

## Vergleich Deutsche Telekom und Telenor

# Risikoorientierte Übernahmepolitik in der Telekommunikationsindustrie

Die vorliegende Analyse zeigt am Beispiel „Telenor“, warum es einem individuellen Telekommunikationsanbieter trotz rezessiver Branchenkonjunktur gelingen kann, ein überdurchschnittlich gutes Konzernergebnis zu erzielen. Der Erfolg eines Unternehmens wird im Börsenkurs reflektiert und dieser von heutigen und zukünftigen Firmenergebnissen beeinflusst. Eine überdurchschnittlich gute Börsenkursentwicklung darf nicht nur ein oder zwei herausragende Perioden repräsentieren. Sie muss eine lange Zeitreihe aussergewöhnlich guter Börsenkurse vorweisen. Bei solch einer Beobachtungsreihe könnte man folgendermaßen argumentieren: Das Produkt oder der Service dieses Anbieters muss eine überdurchschnittlich gute Qualität haben; alle Nachfrager haben zu diesem Anbieter gewechselt. Dann ist das Börsenergebnis keine Überraschung. So einfach ist es in der Telekommunikationsbranche aber nicht, denn die Produkte/Services haben aus technischen Gründen eine sehr homogene Durchschnittsqualität bei allen Mitbewerbern. Ferner haben sie durch ihre Netzwerke eine regionale Bindung. Grosse positive oder negative „Qualitätsausreisser“ sollte es daher nicht geben. Die zentrale Frage lautet also: Was ist das Erfolgsgeheimnis des Anbieters „Telenor“? Der vorliegende Beitrag wird die Antwort geben.

Der wichtigste Gesichtspunkt unserer Untersuchung ist die risikoorientierte Übernahmepolitik. Damit wird jeder synergieorientierten Übernahmestrategie ein lautes Veto erteilt. Nach unserer Auffassung kann diese Grundidee immer dann übertragen werden, wenn ein Netzwerk eine regionale Bindung vorweist, wie es in der Telekommunikations- oder allgemein in der Infrastrukturbranche der Fall ist.

Die Arbeit ist folgendermaßen gegliedert: Im nächsten Abschnitt wird die europäische Telekommunikationsbranche vorgestellt. Der Branchenprimus bei der Aktienkursentwicklung ist die norwegische „Telenor“. Alle anderen Telekommunikationsunternehmen landen weit abgeschlagen im Mittelfeld. Zu dieser Mittelfeldgruppe gehört auch die „Deutsche Telekom“. Wir konzentrieren uns beim Kursvergleich und in der folgenden Ursachenanalyse auf die beiden Anbieter „Deutsche Telekom“ und „Telenor“. Im folgenden Abschnitt werden die konkreten Übernahmetransaktionen beider Telekommunikationsanbieter vorgestellt. Das anschließende Kapitel erklärt, was man unter der oft betonten Freilegung von Synergie-Effekten zu verstehen hat und ob diese in der Telekommunikationsbranche wirklich Vorteile bringt. Im nächsten Abschnitt konzentrieren wir uns auf die hier stark betonten Risiko-Aspekte. Anhand einer fiktiven Beispielrechnung und anhand konkreter Daten des betrachteten Anbieters „Telenor“ wird das für uns

zentrale Lösungskonzept vorgestellt. Eine vergleichbare Analyse kann aufgrund fehlender publizierter Daten für die „Deutsche Telekom“ nicht durchgeführt werden. Trotzdem schliesst die Arbeit mit risikoorientierten Übernahmeempfehlungen, um der „Deutsche Telekom“ einen positiven Denkanstoß zu geben.

### Börsenkurse im Vergleich

In ► **Abb. 01** werden die Aktienkursentwicklungen der acht führenden europäischen Telekommunikationsfirmen vorgestellt. Dabei geht es um die Periode von Januar 2001 bis Januar 2009. Die Spitzenposition der „Telenor“ in den Jahren 2003 bis 2007 ist unübersehbar, das schließt die überdurchschnittlich gute Entwicklung zwischen Ende 2008 und Anfang 2009 ein. Diese ist durch den Kreis in der Grafik gekennzeichnet.

► **Abb. 02** stellt einen direkten Vergleich des Branchenindex „MSCI European Telecom Index“ (Morgan Stanley Capital International European Telecom Index) zur „Telenor“ bzw. „Deutsche Telekom“ dar. Der MSCI European Telecom Index notiert seit Januar 1999 und enthält 22 Einzeltitel. Die acht dominierenden Anbieter aus ► **Abb. 01** haben ein Gesamtgewicht von 76 Prozent, wobei die „Deutsche Telekom“ 7,9 Prozent dazu beiträgt und die „Telenor“ ein 2,7 Prozent grosses Indexgewicht vorweist. Wegen des geringen Gewichtes der „Telenor“ konnte sich deren positive Kurs-

