

Veröffentlicht in  
ZfV Zeitschrift für Versicherungswesen  
Ausgabe 23/2008

„Ratingprognose, Bilanzschutz und  
alternativer Risikotransfer“  
S. 799-805

Mit freundlicher Genehmigung  
der ZfV-Redaktion,  
Allgemeiner Fachverlag Dr. Rolf Mathern, Hamburg

([www.allgemeiner-fachverlag.de](http://www.allgemeiner-fachverlag.de))

vativer Vertriebsupport kann also weit mehr leisten, als ihm aktuell zugebraut wird“, erläutert Beeck die Ergebnisse.

Im Maklergeschäft rechnen die Versicherer mit einer deutlichen Verbesserung von Verkaufskapazitäten und Cross-Selling. In der Ausschließlichkeitsorganisation nennen Versicherer ebenfalls diese Kriterien und erwarten starke Wirkungen. Zusätzlich sehen die Unternehmen hier Möglichkeiten zur Steigerung der Servicequalität, versprechen sich aber nur geringe Effekte bei der Professionalisierung der Ausschließlichkeit.

### Vertriebsakzeptanz durchwachsen

Laut Studie existieren Unterschiede zwischen Ausschließlichkeit und Maklervertrieb in punkto Potenzial, Eignung und Erwartung. Das wird besonders bei der Nachfrage zur Akzeptanz von Support aus Vertriebsicht deutlich. Trotz erwarteter positiver Effekte für Makler rechnen die Versicherer hier mit mehr Widerständen als aus den Reihen der Ausschließlichkeitsorganisation. Nur ein Drittel der Makler würden nach Einschätzung der Befragten diese Art des Supports akzeptieren. In der Ausschließlichkeit rechnen die Versicherer hingegen nach dieser Studie mit einer Akzeptanz von über 60%.

## ■ VVG-Service für Vermittler

Die Universa Kranken baut ihren Service zum Versicherungsvertragsgesetz (VVG) für Vertriebspartner aus. Der Vertragsabschluss ist bei dem Unternehmen über alle drei VVG-Verfahren, dem Antrags-, Invitatio- und Verzichtmodell möglich. In der Praxis hat sich das präferierte Antragsverfahren im Vertrieb durchgesetzt.

Neben der unternehmenseigenen Software kann der Vermittler auch einfach über den Internet-Link [www.universa.de/kv-pdfservice](http://www.universa.de/kv-pdfservice) mit nur wenigen Mausklicks alle vertragsrelevanten Unterlagen im PDF-Format erstellen, die nach dem neuen VVG bei Antragsstellung erforderlich sind.

Lästiges Einspielen von Updates entfällt damit. In Kürze kann der neue Web-Service auch von Softwareanbietern, zum Beispiel in Vergleichsprogrammen, genutzt werden.

Dr. Werner Gleißner<sup>1,2</sup>

## Ratingprognose, Bilanzschutz und alternativer Risikotransfer

*Die unternehmensspezifische Risikosituation wird bei der Finanzierung mit Fremdkapital zunehmend genauer betrachtet, was zu einer steigenden Bedeutung von Risikomanagement und Versicherungsmanagement führt. Dies zeigt z.B. die Ankündigung von Standard & Poor's das Risikomanagement zum Kriterium bei der Erstellung ihrer Ratings zu machen. Auch Unternehmen mit sehr guten Erfolgspotenzialen (Kernkompetenzen, internen Stärken und Wettbewerbsvorteilen) können ohne adäquate Risikotragfähigkeit durch zufällige (exogene) Risikowirkungen in ihrer Existenz gefährdet werden. Die in der Vergangenheit bereits mehrfach propagierten Ideen eines „Bilanzschutzes“ können durch die Technologie der Ratingprognosen praxisgerecht realisiert werden. Alternative Instrumente des Risikotransfer und der Risikofinanzierung sind notwendig, um Unternehmen einen „erweiterten Versicherungsschutz“ anbieten zu können. Der Bilanzschutz sichert das Rating eines Unternehmens gegenüber einer breiten Klasse exogener Risiken ab, soll also vor „zufallsbedingten Krisen“ schützen. Die für die Berechnung genutzten Simulationsverfahren, die Risiken im Kontext der Unternehmensplanung aggregieren, schaffen eine gemeinsame Plattform für die Optimierung der Risikobewältigung und Versicherungsstrategie, die Entwicklung von Ratingstrategien und eine wertorientierte Unternehmenssteuerung, bei der der Erfolgsmaßstab „Unternehmenswert“ unmittelbar aus den tatsächlichen Risiken des Unternehmens abgeleitet wird. Sie ermöglichen es speziell Versicherungs- und andere Risikotransferlösungen auch aus Sicht der Gläubiger, also in der Wirkung auf das Rating, zu beurteilen.*

