



Institut für Versicherungswissenschaft
an der Universität zu Köln

Abteilung A: Versicherungswirtschaft

**Die „Shareholder“ der deutschen
Versicherungs-Aktiengesellschaften**

Prof. Dr. Dieter Farny

Mitteilungen

2/2002

Die „Shareholder“ der deutschen Versicherungs- Aktiengesellschaften

Dieter Farny

1. Die Shareholder Value-Diskussion

Die Diskussionen um den Shareholder Value und um ein entsprechendes wertorientiertes Management (Value Based Management) haben auch die deutsche Versicherungswirtschaft erreicht¹. Shareholder im engeren Sinn sind „Anteilseigner“ einer Versicherungsaktiengesellschaft, also deren Aktionäre. Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit und öffentlich-rechtliche Anstalten/Körperschaften als die beiden anderen zulässigen Rechtsformen von (Erst-)Versicherungsunternehmen begeben keine „Anteile“ an ihren Unternehmen; folglich gibt es dort auch keine „Anteilseigner“, sondern Mitglieder von VVaG oder „Träger“ von öffentlich-rechtlichen Versicherern, die andere Rechtspositionen gegenüber dem Unternehmen aufweisen als die Aktionäre gegenüber „ihrer“ Aktiengesellschaft.

Das Shareholder Value-Problem betrifft also unmittelbar nur die Versicherungsaktiengesellschaften. Trotz der anhaltenden Debatte liegt bisher keine Untersuchung vor, wer eigentlich die Aktionäre der deutschen Versicherungsaktiengesellschaften sind. Somit ist auch unklar, wer die Nutznießer bzw. Bezieher des Shareholder Value sind. Eine darauf gerichtete Untersuchung ist recht schwierig, weil die Eigentümersituationen bei den deutschen Versicherungs-AG höchst kompliziert sind; denn die meisten deutschen Versicherungs-AG sind Unternehmen in größeren vertikal und/oder horizontal gegliederten Konzernen, die ein „oberstes Unternehmen“ aufweisen, das entweder selbst ein Versicherungsunternehmen oder ein reines Holdingunternehmen ist. Die Aktionäre des obersten Unternehmens sind zugleich die Eigentümer aller Tochterunternehmen, soweit es dort nicht weitere Eigentümer in Form von Minderheitsaktionären (aus Sicht der Konzernobergesellschaft: „andere Gesellschafter“) gibt. Die stärkste Ausprägung des Shareholder Value-Konzeptes findet man in

¹ Vgl. z.B. Buck, H.: Die Anwendung des Shareholder Value-Konzeptes zur Steuerung von Versicherungsunternehmen, in: VW, (52) 1997, S. 1660-1668; Corell, F.: Value Based Management, in: Der Aktuar, (4) 1998, S. 27-34, 66-78; Neumann, O.: Shareholder Value und wertorientierte Steuerung auch für Versicherungsunternehmen?. In: ZfV, (52) 2000, S. 239-243; Oletzky, T.: Wertorientierte Steuerung von Versicherungsunternehmen, Karlsruhe 1998 (mit umfangreichen Literaturhinweisen); Utecht, T.: Shareholder Value – Ein praktischer Ansatz für Schaden- und Unfallversicherer, in: ZVersWiss, (90) 2001, S. 527-581.

der Praxis bei solchen Unternehmen, deren Aktien an einer Börse gehandelt werden. Dies führt zur Frage nach den börsennotierten „Versicherungsaktien“.

2. Die Datenlage

Die Datenlage zur Ermittlung der Aktionärsverhältnisse bei deutschen Versicherungs-AG ist schwierig. Die letzte offizielle Statistik² über die tatsächlich existierenden deutschen Versicherungsunternehmen in der Rechtsform der AG bezieht sich auf den Stichtag 31.12.2000. Deshalb werden im folgenden die Aktionärsverhältnisse zu diesem Zeitpunkt festgestellt. Die Veränderungen in der Zeit vom 01.01.2001 bis heute, besonders durch Verkauf/Kauf von Versicherern oder wesentlichen Beteiligungen daran, durch Neugestaltung der Versicherungskonzerne und durch Änderungen der Börsennotierungen sind nicht zuverlässig erfassbar. Das beeinträchtigt nicht das generelle Bild, wohl aber die Aussagen zu Einzelfällen.