entwicklung im Index nicht folgenscherwer niederschlagen. Anhand der beiden Diagramme in ► **Abb. 02** ist klar zu sehen, dass die „Telenor“-Aktie immer besser als der Index abschneidet. Im Gegensatz dazu schneidet der Aktienkurs der „Deutsche Telekom“ fast immer schlechter als der Index ab. Ferner ist zu sehen (vgl. linker Kreis in ► **Abb. 02**), dass sich die „Telenor“ nach massiven Kursverlusten zum Ende des Jahres 2008 und Anfang 2009 fangen konnte. Auch der MSCI European Telecom Index schaffte zum Jahreswechsel 2008/2009 eine positive Kurskorrektur (vgl. rechter Kreis in ► **Abb. 02**). Die „Deutsche Telekom“ blieb in dieser Zeitperiode allerdings ein weiteres Mal in ihrer Aktienkursentwicklung zurück.

Im nächsten Abschnitt werden nun die Übernahmeaktivitäten im relevanten Zeitraum vorgestellt. Diese Übernahmen sind unserer Meinung nach für die Kursentwicklung verantwortlich. Die Auswahl der Übernahme-Objekte wird in den darauf folgenden Abschnitten genauer analysiert.

### Übernahmetransaktionen im Vergleich

In den letzten zehn Jahren hat die „Deutsche Telekom“ Unternehmen zu einem Gesamtkaufpreis von etwa 70 Mrd. Euro erworben. Dabei wurden die wichtigsten Akquisitionen im Jahr 2002 getätigt, als die US-amerikanischen Mobilfunkunternehmen Voicestream und Powertel

zu einen Gesamtkaufpreis von etwa 65 Mrd. US-Dollar (40 Mrd. Euro) gekauft wurden. Die neu erworbenen Einheiten wurden in T-Mobile USA umfirmiert und erwirtschafteten erst nach fünf Jahren, wesentlich später als erwartet, positive Konzernbeiträge. Heute ist T-Mobile USA mit etwa zehn Prozent Marktanteil der kleinste Mobilfunkanbieter in den USA. Eine weitere wichtige Transaktion war die Rückintegration der deutschen Tochter T-Online im Jahre 2006. Verschiedene weitere kleinere Transaktionen wurden getätigt, beispielsweise in Großbritannien, Österreich und Ungarn. Zudem wurden erworbene Unternehmen in Rußland, Malaysia und den Philippinen im Jahr 2003 teilweise wieder verkauft, um die hohen Verluste im Jahr 2002 von 24,6 Mrd. Euro auszugleichen.

Die norwegische „Telenor“ hat in den letzten zehn Jahren 14 Transaktionen zu einem Kaufpreis von insgesamt 45 Mrd. Norwegischen Kronen (etwa 4,5 Mrd. Euro) getätigt. Die „Telenor“ konnte dabei vorwiegend Unternehmen aus den Regionen Skandinavien, Osteuropa und Asien in die Gruppe integrieren. Dabei gab es keine Übernahme, welche die Transaktionsliste dominierte, zudem gab es keine Korrekturen durch Verkäufe.

Die folgende ► **Tab. 01** gibt eine Übersicht über alle An- und Verkäufe seit 1993 der „Deutsche Telekom“ und der „Telenor“ wieder. ► **Tab. 01** zeigt deutlich, dass die finanzschwächere „Telenor“ wesentlich mehr Akquisitionen tätigen konnte als die „Deutsche Telekom“. Zudem hatten die Akquisitionen der „Telenor“ eine bessere regionale Verteilung als die der „Deutsche Telekom“. 2007 wurde der Gesamtumsatz der „Deutsche Telekom“ maßgeblich durch die Geschäfte in Deutschland (50 Prozent) und in den USA (25 Prozent) beeinflusst. Dagegen machte das Norwegengeschäft der „Telenor“ im gleichen Jahr nur noch 34 Prozent des Gesamtumsatzes aus, wobei kein

einziges dominierendes Auslandsgeschäft zu beobachten war.

Der nachfolgende Abschnitt behandelt die Synergie-Effekte bei Übernahmetransaktionen, welche in der traditionellen Diskussion ein besonders Gewicht haben.

### Synergie-Effekte

Wenn sich die Rahmenbedingungen des Geschäftsumfeldes ändern, müssen Unternehmen ihre Geschäftspolitik der neuen Situation anpassen. Die wichtigsten Rahmenänderungen sind heutzutage (I) Globalisierungs- und Deregulierungstendenzen und (II) die Reduktion von Kommunikations- und Transportkosten. Zu den langfristigen Anpassungsstrategien gehören alle Maßnahmen im Bereich „Mergers & Acquisitions (M&A)“. Die Monographie „Mergers, Restructuring, and Corporate Control“ von Weston/Chung/Hoag [vgl. Weston/Chung/Hoag 1990] ist nach wie vor die umfassendste Analyse aller wichtigsten Übernahmeseite. In der einschlägigen Literatur wird die Höhe des Übernahmenvorteils oft mit der Realisierung von Synergie-Effekten gleichgesetzt. Der Synergie-Effekt wird häufig als „2+2=5 Effekt“ bezeichnet. Darunter versteht man Extra-Vorteile, die aus der Zusammenarbeit von früher separaten Einzelteilen entstehen. Das zentrale Schlagwort bei diesem Synergie-Effekt lautet „Kosteneinsparungen“.

