

**Inhaltsübersicht**

<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>XIII</b>
<b>TABELLENVERZEICHNIS</b> .....	<b>XV</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>XVII</b>
<b>SYMBOLVERZEICHNIS</b> .....	<b>XXI</b>
<b>1 EINLEITUNG</b> .....	<b>1</b>
1.1 PROBLEMSTELLUNG .....	1
1.2 GANG DER UNTERSUCHUNG.....	4
<b>2 GRUNDLAGEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG</b> .....	<b>7</b>
2.1 AUFBAU DES KAPITELS .....	7
2.2 BESTIMMUNGSFAKTOREN DER BEWERTUNG VON UNTERNEHMEN.....	7
2.3 SYSTEMATISIERUNG DER BEWERTUNGSANLÄSSE .....	10
2.4 WERTBEGRIFFE IM RAHMEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG .....	13
2.5 KONKRETISIERUNG SUBJEKTIVER WERTVORSTELLUNGEN MITTELS DER PROPERTY-RIGHTS-THEORIE .....	16
2.6 FUNKTIONEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG.....	18
2.7 KONSEQUENZEN FÜR DIE BEWERTUNG VON VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	28
<b>3 METHODEN UND MODELLE ZUR UNTERNEHMENSBEWERTUNG</b> .....	<b>31</b>
3.1 AUFBAU DES KAPITELS .....	31
3.2 MODELLBILDUNG ZUR KOMPLEXITÄTSREDUKTION BEI DER UNTERNEHMENS- BEWERTUNG .....	32
3.3 SYSTEMATISIERUNG DER BEWERTUNGSMETHODEN .....	34
3.4 EINZELBEWERTUNGSVERFAHREN.....	36
3.5 GESAMTBEWERTUNGSVERFAHREN.....	40
3.6 MISCHVERFAHREN .....	91
3.7 MARKTORIENTIERTE VERFAHREN.....	93
3.8 ZIELORIENTIERUNG DER VERFAHREN .....	101
<b>4 VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN ALS BEWERTUNGSOBJEKTE</b> .....	<b>105</b>
4.1 AUFBAU DES KAPITELS .....	105
4.2 BEDINGUNGEN FÜR DIE EXISTENZ VON VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	106
4.3 WIRTSCHAFTLICHE MODELLE EINES VERSICHERUNGSUNTERNEHMENS.....	114
4.4 ZULÄSSIGE RECHTSFORMEN FÜR VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN.....	119
4.5 VERSICHERUNGSUNTERNEHMERISCHE ZIELE .....	123

4.6	BEWERTUNGSANLÄSSE BEI VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN.....	133
<b>5</b>	<b>ERFOLGSBEWERTUNG VON VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....</b>	<b>135</b>
5.1	AUFBAU DES KAPITELS .....	135
5.2	REDUKTION DER METHODENVIELFALT .....	136
5.3	VERFAHRENSCHRITTE DER ERFOLGSBEWERTUNG BEI VERSICHERUNGS UNTERNEHMEN.....	140
5.4	CASH FLOWS IM VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	154
5.5	ERMITTLUNG DER EIGENKAPITALKOSTEN IM VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	196
5.6	EQUITY-METHODE BEI VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	229
5.7	ERTRAGSWERTVERFAHREN BEI VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	232
<b>6</b>	<b>SONSTIGE VERFAHREN ZUR BEWERTUNG VON VERSICHERUNGS- UNTERNEHMEN.....</b>	<b>235</b>
6.1	AUFBAU DES KAPITELS .....	235
6.2	SUBSTANZORIENTIERTE VERSICHERUNGSBEWERTUNG .....	235
6.3	MARKTORIENTIERTE BEWERTUNG VON VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	239
6.4	SPEZIFISCHE ANSÄTZE ZUR BEWERTUNG VON LEBENSVERSICHERUNGS UNTERNEHMEN.....	245
<b>7</b>	<b>THESENARTIGE ZUSAMMENFASSUNG .....</b>	<b>251</b>
	<b>LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>257</b>
	<b>GESETZE UND VERORDNUNGEN.....</b>	<b>299</b>
	<b>AUTORENVERZEICHNIS.....</b>	<b>301</b>
	<b>STICHWORTVERZEICHNIS .....</b>	<b>311</b>