*In folgendem Beitrag wird gezeigt, wie Bilanzschutzkonzepte berechnet werden können, die eine Erweiterung des Leistungsspektrums von Versicherungsgesellschaften darstellen können.*

### 1. Problemstellung

Bedingt durch die zunehmende Berücksichtigung der unternehmensspezifischen Risikosituation bei der Fremdkapitalfinanzierung tritt das Thema des Risikomanagements, aber auch Versicherungsmanagements in den Fokus der Unternehmensführung. Die individuellen Risiken werden in den Ratingmodellen der Banken zukünftig eine immer größere Bedeutung einnehmen. Wir-

kungen von eingetretenen Risiken auf die Kennzahlen des Finanzratings (z.B. EBIT-Marge) führen jedoch auch heute schon zu unerwarteten Ratingverschlechterungen. Selbst Un-

<sup>1</sup> Vorstand FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen, [www.werner-gleissner.de](http://www.werner-gleissner.de), [www.futurevalue.de](http://www.futurevalue.de) und Leiter der Risikoforschung der Marsh GmbH sowie Lehrbeauftragter an der TU Dresden, den Universitäten Stuttgart und Hohenheim sowie an der European Business School.

<sup>2</sup> Unter Mitarbeit von Olaf Neubert.

ternehmen mit sehr guten Erfolgspotenzialen (Kernkompetenzen, internen Stärken und Wettbewerbsvorteilen) können durch zufällige (exogene) Risikowirkungen gefährdet werden, wenn eine adäquate Risikotragfähigkeit fehlt.

Maßnahmen zum Risikotransfer bzw. zur Risikofinanzierung, speziell auch Versicherungen und Derivate, ermöglichen eine Stabilisierung des zukünftigen Ratings und eine Verbesserung der mittleren Fremdfinanzierungskosten. Die Bedeutung von Versicherungen und anderen Instrumenten für die Stabilisierung des zukünftigen Ratings wurden bisher nur unzureichend bewertet. Wesentliche Risiken des Unternehmens werden zurzeit, auch aus Mangel an Absicherungsmöglichkeiten, außer acht gelassen.

Alternative Instrumente des Risikotransfer und der Risikofinanzierung sind notwendig, um Unternehmen einen „erweiterten Versicherungsschutz“ geben zu können, der gegen externe Zufälle aus ihrem Umfeld absichert. Die optimale Risikobewältigungs- und Risikotransferstrategie wird bestimmt durch Berechnung und Vergleich der Konsequenz für (Risiko-)kosten und Rating – unter Umständen auch bezüglich Unternehmenswert. Bilanzschutzkonzepte, die neben Versicherungen auch andere Instrumente nutzen, sichern Rating und damit den Bestand des Unternehmens. Die Methodik zur Konstruktion solcher Bilanzschutzkonzepte wird in diesem Fachtext erläutert.

## 2. Bedarf für eine verbesserte Krisenabsicherung

Gerade bei Unternehmen des Mittelstandes ist die ausreichende Risikotragfähigkeit in Form von Eigenkapital und Liquiditätsreserven oft nicht gegeben. Kommt es zu unerwarteten Veränderungen in der konjunkturellen Entwicklung in der Branche oder bei Rohstoffpreisen, wirken sich diese regelmäßig direkt auf das Unternehmensergebnis aus. Bei einem Ge-

winneinbruch führt die verringerte Ertragskraft zu einer wesentlichen Verschlechterung der Finanzkennzahlen des Bankenratings. Die damit verbundene Rationierung des Kreditvolumens und/oder Erhöhung der Finanzierungskosten kann dann eine Unternehmenskrise auslösen oder gar in die Insolvenz führen. Kritisch wird es oft speziell dann, wenn zeitgleich mit einer solchen operativen Ergebnisverschlechterung und noch außerordentliche Schäden, z.B. nicht adäquat versicherte Betriebsunterbrechungs- oder Haftpflichtschäden auftreten.

