



Institut für Versicherungswissenschaft
an der Universität zu Köln

Abteilung A: Versicherungswirtschaft

**„Ist der Shareholder Value-Ansatz
eine geeignete Steuerungskonzeption
für den großen Versicherungsverein
auf Gegenseitigkeit?“**

Univ.-Prof. Dr. Heinrich R. Schradin

Mitteilungen

1/2004

Ist der Shareholder Value-Ansatz eine geeignete Steuerungskonzeption für den großen Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit?

Univ.-Prof. Dr. Heinrich R. Schradin*

1. Einleitung und Motivation

Die Diskussion um die Bedeutung des Erwerbprinzips für die Steuerung von Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit ist so alt, wie die Existenz großer Versicherungsvereine selbst. Die Herauslösung des Gegenseitigkeitsgrundsatzes aus der regionalen und personalen Bindung wird im Schrifttum als die geniale Idee Ernst Wilhelm *Arnoldis* bezeichnet¹. So ist es grundsätzlich unbestritten, dass gerade der überregional tätige große Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit zwangsläufig nach ähnlichen Prinzipien arbeiten muss wie die Versicherungsaktiengesellschaft. In Abgrenzung zum sog. „kleinen VVaG“ gewinnt der Gegenseitigkeitsgrundsatz beim „großen VVaG“ daher eine stärker wirtschaftliche Bedeutung. Bereits *Arnoldi* hat seine Idee vom überregional tätigen Versicherungsverein mit dem Argument unterstützt, auf der Grundlage des Gegenseitigkeitsgedankens den Vereinsmitgliedern wirtschaftliche Vorteile zu verschaffen, welche sich insbesondere in einem bedarfsgerechten und zugleich preiswerten Versicherungsschutz konkretisieren sollen². Das primäre Interesse der Aktionäre einer Versicherungsaktiengesellschaft liegt hingegen in der Erzielung einer möglichst hohen Rendite für ihr eingesetztes Kapital; die Bereitstellung bedarfsgerechten preiswerten Versicherungsschutzes hat aus Aktionärsperspektive lediglich eine dienende Funktion. Damit charakterisieren die im Zusammenhang mit Versicherungsvereinen häufig verwendeten Begriffe wie „Fürsorgeprinzip“ oder „Prinzip der Selbstversorgung“ lediglich den kleinen VVaG und es ist *Hax* zuzustimmen, wenn er die vom großen VVaG verfolgte Förderung der Mitglieder hingegen als „besondere Form des erwerbswirtschaftlichen Prinzips“³ beschreibt⁴.

Wenn aber bereits seit *Arnoldi*, spätestens jedoch seit *Hax* die erwerbswirtschaftliche Orientierung großer Versicherungsvereine als mit dem Gegenseitigkeitsgedanken vereinbar erkannt ist, weshalb stellt sich dann überhaupt noch die Frage nach einer an den Prinzipien des Shareholder Value-Ansatzes ausgerichteten Steuerungskonzeption für den großen VVaG?

Die Antwort auf diese Fragestellung ist sowohl auf theoretischer wie auch auf unternehmenspraktischer Ebene zu suchen. Zunächst bestehen in der Praxis großer VVaGs, häufiger im Bereich der Mitglieder bzw. Mitgliedervertreter aber teilweise auch im Bereich der Entscheidungsträger, nach wie vor erhebliche und nicht selten

* erschienen in: *Wandt, M. u.a., (Hrsg.): Kontinuität und Wandel des Versicherungsrechts. Festschrift für Egon Lorenz, Karlsruhe 2004, S. 797-820.*

1 Vgl. *Hax* 1969, S. 146.

2 Vgl. *Hax* 1969, S. 148 und jüngst erneut *Breuer* 1999, S. 16 ff.

3 *Hax* 1969, S. 149 f.

4 Ähnlich auch jüngst *Cox / Bode* 2002, S. 7, die diesen Zusammenhang mit dem „Prinzip der Bedarfswirtschaftlichkeit“ umschreiben.

ideologisch motivierte Vorbehalte gegen eine kapitalmarktgeprägte Konkretisierung des Erwerbsprinzips. Der Vorwurf lautet allgemein, eine am Shareholder Value Ansatz ausgerichtete Unternehmenspolitik habe die kurzfristige Maximierung der Aktionärsrendite zum Ziel und stehe daher im grundsätzlichen Konflikt zu den Interessen der Vereinsmitglieder als Eigentümer und als Versicherungsnehmer⁵. Und weiter, weshalb sollte der kapitalmarkttheoretisch fundierte Shareholder Value-Ansatz als Steuerungskonzept für eine Unternehmensform Anwendung finden, die selbst keine Aktionäre als Eigentümer aufweist und die keiner Kapitalmarktkontrolle unterliegt? Aufgrund der fehlenden Handelbarkeit der Mitglieder-Eigentümerpositionen bleiben Einzelinteressen divergierend und eine aus der Sicht sämtlicher (Mitglieder-)Eigentümer optimale Unternehmungssteuerung auch theoretisch unmöglich⁶. Darüber hinaus wird schließlich behauptet, dass die aufgrund der VVaG-spezifischen Aufsichts- und Kontrollmechanismen bestehende Situation der Informationsasymmetrie opportunistisches Verhalten des Managements zu Lasten der Mitglieder-Eigentümer begünstigt⁷, m.a.W. selbst wenn aus der Perspektive der Mitglieder-Eigentümer eine am Shareholder Value-Ansatz ausgerichtete Unternehmenspolitik vorteilhaft wäre, bliebe die Schwierigkeit, das VVaG-Management zu entsprechendem Verhalten zu motivieren.

2. Das Konzept der wertorientierten Unternehmenssteuerung vor dem Hintergrund der leistungswirtschaftlichen Produktionsprinzipien der Versicherung
 - a) Grundprobleme bei der Adaption kapitalmarkttheoretischer Modelle der Unternehmensführung

Der Shareholder Value-Ansatz bezeichnet einen spezifischen methodischen Ansatz, der die Ausrichtung der Unternehmenssteuerung an den Interessen der Investor-Eigentümer fordert. Ausgangspunkt der Argumentation sind typischerweise wohlbekannte Modelle der Kapitalmarkttheorie, die weitreichende Prämissen über die Marktverfassung formulieren⁸. Auf dieser Grundlage kann nun theoretisch konsistent begründet werden, weshalb allein das an der Maximierung des Marktwertes der Unternehmung ausgerichtete Management zu optimalen Ergebnissen führt⁹. Neuere Ansätze versuchen, die für viele Belange als unrealistisch empfundenen Prämissen abzuschwächen oder z.B. durch Einbeziehung nicht rein finanzwirtschaftlicher Sichtweisen zu ergänzen¹⁰. Andere diskutieren die Durchsetzbarkeit der Eigentümerinteressen vor dem Hintergrund institutioneller Rahmenbedingungen bzw. berücksichtigen de facto vorhandene Informationsbarrieren¹¹.

5 Vgl. Oletzky 1998, S. 75 ff. und S. 170 ff.; vgl. Oletzky / von der Schulenburg 1998, S. 75 f., vgl. Metzler 1999, S. 196 ff. und vgl. Gründl / Schmeiser 1999, S. 495.

6 Vgl. Oletzky / von der Schulenburg 1998, S. 76.

7 Vgl. Breuer 1999, S. 22 ff.

8 Insbesondere sind hier zu erwähnen: „Arbitragefreiheit“, „Homogenität der Erwartungen“, „Informationsverfügbarkeit“ und „Duplizierbarkeit“, vgl. unter vielen beispielsweise Kürsten 2000, S. 363-365.

9 Grundlegend zum Shareholder Value-Ansatz siehe Rappaport 1986, Copeland / Koller / Murrin 1994 und Kaplan / Norton 1996 sowie kritisch reflektierend beispielsweise Kürsten 2000, Albach 2001 oder Coenenberg 2003.

