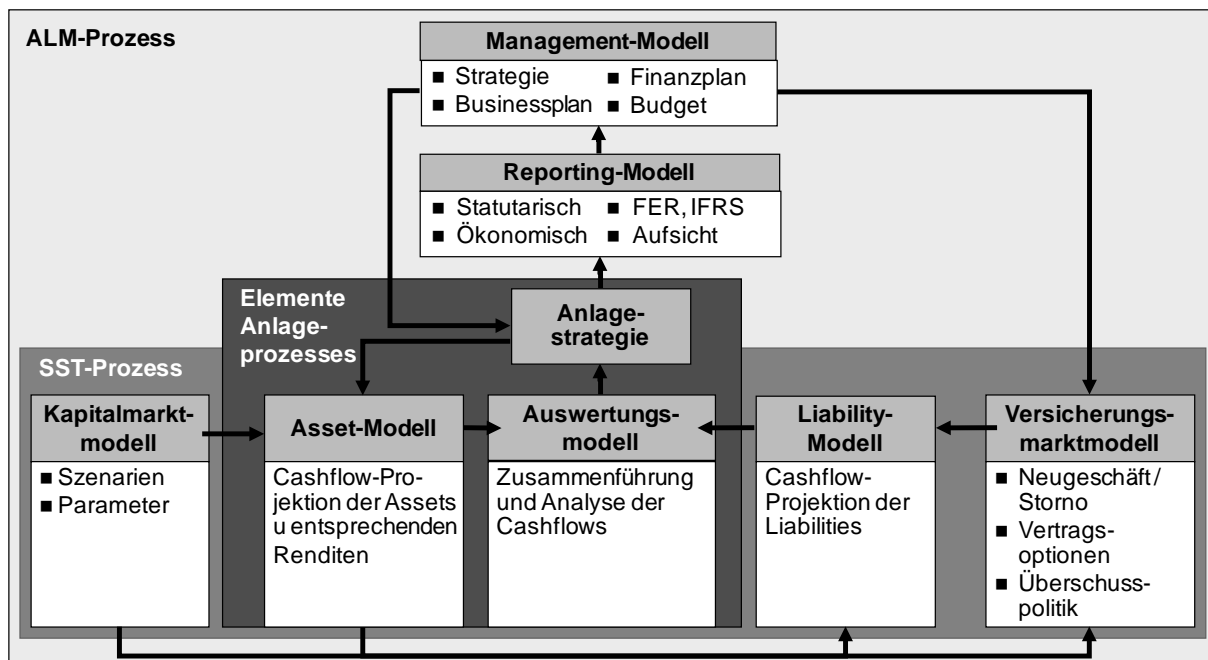


Abb. 7: Schematisches ALM-Modell Leben, stark vereinfacht.

Die Operationalisierung der ALM-Anforderungen im Rahmen des Anlageprozesses der Beispiel Versicherungsgruppe ist geprägt von sechs wesentlichen Schritten. Sie

ist unterteilt in die Konzeptionierung und der Operationalisierung. Die Abbildung 7 zeigt die Interaktionen von der Planung bis zur Performancemessung sowie die Aktivitäten und zentralen Akteure im Überblick. Siehe Kapitel 7.4.

Schritt	Aktivität je Schritt	Lead
Schritt 1	ALM-Referenzportfolio mit vorgegebener Mindestrenditeanforderung und Risikoprofil der Verpflichtungen → Fokus: techn. Geschäft	Gruppen-aktuar/ CRO
Schritt 2	Geforderter Finanzertrag über die Zeitachse zwecks Optimierung des Unternehmensergebnis	CFO
Schritt 3	Anlagestrategie mit Bandbreiten je Portfolio (und mit RM abgestimmt) → Fokus: Absolute Return in % der Assets	CIO
Schritt 4	Operationalisierung der Anlagestrategie → Output: Budget Finanzergebnis yyyy	FCI
Schritt 5	Optimierung in den Bandbreiten, mit der Zielsetzung, geforderte Absolute Return in % der Assets zu erreichen	PFM
Schritt 6	Stock Picking	PFM

Links: Anlageprozess (Operationalisierung, Konzeptionierung)  
 Rechts: ALM, Finanzplanung, Anlagestrategie, Anlageplanung, Anlagetaktik