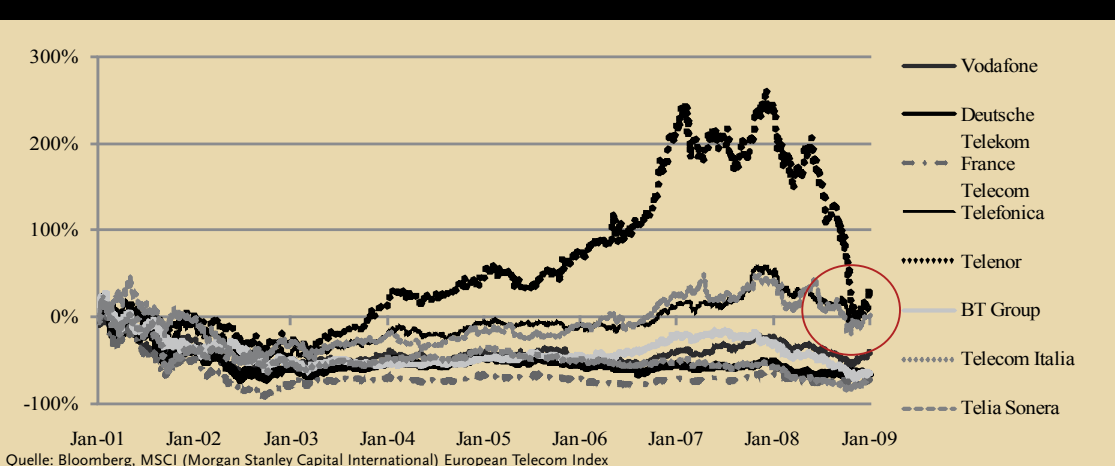
Der konkrete Nachweis von Synergie-Effekten ist jedoch schwierig und oftmals erst nach einer längeren Zeitspanne nachweisbar. Im Entscheidungszeitpunkt ist

die Größe des Synergie-Effektes höchst ungewiss. Das gilt für inländische ebenso wie für ausländische Übernahmen. Wichtig ist hier die ganz konkrete Analyse von Einzelfällen. Für die Telekommunikationsbranche bestehen Zweifel an der Möglichkeit, mit „cross-border“ Akquisitionen überdurchschnittliche Synergie-Vorteile realisieren zu können. Große Kosteneinsparungen sind in der Telekommunikationsbranche realistisch, wenn Netzwerke der Käufer und Verkäufer fusionieren können. Dieses ist nur bei einer gewissen geographischen Nähe möglich. Dieser Vorteil ist für ehemalige Monopolanbieter im eigenen Land nicht mehr möglich, da mit dem Beginn der europäischen Liberalisierung in 1990 stetig nationale Marktanteile und somit auch Kunden verloren wurden. Eine Wiederaufstockung würde von der europäischen Wettbewerbskommission nicht genehmigt werden.

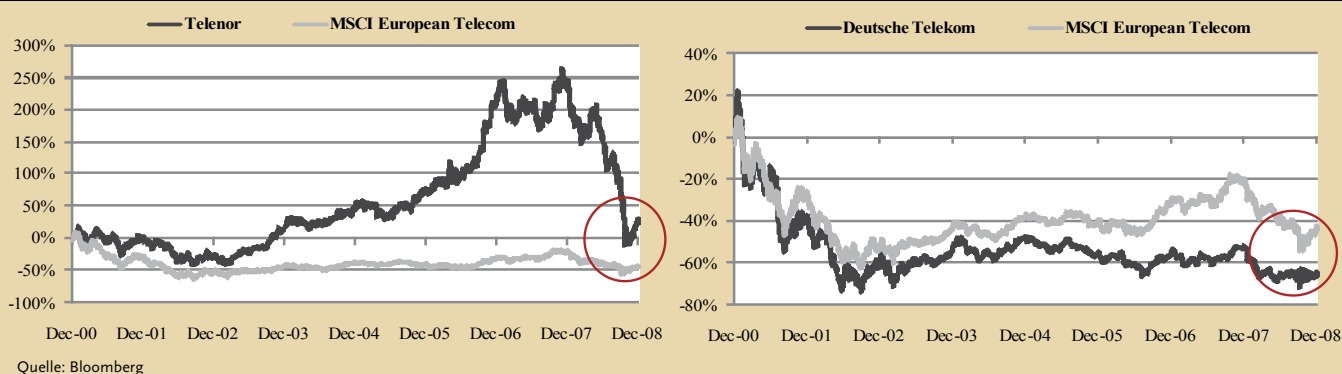
Aus diesem Grund ist die logische Konsequenz vieler europäischer Telekommunikationsanbieter nachvollziehbar, anstelle mit einer nationalen, mit einer internationalen Akquisition wachsen zu wollen. Allerdings sind Akquisitionen in den westeuropäischen Nachbarländern und in den USA sehr teuer. Zudem unterliegen die europäischen Telekommunikationsanbieter den gleichen Regulierungsbestimmungen und weisen im eigenen Land vergleichbare Rendite-Risiko-Profile wie ihre europäischen Nachbarn auf. Günstigere Investitionen in Wachstumsländer besitzen in der Regel ein höheres Länderrisiko und führen für den westeuropäischen Käufer zu einer möglichen Kredit-Rating-Einbuße. Trotz-