10 Siehe Gründl / Schmeiser 2002, insb. S. 806 ff. und die dort angegebene Literatur.

11 Siehe. Breuer 1999, S. 16 und die dort angegebene Literatur.

Die Verfahren zur Ermittlung des Shareholder Values sind im wesentlichen ertragswertorientiert, wobei sogenannte Discounted Cash Flow (*DCF*)-Modelle überwiegen. Dabei handelt es sich prinzipiell um investitionsrechnerische Barwertkalküle, wobei die Modellierung der prognostizierten Ein- und Auszahlungsströme sowie deren Diskontierung auf den Gegenwartszeitpunkt typischerweise unter Berücksichtigung homogener Risiko- und Zeitpräferenzen der Entscheidungsträger erfolgt. Je nach Modellgestaltung und abhängig von den in die Berechnung eingehenden Wertgrößen werden Steuerungskennzahlen unterschieden wie beispielsweise Embedded Value (*EV*) und Appraisal Value (*AV*) bzw. als periodenbezogene absolute Performance-maße Market Value Added (*MVA*) und Economic Value Added (*EVA*) oder als periodenbezogene relative, auf das periodisch gebundene wirtschaftliche Eigenkapital bezogene, Performancemaße Risk Adjusted Return on Capital (*RAROC*) und Return on Risk Adjusted Capital (*RORAC*)^{12,13}.

Die allgemeine Beliebtheit kapitalmarkttheoretischer Ansätze für die Beantwortung betriebswirtschaftlicher Fragestellungen beruht auf ihrer breiten und zugleich formal gut nachvollziehbaren theoretischen Fundierung. Soweit die modelltheoretisch geforderten Voraussetzungen tatsächliche Verhältnisse angemessen beschreiben, erweisen sich die Ergebnisse der Kapitalmarkttheorie zudem als höchst nützlich und praxisrelevant, so beispielsweise bei der Bewertung bestimmter originärer und derivativer Finanzinstrumente. Für die Beschreibung, Erklärung und Entscheidungsbegründung praktisch relevanter betriebswirtschaftlicher Steuerungsfragen sind gängige kapitalmarkttheoretische Modelle und Erkenntnisse jedoch nicht immer ausreichend entwickelt¹⁴.

Dies überrascht jedoch keineswegs, denn es erscheint ja nachgerade das Wesensmerkmal von Wettbewerbsunternehmen bzw. deren Managementziel zu sein, zumindest temporär, regional und revolvierend Informationsasymmetrie, Intransparenz und Marktungleichgewicht zu fördern sowie Emotionen und Kundenpräferenzen zu wecken und zu beeinflussen. Nur auf diese Weise kann es dem Unternehmen nachhaltig gelingen, Arbitragegewinne im Sinne von Wertsteigerungen gegenüber dem (vollkommenen) Kapitalmarkt zu erwirtschaften¹⁵. Zahlreiche Beiträge zur Begründung des Shareholder Value-Ansatzes für die praktische Unternehmenssteuerung leiden insofern unter dem grundlegenden Widerspruch, wonach das verwendete theoretische Modell auf Annahmen beruht, die das Erzielen von Wertsteigerungen gerade ausschließen. Erst unter der Vorstellung „der Rest der Welt“ ließe sich angemessen durch kapitalmarkttheoretische Ansätze beschreiben und allein das betrachtete Unternehmen verfüge über weitergehende Beschaffungs-, Produktions-, Finanzierungs- und Absatzmöglichkeiten, können ökonomisch Wertsteigerungen des einzelnen Unternehmens begründet werden¹⁶.

12 Zahlreiche Darstellungen, die sich allerdings in Einzelheiten der Definitionen durchaus unterscheiden, finden sich in der Literatur. Beispielhaft seien aus jüngster Vergangenheit lediglich genannt: *Cottin* 1996, *DAV-Arbeitsgruppe* 2001, S. 1 und *Werheim / Schmitz* 2001, S. 495 ff.

13 Kritisch zur Eignung der genannten Performancemaße als Steuerungsgrundlage im Sinne des Shareholder Value-Ansatzes äußern sich *Gründl / Schmeiser* 2002.

14 Vgl. *Oletzky / von der Schulenburg* 1998, S. 85 f.; vgl. *Gründl / Schmeiser* 1999, S. 492 und S. 510 f. sowie vgl. *Gründl / Schmeiser* 2002, S. 816.

15 Anreiz-, Überwachungs- und Kontrollsysteme erweisen sich insoweit stets als reaktiv und als unvollkommen wirkende Instrumente zur Reduktion von Informationsasymmetrie und Intransparenz.

16 In einer Welt im Gleichgewicht oder auch nur unter Arbitragefreiheit sind als Intermediäre fungierende Institutionen wie Kreditinstitute oder Versicherungsunternehmen weitgehend überflüssig und werden durch funktionierende Märkte ersetzt.

Trotz der skizzierten Defizite soll das Gedankenmodell einer kapitalmarkttheoretisch begründeten Unternehmensführung keineswegs grundsätzlich abgelehnt werden¹⁷. Zwar bleibt die betriebswirtschaftliche Theorieentwicklung aufgefordert, den Betrachtungsrahmen in erforderlicher Weise zu erweitern sowie entscheidungsrelevante Wirkungsmechanismen und Informationsbarrieren angemessen zu integrieren. Zudem erweist sich, wie zu zeigen sein wird, eine pragmatische Handhabung des Shareholder Value-Ansatzes mit Blick auf die leistungswirtschaftlichen Grundlagen und die sich ändernden Rahmenbedingungen der Geschäftstätigkeit gerade für die Steuerung von Versicherungsunternehmen als besonders hilfreich.

b) Prinzipien einer wertorientierten Steuerung im Versicherungsunternehmen

Der Shareholder Value-Ansatz wird zunehmend auch im Zusammenhang mit der Steuerung von Versicherungsunternehmen diskutiert¹⁸. Jedoch bereits bei der Übertragung der kapitalmarkttheoretisch begründeten Ergebnisse auf das Versicherungsmanagement im allgemeinen ergeben sich eine Reihe grundlegender Fragen und Probleme: So ist zunächst festzustellen, dass die meisten deutschen Versicherungsaktiengesellschaften in feste Konzernstrukturen eingebunden sind, die Zahl börsennotierter Gesellschaften sehr gering ist und zudem der Anteil der in Streubesitz befindlichen Aktien noch sehr viel geringer ausfällt¹⁹. Auch die Idee einer finanzwirtschaftlichen Duplizierbarkeit der Versichertenansprüche, ja selbst die Vorstellung der Kenntnis oder Beurteilbarkeit von Erfüllungswahrscheinlichkeiten oder sonstigen Risikomaßen durch die Versicherungsnehmer erscheinen – zumindest für den überwiegenden Kunden- und Vermittlerkreis – kaum realistisch. Allein aus den beobachteten Eigentums- um Marktverhältnissen auf die Irrelevanz kapitalmarkttheoretischer Erkenntnisse zu schließen wäre jedoch nicht angemessen. Vielmehr ist zu fragen, inwieweit kapitalmarkttheoretisch begründete Ergebnisse kompatibel mit den Erkenntnissen tradierter versicherungswissenschaftlicher Forschungsrichtungen sind und schließlich, inwieweit sie den praktischen Anforderungen des Versicherungsmanagements genügen.

Aber gerade vor diesem Hintergrund erweist sich beispielsweise die im Rahmen von Shareholder Value-Modellen begründete, sogenannte „faire“ Versicherungsprämie (Gleichgewichtsprämie, arbitragefreie Prämie) als versicherungsmathematisch und betriebswirtschaftlich problematisch. Unter Kapitalmarktbedingungen erreicht die faire Prämie typischerweise einen Wert, der geringer oder maximal gleich der erwarteten Schadenhöhe des transferierten Risikos ist²⁰. Klassische versicherungstechnische Modelle betonen dagegen die existenzielle Notwendigkeit eines Sicherheitszuschlages im Prämienkalkül²¹.