Abb. 8: Sequenzielles ALM - Die Interaktionen und Aktivitäten im Kapitalanlageprozess

### 3.2 Architektur des Anlageprozesses

Prinzipiell ist die Architektur des Anlageprozesses auf der Basis der Rahmenvorgaben unternehmensindividuell auszuprägen (siehe o. g. Framework). Bei der Beispiel Versicherungsgruppe ist der Anlageprozess wie folgt definiert:

1. *Erstellen eines Anlagekonzepts:* Beim Anlagekonzept geht es darum, zu entscheiden, wie die Organisationseinheit, die mit der Aufgabe des Kapitalanlagemanagements betraut ist, strukturiert sein soll. Was sind die Aufgabenkompetenzen und Verantwortungen innerhalb eines Bereichs, wie sieht der Führungsrhythmus aus, was sind zentrale bzw. übergeordnete Vorgaben etc.?
2. *Risikofähigkeit und Risikobereitschaft bestimmen:* Hier geht es darum, die finanziellen Ziele und Bedürfnisse des Investors zu bestimmen. Dabei geht es insbesondere darum, wie viel Risiko ein Anleger bzw. ein gegebenes Portfolio eingehen kann, was wiederum primär damit zusammenhängt, wie das entsprechende Portfolio bzw. Unternehmen kapitalisiert ist, um allfällige Schwankungen über den Zeithorizont durchstehen zu können (vgl. ALM).
3. *Strategische Asset-Allokation definieren:* Aufgrund der Risikofähigkeit und Risikoneigung wird eine entsprechende Asset-Allokation bestimmt. Dabei geht es um den traditionellen Aufbau eines differenzierten Portfolios und um die langfristige Gewichtung der unterschiedlichen Asset-Klassen.

Grundsätzlich ist es so, dass mit dieser Einteilung das Gesamtrisiko des Portfolios bestimmt wird. Auch haben mehrere Untersuchungen gezeigt, dass bei diesem traditionellen Investmentansatz, d. h. der Entscheid der Anlageverteilung 90 Prozent oder mehr, das Gesamtrisiko des Portfolios bestimmt wird. In der Regel werden diese Zielallokationen so definiert, dass sich daraus ein effizientes Portfolio bildet, das bezüglich Renditerisikoeigenschaften optimal strukturiert ist. Ein gängiges Modell, um dies beurteilen zu können, ist z. B. das oben beschriebene CAPM-Modell.

4. *Taktische Asset-Allokation*: Finanzmärkte sind in der Regel nicht immer effizient und so lassen sich immer wieder Chancen für kurzfristige Marktabweichungen finden oder unterbewertete Titel etc. Ein aktives Portfolio-Management versucht, diese kurzfristigen Marktchancen zu nutzen, indem es die im Rahmen der strategischen Asset-Allokation definierten Bandbreiten ausnutzt und entsprechende Klassen über- oder untergewichtet. Ziel ist es, eine Überrendite gegenüber der Benchmark zu erreichen.
5. *Portfolio aufbauen*: Es geht nicht nur darum, die Strategie zu definieren und Bandbreiten und Benchmarks zu entwickeln, wie auch mögliche taktische Chancen zu nutzen, sondern vielmehr auch die besten Aktien, Anleihen, Fonds, etc. für ein Portfolio zu finden. D.h. die Diversifikation sollte nicht nur für die verschiedenen Asset-Klassen gelten, sondern vielmehr auch innerhalb der Asset-Klassen spielen, indem eine möglichst breite Streuung bei den einzelnen Investments vorgenommen wird, die wiederum in sich ihren Diversifikationsbeitrag innerhalb des Gesamtportfolios leisten.
6. *Implementierung des Portfolios*: Bei der Implementierung des Portfolios geht es darum, zur richtigen Zeit die richtigen Titel bzw. Kapitalanlagen zu finden und zu investieren.
7. *Überwachung bzw. Controlling*: Das Portfolio muss ständig überwacht und überprüft werden und gegebenenfalls müssen Maßnahmen getroffen werden, wenn gewisse Bandbreiten verletzt oder Spielregeln nicht mehr eingehalten sind.