Geringe Risikotragfähigkeit führt dann zu „unverschuldeten“ Insolvenzen von an sich leistungsfähigen Unternehmen durch zufällige exogene Einflüsse. Diese Gefahr wird oft unterschätzt, weil übersehen wird, dass sich im (noch guten) Rating nur die Risiken zeigen, die tatsächlich im letzten Jahr eingetreten sind.<sup>3</sup> Nur diese haben die Finanzkennzahlen beeinflusst, die wiederum das Rating maßgeblich bestimmen.

Neben der (oft kaum realisierbaren) Erhöhung der Eigenkapitalausstattung, können zur Ratingabsicherung die Verstärkung der Risikobewältigung und der ganzheitliche Transfer von Risiken auf Dritte erfolgen. Die Bilanzschutzkonzepte sind als Weiterentwicklung von Ratingstrategien und traditionellen Risikobewältigungsansätzen zu verstehen. Ausgangspunkt des Bilanzschutzes ist eine (stochastische) Ratingprognose, die die durch die Unternehmensplanung zu erwartende Entwicklung des Ratings aufzeigt und zudem risikobedingten möglichen Abweichungen verdeutlicht (siehe Abbildung 1).<sup>4</sup>

Ziel ist die Absicherung des Unternehmens (seines Ratings) gegen alle nicht selbst zu verantwortenden möglichen Schäden (Risiken) und Planabweichungen. Eine „Insolvenz durch Zufall“ gilt es zu vermeiden und die Planungssicherheit zu erhöhen.<sup>5</sup> Die Risikotragfähigkeit und der Risikoumfang sind aufeinander abzustimmen, um ein angemessenes Rating und eine akzeptable Über-

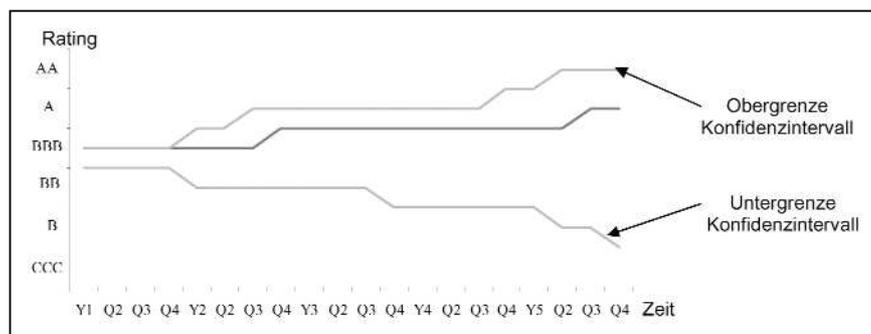


Abbildung 1: Ratingprognose

## 3. Bilanzschutzkonzept und Ratingprognose

Was kann getan werden, damit potenziell erfolgreiche Unternehmen nicht wegen Zufällen (Risiken), die sie nicht zu verantworten haben, aufgeben müssen? Welche Dienstleistungen, Versicherungen und Risikotransferstrategien können Versicherungsmarkt und Versicherungsgesellschaften hier potenziell anbieten?

lebenswahrscheinlichkeit zu erreichen.

Die methodische Basis für die Entwicklung von Bilanzschutzkonzepten liefern stochastische Unternehmensplanung (Risikoaggregationsverfah-

<sup>3</sup> Vgl. Gleißner 2002 sowie Gleißner/Bemmann 2008.

<sup>4</sup> Vgl. Gleißner/Bemmann 2008.

<sup>5</sup> Vgl. Gleißner 2008.

ren), Risikotransfersimulatoren und Ratingmodelle (mit Ratingprognose).

In eine vorliegende Planrechnung (GuV und Bilanz) eines Unternehmers bzw. Versicherungsnehmers müssen die relevanten Risiken integriert werden, die wesentliche Planabweichungen auslösen können. Um die aus den einzelnen Risikopositionen resultierenden Abweichungen des Ergebnisses zu bestimmen, ist eine Monte-Carlo-Simulation als Risikoaggregationsverfahren durchzuführen.<sup>6</sup> Dabei wird mittels Simulation einer großen repräsentativen Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien die realistische Bandbreite des Gewinns und darauf aufbauender Kennzahlen des Finanzratings bestimmt. Im Ergebnis kann auch der Eigenkapitalbedarf berechnet werden, der bei einer vom Ziel-Rating abhängigen Wahrscheinlichkeit zur Abdeckung möglicher risikobedingter Verluste notwendig ist. Dieser entspricht dem Value-at-Risk (VaR) oder Conditional Value-at-Risk (CVaR) des Ergebnisses.