3. Die deutschen Versicherungs-Aktiengesellschaften

Zum Stichtag 31.12.2000 bestanden in Deutschland ohne die hier nicht betrachteten Pensions- und Sterbekassen 479 unter Bundes- und Landesaufsicht stehende Versicherungsunternehmen mit Geschäftsbetrieb³ (Tabelle 1). 324 VU hatten die Rechtsform der AG, 113 die des VVaG, 26 eine Form des öffentlichen Rechts, 5 (Rückversicherer) sonstige Rechtsformen; 11 aufsichtspflichtige VU waren deutsche Niederlassungen von VU aus Nicht-EWR-Staaten. Die 324 Versicherungs-AG wiesen insgesamt Bruttoprämien von 261,3 Mrd. DM auf (76,1 % der Prämien aller VU), im Durchschnitt des einzelnen VU also 807 Mio. DM.

Nicht erfasst sind hier reine Versicherungs-Holdings, die nach § 104a VAG definiert sind als „Mutterunternehmen, deren Haupttätigkeit der Erwerb und das Halten von Beteiligungen an Tochterunternehmen ist, wobei diese Tochterunternehmen ausschließlich oder hauptsächlich Erstversicherungsunternehmen, Rückversicherungsunternehmen oder Versicherungsunternehmen eines Drittstaates... sind“; in wirtschaftlicher Sicht muss die Funktion der reinen Holding um die Konzernführung und –steuerung ergänzt werden. Die Gesamtzahl der reinen Versicherungs-Holdings und der zusätzlich vorhandenen Zwischenholdings ist nicht zuverlässig feststellbar, zumal beide auch in der Rechtsform der GmbH vorkommen. Lediglich die börsennotierten

² GB BAV 2000, Teil B, Bonn 2002, Tabellen 010 bis 012.

³ Weitere 28 VU waren ohne Geschäftsbetrieb.

reinen Versicherungs-Holdings und Zwischenholdings sind mit sechs eindeutig ermittelbar.

4. Versicherungsaktien mit Notierung an deutschen Börsen

Man könnte sich der Frage, wer die Aktionäre deutscher Versicherungs-AG sind, auch mit einer Untersuchung der „Versicherungsaktien“⁴ nähern. Darunter werden im Allgemeinen die börsennotierten

- Aktien von Versicherungsunternehmen,
 - Aktien von reinen Versicherungs-Holdings oder Zwischenholdings,
 - Aktien von Versicherungs- und Finanzdienstleistungs-Vermittlungsunternehmen
- verstanden. Die letzten, in der Hauptsache AWD, MLP und Tecis, werden im folgenden nicht berücksichtigt.

Tabelle 2 gibt einen Überblick über die so definierten Versicherungsaktien, die an einer deutschen Börse im geregelten Markt oder im Freiverkehr gehandelt und notiert werden. Die Anzahl der Fälle ist erstaunlich gering. Von den 324 deutschen Versicherungs-AG werden nur 26 (8 %) an einer deutschen Börse notiert, davon 11 mit einem Streubesitz von über 5 %, die übrigen 15 mit einem Streubesitz von unter 5 % und entsprechend geringen Umsätzen. Hinzu kommen 6 reine Versicherungs-Holdings mit Börsennotierung, darunter fünf mit einem Streubesitz von über 5 %. Allerdings ist der Begriff „Streubesitz“ in den Unternehmensangaben über die Aktionärsverhältnisse nicht einheitlich definiert, so dass die Aussagen darüber eher „weich“ sind. Bei den großen Unternehmen liegt ein erheblicher Teil der Aktien bei Investmentgesellschaften, deren Anteile nicht eindeutig zum Streubesitz oder Nicht-Streubesitz gerechnet werden können. Die terminologische und sachliche Unklarheit zeigt sich auch in den Begriffen „Privataktionär“, „Daueraktionär“ und ähnlichen. Schlussfolgerungen von den Aktienumsätzen auf Aktionärsstrukturen sind ebenfalls schwierig. Deshalb ist auch die Berechnung eines „free-float“ nicht eindeutig.