17 In diesem Sinne auch *Gründl / Schmeiser* 1999, S. 495 f.

18 Stellvertretend seien lediglich erwähnt *Hancock / Huber / Koch* 2001, *Myers / Read* 2001 und *Gründl / Schmeiser* 2002.

19 Siehe *Farny* 2002.

20 Ausgangspunkt ist die Vorstellung, wonach Zahlungsbereitschaft des Versicherungsnehmers mit den Interessen eines Fremdkapitalgebers begründbar sei, welche sich in einer risikoadäquaten Verzinsung ihrer Prämienzahlung konkretisiere. Vgl. hierzu beispielsweise erneut die Ausführungen von *Gründl / Schmeiser* 2002, S. 802 f. sowie die dort angegebene einschlägige Literatur.

21 Ebenfalls stellvertretend verweisen wir auf die Schrift von *Albrecht* 1982 und die dort angegebenen Quellen. Zur Kritik markttheoretisch begründeter Ergebnisse siehe *Albrecht* 1991, insb. S. 515 und S. 523 f.

Gerade angesichts solcher auf die Prämissen und auf die Ergebnisse des Shareholder Value-Ansatzes bezogenen Einwände, hat sich eine pragmatische Interpretation und Verfahrensweise entwickelt, die überwiegend mit dem Begriff der wertorientierten Unternehmensführung (value based management) bezeichnet wird²². Versteht man dabei Wertorientierung als den unter Risiko- und Rentabilitäts Gesichtspunkten kompetitiven und damit zugleich effizienten Ressourceneinsatz, so ist eine entsprechende Orientierung des Versicherungsmanagements am zentralen Engpassfaktor der Leistungserstellung, der Eigenkapitalausstattung, eine *conditio sine qua non*. Das (wirtschaftliche) Eigenkapital der Versicherungsunternehmung resp. des Versicherungskonzerns bestimmt dabei einerseits die Qualität des Schutzversprechens im Sinne der „Security“ der Unternehmung und ist im Interesse der Investoren andererseits Maßstab für die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit ihres Engagements.

Der schematischen Darstellung aus Abbildung 1 folgend ist die Bestimmung des relevanten erwarteten Cash Flows der Versicherungsunternehmung Ausgangspunkt der Implementierung eines wertorientierten Steuerungsmodells. Je nach Analyse-zweck und Entscheidungsproblem sind bereits auf dieser Stufe alternative Bezugsgrößen zu beachten, beispielsweise Versicherungsverträge, Kunden(-gruppen), Vertriebswege, Versicherungszweige /-sparten, Anlageklassen, Geschäftsbereiche, Regionen, Tochtergesellschaften oder die Gesamtunternehmung. Die direkte Ermittlung entscheidungsrelevanter erwarteter Cash Flows erweist sich in der Unternehmenspraxis als nicht unproblematisch²³. Verfügbare Informationssysteme sind primär jahresabschlussorientiert, bilanzielle Erfolgsgrößen sind vergangenheitsgerichtet und bilden insofern lediglich eine zufällige Realisation des Versicherungs- und/oder des Kapitalanlagegeschäfts ab. Zum Zwecke der wertorientierten Steuerung sind hingegen zukunftsgerichtete pagatorische Größen zu verwenden. Werden anstelle der direkten Prognose zukünftiger Zahlungsströme erfolgswirtschaftliche Planwerte verwendet, sind diese um ihre nicht-zahlungswirksamen Bestandteile zu bereinigen, zugleich sind bezugsgrößenrelevante nicht-erfolgswirksame Zahlungsströme (Investition, Desinvestition, Finanzierung, Definanzierung) zu ergänzen²⁴.

Die Ungewissheit künftiger Zahlungen wird typischerweise durch die Bildung von Erwartungswerten handhabbar gestaltet. Dabei genügt es nicht, allein die laufende Rechnungsperiode zu betrachten. Die Modellierung umfasst zumindest den Zeitraum, innerhalb dessen Zahlungen den gegenwärtig bestehenden Verträgen zuzurechnen sind²⁵. Gegebenenfalls sind auch erwartete Zahlungsströme des künftigen Neugeschäfts zu berücksichtigen. Allein die formale Modellierung des erwarteten relevanten Cash Flows macht deutlich, dass es sich bei wertorientierten Steuerungsmodellen keineswegs um Verfahren zur kurzfristigen Gewinnmaximierung handelt. Der explizite Bezug auf zukünftige Zahlungsströme führt zur Berücksichtigung der Auswirkungen von Managemententscheidungen auf die langfristige Unterneh-

22 Siehe *Oletzky 1998, Metzler 2000, Metzler / Kühner 2000, Utecht 2001; Maneth 2001*.

23 Siehe hierzu ausführlich *Oletzky 1998, S. 108 ff. sowie Utecht 2001, S. 532 ff.* Retrograde Methoden beschreiben ebenfalls *Utecht 2001, S. 537 ff. sowie Metzler 2000, S. 214 ff.*

24 Die hier nur andeutungsweise skizzierten Anforderungen machen bereits deutlich, dass nur wenige Versicherungsunternehmen derzeit in der Lage sein dürften, mit bestehenden Informationssystemen, diese zukunftsorientierte Betrachtung zu ermöglichen. Auch wenn entsprechende Informationen in den Unternehmen verfügbar sind, so bedeutet dies noch nicht, dass die jeweiligen Systeme (Finanzbuchhaltung, Versicherungstechnik, Unternehmensplanung, Vertrieb, Verwaltung) in adäquater Weise miteinander verknüpft sind.

25 In der Kompositversicherung kann dieser Zeitraum weit über die Vertragslaufzeit hinaus reichen.

mungsentwicklung. Auf diese Weise erreicht die wertorientierte Steuerung eine natürliche Verbindung zwischen langfristig strategischen und operativen Aspekten der Unternehmensführung²⁶. Mit der explizit geforderten Langfristigkeit der Modellierung ist andererseits die Problematik verbunden, dass die prognostizierten Werte hinreichend realitätsnah bleiben und nicht bloße Scheingenauigkeiten produzieren. Gerade anspruchsvolle Prognoseverfahren können das Management zu einer Zahlengläubigkeit verführen, die praktisch nicht zu rechtfertigen ist.