Basierend auf diesem Modell können dann verschiedene Risikotransfer- und Finanzierungsinstrumente mit ihren Auswirkungen auf Finanz- und Ertragslage verglichen werden. Die Anbindung eines Ratingmodells zeigt neben der Ergebniswirkung, z.B. der gezahlten Prämien, auch die Effekte auf das zukünftige Rating und die damit verbundenen Finanzierungskosten.

Die Bilanzschutzkonzepte zielen auf exogene Risiken und umfassen beispielsweise Sach-, Betriebsunterbrechungs- und Haftpflichtrisiken, aber auch tarifliche Personalkostenrisiken, Zins- und Währungsrisiken, sowie Veränderungen von Rohstoffpreisen und eventuell Branchenkonjunktur. Nicht berücksichtigt werden Risiken, die direkt durch das Unternehmen beeinflusst werden können, wie beispielsweise Kalkulationsrisiken und Vertriebsrisiken (wegen des so genannten „Moral-Hazard-Problems“).

Für die Entwicklung eines Bilanzschutzes müssen, wie auch bei einer

Optimierung von Risikokosten, die folgenden drei Kernfragen beantwortet werden:<sup>7</sup>

- 1) Welche Arten von Risiken werden betrachtet?
- 2) Welche diesen Risiken zuzuordnenden Kosten werden in die Berechnung einbezogen?
- 3) Welche Arten von Risikotransferlösungen können prinzipiell realisiert werden?

Für ein Bilanzschutzkonzept eignen sich im Besonderen die folgenden Instrumente, die optimal zu kombinieren sind:

- Traditionelle Versicherungslösungen, die z.B. hinsichtlich Selbstbehalt und Deckungsgrenzen optimiert werden
- Traditionelle Finanzierungslösungen (z.B. Bankdarlehn)
- Strukturierte Finanzierung (z.B. ABS)
- Eigenkapitalverstärkung (inkl. Mezzanine Finanzierung)
- Bedingtes Kapital
- Financial Engineering (z.B. Derivate bezogen auf Währungskurse, Zins oder Rohstoffpreise)
- Innovative Finanzierungs- und Risikotransferlösungen (ART).

#### 4. Fallbeispiel: Ratingabsicherung

Simulationsbasierte quantitative Berechnungen zeigen die Effekte auf, die durch den Einsatz innovativer Absicherungsinstrumente erzielt werden können. Dabei werden neben den gesamten Risikokosten<sup>8</sup> immer auch die Wirkung auf Rating und Insolvenzwahrscheinlichkeit berechnet.

Im Fallbeispiel wird mit der Schwankung der Personalaufwendungen be-

wusst ein eher ungewöhnliches Beispiel für ein zu transferierendes Risiko mit berücksichtigt. In der Praxis befassen sich Bilanzschutzkonzepte meist mit Risiken aus Zins- und Währungsschwankungen, Rohstoff- und Energiepreisen sowie typische versicherbare Risiken (z.B. Haftpflicht und Feuer). Das im Fallbeispiel angewendete Transferinstrument, ein Vertrag mit den Risikoträgern zur Risikoabsicherung, generiert einen Cash-Flow, der an die Entwicklung der tariflichen Lohnsätze gebunden ist. Zudem wird eine „traditionelle“ Versicherungslösung berücksichtigt, deren Selbstbehalte auf das Ziel-Rating abgestimmt sind, was aber im Folgenden nicht näher erläutert wird.