### **3.3 Operatives Controlling**

Das operative Controlling des Kapitalanlageprozesses ist in der Praxis durch unterschiedliche Betrachtungsperspektiven geprägt. Dabei spielen sowohl ökonomische, handels- und steuerrechtliche sowie regulatorische Fragen eine wesentliche Rolle. Bei der Beispiel Versicherungsgruppe sind dies folgende fünf Ebenen der Steuerung:

1. HB I (Local GAAP wie HGB/OR)
2. HB II (Swiss GAAP FER, IFRS)

3. Solvency I/II
4. Ökonomische Sicht
5. Steuerliche Betrachtung.

Dabei entstehen naturgemäß Zielkonflikte und gegebenenfalls Iterationen im Anlageprozess, die auch eine Rückkopplung auf die Festlegung der Rahmenbedingungen haben kann. Im Zuge des operativen Controllings gilt es, diese Zielkonflikte bzw. deren jeweilige Auswirkungen transparent zu machen und weitestgehend zu eliminieren bzw. eine Optimierung herbeizuführen. Gegebenenfalls sind Anpassungen der taktischen Asset-Allokation vorzunehmen oder kurzfristige Interventionsmaßnahmen durchzuführen.

Neben dieser statischen Ebenenbetrachtung lassen sich die in der Praxis eingesetzten operativen Controlling-Instrumente entlang eines „Controlling-Zeitstrahls“ (siehe Abbildung 8) einordnen.

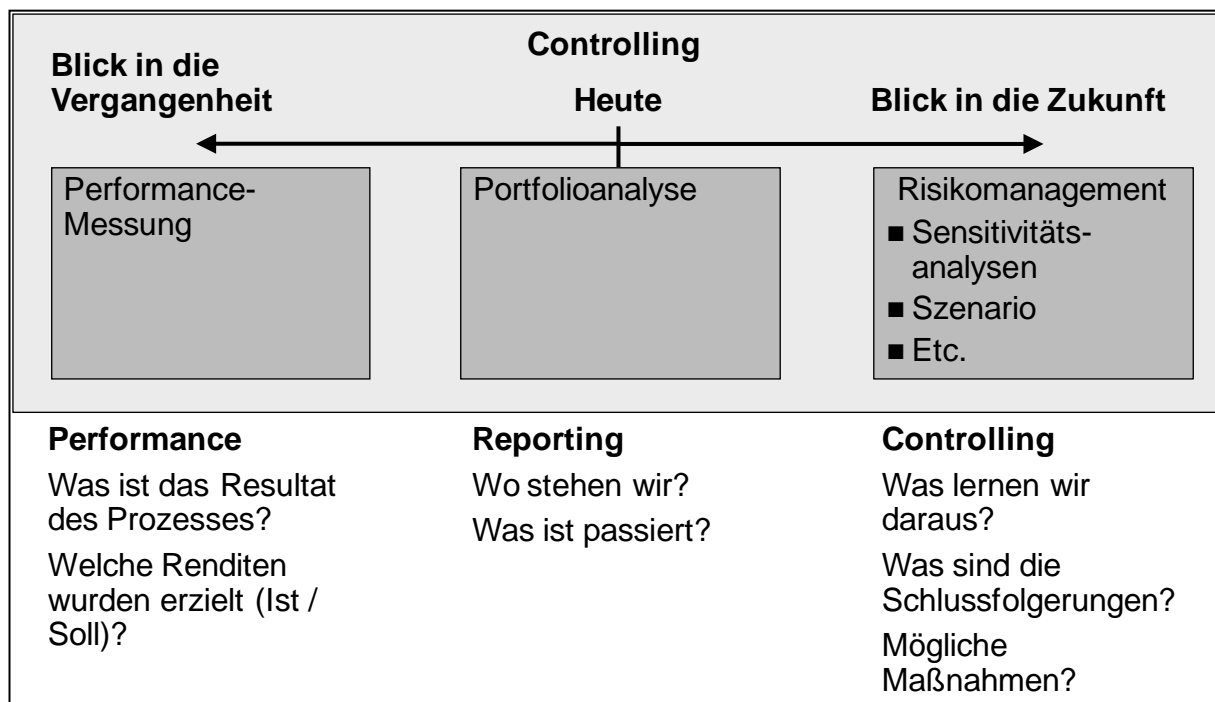


Abb. 9: Einordnung wesentlicher Instrumente entlang eines „Controlling-Zeitstrahls“

**Vergangenheitsbezogen:** In der Regel werden die wesentlichen Kennzahlen im Rahmen eines kontinuierlichen Berichtswesens, dem Investment-Reporting, ermittelt und kommentiert.