Der Anteil des Streubesitzes bei den deutschen Versicherungs-AG wird voraussichtlich sinken, da einige Squeeze out-Verfahren bevorstehen.

Unter den 26 unmittelbar börsennotierten deutschen Versicherungs-AG befinden sich 12, deren Werte ein zweites Mal in den Aktien einer an einer deutschen Börse notierten „obersten deutschen AG“ enthalten sind, seien dieses reine Konzern-Holdings

oder Versicherungsunternehmen. Insgesamt 64 Versicherungs-AG sind in einer „obersten AG“ mit Börsennotierung enthalten.

Lässt man alle deutschen börsennotierten Versicherungs-AG mit einem Streubesitz von weniger als 5 % außer Betracht, kommt man zu folgender erstaunlich kurzen Liste „deutscher Versicherungs-Aktien“:

	Streubesitz ca. %	Börsenkapitalisierung ¹ Mrd EUR ultimo 2000
Schaden VU		
Gerling Konzern Allgemeine	10	0,7
Real Garant	15	0,02
LebensVU		
Allianz Leben	9	3,4
Württembergische Leben	16	kA
RückVU (überwiegend zugleich Konzern-Holding-Funktion)		
AMB Generali Holding	26	5,2
Allianz	ca. 10 ^a	97,7
Hannover Rück	25	2,7
Kölnische Rück	12	1,8
Mannheimer Holding	10	0,7
Münchener Rück	über 50	68,7
W & W	7	1,8
Reine Holdings und Zwischenholdings		
AXA Konzern	9	3,9
DBV-Winterthur Holding	6	1,2
ERGO	37/3 ^b	13,6
Nürnberger Beteiligung	ca. 30	1,4
Rheinland Holding	kA	0,08

1 Die Börsenkapitalisierungen ultimo 2001 und aktuell liegen deutlich unter diesen Werten.

a „Private Aktionäre“; weitere 19 % bei Investmentgesellschaften.

b Vor/nach Umtausch in Münchener Rück Aktien.

kA Keine oder unklare Angaben.

Tatsächlich gibt es also nur 16 deutsche Versicherungsaktien mit einem nennenswerten Streubesitz, d.h. mit unmittelbaren Aktionären, die Aktien an deutschen Börsen erworben haben. Damit stellt sich zwangsläufig die Frage, wer die (Mehrheits-)Eigentümer der tatsächlich vorhandenen 324 deutschen Versicherungs-AG sind und welche Shareholder-Positionen daraus abzuleiten sind.

5. Mehrheits- bzw. Eigentumsverhältnisse bei deutschen Versicherungs-Aktiengesellschaften

Die außerordentlich komplizierten Eigentums- bzw. Mehrheitsverhältnisse bei den 324 deutschen Versicherungs-AG sind in Tabelle 3 dargestellt. In verkürzter Form gilt für den Zeitpunkt 31.12.2000 folgende Situation: Von den 324 deutschen Versicherungs-AG befinden sich

- 70 im Mehrheitseigentum einer Obergesellschaft mit der Rechtsform einer AG mit Börsennotierung in Deutschland,
- 72 im Mehrheitseigentum einer Obergesellschaft mit der Rechtsform einer AG mit Börsennotierung im Ausland,
- 16 im Mehrheitseigentum einer sonstigen Obergesellschaft ohne Börsennotierung,
- 27 im Mehrheitseigentum von Privaten,
- 7 im Mehrheitseigentum von Vereinen, Verbänden und ähnlichen Institutionen,
- 3 im Mehrheitseigentum öffentlich-rechtlicher Körperschaften,
- 25 im Mehrheitseigentum öffentlich-rechtlicher Banken sowie von Genossenschaftsbanken,
- 100 im Mehrheitseigentum von Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit,
- 4 in keinem Mehrheitseigentum, sondern bei einer Vielzahl von Aktionären mit Börsennotierung in Deutschland.