Im Folgenden werden die wesentlichen Parameter der Unternehmensplanung, die Gestaltung des Transferinstrumentes und die Ergebnisse einer vergleichenden Betrachtung mit und ohne Transfer des Personalkostenrisikos näher erläutert. Dabei wird vereinfachend nur ein Risiko und das dazugehörige Instrument des Risikotransfers beschrieben, wobei in einer realen Umsetzung des Bilanzschutzkonzeptes zusätzlich Derivate und Versicherungen genutzt werden, um gleichzeitig alle relevante Risiken abzusichern. Dies erfordert eine simultane Optimierung. Basierend auf empirischen Daten der letzten zehn Jahre wird der erwartete Personalaufwand als historische Simulation abgebildet und die Auswirkungen eines Transferinstrumentes auf die Finanzkennzahlen und das Rating eines Unternehmens untersucht. Das (stochastische) Unternehmensmodell (Erfolgsrechnung und Bilanz) ermöglicht die simultane Analyse der Auswirkungen der Personalkosten-schwankung, Umsatzschwankung sowie Sach- und Haftpflichtschäden auf das Rating sowie den Vergleich der Ratings mit und ohne Transfer dieses Risikos.

<sup>6</sup> Vgl. Gleißner/Meier 1999 sowie Gleißner 2008.  
<sup>7</sup> Vgl. Gleißner/Löffler 2007.

<sup>8</sup> Einschließlich kalkulatorischer Kosten durch vorzuhaltendes Eigenkapital zur Abdeckung möglicher risikobedingter Verluste.



konzepts genutzt wird, basieren auf einer Auswertungen des Statistischen Bundesamtes für einzelne Branchen. Die Personalkostenquote (Bruttolohn- und -gehaltssumme/ Umsatz) enthält in der hier verwendeten Form sowohl Schwankungen des Umsatzes als auch der Personalkosten. Der Index ist monatlich verfügbar und steht in der Regel mit ca. einem Quartal Verzögerung zur Verfügung. Für das Fallbeispiel wird die Veränderung der Indizes innerhalb eines Zeitrahmens von zwölf Monaten verwendet. Durch seine Eigenschaften als objektiven, externen und damit nicht manipulierbaren Indikator ist er besonders für die Anwendung im Rahmen derartiger Bilanzschutzkonzepte geeignet.

Das Absicherungsinstrument, das der Risikoträger den Unternehmen anbietet, wird durch die folgenden Parameter bestimmt:

- Preis
- untere und (ggf. obere) Auszahlungsgrenze
- Absicherungsverhältnis (Zahlung im Verhältnis zum Index).

In Abbildung 5 sind die im Fallbeispiel verwendeten Vorgaben dargestellt. Liegt der extern ermittelte Personalkostenindex über 31, erhält das Unternehmen vom Transferpartner eine Zahlung. Das Absicherungsverhältnis beträgt im Beispiel 100%.<sup>12</sup> Das Unternehmen legt seiner Plan-GuV einen Personalkostenindex von 30 zugrunde und möchte sich gegen das Ansteigen des Indexwertes über 31 absichern. Unterstellt man vereinfacht eine perfekte (durchschnittliche) Proportionalität der Personalaufwendungen mit dem Index des Statistischen Bundesamtes, so ergibt sich eine Absicherung gegen eine durch exogene Faktoren verursachte Erhöhung des Personalaufwandes (z.B. durch die Tariflohnentwicklung) um mehr als 3,3% (Elastizität = 1, vgl. Abbildung 5). Dabei erfolgt die vereinbarte Transferzahlung nur bei einer Steigerung des Index-Wertes; spezifi-

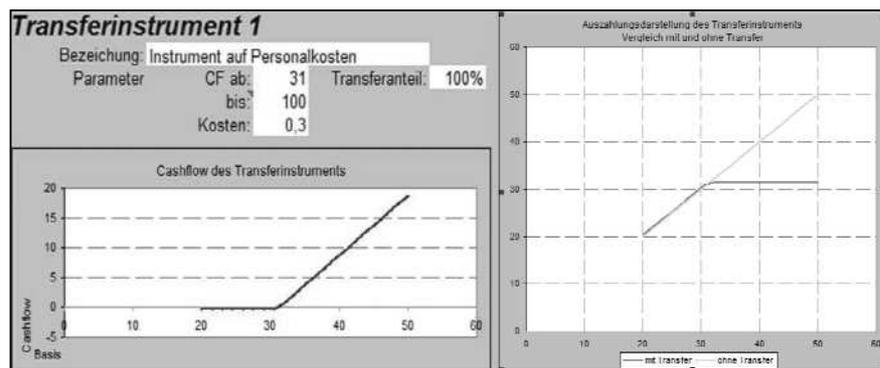


Abbildung 5: Zahlungscharakteristik des Transferinstrumentes

sche Personalkostensteigerungen des Unternehmens, die nicht auch andere Unternehmen der Branche treffen, sind hingegen nicht abgesichert (z.B. „schlechte“ Verhandlungen mit den eigenen Mitarbeitern).