## Inhaltsverzeichnis

<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>XIII</b>
<b>TABELLENVERZEICHNIS</b> .....	<b>XV</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>XVII</b>
<b>SYMBOLVERZEICHNIS</b> .....	<b>XXI</b>
<b>1 EINLEITUNG</b> .....	<b>1</b>
1.1 PROBLEMSTELLUNG .....	1
1.2 GANG DER UNTERSUCHUNG.....	4
<b>2 GRUNDLAGEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG</b> .....	<b>7</b>
2.1 AUFBAU DES KAPITELS .....	7
2.2 BESTIMMUNGSFAKTOREN DER BEWERTUNG VON UNTERNEHMEN.....	7
2.3 SYSTEMATISIERUNG DER BEWERTUNGSANLÄSSE .....	10
2.4 WERTBEGRIFFE IM RAHMEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG .....	13
2.5 KONKRETISIERUNG SUBJEKTIVER WERTVORSTELLUNGEN MITTELS DER PROPERTY-RIGHTS-THEORIE .....	16
2.6 FUNKTIONEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG.....	18
2.6.1 Zweckorientierung der Unternehmensbewertung.....	18
2.6.2 Beratungsfunktion.....	20
2.6.3 Vermittlungsfunktion .....	22
2.6.4 Argumentationsfunktion.....	24
2.6.5 Kommunikationsfunktion.....	26
2.6.6 Steuerbemessungsfunktion.....	27
2.6.7 Weitere Funktionen.....	27
2.7 KONSEQUENZEN FÜR DIE BEWERTUNG VON VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	28
<b>3 METHODEN UND MODELLE ZUR UNTERNEHMENSBEWERTUNG</b> .....	<b>31</b>
3.1 AUFBAU DES KAPITELS .....	31
3.2 MODELLBILDUNG ZUR KOMPLEXITÄTSREDUKTION BEI DER UNTERNEHMENS- BEWERTUNG .....	32
3.3 SYSTEMATISIERUNG DER BEWERTUNGSMETHODEN .....	34
3.4 EINZELBEWERTUNGSVERFAHREN.....	36
3.4.1 Substanzwertermittlung.....	36
3.4.2 Liquidationswertermittlung .....	39
3.5 GESAMTBEWERTUNGSVERFAHREN.....	40
3.5.1 Investitionstheoretische Basis der Gesamtbewertungsverfahren.....	40

3.5.2	<i>Klassifizierung der Gesamtbewertungsmodelle</i> .....	44
3.5.3	<i>Ertragswertverfahren</i> .....	48
3.5.3.1	Grundlagen des Verfahrens .....	48
3.5.3.2	Definition des Erfolgs als finanzielle Zielgröße .....	51
3.5.3.3	Bestimmung des zukünftigen Erfolgs .....	57
3.5.3.4	Auswahl eines adäquaten Kalkulationszinssatzes .....	61
3.5.3.5	Beurteilung der Ertragswertmethode .....	69
3.5.4	<i>Discounted-Cash-Flow-Verfahren</i> .....	70
3.5.4.1	Grundlagen und Systematisierung der Verfahren .....	70
3.5.4.2	Definition des Cash Flow als finanzielle Zielgröße .....	72
3.5.4.3	Weighted Average Cost of Capital-Methode .....	73
3.5.4.4	Total Cash Flow-Methode .....	78
3.5.4.5	Adjusted Present Value-Methode .....	79
3.5.4.6	Equity-Methode .....	83
3.5.4.7	Beurteilung der DCF-Methoden .....	85
3.5.5	<i>Gegenüberstellung von Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren</i> .....	89
3.6	MISCHVERFAHREN .....	91
3.6.1	<i>Mittelwertverfahren</i> .....	91
3.6.2	<i>Übergewinnverfahren</i> .....	92
3.6.3	<i>Beurteilung der Mischverfahren</i> .....	93
3.7	MARKTORIENTIERTE VERFAHREN .....	93
3.7.1	<i>Existenzberechtigung der marktorientierten Verfahren</i> .....	93
3.7.2	<i>Comparative Company Approach</i> .....	95
3.7.3	<i>Multiplikatormethode</i> .....	98
3.7.4	<i>Theoretische Begründung der marktorientierten Verfahren</i> .....	100
3.8	ZIELORIENTIERUNG DER VERFAHREN .....	101
<b>4</b>	<b>VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN ALS BEWERTUNGSOBJEKTE</b> .....	<b>105</b>
4.1	AUFBAU DES KAPITELS .....	105
4.2	BEDINGUNGEN FÜR DIE EXISTENZ VON VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	106
4.2.1	<i>Nicht-deterministische Umwelt als notwendige Existenzbedingung für Versicherungsunternehmen</i> .....	106
4.2.2	<i>Der Wunsch nach Risikotransfer als hinreichende Existenzbedingung für Versicherungsunternehmen</i> .....	112
4.3	WIRTSCHAFTLICHE MODELLE EINES VERSICHERUNGSUNTERNEHMENS .....	114
4.4	ZULÄSSIGE RECHTSFORMEN FÜR VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	119
4.4.1	<i>Vorbemerkung</i> .....	119
4.4.2	<i>Aktiengesellschaften</i> .....	119
4.4.3	<i>Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit (VVaG)</i> .....	120