**Aktienkursentwicklung der größten europäischen Telekommunikationsunternehmen**

► **Abb. 01**



### Aktienkurs-Performance der „Deutsche Telekom“ sowie der „Telenor“ im Vergleich zum MSCI European Telecom Index



dem sind „cross-border“ Akquisitionen in Wachstumsmärkten des Mobilgeschäfts sinnvoll.

Sie haben in der Regel niedrige Penetrationsraten und somit hohe Wachstumspotenziale, zudem wesentlich höhere Ertragsmargen und unterliegen einem anderen Regulierer. Die westeuropäische EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortisation) Durchschnittsmarge im Mobilgeschäft liegt bei etwa 35 Prozent, während in Asien oder Afrika Margen von 45 bis 55 Prozent erwirtschaftet werden können. Neben der Erwirtschaftung von höheren Margen ist die Bündelung der Einkaufsmacht bei Telekommunikationsausrüstern ein wichtiges Kaufargument. Dieses ist allerdings nur bedingt in Wachstumsländern anwendbar, da die Nutzer die hohen Kosten für ein technologisch hochwertiges Mobiltelefon nicht aufbringen können und auf einfache Varianten ausweichen müssen. Die Betrachtung zeigt, dass die Realisierung sehr hoher Synergie-Effekte in der Telekommunikationsbranche höchst fragwürdig ist. Im nächsten Abschnitt werden wir nun die Risiko-Effekte näher untersuchen.

#### Risiko-Effekte

Die Grundidee der risikoorientierten Übernahmepolitik folgt den portfoliotheoretischen Überlegungen von Markowitz aus dem Jahre 1952. Die zentrale Idee dabei ist, dass das Gesamtrisiko eines Wertpapierportfolios ganz wesentlich von den Kovarianzen oder den Korrelationskoeffizienten der beteiligten Wertpapiere untereinander abhängig ist. Dabei sind negative Korrelationen positiv, denn sie ermöglichen im Extremfall die Bildung eines risikofreien Portfolios aus einer

Vielzahl riskanter Wertpapiere. Diese Idee kann natürlich auf ein Portfolio von Tochterfirmen im Rahmen einer Muttergesellschaft übertragen werden. Auch hier spielen die Korrelationskoeffizienten oder die Kovarianzen eine ganz zentrale Rolle. Dazu werden im Folgenden noch einige Details erklärt. Danach wird die theoretische Grundidee vorgestellt. Anhand einer konkreten Modellrechnung wird gezeigt, wie sich erwünschte Risikoeffekte bei Übernahmetransaktionen einstellen. Die hypothetischen Zahlen ergeben ein eindeutiges Bild des Wirkungsmechanismus. Am Schluss wird anhand von konkreten Zahlen der norwegischen „Telenor“ gezeigt, wie und warum die Risikoeffekte in der Praxis wirksam werden konnten.

Zuvor soll kurz ein wichtiges Gegenargument zur Risikoanalyse dargestellt werden. Seit den Anfängen der Portfolio-Theorie ist in der Literatur immer wieder betont worden, daß die Möglichkeit der Wertpapier-Diversifikation letztendlich jede reale Unternehmens-Diversifikation via Übernahme überflüssig macht. Man braucht nicht Unternehmen im realen Geschäftsleben miteinander zu verbinden, wenn mit einem Anruf beim Wertpapierhändler der gleiche Effekt durch Restrukturierung des Wertpapierportfolios erreicht werden kann. Diese Argumentation ignoriert, dass jedes Übernahme-Objekt seinerseits wieder ein Realportfolio aus verschiedenen Geschäftsfeldern darstellt und kein Ein-Produkt-Unternehmen ist. Bei einer Akquisition ist der Übernehmer meist nur an wenigen speziellen Unternehmensteilen interessiert, die restlichen Teile sind für ihn uninteressant. Eine derartige Neukombination von Unternehmensteilen kann nur in Form einer Real-Diversifikation durchgeführt werden. Der Übernehmer

kauft das gesamte Unternehmen und verkauft gleichzeitig die uninteressanten Teile, um sich die „Rosinen“ herauszupicken. Durch eine reine Finanzinvestition wäre diese Spezial-Auslese nicht möglich. Hier erhält man immer einen Querschnitt der Gesamtfirma. In der Regel kann man ausgewählte Teile einer Gesamtfirma nicht an der Börse kaufen.