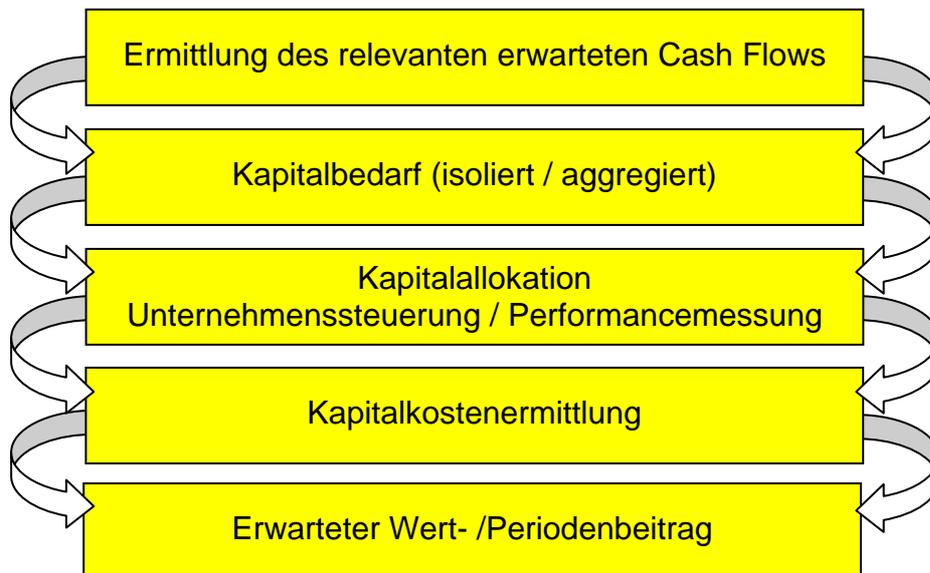


Abbildung 1: Wertorientierte Steuerung – pragmatische Vorgehensweise

Im zweiten Schritt sind die relevanten erwarteten Cash Flows der jeweiligen Bezugsgrößen bzw. der Versicherungsunternehmung um die im Zeitablauf variierenden Eigenkapitalbindungen zu ergänzen. Die Ermittlung risikoadäquater Eigenkapitalbedarfe folgt dabei den Grundgedanken, dass Geschäftsbereiche mit hoher Risikoexposition einen höheren Eigenkapitalbedarf begründen als Geschäftsbereiche mit geringerer Risikoexposition und dass der Gesamtkapitalbedarf der Unternehmung aufgrund von Diversifikationseffekten geringer ist als die Summe der isoliert in den Geschäftsbereichen bzw. Tochtergesellschaften ermittelten Eigenkapitalbedarfe. Für Zwecke der wertorientierten Unternehmensführung bedeutet dies letztlich, dass Geschäftsbereiche mit höherem Risiko auch ein größeres Volumen an Eigenkapital zu bedienen haben, mithin einen höheren absoluten Gewinnbeitrag erwirtschaften müssen als Geschäftsbereiche mit geringerem Eigenkapitalbedarf. Andererseits profitieren sämtliche Geschäftsbereiche von bereichsübergreifenden Ausgleichseffekten.

Zur Ermittlung des konzernbezogenen Eigenkapitalbedarfs kommen unterschiedliche Modellansätze in Betracht. Klassische Verfahren der versicherungstechnischen Risikotheorie stehen hier neben Modellen etablierter Rating-Gesellschaften, wobei in der Unternehmenspraxis dem Ansatz von Standard & Poor's besondere Aufmerksamkeit gewidmet wird. Aber auch Modelle der Versicherungsaufsichtsbehörden, beispiels-

²⁶ Vgl. Oletzky 1998, S. 76; vgl. Oletzky / von der Schulenburg 1998, S. 69 und vgl. Utecht 2003, S. 567.

weise der National Association of Insurance Commissioners (NAIC) oder die Entwicklungen im Rahmen des Solvency II Projektes, sind hier zu beachten^{27,28}.

Auf der Grundlage des durch Struktur- und Diversifikationseffekte bestimmten konzernbezogenen Eigenkapitalbedarfs dient die Allokation des Eigenkapitals zunächst der gesamthaften Steuerung des Unternehmenswertes. Der Umfang des zugerechneten Eigenkapitals begrenzt einerseits das maximal mögliche Geschäftsvolumen innerhalb des Bereiches und ist andererseits Bezugsgröße für die Beurteilung der Angemessenheit der innerhalb eines Bereiches erwirtschafteten Gewinnbeiträge. Zum Zwecke der Optimierung ist das Eigenkapital als Engpassfaktor prinzipiell solchen Geschäftsbereichen zuzuweisen, die unter Risiko- und Diversifikationsgesichtspunkten den größten relativen Erfolgsbeitrag erwarten lassen. Allerdings erweist sich die Eigenkapitalallokation nicht als Grundlage sondern vielmehr als Ergebnis formaler Optimierungskalküle²⁹, deren unternehmenspraktische Umsetzung dynamischen Prozesscharakter besitzt.

Schließlich dient die Kapitalallokation auch der Vorbereitung der Performance-Messung in den Geschäftsbereichen bzw. Tochtergesellschaften. Grundproblem hierbei ist die Aufteilung des nicht-linearen Diversifikationsvorteils auf die beteiligten Teileinheiten des Konzerns. Untersuchungen zeigen, dass die einschlägig diskutierten risiko-, kapitalmarkt- und spieltheoretisch begründeten Allokationsverfahren zu höchst unterschiedlichen Allokationsergebnissen führen. Die Unterschiedlichkeit der Allokationsergebnisse vor allem jedoch der Versuch, durch das oberste Management begründete Diversifikationsvorteile auf Teilbereiche zuzurechnen, steht zugleich in fundamentalem Gegensatz zu einer, unter Organisations- und Steuerungsgesichtspunkten zu fordernder, Identität von Aufgabe, Kompetenz und Verantwortlichkeit der Bereichsmanager³⁰.

Die Ermittlung des entscheidungsrelevanten, vollständigen erwarteten Cash Flows erfordert schließlich die Zuordnung der bezugsgrößenspezifischen Eigenkapitalkosten. Bezugsgrößenspezifische Eigenkapitalkosten ergeben sich aus der Bewertung der im Zeitablauf variierenden risikoadäquaten Eigenkapitalbindungen mit den jeweiligen Eigenkapitalkostensätzen. Die Problematik der Verwendung kapitalmarkttheoretisch begründeter risikoadjustierter Kapitalkostensätze für unterschiedliche Geschäftsbereiche ist nun darin zu sehen, dass eine Risikoadjustierung bereits bei der bezugsgrößenspezifischen Zuordnung des Eigenkapitals vorgenommen wurde. Die zusätzliche Verwendung risikoadjustierter Kapitalkostensätze, wonach risikoreiche Geschäftsbereiche höhere Renditen erwirtschaften müssen als risikoarme, führt dann in unzulässiger Weise zur Mehrfachberücksichtigung des Risikos. Der zu bestimmende Kapitalkostensatz ist daher für alle Geschäftsbereiche identisch und kann wiederum vielfältig begründet werden. Überwiegend wird jedoch auf einfache kapi-

27 Sowohl auf eine detaillierte Darstellung als auch zur Kritik an den unterschiedlichen Konzepten muss hier verzichtet werden. Zur klassischen (ruintheoretisch begründeten) Kapitalbedarfsermittlung in Versicherungsunternehmen siehe grundlegend *Albrecht* 1982. An aufsichtsrechtlichen Kapitalanforderungen orientierte Verfahrensweisen beschreibt *Oletzky* 1998, S. 155 ff. Die Anwendung des S&P-Modells skizziert beispielsweise *Utecht* 2003, S. 551 ff.

28 Einen kapitalmarkttheoretisch konsistenten Ansatz zur Bestimmung der optimalen Eigenkapitalausstattung unter Berücksichtigung der von der Erfüllungssicherheit des Versicherers abhängigen Zahlungsbereitschaft der Versicherungsnehmer entwickelten jüngst *Gründl / Schmeiser* 2002, S. 802 ff.

29 Vgl. *Gründl / Schmeiser* 2002, S. 810.

30 Vgl. *Schradin / Zons* 2002, S. 13 ff.

talmarkttheoretische Modelle, insb. das sog. Capital Asset Pricing Model (*CAPM*) verwiesen³¹. Gerade jedoch angesichts der nur unzureichenden empirischen Bestätigung der Eignung des *CAPM* einerseits und der zugleich bei mehrperiodigen Zahlungsströmen erheblichen Diskontierungswirkung des Kapitalkostensatzes andererseits, ist hier besondere Vorsicht geboten. Aus Managementperspektive dürfte weniger die Begründung als die klare Kommunikation eines Kapitalkostensatzes von Bedeutung sein.

Auf der Grundlage des so ermittelten vollständigen erwarteten Zahlungsstroms können in der letzten Konkretisierungsstufe die Geschäftsbereiche identifiziert werden, die zur Wertentstehung oder aber zur Wertvernichtung im Unternehmen beitragen. Geschäftsbereiche, die nach Zurechnung der risikoinduzierten Eigenkapitalkosten einen erwarteten Netto Cash-Überschuss (pagatorischer Erwartungsgewinn) aufweisen, leisten einen positiven Wertbeitrag et vice versa. Die Wertbeiträge können als erwartete Barwerte – je nach Analysezweck – auf unterschiedliche Planungs- und Entscheidungshorizonte bezogen sein.