Häufig verwendete Kennzahlen sind u. a.:

- *Allokationseffekt:* Er misst den Erfolgsbeitrag, welcher auf eine aktive Über- oder Untergewichtung der einzelnen Anlagekategorien im Verhältnis zur Benchmark zurückzuführen ist.

- *Benchmark*: Dies ist der Vergleichsmaßstab oder die Referenzgröße für das Portfolio. Idealerweise entspricht sie dem Portfolio sowohl hinsichtlich Anlageuniversum als auch Anlagerestriktionen und spiegelt demzufolge dessen Anlagestrategie wider. In der Regel setzt sich die Benchmark aus Börsenindizes zusammen.
- *Beta*: Dieses Preis-Sensitivitätsmaß drückt das systematische bzw. nicht diversifizierbare Risiko einer Anlage oder eines Portfolios gegenüber der Benchmark aus. Ein Beta von 0.8 bedeutet, dass eine Erhöhung der Benchmark um 10 Prozent einen Kursanstieg von 8 Prozent der betreffenden Anlage bewirken sollte. Ist das Beta größer (kleiner) als 1, so schwankt der Kurs der Anlage stärker (schwächer) als derjenige der Benchmark. Für die Benchmark ist diese Kennziffer per Definition Eins.
- *Jensen's Alpha (Differential-Return Ratio)*: Kennziffer, welche die Differenz zwischen der tatsächlich erzielten und der unter Berücksichtigung des eingegangenen systematischen Risikos theoretisch erwarteten Rendite misst. Ein positiver Wert bedeutet, dass die erreichte Rendite auf risikoadjustierter Basis größer als die Rendite der Benchmark war. Für die Benchmark ist diese Kennziffer per Definition Null.
- *Macaulay Duration*: Durchschnittliche Rückzahlungsfrist/ Restbindungsdauer (in Jahren) des mit einer Obligation angelegten Kapitals. Durch zwischenzeitliche Couponzahlungen ist die Macaulay Duration kürzer als die Restlaufzeit des Titels.
- *Modified Duration*: Sensitivitätsmaß, welches angibt, wie der Kurs einer verzinslichen Anlage auf eine kleine Änderung des Marktzinssatzes reagiert. Eine Modified Duration von beispielsweise 4,5 bedeutet, dass eine Erhöhung des aktuellen Zinsniveaus um einen Prozentpunkt eine Senkung des Obligationenkurses von rund 4,5 Prozent zur Folge haben sollte.
- *Korrelation*: Diese statistische Maßzahl lässt sich als normierte Kovarianz interpretieren. Sie erreicht Werte zwischen minus 1 und plus 1 und gibt Auskunft über die Strammheit der Gleichläufigkeit zwischen der Rendite des Portfolios und der Rendite der Benchmark. Ein Wert von plus 1 (minus 1) bedeutet, dass deren Wertentwicklungen konstant gleichgerichtet (entgegengesetzt) verlaufen. Anlagen mit geringer Korrelation bieten im Portfoliokontext ein vermindertes Risiko – ohne dabei das Renditepotenzial zu beschneiden (Diversifikationseffekt). Für die Benchmark ist diese Kennziffer per Definition Eins.
- *Kovarianz*: Statistisches Maß, welches die lineare Gleichläufigkeit zwischen der Rendite des Portfolios und der Benchmarkrendite ausdrückt. Eine positive Zahl indiziert, dass die Renditen gleichlaufend tendieren. Sind die beiden Renditen gegenläufig, wird die Kovarianz negativ. Überhaupt kein

Zusammenhang zwischen der Entwicklung dieser Renditen besteht dann, wenn die Kovarianz Null beträgt.