Anders ausgedrückt heißt das: Nur durch Längsschnitte der Gesamtfirma ergibt sich die Möglichkeit, genau definierte Unternehmensteile zu erwerben. Dieser Längsschnitt ist nicht mit einer Börsentransaktion, sondern nur durch eine Real-Transaktion erreichbar.

Zurück zu unserer Modellrechnung, in der mit hypothetischen Zahlen agiert wird: Wir werden im Folgenden mit der Kovarianz arbeiten; beim Korrelationskoeffizienten handelt es sich nur um eine standardisierte Kovarianz. Da die betrachteten Unternehmen zur gleichen Branche gehören, kann die Bildung eines Konglomerats ausgeschlossen werden. Die Daten in unserem Beispiel lauten: Die börsennotierte Firma A der Branche X hat mit ihrem branchenspezifischen Wertpapier-Index  $I$  eine Kovarianz  $COV(r_A, r_I) = +0,05$ . Die erwartete Indexrendite  $r_I$  hat den Wert von zehn Prozent, die Varianz des Indexportfolios wird mit 0,06 gemessen, der risikofreie Zinssatz  $r_f$  ist annahmegemäß vier Prozent.

Die beiden Fragen lauten: Wie groß sind  $r_A$  (erwartete Rendite) und  $P_0^A$  (Aktienkurs) der Firma?

Die Lösung für  $r_A$  erhält man über die Wertpapiermarktlinie [Copeland/Weston 2005, Kapitel 7]:

$$r_A = r_f + (r_I - r_f) \cdot \beta_A$$

Mit dem Beta-Wert  $\beta_A$  wird das systematische Risiko gemessen. Der Grund

## Unternehmenskäufe und Verkäufe der „Deutsche Telekom“ und „Telenor“

► Tab. 01

Deutsche Telekom		Telenor	
Kauf	Verkauf	Kauf	Verkauf
1993	Anteile Matarv (Ungarn)	Anteile Pannon (Ungarn)	
1997		Anteile ONE (Österreich)	
1998		Anteile Kyvistar (Ukraine)	
1999	Anteile One2One (Österreich) Anteile Polska Telefonía (Polen)	Anteile VimpelCom (Russland)	
2000		Anteile OAO Comicom (Russland) Anteile DTAC (Thailand)	
2001	Anteile Debis	Anteile Sonofon (Dänemark)	
2002	Anteile VoiceStream (USA) Anteile Powertel (USA)	Anteile DiGi.com (Malaysia) Anteile Rest an Pannon (Ungarn)	
2003		Anteile Sonofon (Dänemark) Anteile Vodafone (Schweden) Anteile Bredbandsbolaget (Schweden)	
2004		Anteile Cybercity (Dänemark)	
2005		Anteile Mobil63 (Serbien)	
2006	Anteile Tele.ring (Österreich)		

Quelle: Unternehmensdaten von „Telenor“ und „Deutsche Telekom“

für die Zerlegung des Gesamtrisikos in eine systematische und unsystematische Komponente besteht darin, dass das unsystematische Risiko in einem wohl diversifizierten Portfolio auf Null reduziert werden kann und damit nicht mehr kompensiert werden muss. Es bleibt nur noch das systematische Risiko übrig. Dieses wird, wie gesagt, durch das Beta gemessen. Der Beta-Wert wird folgendermaßen berechnet:

$$\beta_A = \frac{COV(r_A, r_I)}{\sigma_I^2}$$

Mit den obigen Zahlen erhält man folgenden  $r_A$  Wert:

$$r_A = 4,0\% + (10,0\% - 4,0\%) \cdot \frac{0,05}{0,06} = 9,0\%$$

Um den Aktienkurs  $P_0^A$  zu ermitteln, wird eine zukünftig konstante Dividendenzahlung von 0,70 Euro pro Aktie unterstellt. Dadurch erhält man einen Aktienkurs von:

$$P_0^A = \frac{0,70}{0,09} = 7,78 \text{ Euro}$$

Im Rahmen einer internationalen Expansionsstrategie übernimmt annahmegemäß die Firma A die Firma B aus der gleichen Branche X. Die Besonderheit der Firma B ist dadurch gekennzeichnet, dass die Rendite  $r_B$  mit der Branchenrendite  $r_I$  negativ korreliert ist, hier wird der Wert von  $COV(r_B, r_I) = -0,03$  angenommen. Mit der Übernahme entsteht die neue Firma N, welche sich annahmegemäß zu 80 Prozent aus A und zu 20 Prozent aus B zusammensetzt.