Als Zwischenergebnis kann damit festgehalten werden, dass die Übertragung des Shareholder Value-Ansatzes auf die Belange des Versicherungsmanagements erheblicher Kritik ausgesetzt bleibt. Sowohl die Prämissen als auch die Ergebnisse marktorientierter Konzepte erweisen sich bislang als unrealistisch bzw. unbefriedigend. Andererseits kann auf der Grundlage einer pragmatischen Interpretation des Ansatzes die Voraussetzung für ein wertorientiertes Versicherungsmanagement geschaffen werden. Wertorientiertes Versicherungsmanagement hat dann den unter Risiko / Gewinn-Gesichtspunkten effizienten Eigenkapitaleinsatz zum Ziel und dient der Erkennung wertsteigernder bzw. wertvernichtender Handlungsfelder. Nachdem auf diese Weise die Bedeutung wertorientierter Steuerungskonzepte für Versicherungsunternehmen grundsätzlich diskutiert worden ist, bleibt zu klären, inwieweit diese Vorgehensweise auch auf das Management großer Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit konsistent übertragen werden kann.

3. Das Konzept der wertorientierten Unternehmenssteuerung vor dem Hintergrund der Interessenpluralität im Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit

Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit sind durch bestimmte Merkmale charakterisiert^{32,33}. „Eigentümer“ von Versicherungsvereinen sind nicht Investoren sondern Vereinsmitglieder. Das historische Selbstverständnis auch der großen VVaGs, welches sich bis in die Gegenwart hinein in zahlreichen Satzungen und Unternehmensleitbildern nachlesen lässt, liegt in der Verfolgung der wirtschaftlichen Interessen und Bedürfnisse ihrer Mitglieder, insbesondere in der Bereitstellung von bedarfsgerechtem und zugleich preiswertem Versicherungsschutz (Membership-Ansatz³⁴). Mitglieder-Eigentümer des VVaGs zeichnen sich zudem durch ihre spezifische Doppelnatur („Identitätsprinzip“³⁵) aus, die neben Rechten und Pflichten aus der Mitgliedschaft

31 Vgl. *Oletzky* 1998, S. 130 ff., vgl. *Oletzky / von der Schulenburg* 1998, S. 85 und vgl. *Utecht* 2003, S. 543 ff.

32 Zu den rechtlichen Grundlagen sowie zu aktuellen Gestaltungsfragen des deutschen VVaG siehe beispielsweise *Großfeld* 1985, *Lorenz* 1988, *Müller-Wiedenhorn* 1993, *Großfeld* 1995, *Hübner* 1995, *Lüer* 2000, *Kürn* 2001, *Ebert* 2003, *Görg* 2003.

33 Ökonomische Aspekte diskutieren *Breuer* 1999 sowie *Breuer / Breuer* 2003.

34 Siehe *Cox / Bode* 2002.

35 *Cox / Bode* 2002, S. 7.

zugleich die Rechte und Pflichten aus dem Versicherungsvertrag umfasst. Das dominierende Interesse eines Versicherungsnehmers als Gläubiger, dessen abstrakter Sicherungsanspruch sich im Versicherungsfall konkretisiert, liegt aber offensichtlich in der Erfüllungssicherheit des Schutzversprechens (Policyholder Value-Ansatz)^{36, 37}.

Wenn aber Mitglieder-Eigentümer möglicherweise andere Interessen als eine Gewinn- bzw. Unternehmenswertsteigerung verfolgen, könnte dies unter Berücksichtigung der gegebenen institutionellen und leistungswirtschaftlichen Rahmenbedingungen auch eine entsprechend abweichende Ausrichtung des Managements begründen³⁸. Es ist daher zu klären, ob eine wertorientierte Unternehmenssteuerung zugleich der Erfüllung der Interessen der Mitglieder-Eigentümer dient.

Ausgangspunkt der Betrachtung bleibt die Natur des Versicherungsproduktes als zeitraumbezogene Dienstleistung. Voraussetzung für die nachhaltige Verfügbarkeit und für die Qualität des Versicherungsschutzversprechens ist seine dauerhafte Erfüllungssicherheit. Nur der nachhaltig erfolgreiche Versicherer aber ist in der Lage, ein solches Versprechen mit hoher Erfüllungssicherheit abzugeben. Voraussetzung für die dauerhafte Erfüllbarkeit des Versicherungsschutzversprechens ist die nachhaltige Erwirtschaftung angemessener Unternehmensgewinne. M.a.W. nur die Versicherungsunternehmung, die langfristig mit hoher Wahrscheinlichkeit Gewinne erzielt, ist in der Lage, die Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen dauerhaft zu erfüllen³⁹. Auf diese Weise besteht in der Versicherungswirtschaft eine spezifische Abhängigkeit des Erfüllungsgrades der Policyholder- und Membership-Interessen (Sachzielerreichung) von der Qualität der Befriedigung der Shareholder-Interessen (Formalzielerreichung)^{40, 41}. Soweit die Verfolgung wertorientierter Steuerungsgrundsätze einen unter Risiko / Gewinn-Gesichtspunkten „effizienten“ Eigenkapitaleinsatz fördert, steht dies daher nicht bloß im Einklang mit den Interessen der Versicherungsnehmer und der Mitglieder-Eigentümer, sondern ist nachgerade Voraussetzung für deren Erfüllung.

Allein aus der Zweckmäßigkeit des effizienten Kapitaleinsatzes kann jedoch noch keine Aussage über die vom Management sinnvoller Weise angestrebte Gewinnhöhe abgeleitet werden. Das Ausmaß der notwendigen Gewinnerzielung wurde zuvor unter dem Aspekt der Erwirtschaftung risikoadäquater Eigenkapitalkosten diskutiert. Wertschöpfungsbeiträge eines Geschäftsfeldes entstehen definitionsgemäß dann, wenn der erwartete pagatorische Gewinn (erwarteter Netto Cash-Überschuss) die risikoadäquaten Kapitalkosten übersteigt.

36 Vgl. *Breuer* 1999, S. 18. Abweichend hiervon unterstellen kapitalmarkttheoretische Ansätze selbst für die Sparte der Kompositversicherung ein primär renditeorientiertes Interesse der Versicherungsnehmer als Fremdkapitalgeber, erneut vgl. *Gründl / Schmeiser* 2002, S. 802 f.

37 Interessenkonflikte zwischen shareholder und policyholder sowie Vorschläge zur Konfliktreduktion wurden in einer großen Zahl von Beiträgen analysiert und bedürfen hier nicht der Wiederholung. Stellvertretend sei hier lediglich auf die Monographien von *Oletzky* 1998, *Breuer* 1999 und *Farny* 2003 sowie auf die dort genannte Literatur verwiesen.

38 Eigeninteressen des Managements und Nachteile der Unternehmensverfassung beim VVaG skizzieren *Breuer / Breuer* 2003, S.71 f.

39 Zur risikotheorietischen Begründung siehe erneut grundlegend *Albrecht* 1982.

40 Insofern erfährt die Wertorientierung des VVaG zwar keine kapitalmarkttheoretische wohl aber eine spezifisch leistungs- oder produktionstheoretische Rechtfertigung. Vgl. *Oletzky / von der Schulenburg* 1998, S. 76.

41 Im Gegensatz hierzu ist beispielsweise bei einem Kühlschränke-Hersteller die Qualität der Sachzielerreichung, also die technischen und wirtschaftlichen Leistungsmerkmale eines Kühlschranks, nicht von der Qualität der formalen Gewinnzielerreichung des Produzenten abhängig.

Risikoadäquate Eigenkapitalkosten werden – wie bereits ausgeführt – typischerweise aus den Gewinninteressen der Eigentümer abgeleitet. Das Gewinninteresse der Aktionäre resultiert aus der spezifischen Eigenkapitalüberlassung. Anders jedoch als die Eigentümerposition bei Versicherungsaktiengesellschaften, sind nach § 20 VAG Beginn und Ende der Mitgliedschaft beim Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit an das Entstehen bzw. an die Beendigung des Versicherungsverhältnisses gebunden. Für das Entstehen der Mitgliedschaft ist aber jenseits der Entrichtung der Versicherungsprämie weder eine unmittelbare Eigenkapitalüberlassung noch der entgeltliche Erwerb eines gehandelten Beteiligungstitels erforderlich⁴². Die Mitgliedschaft entsteht ohne spezifische Investitionszahlung des Mitglieds und begründet insofern ökonomisch auch kein diesbezügliches Gewinninteresse⁴³. Obschon die Versicherung gegen feste Prämie nicht zur Kapitalbeteiligung führt⁴⁴, ist, wirtschaftlich betrachtet, das Interesse an Überschussbeteiligung auf das bestehende Versicherungsverhältnis zurückzuführen, denn nur als Versicherungsnehmer entrichtet das Mitglied spezifische Zahlungen an den Versicherungsverein. Aus der Rechtsstellung als Mitglied erfolgt gem. § 38 Abs. 1 VAG die Partizipation am laufenden Überschuss bzw. gem. § 448 Abs. 2 VAG am Liquidationserlös⁴⁵.