- *Selektionseffekt*: Er stellt den Erfolgsbeitrag dar, der auf eine von der Benchmark abweichende Titelauswahl innerhalb der betrachteten Anlagekategorie zurückzuführen ist. Demzufolge entsteht er, wenn man nicht passiv die Benchmark nachgebildet hat, sondern durch aktives Stock Picking bewusst auf einzelne Titel gesetzt hat.
- *Sharpe-Ratio (Reward-to-Variability-Ratio)*: Kennziffer, welche die Differenz zwischen der Rendite des Portfolios und dem risikolosen Zinssatz ins Verhältnis zum eingegangenen Portfoliorisiko setzt. Eine hohe Ratio bedeutet, dass mit einem relativ geringen Risiko eine vergleichsweise hohe Rendite erzielt wurde.
- *Standardabweichung*: Statistisches Streuungsmaß, das die Verteilung der einzelnen Monatsrenditen um dessen Mittelwert im Zeitverlauf angibt. Ein hoher Wert bedeutet eine große Schwankungsbreite und folglich eine größere Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Wertentwicklung. Die Standardabweichung dient als Maßzahl für das eingegangene Risiko.
- *Tracking-Error*: Indexfehler. Dies ist ein Maß für die Qualität der Benchmarknachbildung. Gemessen wird der Tracking Error als Standardabweichung der Performance. Deshalb wird diese Kennziffer auch als Risiko interpretiert, eine von der vorgegebenen Benchmark abweichende Rendite zu erzielen.
- *Treynor-Ratio (Reward-to-Volatility-Ratio)*: Kennziffer, welche die Differenz zwischen der Rendite des Portfolios und dem risikolosen Zinssatz ins Verhältnis zum Beta des Portfolios setzt. Eine hohe Ratio bedeutet, dass mit einem verhältnismäßig geringen systematischen Risiko eine vergleichsweise hohe Rendite erzielt wurde.
- *Value at Risk (VAR)*: Potenzieller, aber nicht maximaler Verlust, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzintervall) während einem vorgegebenen Zeitraum (Haltedauer) unter „normalen“ (d. h. aufgrund von Erfahrungswerten zu erwartenden) Marktbedingungen nicht überschritten wird. Er ist demzufolge eine standardisierte Risikomaßzahl, welche das Ausfallrisiko in absoluten Geldbeträgen misst.
- *Verfallrendite (Yield to Maturity, YtM)*: Unter der Annahme einer flachen Zinsstrukturkurve wird für Obligationen die Rendite auf Verfall angegeben. Dies ist die jährliche Rendite, welche sich aus Zinszahlungen und der Kursdifferenz zum Rückzahlungsbetrag berechnen lässt. Steigt der Kurs einer Obligation, so sinkt die Verfallrendite und umgekehrt.

**Gegenwartsbezogen:** Zur Steuerung und Überwachung von Investments, werden im Rahmen des operativen Controllings verschiedenste Prüfungshandlungen und

Analysen durchgeführt. Eine besondere Prüfung erfahren die „Wertschriften mit besonderen Risiken, es sind u. a. alternative Anlagen, Derivate und strukturierte Produkte. Bevor in diese Assets bzw. Produkte investiert wird sind nebst einer genauen ökonomischen Analyse und gegebenenfalls Due Diligence der Produkte weitere umfassende Abklärungen zu treffen und Konsequenzen auf diverse Ebenen und Bereiche zu prüfen. Bei der Beispiel Versicherungsgruppe wird dies in einem Pre-Trade-Compliance-Check durchgeführt.

Gerafft besteht dieser Pre-Trade-Compliance-Check aus folgenden Themen:

1. Beschreibung und Begründung, warum das Investment getätigt werden soll
2. Transaktionsbeschreibung
3. SWOT-Analyse
4. Erwartete Kennzahlen
5. Auswirkung des Investments auf ALM und SST
6. Pre-Trade-Compliance (u. a. Zuordnung Asset-Klasse, Einhaltung Anlagereglement, Einhaltung SAA/Bandbreite, Auswirkung auf Gesamtportfolio, Auswirkung auf finanzielle Zielerreichung (inkl. Cash-flow-Optik)
7. Wertschriftenverwaltung (hier kommen generelle Informationen für die Wertschriftenverwaltung hinzu, wie z. B. Valorenbeschreibung, Depotstelle, Konsolidierungspflicht, Accounting Effekte etc.).

**Zukunftsbezogen:** Hier sind vor allem die Beurteilung des Value at Risk<sup>9</sup> und die Auswirkungen auf die zukünftige Vermögensentwicklung des Gesamtportfolios zu nennen. Ein Beispiel einer solchen Simulationsrechnung ist in der Abbildung 9 dargestellt.