Die Rendite  $r_N$  errechnet man durch:

$$r_N = 0,8r_A + 0,2r_B.$$

Für die neue Kovarianz  $COV(r_N, r_I)$  ermittelt man folgenden Wert:

$$COV(r_N, r_I) = 0,8 COV(r_A, r_I) + 0,2 COV(r_B, r_I)$$

Mit den obigen Zahlen erhält man:

$$COV(r_N, r_I) = 0,8 \cdot 0,05 + 0,2 \cdot (-0,03) = +0,034$$

Daraus folgt:

$$r_N = 4,0\% + (10\% - 4\%) \cdot \frac{0,034}{0,06} = 7,4\%$$

Sowie ein angepasster Aktienkurs von:

$$P_0^A = 0,70/0,074 = 9,46 \text{ Euro}$$

Die Beispielrechnung zeigt mit der Übernahme eine deutliche Aktienkurserhöhung von 7,78 Euro auf 9,46 Euro bei gleichbleibender Dividendenzahlung. Es gab also annahmegemäß keine Synergieeffekte, die Cashflows blieben unverändert. Der Grund für die Kurserhöhung liegt allein im Erwerb einer Firma, die negativ mit dem Index korreliert ist. Dieser Diversifikations-Effekt ist die treibende Kraft.

In unserer Modellrechnung wurde eine Firma übernommen, deren Rendite mit der Indexrendite negativ korrelierte. Wenn diese Firma ein Teil der neuen Gesamtfirma wird, ist ein reduziertes Gesamtrisiko die Folge. Die Logik dafür ist einfach. Bei

## Risikokomponenten des Länderportfolio der „Telenor“ von 2Qo2 bis 4Qo8

► Tab. 02

	Denmark	Sweden	Ukraine	Hungary	Serbia	Monte-negro	Thailand	Malaysia	Bangla- desh	Pakistan
Expected Return	4.35%	8.08%	0.05%	0.22%	0.00%	0.05%	0.05%	0.09%	0.24%	0.17%
Variance	3.21%	9.02%	0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.02%	0.10%
Standard Deviation	17.90%	30.03%	0.89%	1.47%	0.43%	0.20%	1.49%	0.60%	1.34%	3.09%
COV 1	-0.00114	0.00743	-0.00029	-0.00022	-0.00028	-0.00004	-0.00018	0.00042	-0.00022	0.00034
COV 2	-0.00050	-0.00139	0.00014	0.00017	0.00004	0.00003	-0.00034	-0.00021	0.00022	0.00026

Quelle: Geschäftsbericht „Telenor“ von 2002 bis 2008, eigene Rechnungen

COV 1 steht für Kovarianz gegenüber dem MSCI Global Telecom Index; COV 2 steht für Kovarianz gegenüber dem Hauptgeschäft in Norwegen

einer Negativkorrelation bewegen sich die individuellen Ertragsraten der Teilfirmen gegenläufig zueinander. Durch die gegenläufigen Bewegungen wird die Ertragsrate der neuen Gesamtfirma stabilisiert. Wenn nur noch eine kleine Schwankungsbreite vorliegt, ist auch das Risiko kleiner geworden. Wenn das Risiko kleiner geworden ist, steigt der Aktienkurs.

Genau diese Eigenschaft hat die „Telenor“ mit ihren Übernahmetransaktionen ausgenutzt. Man wählte die Übernahme-Objekte eindeutig nach Risikoaspekten aus. Die „Telenor“ verfolgte bereits vor dem Börsengang eine internationale Expansionsstrategie, die explizit berücksichtigte, dass die verschiedenen Beteiligungen nach Risikogesichtspunkten sortiert wurden. Durch

die Übernahmen wurde ein Länderportfolio gebildet, dessen Gesamtrisiko durch intelligente Diversifikation substantiell reduziert werden konnte. ► **Tab. 02** kann diesen Tatbestand eindeutig bestätigen. Die akquirierten Länderbeteiligungen sind dort mit ihrem Risikoprofil aufgeführt. Zur Errechnung der Kovarianzen basiert  $r_N$  auf dem gewichteten EBITDA Margenwachstum einzelner Regionen.

Wie der Leser überprüfen kann, sind von den zehn Kovarianzen (COV 1) genau sieben eindeutig negativ, die restlichen drei Werte sind sehr schwach positiv. Auf diese Weise kann die „Telenor“ bei Übernahmetransaktionen, wie in der obigen Modellrechnung gezeigt wurde, eindeutig profitieren.

Im Gegensatz dazu lässt sich nur vermuten, dass die Liste der „Deutsche Telekom“ ganz anders aussieht. Um die „Deutsche Telekom“-Übernahmen klar zu untersuchen, wäre eine Liste wie in ► **Tab. 02** nötig gewesen. Die „Deutsche Telekom“ publiziert die nationalen und internationalen Umsätze, allerdings keine internationalen Renditen. Wegen fehlender publizierter Daten ist die Erstellung einer vergleichbaren Kovarianz-Liste nicht möglich. Trotzdem zeigte sich bei einer Analyse eines denkbaren erweiterten Länderportfolios der „Deutsche Telekom“, dass es weltweit viele Übernahmeziele gibt, die das Gesamtrisiko eindeutig verbessern würden. Vor allem in Asien gibt es attraktive Übernahmeziele, die eindeutig negative

## BUCHBESPRECHUNG

### DAV-Arbeitsgruppe Interne Risikomodelle: Interne Risikomodelle in der Schaden-/Unfallversicherung

Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 2008, 221 Seiten, 37 Euro, ISBN-13: 978-3899524086.