Für die Versicherungsaktiengesellschaft ist die Erwirtschaftung der Kapitalkosten (Befriedigung der Gewinninteressen der Aktionäre) letztlich Voraussetzung für die Erhaltung ihres Außenfinanzierungspotenzials. Nur die Versicherungsaktiengesellschaft, die aus Aktionärssicht angemessene Wertzuwächse generiert, wird in der Lage sein, künftige Eigenkapitalbedarfe am Kapitalmarkt befriedigen zu können.

Der Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit kann künftige Eigenkapitalbedarfe im wesentlichen aber nur durch Innenfinanzierungsmaßnahmen (Gewinnthesaurierung) befriedigen⁴⁶. Kapitalkostensätze kennzeichnen daher den engpassbezogenen Eigenkapitalbildungsbedarf des VVaG. Die Erwirtschaftung der Kapitalkosten im Sinne einer wertorientierten Steuerung fördert eine effiziente Innenfinanzierung derart, dass Geschäftsfelder mit hoher Eigenkapitalunterlegung in entsprechend starkem Maße zur künftigen Eigenkapitalbildung beitragen. So wie der Investor-Eigentümer an einer risikoadäquaten Eigenkapitalrendite interessiert ist, liegt es damit im langfristigen In-

42 Theoretische Grundlagen zum Verhältnis Mitgliedschafts- und Versicherungsverhältnis diskutieren Lorenz 1988, S. 1149 und Hübner 1995, S. 161 ff.

43 Im Übrigen folgt hieraus konsequent und für das Wesen des Versicherungsvereins charakteristisch, dass ausscheidende Mitglieder-Eigentümer keine Eigenkapitalrückzahlung bzw. keinen Veräußerungserlös (Desinvestition) beanspruchen. Kritisch hierzu Oletzky / von der Schulenburg 1998, S.75 und Breuer 1999, S. 28 f.

44 Vgl. Lüer 2000, S. 409.

45 Zum Abfindungsanspruch der Mitglieder bei Umstrukturierung siehe Hübner 1995, S. 168. Versicherungsnehmer- und Mitgliederposition partizipieren an der durch vorhergehende Generationen gebildeten Eigenkapitalausstattung des Vereins. Zugleich zeigt sich an dieser Stelle ein möglicher Konflikt zwischen Sicherheitsinteresse des Versicherungsnehmers und einem „Ausschüttungsinteresse“ des Mitglieds. Prinzipiell besteht aber bei jedem Versicherungsnehmer zumindest latent der Konflikt zwischen angemessener Sicherheit und Preiswürdigkeit des Versicherungsschutzes. Vgl. Oletzky / von der Schulenburg 1998, S.76 und vgl. Breuer 1999, S. 28 f.

46 Ausführlich zur den Kapitalbildungsmöglichkeiten des VVaG siehe unter vielen beispielsweise Lorenz 1988, S. 1151; Weigel 1995, S. 141 ff ; Breuer 1999, S. 67 ff.; Kürn 2001 S. 72 ff. und s. 173 ff. und Ebert 2003, S. 1212.

teresse der Mitglieder-Eigentümer / Versicherungsnehmer einen geschäftspolitisch angemessenen zusätzlichen Eigenkapitalbedarf zu erwirtschaften⁴⁷.

4. Aspekte der Corporate Governance im VVaG oder Gedanken zur Handhabung potentieller Missverständnisse zwischen Mitglieder(-vertretung) und Management
 - a) Interessenkonflikte zwischen Management und Mitglieder(-vertretung)

Mit der vorstehenden Argumentation konnte zwar begründet werden, dass wertorientierte Steuerungskonzepte prinzipiell geeignet sind, die Erfüllung der Mitglieder- bzw. Versicherungsnehmerinteressen zu fördern. Allerdings besteht beim VVaG womöglich in besonderer Weise die Gefahr, dass die Mitglieder- bzw. Versicherungsnehmerinteressen gegenüber dem Management nicht oder nur eingeschränkt durchsetzbar sind, während das Management eigenständige und vor allem abweichende Ziele verfolgt. Die Trennung von Verfügungsmacht und Eigentumsrecht kann bei unzureichend ausgeprägten Überwachungs- und Kontrollmechanismen dazu führen, dass sich Manager offen oder verdeckt Vergünstigungen verschaffen, die zu Wohlfahrtsverlusten der Mitglieder bzw. Versicherungsnehmer führen⁴⁸. Beispiele hierzu sind Wachstumsstreben aus Prestige Gründen, luxuriöse Büroausstattung, Inanspruchnahme von Produktionsfaktoren des Unternehmens für private Zwecke oder Gewährung überhöhter Vergütungen für Mitarbeiter zu Konfliktvermeidung.

Versicherungsaktiengesellschaften sind zumindest theoretisch einer umfassenden Kontrolle durch die Kapitalmärkte unterworfen, die Fehlverhalten von Managern über sinkende Kurse sanktionieren. Zugleich ermöglicht die denkbare und in der Praxis nicht selten zu beobachtende Existenz weniger großer Beteiligungsgeber⁴⁹ mit erheblichen Einflussrechten eine effektive Kontrolle des Managements. Demgegenüber sind die Möglichkeiten zur Einflussnahme einfacher Mitglieder des großen VVaG gering ausgeprägt⁵⁰. Insbesondere die Beseitigung des Stimmrechts einfacher Mitglieder durch das verbreitete System der Kooptation und damit häufig einhergehende Verselbständigung der Vertreterversammlung lassen eine wirksame Kontrolle des Managements fraglich erscheinen⁵¹. Die Diskussion über geeignete Repräsentationsformen der Mitgliedervertretung ist nun ebenso langanhaltend wie umfangreich⁵². Wurden praktisch relevante Systeme des vorstandsinduzierten Vorschlagwesens und der Kooptation der Mitgliedervertreter vielfach mit rechtlich wie betriebswirtschaftlich beachtlichen Argumenten kritisiert⁵³ so bleibt zu bedenken, dass alternative Urwahlverfahren ebenfalls mit erheblichen Schwierigkeiten versehen sind⁵⁴.

47 Geschäftspolitische Kapitalbedarfe beschreiben beispielsweise *Peiner* 1995, S. 186 f. und *Weigel* 1995, S. 141 f.

48 Den Mitglieder-Manager-Konflikt beschreibt und analysiert ausführlich *Breuer* 1999, S. 22 ff.

49 Siehe *Farry* 2002.

50 Vgl. *Frels* 1995, S. 133 ff.; vgl. *Breuer* 1999, S. 27 ff. und vgl. *Lüer* 2000, S. 410.

51 Vgl. *Hübner* 1995, S. 159; vgl. *Breuer / Breuer* 2003, S. 71 und vgl. *Lüer* 2000, S. 408 und S. 411.

52 Unter vielen siehe beispielsweise *Hax* 1969, insb. S. 152 f.; *Großfeld* 1985, S. 62 f., S. 77 ff. und S. 86 f.; *Müller-Wiedenhorn* 1993; *Frels* 1995, S. 136 f. und siehe *Breuer* 1999, insb. S. 31-35.