Welche Auswirkungen durch das zusätzliche Transferinstrument ergeben sich nun für die zukünftige Verteilung der Finanzkennzahlen und für das zukünftige Rating?

Nach Durchführung der Simulation können die Mittelwerte und Streuungen der einzelnen Finanzkennzahlen und der Ratingverteilungen mit und ohne Transferinstrument verglichen werden, hier unter der Annahme, dass die anderen Instrumente (Währungsderivate und Versicherungen) unverändert bleiben. Dabei kann der Vorteil, der durch die Anwendung des Transferinstrumentes erzielt werden kann, sehr gut verdeutlicht werden.

Die folgenden Grafiken zeigen die wesentlichsten Ergebnisse: In Abbildung 6 sind zwei Auswirkungen des Transferinstrumentes auf die Ausfallwahrscheinlichkeit zu erkennen. Neben der Verringerung der erwarteten mittleren Ausfallwahrscheinlichkeit (mean PD) verkürzt sich ebenfalls die Bandbreite der PD, d.h. das Rating wird „stabiler“.

Im Fallbeispiel konnte so durch die Nutzung des Risikotransfers die erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit von 0,84% auf 0,74% verringert werden. Noch deutlicher ist die Wirkung des Bilanzschutzes bei Betrachtung

extrem ungünstiger Szenario: Während bisher eine risikobedingte Verschlechterung der Ausfallwahrscheinlichkeit bis auf 2,6% p.a. (Note BB-) möglich war, kann schon mit dem einen hier betrachteten Instrument des Bilanzschutzes eine Erhöhung auf 1,8% p.a. (Note BB) beschränkt werden.

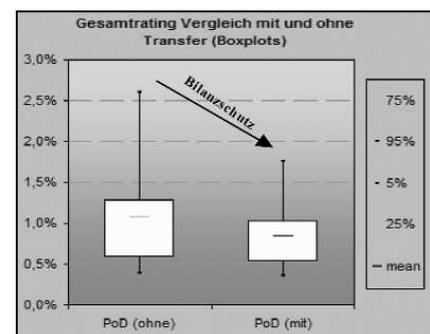


Abbildung 6: Verteilung der Insolvenzwahrscheinlichkeit: Bilanzschutz vermindert

Die sinkende Insolvenzwahrscheinlichkeit wird langfristig entsprechend sinkende Fremdkapitalzinssätze und damit einen sinkenden Zinsaufwand zur Folge haben, der den Kosten des Risikotransfers entgegen zu stellen ist. So lassen sich letztlich unter Beachtung aller Konsequenzen für Ertrag und Risiko (Eigenkapitalbedarf) optimale Bilanzschutzkonzepte berechnen – und so wird der (positive) Wertbeitrag von Versicherungen und innovativen Transferinstrumenten

<sup>12</sup> Zusätzlich wird die Zahlung bis zu einem Indexwert von 100 abgesichert.

nachvollziehbar.<sup>13</sup> Risikotransfer wird nicht mehr primär als Kostenfaktor („Prämie“) wahrgenommen, sondern als intelligent konstruiertes Bündel von Instrumenten, die das Rating stabilisieren, den Bedarf an teurem Eigenkapital reduzieren und die Planbarkeit verbessern.

Eine Refinanzierung bzw. Risikoüberwälzung der z.B. von einer Bank oder Versicherungsgesellschaft mit dem Transferinstrument von Unternehmen übernommenen Risiken (hier der Tarifröhne) auf die Kapitalmärkte mit einer spezifisch zu gestaltenden Anleihe ist denkbar analog der CAT-Bonds. Eine derartige Anleihe, die mit einem vom Tariflohn abhängigen Zinskupon ausgestattet sein könnte, stellt eine attraktive Absicherungsform von Einkommen und Altersvorsorge gegen ein (temporär) real sinkendes Lohnniveau dar. Die volkswirtschaftliche Risikoallokation wird so insgesamt verbessert mit positiven Wirkungen für Wachstum und Wohlstand.<sup>14</sup>

Grundsätzlich sollten die jüngsten Änderungen des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) dazu führen, die Verbriefung von Versicherungsrisiken in Deutschland zu vereinfachen,

was die Entwicklung umfassender Bilanzschutzkonzepte fördert.<sup>15,16</sup> Die Grundstruktur der Vereinbarungen zur Verbriefung von Versicherungsrisiken ist der Abbildung 7 zu entnehmen.