4.4.4	<i>Öffentlich-rechtliche Versicherungsunternehmen</i> .....	121
4.4.5	<i>Häufigkeit der Rechtsformen bei verschiedenen Versicherungssparten</i> .....	121
4.4.6	<i>Relevanz der Rechtsform für die Unternehmensbewertung</i> .....	123
4.5	VERSICHERUNGSUNTERNEHMERISCHE ZIELE.....	123
4.5.1	<i>Vorbemerkung</i> .....	123
4.5.2	<i>Gewinnziele</i> .....	126
4.5.3	<i>Sicherheitsziele</i> .....	127
4.5.4	<i>Bedarfsdeckungsziele</i> .....	129
4.5.5	<i>Wachstumsziele</i> .....	130
4.5.6	<i>Sonstige nichtmonetäre Ziele</i> .....	131
4.6	BEWERTUNGSANLÄSSE BEI VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN.....	133
<b>5</b>	<b>ERFOLGSBEWERTUNG VON VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN</b> .....	<b>135</b>
5.1	AUFBAU DES KAPITELS.....	135
5.2	REDUKTION DER METHODENVIELFALT.....	136
5.3	VERFAHRENSSCHRITTE DER ERFOLGSBEWERTUNG BEI VERSICHERUNGS- UNTERNEHMEN.....	140
5.4	CASH FLOWS IM VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN.....	154
5.4.1	<i>Prognose von Cash Flows bei Versicherungsunternehmen</i> .....	154
5.4.2	<i>Verfahren zur Prognose von Cash Flows</i> .....	158
5.4.2.1	<i>Systematisierung der Prognoseverfahren</i> .....	158
5.4.2.2	<i>Quantitative Prognoseverfahren</i> .....	159
5.4.2.3	<i>Qualitative Prognoseverfahren</i> .....	164
5.4.3	<i>Direkte Ermittlung der Cash Flows</i> .....	166
5.4.4	<i>Indirekte Ermittlung der Cash Flows</i> .....	179
5.5	ERMITTLUNG DER EIGENKAPITALKOSTEN IM VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN.....	196
5.5.1	<i>Vorbemerkung</i> .....	196
5.5.2	<i>Individuelle Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber</i> .....	198
5.5.3	<i>Klassische Kapitalkostenkonzepte zur Ermittlung der Eigenkapital- kosten im Versicherungsunternehmen</i> .....	202
5.5.4	<i>Kapitalmarkttheoretische Ermittlung der Eigenkapitalkosten im Versiche- rungsunternehmen</i> .....	206
5.5.4.1	<i>Vorbemerkung</i> .....	206
5.5.4.2	<i>Anwendung des CAPM zur Ermittlung von Eigenkapitalkosten</i> .....	206
5.5.4.3	<i>Bestimmung des risikofreien Zinssatzes</i> .....	214
5.5.4.4	<i>Ermittlung der Marktrisikoprämie</i> .....	216
5.5.4.5	<i>Ableitung von Beta-Faktoren für Versicherungsunternehmen</i> .....	218
5.5.4.6	<i>Kapitalkostenbestimmung mit Hilfe der Arbitrage Pricing Theory</i> .....	224