Das EU-weite Projekt zur grundlegenden Reform des Versicherungsaufsichtsrechts in Europa, auch bekannt unter dem Namen Solvency II, wird vor allem zur einer Anpassung der Solvabilitätsvorschriften für die Eigenmittelausstattung führen. In diesem Kontext gewinnen auch Interne Risikomodelle an Bedeutung. In den Artikeln 109 bis 124 des Richtlinienentwurfs (COM) 2008/119 werden die Anforderungen erläutert, die für Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen gelten, die für die Berechnung der Solvenzkapitalanforderung Interne Modelle in Form eines Voll- oder Teilmodells verwenden oder verwenden wollen. Bevor die Aufsichtsbehörden die Verwendung eines internen Modells genehmigen, müssen die Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen einen vom Verwaltungs- oder Managementorgan des Unternehmens gebilligten Antrag einreichen (siehe Artikel 110), aus dem hervorgeht, dass sie den Verwendungstest, die statistischen Qualitätsstandards, Kalibrierungsstandards, Validierungsstandards und Dokumentationsstandards erfüllen (die Anforderungen sind in den Artikeln 118 bis 123 beschrieben).

Basierend auf einem stochastischen Internen Modellen sind die Versicherungsunternehmen in der Lage, die Höhe des vorzuhaltenden Risikokapitals für das Gesamtunternehmen und für steuerrelevante Teilsegmente individuell gemäß der Risikostruktur ihres Unternehmens zu quantifizieren. Es können Fragestellungen hinsichtlich der Risikotragfähigkeit und Profitabilität des Gesamtunternehmens sowie von Teilportefeuilles bis hin zu einzelnen Produkten beantwortet werden. Die höhere Transparenz über die eingegangenen Risiken, die Identifikation von Risikotreibern und das Aufdecken von wertschaffenden bzw. wertvernichtenden Produkten/Segmenten bilden die Grundlage für eine strategische wertorientierte Unternehmenssteuerung, die eine langfristige, dauerhafte Steigerung des Unternehmenswertes zum Ziel hat.

Die Publikation „Interne Risikomodelle in der Schaden-/Unfallversicherung“, herausgegeben von der Arbeitsgruppe „Interne Risikomodelle“ der Deutschen Gesellschaft für Versicherungs- und Finanzmathematik e. V. (DGVFM), gibt einen kompakten und allgemeinverständlichen Überblick über den Themenkomplex. Einführend definieren die Autoren die Anforderungen an Interne Modelle, die Qualitätskriterien sowie die Datenanforderungen. Im Anschluss werden die wesentlichen Risikomaße sowie die Axiome kohärenter Risikomaße nach Artzner/Delbaen/Eber/Heath skizziert. Die Struktur und die Komponenten eines Internen Modells werden kompakt auf weniger als zehn Seiten beschrieben. Vertiefend werden die konkreten Schritte bei der Modellierung der Passivseite sowie der Kapitalanlagen dargestellt. Die folgenden Kapitel beschäftigen sich mit Auswertungsmodellen und Managementmodellen sowie der Umsetzung in der Unternehmenspraxis. Ein Auswertungsmodell hat die Aufgabe, die Szenarien und damit die Ergebnisse der einzelnen Teilmodelle zusammenzufügen und daraus die Gesamtergebnisse abzuleiten. Das Managementmodell umfasst demgegenüber die Regeln, die unternehmerische Entscheidungen abbilden. Für alle Managementregeln gilt, dass die tatsächliche Strategie des Unternehmens möglichst exakt abgebildet werden sollte. In diesem Kontext weisen die Autoren auch darauf hin, dass die Modellierung komplizierter Managementregeln die Auswertung der Ergebnisse erschweren kann. Zum Abschluss werden basierend auf einer Fallstudie die wesentlichen Parameter und Risiken modelliert. Das Buch bietet eine kompakte und leicht verständliche Einführung in das Thema Interne Risikomodelle und kann als Überblicksliteratur empfohlen werden. Vermisst wird ein Index zum schnellen Nachschlagen sowie Aussagen zu Grenzen und Stolperfallen (fat tails, Blindheit von Risikomaßen etc.) bei der Modellierung von Risiken. (Frank Romeike)



Korrelationseigenschaften zum Index und zur „Deutsche Telekom“ vorweisen. Unter Berücksichtigung der Zahlen von 2002 bis 2006 gehören Unternehmen wie Advanced Info Service in Thailand, Chunghwa Telecom in Taiwan, Taiwan Mobile in Taiwan, Globe Telecom in den Philippinen und Telecom of New Zealand in Neuseeland zu möglichen und attraktiven Übernahmezielen. Zukäufe dieser Unternehmen würden zweifellos einen positiven Effekt auf das Gesamtrisiko und somit auf den Aktienkurs der „Deutsche Telekom“ ausüben. Besonders nach den starken Korrekturen der internationalen Börsen in den letzten Monaten könnten die jetzigen Einstiegspreise am asiatischen Markt ein weiteres Argument für attraktive Übernahmestrukturaktionen darstellen.