Dabei schließt der Versicherer einen Rückversicherungsvertrag mit einer Zweckgesellschaft, wobei diese die Ansprüche des Versicherers mittels eines Depots liquider Anlagen besichert. Die Zweckgesellschaft finanziert den Erwerb dieses Depots durch die Begebung einer ILS-Anleihe,<sup>17</sup> deren Rückzahlung (nachrangig) ebenfalls durch dieses Depot besichert ist.

### 5. Fazit und die Implikation für die Versicherungswirtschaft

Durch die Technologie der Ratingprognosen können inzwischen die in der Vergangenheit bereits mehrfach propagierten Ideen eines „Bilanzschutzes“ tatsächlich in der Praxis realisiert werden. Der Bilanzschutz sichert das Rating eines Unternehmens gegenüber einer breiten Klasse exogener Risiken ab, was gerade Unternehmen mit ausgeprägten Erfolgspotenzialen und damit guten Zukunftsperspektiven vor „zufallsbedingten Krisen“ schützt. Mit einem

Bilanzschutzansatz verbinden sich dabei traditionelle und innovative Risikotransferlösungen, wie Versicherungen, Finanzderivate und auch ART-Komponenten, die im Hinblick auf ihre Konsequenzen für (1) das Rating und (2) den Unternehmenswert, also aus Eigentümerperspektive, beurteilt werden können. Die Berechnung eines im Hinblick auf den Bilanzschutz optimierten Pakets von Risikobewältigungsmaßnahmen erfordert dabei den Einsatz von Simulationsverfahren, bei denen eine große Anzahl denkbarer Zukunftsszenarien des Unternehmens und deren Konsequenzen für das Rating analysiert werden und somit eine präventive Krisendiagnose vorgenommen wird. Die hier genutzten Simulationsverfahren, die Risiken im Kontext der Unternehmensplanung aggregieren, schaffen damit eine gemeinsame Plattform für die Optimierung der Risikobewältigung (speziell die Realisierung von Bilanzschutzkonzepten), die Entwicklung von Ratingstrategien und eine wertorientierte Unternehmenssteuerung, bei der der Erfolgsmaßstab „planungskonsistenter Unternehmenswert“ unmittelbar (d.h. unter Vermeidung von Kapitalmarktinformationen) aus den tatsächlichen Risiken des Unternehmens abgeleitet wird.<sup>18</sup> Sie sind in der Lage, den Wertbeitrag einzelner Module (z.B. innovativer Versicherungslösungen) einer komplexen Risikobewältigungsstrategie nachvollziehbar zu belegen.

Insgesamt werden integrierte Risikobewältigungsstrategien, die der Idee des Bilanzschutzes folgen, zukünftig einen immer größeren Beitrag dazu leisten, dass vermeidbare Unternehmenskrisen tatsächlich vermieden werden, und Unternehmenserfolg damit kalkulierbarer wird. Hier ent-