---

5.6	EQUITY-METHODE BEI VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	229
5.7	ERTRAGSWERTVERFAHREN BEI VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	232
<b>6</b>	<b>SONSTIGE VERFAHREN ZUR BEWERTUNG VON VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN.....</b>	<b>235</b>
6.1	AUFBAU DES KAPITELS .....	235
6.2	SUBSTANZORIENTIERTE VERSICHERUNGSBEWERTUNG.....	235
6.3	MARKTORIENTIERTE BEWERTUNG VON VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	239
6.4	SPEZIFISCHE ANSÄTZE ZUR BEWERTUNG VON LEBENSVERSICHERUNGS- UNTERNEHMEN.....	245
6.4.1	<i>Embedded Value</i> .....	245
6.4.2	<i>Appraisal Value</i> .....	247
<b>7</b>	<b>THESENARTIGE ZUSAMMENFASSUNG .....</b>	<b>251</b>
	<b>LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>257</b>
	<b>GESETZE UND VERORDNUNGEN.....</b>	<b>299</b>
	<b>AUTORENVERZEICHNIS.....</b>	<b>301</b>
	<b>STICHWORTVERZEICHNIS .....</b>	<b>311</b>

## Abbildungsverzeichnis

ABBILDUNG 1: DIE ZEHN GRÖßTEN UNTERNEHMENSZUSAMMENSCHLÜSSE MIT DER BETEILIGUNG VON LEBENSVERSICHERERN ZWISCHEN 1994 UND 1999.....	2
ABBILDUNG 2: AUFBAU DER ARBEIT.....	4
ABBILDUNG 3: AUFBAU VON KAPITEL 2.....	7
ABBILDUNG 4: BESTIMMUNGSFAKTOREN BEI DER ERMITTLUNG DES UNTERNEHMENS- WERTS .....	8
ABBILDUNG 5: ZUSAMMENHANG ZWISCHEN WERT UND PREIS BEI EINEM UNTER- NEHMENSVERKAUF.....	9
ABBILDUNG 6: PROPERTY-RIGHTS-BEGRÜNDETER NUTZEN AUS DEM UNTERNEHMEN .....	17
ABBILDUNG 7: FUNKTIONEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG .....	19
ABBILDUNG 8: GRUNDPRINZIPIEN IN DER BERATUNGSFUNKTION.....	20
ABBILDUNG 9: GRUNDPRINZIPIEN IN DER VERMITTLUNGSFUNKTION.....	23
ABBILDUNG 10: GRUNDPRINZIPIEN IN DER ARGUMENTATIONSFUNKTION .....	25
ABBILDUNG 11: GRUNDPRINZIPIEN IN DER KOMMUNIKATIONSFUNKTION.....	26
ABBILDUNG 12: AUFBAU VON KAPITEL 3.....	31
ABBILDUNG 13: PROZEß DER ERKENNTNISGEWINNUNG .....	33
ABBILDUNG 14: BEWERTUNGSVERFAHREN .....	35
ABBILDUNG 15: BEWERTUNGSMODELLE .....	45
ABBILDUNG 16: BEWERTUNGSRELEVANTER MITTELZUFLUß AN DIE UNTERNEHMENS- EIGNER .....	52
ABBILDUNG 17: BEWERTUNGSRELEVANTER MITTELZUFLUß AN DAS UNTERNEHMEN.....	54
ABBILDUNG 18: ÄQUIVALENZPRINZIPIEN .....	62
ABBILDUNG 19: ÜBERSICHT ÜBER DIE DCF-VERFAHREN .....	71
ABBILDUNG 20: ZUSAMMENSETZUNG DES ADJUSTED PRESENT VALUE .....	80
ABBILDUNG 21: COMPARATIVE COMPANY APPROACH.....	97
ABBILDUNG 22: ZIELE DER BEWERTUNGSVERFAHREN .....	103
ABBILDUNG 23: AUFBAU VON KAPITEL 4.....	106
ABBILDUNG 24: DETERMINISMUS.....	109
ABBILDUNG 25: STOCHASTISCHER DETERMINISMUS .....	110
ABBILDUNG 26: HYBRIDES MODELL .....	111
ABBILDUNG 27: SCHADEN-URSACHEN-MODELL.....	115
ABBILDUNG 28: TARIFSYSTEM .....	116
ABBILDUNG 29: ENTSTEHUNG DER FÜR KAPITALANLAGEZWECKE DISPONIERBAREN RISIKORESERVE .....	118
ABBILDUNG 30: ZIELENTSCHEIDUNGSBEEINFLUSSENDE INTERESSENGRUPPEN DER VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN.....	125
ABBILDUNG 31: AUFBAU VON KAPITEL 5.....	136