---

<sup>9</sup> Potenzieller, aber nicht maximaler Verlust, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzintervall) während einem vorgegebenen Zeitraum (Haltedauer) unter "normalen" (d.h. aufgrund von Erfahrungswerten zu erwartenden) Marktbedingungen nicht überschritten wird. Er ist demzufolge eine standardisierte Risikomaßzahl, welche das Ausfallrisiko in absoluten Geldbeträgen misst.

**Referenzwährung des Kunden : CHF**

Erwartete Bruttorendite	4.0%
Verwaltungskosten	0.3%
Erwartete Nettorendite	3.7%
Berechnete Volatilität	3.7%
Diversifikationseffekt	2.4%
Sharpe Ratio	0.66

Sicherheitsgrad	95.45%
Anzahl Standardabweichungen	2.00
Value at risk	3.6%

<b>Geldmarkt in Referenzwährung</b>	<b>3.3%</b>
<b>Obligationen CHF Inland</b>	<b>24.9%</b>
<b>Obligationen CHF Ausland</b>	<b>24.9%</b>
<b>Obligationen Fremdwährungen TOTAL</b>	<b>7.0%</b>
USD Obligationen	0.4%
EUR Obligationen	5.7%
GBP Obligationen	0.9%
JPY Obligationen	
Obligationen Welt (generisch)	
Obligationen EMMA	
<b>Aktien Schweiz</b>	<b>5.2%</b>
<b>Aktien Ausland TOTAL</b>	<b>4.3%</b>
Aktien U.S.A.	1.0%
Aktien Euroland	2.7%
Aktien G.B.	0.2%
Aktien Japan	0.2%
Aktien Welt (generisch)	
Aktien EMMA	0.2%
<b>Immobilien Schweiz</b>	<b>25.5%</b>
<b>Immobilien Ausland</b>	
<b>Funds of H-F, mit Währungsschutz</b>	
<b>Funds of H-F, mit USD Risiko</b>	<b>4.9%</b>
<b>Rohstoffe, mit Währungsschutz</b>	
<b>Rohstoffe, mit USD Risiko</b>	
Vergangenheit aufzeichnen	<input type="checkbox"/>

**Mögliche Vermögensentwicklungen**

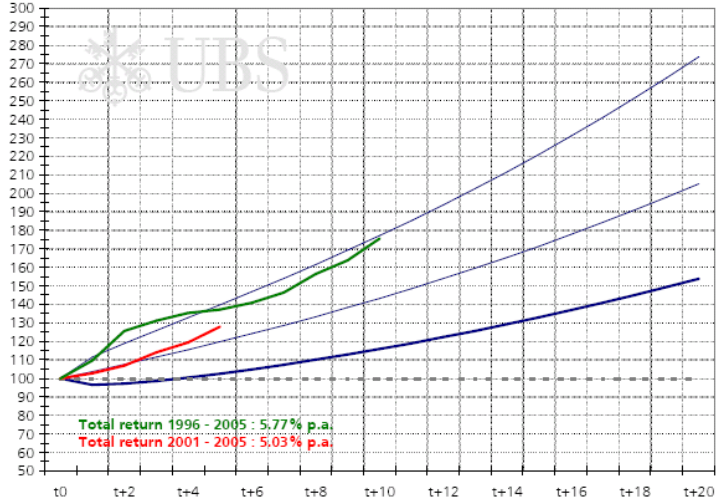


Abb. 10: Simulation der Vermögensentwicklung des Portfolios (schematisch)<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Quelle „Optimizer“ UBS.

## 4 Ansätze zur Komplexitätsreduktion

Bei großen Versicherungsunternehmen werden in der Regel die meisten Dienstleistungen im Asset Management in-house erbracht. Nur in Ausnahmefällen bedient man sich externer Dienstleister. Kleinere und mittelgroße Unternehmen (KMUs) sind jedoch aus Kostengründen nicht in der Lage, alle Dienstleistungen in-house zu erbringen. Die zunehmende Komplexität des Geschäfts, ein massiver Anstieg der regulatorischen Auflagen wie auch die schnelle Entwicklung von neuen Produkten in der Finanzindustrie zwingen KMUs nach neuen, innovativen und kostengünstigen Organisationsmodellen zu suchen, die jedoch bezüglich Qualität keine Konzessionen eingehen. Dabei muss beachtet werden, dass das Asset Management eine Kernkompetenz des Versicherungsunternehmens ist (vor allem bei den Lebensversicherungen).