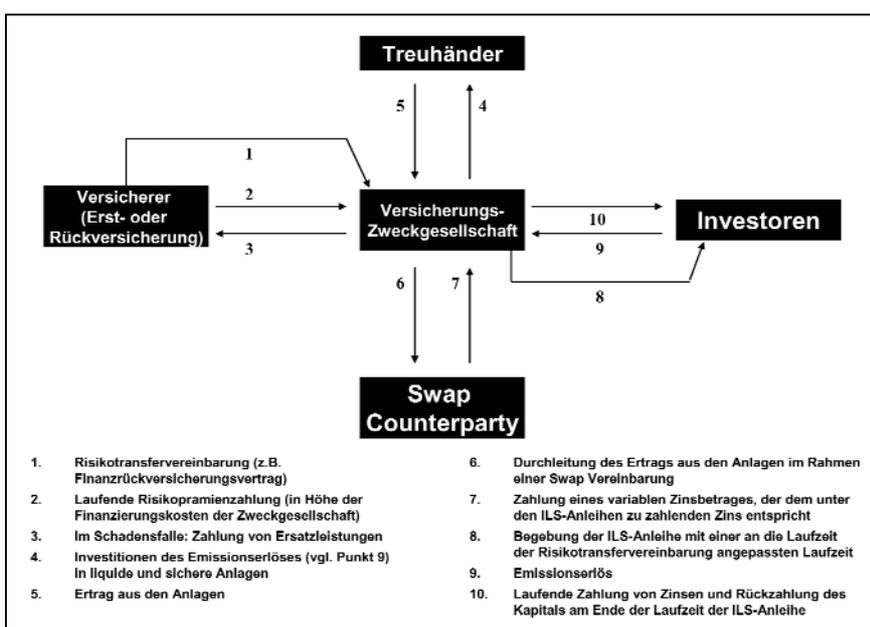


Abbildung 7: Vereinfachte ILS Strukturbeschreibung, Quelle: Klüwer/Krecek (2008), S. 1434

13 Vgl. Gleißner 2005 und 2008.

14 Vgl. Shiller 2003.

15 Siehe Klüwer/Krecek (2008).

16 Zu den bestehenden offenen Aspekten der steuerlichen Gestaltung hier eingesetzter Versicherungs-Zweckgesellschaften, insbesondere im Hinblick auf die Gewerbesteuer, siehe Klüwer/Krecek (2008), S. 1433.

17 ILS = Insurance Linked Securities.

18 Vgl. Gleißner 2005.

steht ein neuer Markt für innovative Dienstleistungen und Risikotransferlösungen, die Beratern, Maklern und Versicherungsgesellschaften interessante Leistungs- und Differenzierungspotenziale bietet.

#### *Literaturverzeichnis*

- Albrecht, P./Maurer, R. (2008): Investment- und Risikomanagement-Modelle, Methoden, Anwendungen, Schäffer-Poeschel; Stuttgart.
- Altman, E. (1984): A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, in: The Journal of Finance, vol. 39, 4/1984. S. 1067-1089.
- Aschauer, M: (2008): Risiken erkennen bevor es zu spät ist – Am Markt gibt es geeignete Tools für das Risikomanagement, in: Der Treasurer – Finance Sonderbeilage, 3/2008.
- Eickstädt, J. (2001): Alternative Risikofinanzierungsinstrumente, Gerling Akademie Verlag.
- Froot, Kenneth A./Scharfstein, David S. & Stein, Jeremy C. (1993): Coordinating Corporate Investment and Financing, in: Journal of Finance, vol. 48, 5/1993, S. 1628-1658.
- Froot, Kenneth A./Scharfstein, David S. & Stein, Jeremy C. (1994) A Framework for Risk Management, in: Harvard Business Review, November-Dezember/1994, S. 91-102.
- Gleißner, W. (2002): Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: Finanz Betrieb, 7-8/2002, S. 417-427.
- Gleißner, W. (2005): Kapitalkosten: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: Finanz Betrieb, 4/2005, S. 217-229.
- Gleißner, W. (2008): Erwartungstreue Planung und Planungssicherheit – Mit einem Anwendungsbeispiel zur risikoorientierten Budgetierung, in: Controlling, 02/2008, S.81-87.
- Gleißner, W. (2008b): Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, Vahlen Verlag.
- Gleißner, W./Bemmann, M. (2008): Ansatzpunkte zur Verbesserung der Qualität von Ratings. In: Die Bank 2008.
- Gleißner, W./Füser, K. (2003): Leitfaden Rating. Basel II Ratingstrategien für den Mittelstand, Vahlen Verlag.
- Gleißner, W./Löffler, H. F. (2007): Total Cost of Risk: Wertorientierte Steuerung von Risikotransferstrategien, in: Die Versicherungspraxis, Ausgabe 3, März 2007, S.41-45.
- Gleißner, W./Meier, G. (1999): Risikoaggregation mittels Monte-Carlo-Simulation, in: Versicherungswirtschaft Heft 13 / 1999.
- Klüwer, A./Krecek, T. (2008): Die Verbriefung von Versicherungsrisiken in Deutschland, in: Versicherungswirtschaft, 17/2008, S. 1432-1435.
- Pritsch, G./Hommel, U. (1997): Hedging im Sinne des Aktionärs - Ökonomische Erklärungsansätze für das unternehmerische Risikomanagement, in: DBW, 57, 5/ 1997.
- Shiller, R. J. (2003): Die neue Finanzordnung, Campus Verlag.