ABBILDUNG 32: Einteilung der erfolgsorientierten Bewertungsverfahren .....	137
ABBILDUNG 33: Verfahrensschritte bei der Erfolgsbewertung eines Versicherungsunternehmens .....	141
ABBILDUNG 34: Versicherungszweige im Kompositversicherungs- unternehmen .....	144
ABBILDUNG 35: Kennzahlen zur Analyse von Versicherungsunternehmen.....	150
ABBILDUNG 36: Bewertungsmodell zur Gesamtbewertung.....	151
ABBILDUNG 37: Eigentümerorientierte Gesamtbewertung von Versiche- rungsunternehmen.....	154
ABBILDUNG 38: Prognose von Cash Flows.....	156
ABBILDUNG 39: Prognoseverfahren zur Bestimmung zukünftiger Cash Flows.....	159
ABBILDUNG 40: Bereichsabhängige Zahlungsströme im Versicherungs- unternehmen .....	167
ABBILDUNG 41: Ein- und Auszahlungen im Versicherungsunternehmen .....	168
ABBILDUNG 42: Freier Cash Flow .....	181
ABBILDUNG 43: Zahlungsunwirksamkeit der Beitragsüberträge.....	183
ABBILDUNG 44: Veränderung der Beitragsüberträge.....	184
ABBILDUNG 45: Zahlungswirksamkeit der Veränderung der Deckungsrück- stellung .....	185
ABBILDUNG 46: Abwicklungsergebnis .....	187
ABBILDUNG 47: Zahlungswirksame Veränderung von Aktiva .....	192
ABBILDUNG 48: Indirekte Ermittlung von Cash Flows eines Versicherungs- unternehmens.....	195
ABBILDUNG 49: Kapitalmarktlinie.....	209
ABBILDUNG 50: Wertpapiermarktlinie .....	211
ABBILDUNG 51: Komponenten der Eigenkapitalkosten.....	214
ABBILDUNG 52: Einflußgrößen des Beta-Faktors eines Versicherungs- unternehmens.....	219
ABBILDUNG 53: Wertermittlung auf Ertragsbasis .....	233
ABBILDUNG 54: Aufbau von Kapitel 6.....	235
ABBILDUNG 55: Substantielle Bewertung des Eigenkapitals.....	238
ABBILDUNG 56: Ablaufschema bei der marktorientierten Bewertung.....	240

**Tabellenverzeichnis**

TABELLE 1: SYSTEMATISIERUNG DER ANLÄSSE EINER UNTERNEHMENSBEWERTUNG .....	11
TABELLE 2: GRUNDPRINZIPIEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG.....	29
TABELLE 3: INDIREKTE ERMITTLUNG DES FREE CASH FLOW .....	75
TABELLE 4: BESTIMMUNG DES FLOW TO EQUITY .....	84
TABELLE 5: DCF-METHODEN .....	86
TABELLE 6: BEWERTUNGSPARAMETER DER DCF-METHODEN .....	87
TABELLE 7: VERSICHERUNGSGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND 1997.....	122
TABELLE 8: RENDITEERWARTUNG UND EIGENKAPITALKOSTEN .....	200
TABELLE 9: MITTLERE RENDITEN BEI BÖRSENNOTIERTEN VERSICHERUNGS- GESELLSCHAFTEN.....	201
TABELLE 10: DIVIDENDENKURSANSATZ UND EIGENKAPITALKOSTEN .....	205
TABELLE 11: ÜBERSICHT ÜBER EMPIRISCHE MARKTRISIKOPRÄMIEN .....	217
TABELLE 12: BETA-FAKTOREN BÖRSENGEHANDELTEN VERSICHERUNGS- UNTERNEHMEN .....	221
TABELLE 13: DURCHSCHNITTLICHE EIGENKAPITALKOSTEN FÜR DEUTSCHE VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN VON 1990 BIS 1998 .....	224
TABELLE 14: SPARTENABHÄNGIGE RISIKOZUSCHLÄGE ZUM LANDESÜBLICHEN ZINSFUß .....	234
TABELLE 15: TRANSAKTIONEN IM EUROPÄISCHEN VERSICHERUNGS- BEREICH 1996-1999.....	242
TABELLE 16: DURCHSCHNITTLICHE KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSE DER BÖRSEN- NOTIERTEN DEUTSCHEN VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN .....	244
TABELLE 17: MULTIPLIKATOREN IN ABHÄNGIGKEIT VON VERZINSUNG UND WACHSTUM .....	250