Die Nationale Versicherungsgruppe ist ein mittelgroßer Versicherer, der in fünf Ländern tätig ist. Sie ist im Nichtleben- wie auch Lebensgeschäft tätig und vor allem auf Nischenprodukte und -märkte fokussiert. Im Rahmen der kürzlich erfolgten strategischen Neuausrichtung und im Zuge diverser Änderungen im regulatorischen Bereich hat die Nationale Versicherungsgruppe auch den Investment-Bereich neu ausgerichtet. Dabei wurden folgende Schwerpunkte gelegt und Voraussetzungen geschaffen:

Das Investment-Management ist eine Kernkompetenz und Gruppenfunktion und die Wertschöpfungstiefe ist überall dort zu prüfen, wo

- a.) keine strategischen Abhängigkeiten geschaffen werden
- b.) bei einer Tätigkeit man nicht „best in class“ sein kann oder Dritte die Arbeit besser machen und
- c.) wo sich der Aufbau von Spezial-Know-how aus bestimmten Gründen nicht lohnt, werden keine Aktivitäten ausgeführt bzw. unter Umständen eingestellt. Dies bedingt ein konsequentes Hinterfragen der Tätigkeit im Sinne von make-or-buy entlang der Wertschöpfungskette. (siehe Abbildung 10, Gestaltungsalternativen und Synergien für B to B im Investment Management).