Diese Verhältnisse zeigen die starke vertikale Konzernverflechtung der Versicherungs-AG, von denen die meisten auf der zweiten, dritten oder einer noch tieferen Konzernebene angeordnet sind. Ihre Aktionäre sind andere Versicherungsunternehmen oder reine Holdings; ihre Unternehmenswerte und deren Veränderung sind nicht unmittelbar Gegenstand von Investitionsentscheidungen von Aktionären, sondern nur mittelbar über die Kapitalmarktbeziehungen eines jeweiligen „oberen“ oder „obersten“ Unternehmens, soweit dies eine börsennotierte Aktiengesellschaft ist. Diese Situation liegt bei 70 deutschen Versicherungs-AG vor, die mittelbar über ein oberstes Unternehmen mit Börsennotierung in Deutschland eine Kapitalmarktbeziehung aufweisen; bei 72 deutschen Versicherungs-AG besteht die gleiche Situation mit einem obersten Unternehmen mit Börsennotierung im Ausland. Shareholder Value-Überlegungen mit Bezug auf Kapitalmarkt und Börse sind also nur bei 146 der 324 deutschen Versicherungs-AG angemessen, also bei weniger als der Hälfte aller bestehenden Aktiengesellschaften. Mehr als die Hälfte aller deutschen Versicherungs-AG hat dagegen mit Aktienbörsen nur mittelbar oder überhaupt nichts zu tun. Das sind vor allem die rund

100 Aktiengesellschaften im Mehrheitseigentum von VVaG, 43 im Mehrheitseigentum von Privaten und nicht börsennotierten Unternehmen, 25 im Mehrheitseigentum der öffentlich-rechtlichen Banken und der Genossenschaftsbanken.

Betrachtet man weniger die Stückzahlen deutscher Versicherungs-AG, sondern mehr deren Unternehmenswerte, ergibt sich ein etwas anderes Bild; denn die unmittelbar oder mittelbar über ein oberstes Unternehmen börsennotierten Versicherungsunternehmen sind im Durchschnitt die größeren, somit im allgemeinen auch solche mit hohen Unternehmenswerten. Wenn man die obersten Unternehmen, in denen teilweise deutsche Versicherungs-AG wertmäßig durch Mehrheitseigentum enthalten sind und die meist als international tätige Versicherungskonzerne auftreten, betrachtet, ergibt sich folgende Liste der BIG 10⁵:

	Marktkapitalisierung 3/2002 Mrd. EUR	Darin deutsche Versicherungs-AG Anzahl	Marktanteil ⁶ in % in Deutschland
1 Allianz (D)	66,1	16	16,2
2 ING (NL)	59,1	-	-
3 Münchener Rück (D)	50,3	19	9,1
4 AXA (F)	46,5	8	4,3
5 AEGON (NL)	39,7	1	0,1
6 Generali (I)	35,2	18	8,0
7 Fortis (NL)	33,1	-	-
8 Schweizerische Rück (CH)	33,0	1	-
9 CGNU (GB)	26,6	5	0,4
10 Prudential (GB)	22,2	-	-

Die zehn größten europäischen Versicherungsaktienwerte, darunter acht im Ausland, enthalten somit 68 deutschen Versicherungs-AG, ein Hinweis auf die fortgeschrittene Verflechtung der europäischen Assekuranten. Diese 68 deutschen Versicherungs-AG mit Kapitalmarktbezug besaßen 2000 einen Marktanteil im deutschen Erstversicherungsgeschäft von 38,9 %. Allerdings sind die deutschen Versicherungs-AG in ausländischem Mehrheitseigentum auf wenige Einzelfälle konzentriert, nämlich auf Generali (I) mit 18, CS Winterthur (CH) mit 11, AXA (F) mit 8, Zurich Financial Services mit 8 und CGNU (GB) mit 5 deutschen AG.

