

Andreas Horsch / Dietmar Schölisch / Stefan Sturm

Stress-Test: Regulierung der Kapitalanlagen von Lebensversicherungsunternehmen

Dr. Andreas Horsch ist Habilitand, Dipl.-Ök. Dietmar Schölisch und Dipl.-Ök. Stefan Sturm sind wissenschaftliche Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft von Prof. Dr. Stephan Paul an der Ruhr-Universität Bochum.

I. Einleitung

Notwendige Bedingung für eine Unternehmenskrise sind fehlerhafte Management-Reaktionen auf geltende, respektive sich verändernde Marktanforderungen. Mit Blick auf die Beinahe-Insolvenz der Mannheimer Lebensversicherung AG (ML) im Besonderen, aber auch auf die derzeitige Situation der deutschen Assekuranz im Allgemeinen, sind als solche Krisenursachen im engeren Sinne Fehlentscheidungen

im Rahmen der Kapitalanlage, insbesondere in Aktien, herausgearbeitet worden¹⁾. Das hiermit einher gehende Schlecht- oder gar Nichtbestehen von Versicherungsunternehmen (VU) im Wettbewerb kann dabei durch ungünstige Rahmenbedingungen noch gefördert werden, die insoweit als *Krisenursachen im weiteren Sinne* interpretierbar sind²⁾. Diesen Zusammenhang verdeutlicht auch die einleitende Abb. 1.

Im vorliegenden Fall wäre demnach vordringlich zu fragen, inwieweit

- die *legislativ* bedingte (Veränderung der) Regulierungsgrundlagen des Kapitalanlagegeschäfts der Lebensversicherungsunternehmen (LVU) in Deutschland und/oder
- die *Exekutive* des vormaligen Bundesaufsichtsamts für das Versicherungswesen (BAV) bzw. der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

verfehlten Anpassungen der Investmentstrategien an die Gegebenheiten auf den (Kapital-)Märkten Vorschub geleistet haben, ausgangs der 1990er Jahre also krisenbegünstigende Fehlsteuerungseffekte bewirkten.

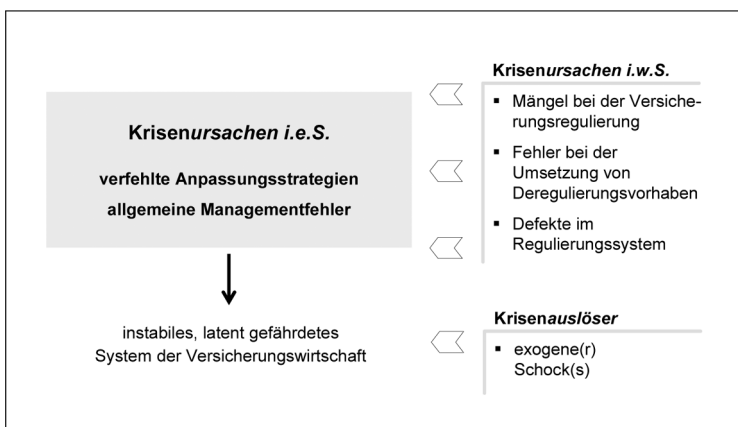


Abb. 1: Ursachen von Versichererkrisen

1) Vgl. Horsch/Schölisch/Sturm, FB 2003 S. 643.

2) Vgl. ausführlich Bonn, Bankenkrise und Bankenregulierung, 1998, S. 302 ff.

II. Versicherungsregulierung: Krisenursache im weiteren Sinne?

1. Neuregulierung der Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen durch die Anlageverordnung

Seit 1974 erfolgten Kapitalanlagen von VU gemäß der Generalnorm in § 54 VAG i.V.m. § 54a VAG a.F.³⁾, dessen Prinzip das eines Positivkatalogs dem Grunde nach erlaubter Anlagekategorien war, für die weiterhin Einzelbeschränkungen der Höhe nach existierten. Tatsächlich ist diese Regulierung im zeitlichen Vorfeld der aktuellen Krise modifiziert worden: Seit dem 1. 1. 2002 hat die Anlageverordnung (AnIV⁴⁾) den einschlägigen § 54a VAG abgelöst. Ihr positives Votum zu dieser Veränderung sowohl inhaltlicher als auch rangmäßiger Art formulierte die Versicherungsaufsichtsbehörde wie folgt:

„Der Anlagekatalog [...] wurde in die Anlageverordnung überführt. Somit kann auf die dynamischen Entwicklungen der Kapitalmärkte künftig auch regulatorisch schneller reagiert werden“⁵⁾.