### Fazit und Ausblick

Die Frage nach dem Erfolgsgeheimnis der „Telenor“ ist gut erklärbar. Eine strikt risikoorientierte Expansionsstrategie ist nach unserer Meinung für die außergewöhnlich gute Kursentwicklung der „Telenor“ über die letzten Jahre hinweg verantwortlich. Durch Aufkäufe von Kandidaten mit Negativkorrelation konnte das Gesamtrisiko der ursprünglichen Muttergesellschaft beträchtlich reduziert werden.

Auch wenn die Dividendenzahlungen weitgehend unverändert bleiben, muss der Aktienkurs steigen, weil für risikoarme oder risikolose Anlagentitel höhere Preise bezahlt werden. Die Börse honoriert diese Zahlungsbereitschaft durch beobachtbare Kurssteigerungen. Wenn die „Deutsche Telekom“ diese risikofokussierte Übernahmepolitik verstärkt verfolgen würde, könnte sie, wie am Beispiel der „Telenor“ gezeigt, von Aktienkurssteigerungen profitieren. Hier zeigen sich auch sehr klare Globalisierungsvorteile. Es ist die intelligente Ausnutzung von Eigenschaften bei internationalen Cashflows, die auf nationalen Märkten leider nicht existieren. Der zentrale Aspekt bei internationalen Expansionsstrategien in der Telekommunikationsbranche ist nicht primär die Höhe der erzielbaren Cashflows; es geht vielmehr um die Änderungsrichtungen des Cashflows in verschiedenen Teilperioden. Wenn diese Cashflows so oft wie möglich gegenläufige Richtungen einschlagen, sind substantielle internationale Diversifikationsvorteile garantiert. Viele internationale Telekom-Anbieter, wie etwa America Movil, Telefonica und TeliaSonera, verfolgen ansatzweise diese Strategie. Vielleicht setzt auch die „Deutsche Telekom“ in Zukunft verstärkt auf den Risikofokus und optimiert ihr bestehendes Länderportfolio nach diesem Gesichtspunkt. Ein Umdenken wäre mit Sicherheit profitabel.

### Quellenverzeichnis und weiterführende Literaturhinweise:

**Anslinger, P. L./Copeland, T. E. (1996):** *Growth through Acquisitions: A Fresh Look*, Harvard Business Review, Vol. 74, 1996, S. 126-135.

**Bernstein, W. J. (2001):** *The Intelligent Asset Allocator*, 4th Edition, New York 2001.

**Copeland, T. E./Weston, J. F. (2005):** *Financial Theory and Corporate Policy*, 4th Edition, 2005.

**Deutsche Telekom AG:** Geschäftsberichte von 1997 bis 2007.

**Markowitz, H. M. (1952):** *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, 1952, S. 77-91.

**Peddy, G./Bardelli, C./Bloxham, M./Jenkins, G./Khanna, V. (2007):** *Telecom for beginners 2007*, Research report, 2. Edition, London, Deutsche Bank AG 2007.

**Telenor ASA:** Geschäftsberichte von 2001 bis 2007.

**Weston, J. F./Chung, K. S./Hoag, S. E. (1990):** *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, 1990.

### Autorin:

**Stella I. A. Dombrowsky** ist Portfolio Managerin/Finanzanalystin und Doktorandin an der Fakultät IV der Universität Trier.

Business Circle, Österreichs größtes Konferenzunternehmen präsentiert die

# Credit Risk 2009

Die 14. Europäische Kreditrisiko-Konferenz



Konferenzen und Seminare

ERFOLG  
STECKT  
AN!

Business Circle Jahresforum am 2./3. Juni 2009, Wien  
Das führende europäische Forum für Kreditrisikomanagement

Wählen Sie aus 3 parallelen Streams über 25 aktuelle Themen:

- › Innovationen im Liquiditätsmanagement und der Refinanzierung
- › Risikomanagement in CEE
- › Neue Ansätze in der internationalen Bankenregulierung

Business Circle Seminar am 4./5. Juni 2009, Wien

## Integrating Risk Measurement

Das kompakteste Risikomanagement Seminar des führenden Experten im Risikomanagement  
David E. Lawrence, Director Lawrence Risk Consulting, Ex Vice President, Citibank

Platinpartner



Ja, ich interessiere mich für die Credit Risk 09. Bitte senden Sie mir das Detailprogramm zu.

Titel, Vor- und Nachname: \_\_\_\_\_

Firma, Funktion: \_\_\_\_\_

Adresse: \_\_\_\_\_

Telefon: \_\_\_\_\_

E-Mail: \_\_\_\_\_

Business Circle, Andreasgasse 6, 1070 Wien  
Tel.: Sabina Galtzenauer, + 43 / 1 / 522 58 20 62

Fax: + 43 / 1 / 522 58 20 18, www.businesscircle.at  
Mail: galtzenauer@businesscircle.at