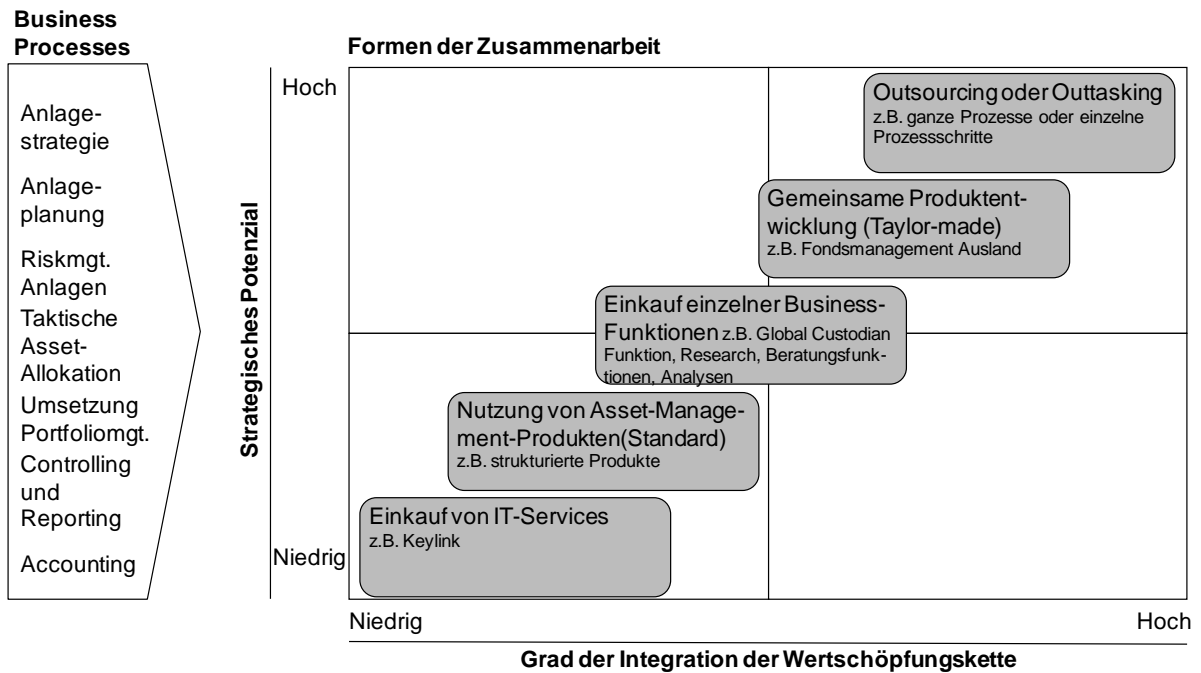


Abb. 11: Das Investitionsmanagement der Beispiel Versicherungsgruppe

Dabei geht es weniger nur um ein Outsourcing im klassischen Sinne als vielmehr auch um ein eigentliches Outtasking einzelner Prozessschritte, die effizienter und professioneller von Dritten erbracht werden können. Dies bedingt jedoch, dass die eigene Organisation über gut strukturierte und dokumentierte Prozesse verfügt und die Zusammenarbeit mit Dritten, d. h. die unternehmensübergreifende Wertschöpfung umsetzen kann. Des Weiteren ist ein effizientes Controlling und Risikomanagement unerlässlich. Zwar erhöht sich der Aufwand für das Schnittstellenmanagement, die erhöhte Flexibilität, bessere Dienstleistungsqualität wie auch erhöhte Produktivität rechtfertigen diesen Schritt.

Eine weitere Vereinfachung lässt sich zum Beispiel durch ein modulares Portfolio-Management erzielen. Anlagepolitische Verantwortung und Umsetzungskompetenz werden dabei mittels einer Kompetenzmatrix zugeordnet.

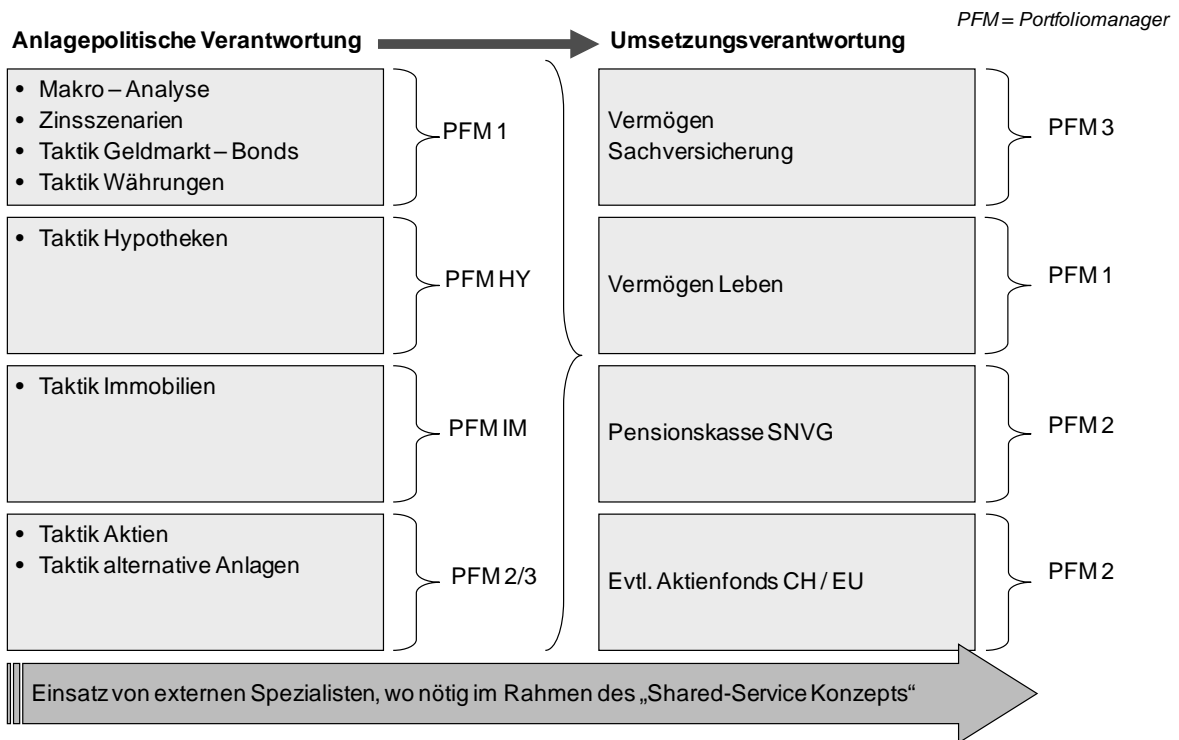


Abb. 12: Das Portfolio-Management der Beispiel Versicherungsgruppe

Die Anforderungen an die Asset Management-interne „Governance“ und das Interne Kontrollsystem können dadurch trotzdem erfüllt werden.

Letztlich lassen sich durch die Anwendung solcher Ansätze zum Teil auch neue Geschäftsmodelle entwickeln und Innovationen generieren.