53 Siehe jüngst *Großfeld* 1995, S. 111 f. und *Breuer* 1999, S. 27 f.

54 Aufgrund des in der Praxis eher geringen Interesses einfacher Mitglieder an der Vereinsverwaltung ist deren Beteiligung an Urwahlen erfahrungsgemäß eher gering. Damit besteht die Gefahr, dass Urwahlergebnisse weitgehend vom Zufall abhängig sein können. Wiederum sind es vom Vorstand initiierte Wahlvorschläge, gebundene Listenvorschläge und andere Maßnahmen, die diese Gefahr mindern können. Vgl. *Hax* 1969, S. 153.

Eine tiefere Auseinandersetzung mit der Problematik der repräsentativen und zugleich funktionsfähigen Mitgliedervertretung erscheint hier nicht erforderlich, zumal das Management des großen VVaG jenseits der Kontrolle durch Aufsichtsrat und Mitgliedervertretung einer zunehmend umfangreichen Finanzaufsicht und der Kontrolle von Rating-Gesellschaften unterliegt. Gerade die Entwicklung der Finanzaufsicht in Europa zwingt die Versicherungsunternehmen künftig, unabhängig von ihrer Rechtsform, sehr differenziert über ihre tatsächliche Risikolage zu berichten. Kernelemente der wertorientierten Steuerung werden so zugleich zum Gegenstand der Versicherungsaufsicht. Freilich dienen im aufsichtsrechtlichen Zusammenhang die Ermittlung risikoadäquater Kapitalbedarfe und die Beurteilung der Wirkung bestimmter risikobeeinflussender Maßnahmen allein der Sicherstellung der dauernden Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge. Mit Blick auf die wertorientierte Steuerung sind sie zugleich Ausgangsbasis für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten resp. des Innenfinanzierungspotenzials des VVaG. Neben der staatlichen Versicherungsaufsicht sind es zunehmend private Rating-Gesellschaften, die die Finanz- und Ertragskraft der Versicherungsunternehmen prüfen und die Ergebnisse ihrer Prüfungen in Rating-Kennziffern veröffentlichen. Auch im Zusammenhang mit der Erstellung sog. Unternehmens-Ratings ist der Abgleich zwischen notwendiger und tatsächlich verfügbarer Kapitalausstattung von zentraler Bedeutung. Wenn aber Rating-Informationen in die Entscheidungsprozesse potenzieller Versicherungsnehmer und Vertriebspartner eingehen, dies dürfte insbesondere bei professionellen Versicherungsnehmern und bei Maklerorganisationen der Fall sein, wird das Erfordernis eines wertorientierten Versicherungsmanagements weniger von Seiten der Investoren sondern über den traditionellen Versicherungsmarkt formuliert werden.

b) Ausschüttung oder Thesaurierung technischer Gewinne

Eine in der Praxis großer VVaG nicht selten diskutierte Fragestellung betrifft die Ausschüttung technischer Gewinne an die Versicherungsnehmer. Dem Ausschüttungsinteresse der Versicherungsnehmer kann das Thesaurierungsinteresse des VVaG-Managements entgegen stehen. Auf den ersten Blick erscheint das Teilhabeinteresse der Mitglieder-Versicherungsnehmer an entstandenen technischen Überschüssen auch ökonomisch wohl begründet, bedeutet dies doch, dass allein die Beiträge höher waren als die im Berichtszeitraum angefallenen Schaden-, Vertriebs- und Verwaltungskosten. Eine Ausschüttung der technischen Überschüsse läge ebenso im Interesse der Mitglieder-Versicherungsnehmer wie möglicherweise eine auf die Zukunft bezogene Prämienenkung. Andererseits können technische Überschüsse in bestimmten Versicherungszweigen Ergebnis einer Management-Strategie sein, die sogar bewusst vom wertorientierten Prinzip der effizienten Eigenkapitalbildung abweicht. Ein solches Managementverhalten ist weder praxisfern noch notwendigerweise betriebswirtschaftlich unvernünftig:

Führt beispielweise die Niedrigpreisstrategie eines VVaG auf einem relevanten (großen) Markt dazu, dass dort zwar keine nennenswerten Überschüsse erwirtschaftet werden aber dafür ein spezifisches Image als kostengünstiger Versicherer entsteht, kann dies durchaus der strategischen Zielerreichung der Unternehmung dienen. Allerdings ist der notwendige Eigenkapitalzuwachs dann aus jenen Sparten zu finanzieren, die, zumindest temporär, einen besonders hohen Überschuss ermöglichen. Es ist insofern durchaus denkbar, dass Sparten mit hoher absoluter Eigenkapitalbin-

dung praktisch keine oder nur sehr geringe Überschüsse erwirtschaften. Ein als notwendig erkannter Eigenkapitalzuwachs kann dann nur dadurch gedeckt werden, dass Sparten mit geringer absoluter Kapitalbindung erhebliche Überschüsse erwirtschaften. Eine möglicherweise durch die Mitglieder angestrebte Ausschüttung dieser Überschüsse würde die wirtschaftlich erforderliche Eigenkapitalbildungsmöglichkeit des VVaG einschränken und läge somit letztlich auch nicht im Interesse der Mitglieder-Eigentümer. In vergleichbarer Weise könnte das Eigenkapitalbildungspotenzial nur erhalten bleiben, wenn eine durch die Mitglieder geforderte Prämienreduktion in überschussreichen Sparten durch eine entsprechende Anhebung bisheriger Niedrigpreisangebote kompensiert würde.

c) Konzernbildung und Internationalisierung

Abschließend sei der Blick noch auf die ebenfalls praktisch relevanten Gebiete der Konzernbildung und der Internationalisierung großer VVaGs gerichtet. Rechtliche und ökonomische Gestaltungsfragen können hier allerdings nicht diskutiert werden⁵⁵. Vor dem Hintergrund der empirischen Vielfalt neu organisierter Versicherungskonzerne mit einem VVaG als Konzernobergesellschaft, stellen sich aus Sicht der Mitglieder-Eigentümer eine Vielzahl von Fragestellungen, wie beispielsweise:

- In welchem Umfang wird die Geschäftstätigkeit als VVaG fortgeführt?
- Wird eine Bestandsübertragung erforderlich?
- Wie werden im Rahmen der Konzernbildung die Vermögens- und Verwaltungsinteressen der Alt-Mitglieder gewahrt oder entschädigt?
- Durch welche Maßnahmen kann das Selbstverständnis des VVaG erhalten werden?
- Sind die Versicherungsnehmer operativer Versicherungsaktiengesellschaften immer zugleich auch Vereinsmitglieder?
- Wo liegen die Grenzen der Alimentierung operativer Tochtergesellschaften durch die VVaG-Mutter, insbesondere wenn die Versicherungsnehmer der Tochter nicht oder nur zu geringen Teilen Mitglieder des VVaG sind?
- Treten neue Eigentümer bzw. Kooperationspartner hinzu?
- Wird mit einer Internationalisierungsstrategie ein versicherungsgeschäftliches Interesse verfolgt, oder handelt es sich allein um ein spezifisches Investment mit entsprechenden mittel- oder langfristigen Renditeinteressen?

Aus der Vielzahl der hier nur skizzierten Fragestellungen, deren konkrete Beantwortung selbstverständlich nur unternehmensindividuell erfolgen kann, dringt jedoch die grundsätzliche Problematik durch, Fragen der Konzernbildung und Internationalisierung des VVaG unter dem Aspekt der Mitgliederinteressen beurteilen zu wollen. Die eindeutige Beantwortung dieser Frage scheidet freilich bereits an der praktisch wie theoretisch problematischen Voraussetzung eines einheitlichen und transparenten Mitgliederinteresses.

Im Ergebnis allerdings bleibt daher auch das Management des VVaG aufgefordert, Fragen der Konzernbildung und Internationalisierung vor dem Hintergrund einer die Interessen der Mitglieder-Versicherungsnehmer fördernden wertorientierten Steuerungsidee zu begründen.

55 Ausführlich damit befasst sind unter vielen beispielsweise Müller-Wiedenhorn 1993, Peiner 1995, Piojda 1997, Kürn 2001, Hübner 2002, Görg 2003.