⁵ Vgl. Fox-Pitt, Kelton: European Insurance, 2 Q 02 Outlook, London 2002. Die aktuellen Marktkapitalisierungen sind wesentlich geringer.

⁶ Marktanteile in % 2000 auf dem deutschen Erstversicherungsmarkt. Quelle: KIVI, Die Marktanteile der Anbieter... im Jahr 2000..., Köln 2001.

Nach Ländern gegliedert, befinden sich 26 deutsche Versicherungs-AG im Mehrheitseigentum von Obergesellschaften in der Schweiz, 19 in Italien, 10 in Frankreich, 9 in Großbritannien.

Soweit die deutschen Versicherungs-AG unmittelbare oder mittelbare Beziehungen zu den organisierten deutschen oder ausländischen Aktienmärkten besitzen, erfolgt dies überwiegend im Rahmen der großen, international tätigen Versicherungskonzerne oder Finanzdienstleistungskonzerne. Beziehungen über Unternehmen anderer Wirtschaftszweige sind eher selten, etwa bei Captive-Versicherern von börsennotierten Industrie-, Handels-, Verkehrskonzernen (z.B. Delvag – Lufthansa, Hamburger Hof – Eon, Hoechst – Hoechst, Pallas – Bayer, RisiCom – Siemens). Bei den bedeutenden Fällen von Versicherungs-AG in Privatbesitz sind bis heute Änderungen eingetreten oder stehen bevor (z.B. Verkauf der fünf Versicherer der Schickedanz-Gruppe an ERGO).

6. Schlussfolgerungen

Die Shareholder Value-Diskussion bzw. ein darauf abgestimmtes Value Based Management sind, soweit deutsche Versicherungs-Aktiengesellschaften betroffen sind, im Hinblick auf die gegebenen Eigentumsverhältnisse zu relativieren. Es gibt stückzahlmäßig nur sehr wenige, wenngleich wertmäßig bedeutende Fälle unmittelbarer Shareholder-Interessen an deutschen Versicherungs-AG bzw. deren Holding-Unternehmen. Diese wenigen Fälle umfassen durch Einbeziehung aller Tochter- und Enkelunternehmen insgesamt 146 der 324 deutschen Versicherungs-AG. Shareholder Value-Konzeptionen und wertorientierte Unternehmensführung sind in vertikal gegliederten Konzernen anders zu gestalten als im Falle unmittelbarer und eindimensionaler Beziehungen zwischen Unternehmen und Aktionären. Im Vordergrund stehen die Beiträge der Tochter- und Enkelunternehmen zum Shareholder Value der obersten (börsennotierten) Aktiengesellschaft. Da die Untergesellschaften im allgemeinen alle Arten von Versicherungsgeschäften betreiben, auch die Lebens- und Krankenversicherung, entstehen mögliche Konflikte zwischen Shareholder Value und Policyholder Value nicht auf der Ebene der Obergesellschaft, sondern bei den Tochterunternehmen, die gegebenenfalls die Wertansprüche der Versicherungsnehmer (Gewinnanteile) in der Lebens- und Krankenversicherung gegen die Wertansprüche ihrer Obergesellschaften (Gewinnabführung) und deren Aktionäre gegeneinander abwägen müssen.

Shareholder Value-Konzepte im engeren Sinn für finanz- und kapitalmarktorientierte Aktionäre sind bei mehr als der Hälfte der deutschen Versicherungs-AG nicht unmittelbar angemessen, weil es in der vertikalen Konzernhierarchie nach oben keine Aktionäre oder keine Beziehungen zu den Aktienmärkten gibt. Dies gilt vor allem für 100 Aktiengesellschaften, die im Eigentum von VVaG stehen, und für 28 AG, die öffentlich-rechtlichen Körperschaften und Banken sowie den Genossenschaftsbanken „gehören“. Das schließt freilich eine wertorientierte Unternehmensführung in solchen Fällen nicht aus; aber die geschaffenen (Mehr-)Werte fließen nicht Aktionären, sondern anderen Gruppen zu.