Literatur

- Albrecht, P. (1982): Gesetze der großen Zahlen und Ausgleich im Kollektiv, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 71, S. 501-538.
- Albrecht, P. (1991): Kapitalmarkttheoretische Fundierung der Versicherung?, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 80, S. 499-530.
- Breuer, C. (1999): Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit versus Versicherungs-Aktiengesellschaft: Eine vergleichende Strukturanalyse der Rechtsformen, Diss., Köln.
- Breuer, C.; W. Breuer (2003): Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit versus Versicherungsaktiengesellschaften, in: WIST, 32. Jg., H. 2, 70-75.
- Coenenberg, A. G. (2003): Shareholder Value - betriebswirtschaftliche Sicht und öffentliche Wahrnehmung : Vortrag anlässlich der Ehrenpromotion an der Technischen Universität München am 15.1.2003, in: Journal für Betriebswirtschaft, 53. Jg., S. 6-14.
- Copeland, T.; T. Koller; J. Murrin (1994): Valuation – Measuring and Managing the Value of the Companies, New York.
- Cottin, C. (1996): Übersicht und Literaturhinweise zu angelsächsischen Ertragswertkonzepten, in: Blätter der Deutschen Gesellschaft für Versicherungsmathematik, Band XXII, S. 677-685.
- Cox, H.; O. H. Bode (2002) : Neuere Strukturentwicklungen bei den Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit in Deutschland: Versicherungsvereine als vertikal strukturierte Konzerne - Ein Versuch, den Membership-Ansatz mit dem Shareholder-Ansatz zu verbinden, in: Diskussionsbeiträge der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft der Gerhard-Mercator-Universität Duisburg, Nr. 295, Duisburg.
- DAV-Arbeitsgruppe Embedded Value (2001): Embedded Value, Arbeitspapier des Ausschuss für Finanzmathematik, Themenfeld 5 / Gruppe 6, Version 1.01 vom 04.04.2001, zitiert nach: http://www.aktuar.de/html/fach/5fr_finma.html vom 5. September 2001.
- Ebert, S. (2003): Restrukturierung und Sanierung von Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit, in: Versicherungsrecht, 54. Jg., H. 28, S.1211-1216.
- Farny, D. (2002): Die „Shareholder“ der deutschen Versicherungs-Aktiengesellschaften, in: Mitteilungen des Instituts für Versicherungswissenschaft an der Universität zu Köln, Abteilung A: Versicherungswirtschaft, 2/2000 zitiert nach <http://www.ivk.uni-koeln.de/> vom 5. Januar 2004.
- Farny, D. (2003): Shareholder Value versus Policyholder Value von Versicherungsunternehmen: dargestellt am Beispiel von Lebensversicherungen, Lohmar u.a.
- Frels, H. (1995): Die Organe des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit sowie die Wahlverfahren zur Mitgliedervertretung, in: Peiner, W. (Hrsg.): Grundlagen des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit, Köln / Göttingen, S. 130-140.
- Görg, W. (2003): Der VVaG-Gleichordnungskonzern und seine Umstrukturierung in einen VVaG-Unterordnungskonzern, Karlsruhe.
- Großfeld, B. (1985): Der Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit im System der Unternehmensformen, Tübingen.
- Großfeld, B. (1995): Der Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit im System der Unternehmensformen, in: Peiner, W. (Hrsg.): Grundlagen des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit, Köln / Göttingen, S. 107-114.
- Gründl, H.; H. Schmeiser (2002): Marktwertorientierte Unternehmens- und Geschäftsberichtssteuerung in Finanzdienstleistungsunternehmen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 72. Jg., S. 797-822.
- Gründl, H.; H. Schmeiser (1999): Asset-Liability Management der Versicherungsunternehmung und Shareholder Value, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 88, S. 489-514.
- Hax, K. (1969): Ist der Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit noch eine geeignete Rechtsform für die große Versicherungsunternehmung?, in: Farny, D. (Hrsg.): Wirtschaft und Recht der Versicherung, Paul Braeß zum 66. Geburtstag, S. 139-164.
- Hancock, J.; P. Huber; P. Koch (2001): The economics of insurance: how insurers create value for shareholders, Swiss Re Publishing (Hrsg.), Zürich, 2001.

- Hübner, U. (1995): Zur Einordnung von Mitgliedschaft und Versicherungsverhältnis beim Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit, in: Peiner, W. (Hrsg.): Grundlagen des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit, Köln / Göttingen, S. 158-170.
- Hübner, U. (2002): Der Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit als Konzernspitze bei interneren Strukturmaßnahmen, in: Wank, R. (Hrsg.): Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag, München, S. 1033-1047.
- Kaplan, R.; D. P. Norton (1996): The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action, Boston.
- Kürn, T. (2001): Die Rechtsform des VVaG als Wettbewerbsnachteil. Die Problematik der Eigenmittelbeschaffung bei den Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit, Diss., Berlin.
- Kürsten, W. (2000): "Shareholder Value" - Grundelemente und Schieflagen einer politökonomischen Diskussion aus finanztheoretischer Sicht, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 70. Jg., S. 359-381.
- Lorenz, E. (1988): Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit, in: Farny, D. et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Versicherung, Karlsruhe 1988, S. 1147-1158.
- Lüer, H.-J. (2000): Corporate Governance im VVaG und im VVaG-Konzern, Versicherungsrecht, 51. Jg., H. 10, S. 407-415.
- Maneth, M. F. F. (2001): Wertorientierte Führung, in: Mager, H.-C. u. a. (Hrsg.): Private Versicherung und soziale Sicherung: Festschrift zum 60. Geburtstag von Roland Eisen, Marburg, S. 147-166.
- Metzler, M. (2000): Wertorientierte Jahresabschlussanalyse von Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen in Deutschland, Lohmar u. a.
- Metzler, M.; C. Kühner (2000): Wertorientierte Steuerungsinstrumente : eine Alternative zu traditionellen Ansätzen in Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen, in: Versicherungswirtschaft, 55. Jg., H. 10, S. 680-687.
- Müller-Wiedenhorn, A. (1993): Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit im Unternehmensverbund: Eine Untersuchung zum Recht und zu konzentrationsrechtlichen Fragen des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit, Karlsruhe.
- Myers, S.; J. Read (2001): Capital Allocation for Insurance Companies, in: Journal of Risk and Insurance, Vol. 68, S. 545-580.
- Oletzky, T.; J.-M. von der Schulenburg (1988): Shareholder Value Management Strategie in Versicherungsunternehmen, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 87, S. 65-93.
- Oletzky, Torsten (1998): Wertorientierte Steuerung von Versicherungsunternehmen: ein Steuerungskonzept auf der Grundlage des Shareholder-Value-Ansatzes, Karlsruhe.
- Peiner, W. (1995): Probleme der Konzernbildung bei Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit, in: Peiner, W. (Hrsg.): Grundlagen des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit, Köln / Göttingen, S. 185-201.
- Piojda, U. (1997): Marktadäquate Konzernstrukturen bei Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit, Karlsruhe.
- Rappaport, A. (1986): Creating Shareholder Value, New York.
- Schradin, H.; M. Zons (2002): Determination and allocation of risk-adequate equity capitalization for performance measurement, in: 9th Symposium on Finance, Banking, and Insurance, Universität Karlsruhe (TH), Germany, December 11 - 13, 2002, zitiert nach: http://symposium.wiwi.uni-karlsruhe.de/frameset_index.htm vom 05. Januar 2004.
- Utecht, T. (2001): Shareholder Value - ein praktischer Ansatz für Schaden- und Unfallversicherer, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 90, S. 527-581.
- Werheim, M.; T. Schmitz (2001): Wertorientierte Kennzahlen. Ein zusammenfassender Überblick, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt), 30. Jg., S. 495-498.
- Weigel, H.-J. (1995): Eigenkapitalbildung von Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit, in: Peiner, W. (Hrsg.): Grundlagen des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit, Köln / Göttingen, S. 141-157.