Seitens der VU wurde die Novellierung seinerzeit auch als Erweiterung des Alternativenraums von Investments, die verbesserte Diversifizierung und Ertragspositionen ermöglichen sollte, begrüßt⁶⁾.

Diese positive Reaktion erscheint bereits aufgrund des Hinzugewinns von unternehmerischen Freiheitsgraden nachvollziehbar, vor allem aber mit Blick auf den herrschenden Ertragsdruck, für dessen Bewältigung die Kapitalanlageergebnisse eine zentrale Rolle spielten. Auch aus theoretischer Sicht ist eine Erweiterung des Möglichkeitsbereichs zunächst im Grundsatz positiv zu beurteilen, da ein VU somit größere Chancen hat, effiziente Rendite-Risiko-Kombinationen im Anlageportfolio zu realisieren⁷⁾. Dem könnten allerdings mit der Erweiterung verbundene, negativ zu wertende (Signal-)Wirkungen entgegenstehen.

Zunächst wurden die Anlagenormen mit der AnIV aus dem Rang eines (einfachen) Gesetzes auf den einer Rechtsverordnung (zurück-)gestuft. Die Erhöhung der Anpassungsflexibilität wurde also durch eine zumindest formelle „Degradierung“ der Norm erkauft. Hinzu kommt, dass

- zeitlich parallel
- eine materiell-inhaltliche Lockerung

von Einzelvorschriften erfolgte:

„Die Anlageverordnung eröffnet einerseits zusätzliche Anlagemöglichkeiten. [...] Außerdem wurde die Risikokapitalquote von 30 auf 35% angehoben [...] und die Möglichkeiten der Fondsanlage erweitert [...]“

Besagte Risikokapitalquote beschreibt, welcher Teil des gebundenen Vermögens, also des Teils der Aktivseite einer Versichererbilanz, der die passivseitig verzeichneten Ansprüche der Versicherten bedeckt, maximal in Aktien, Genussrechte und andere Risikokapitalformen investiert werden darf. Im Einzelfall hätten damit sogar fast 50% der Aktivseite in Aktien investiert werden können, sofern man das freie, also nicht der AnIV unterliegende Vermögen hinzurechnet⁸⁾. Um als (Anlage-)Innovatoren

Wettbewerbsvorteile zu erzielen⁹⁾, konnten sich – gerade im aktuellen Umfeld einer intensivierten Konkurrenz – einzelne LVU durchaus veranlasst sehen, diese Erweiterung des Möglichkeitsbereichs zulässiger Asset Allocations zeitnah und ausgiebig zu nutzen. Problematisch könnte eine solche – aus marktwirtschaftlicher Sicht grundsätzlich zu begrüßende – Schaffung unternehmerischen Spielraums schließlich mit Blick auf das *Timing* der Neuregelung, also ihres zeitlichen Zusammenfallens mit einer bereits deutlich sichtbaren Schwächung der Aktienmärkte¹⁰⁾ gesehen werden. Nimmt man diese Erwägungen zusammen, lassen sich der AnIV durchaus potenziell problematische Signalwirkungen, nämlich im Sinne einer zeitlich und inhaltlich anmerkungsbefürchtigt gestalteten „Ermunterung“ zu höheren Equity Investments, zuweisen.

Ferner sind *Signalwirkungen erneut ungenutzter Gelegenheiten* zu einer Modernisierung der Kapitalanlagenregulierung ins Kalkül zu ziehen: Im Rahmen der Neuordnung unterblieben zwei nicht nur grundsätzlich denkbare, sondern auch bereits intensiv diskutierte Vervollständigungen¹¹⁾, namentlich

- die Einbeziehung von Anlagen außerhalb des gebundenen Vermögens sowie
- eine bessere Anknüpfung der Regulierung an den Anlagerisiken.

Beide Problemfelder waren zuvor Gegenstand grundlegender Erwägungen zur (Neu-)Regelung der Versicherersolvabilität gewesen; die namen-

3) Mit dem „Gesetz zur Änderung des Gesetzes über die Beaufsichtigung der privaten Versicherungsunternehmen vom 20. 12. 1974“ (BGBl. I 1974 S. 3639) ins VAG eingefügt, vgl. zur geschichtlichen Einordnung dieser „kleinen VAG-Novelle“ Wöhrle, in: Müller et al. (Hrsg.), 100 Jahre materielle Versicherungsaufsicht in Deutschland, 2001, Bd. I, S. 65 (78).

4) Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnIV) vom 20. 12. 2001 (BGBl. I 2001 S. 3913).

5) Eingerückte Zitate des Kapitels II entnommen aus BaFin, Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen [...], Rundschreiben 29/2002, www.bafin.de/rundschreiben/92_2002/021212.htm. Das Rundschreiben datiert vom 12. 12. 2002 und folgte der AnIV damit im Abstand von etwa einem Jahr, über das die Kapitalmarktentwicklung der Assekuranz ihren Aufholbedarf im Kapitalanlagemanagement deutlich aufzeigte.

6) Vgl. Jäger/Zimmermann, in: Leser/Rudolf (Hrsg.), Handbuch Institutionelles Asset Management, 2003, S. 179 (198); Surminski, ZfV 2000 S. 199 sowie stellvertretend die Positionen beim Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) im Zeitablauf unter GDV, Die deutsche Versicherungswirtschaft, Jahrbuch (JB) 1998 S. 17 f., 105 f.; JB 1999 S. 103 f.; JB 2000 S. 36, 119 f.; dezidiert positiv insbes. JB 2001 S. 36, 43, 119 ff.; vorsichtiger hingegen JB 2002 S. 121 f.

7) Vgl. grundlegend Zweifel/Eisen, Versicherungsökonomie, 2. Aufl. 2003, S. 355.

8) Vgl. Müller, Finanzaufsicht im Versicherungswesen, 2003, S. 42.

9) Zum Zusammenhang von Ressourcen, Innovationen und Wettbewerbsvorteilen vgl. grundlegend Schneider, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, 1997, S. 65 ff.

10) Vgl. pointiert Müller, a.a.O. (Fn. 8), S. 19: „Der Gesetzgeber hatte schließlich ein Einsehen und ermöglichte den Unternehmen eine Vergrößerung des Aktienportefeuilles, und zwar gerade noch rechtzeitig, bevor die Kurse endgültig zusammenbrachen.“

11) Vgl. von hierher kritisch Schradin, Entwicklung der Versicherungsaufsicht, IVK-Mitteilungen 3/2003, S. 12 f., 18 f.; Ortmann, ZVersWiss 2001 S. 647 (650 f.).

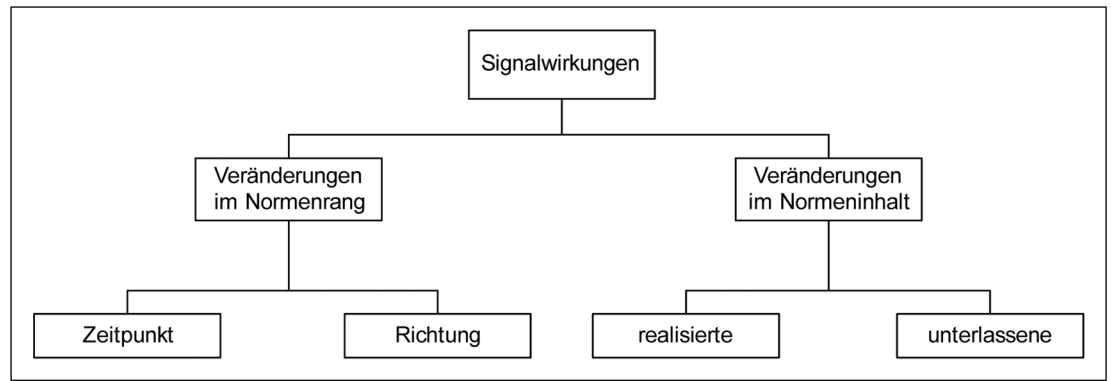


Abb. 2: Mit der Anlageverordnung verbundene Signalwirkungen

gebende Müller-Kommission hatte in ihrem „Solvency I“-Bericht zunächst für das System aus Generalnorm und Anlagekatalog votiert und grundlegendere Neuerungen in das Folgeprojekt „Solvency II“ verschoben¹²⁾. Dies bedeutete insbesondere, dass Bemessungsgrundlage für das Anlagerisiko die – als buchhalterische Entsprechung der für die Versicherten reservierten Zahlungsmittel interpretierten – versicherungsmathematischen Rückstellungen auf der Passivseite der Bilanz blieben, während eine Anknüpfung an den Anlagepositionen selbst weiterhin fehlte.

Signalwirkungen sind insofern aus dem Zeitpunkt und der Veränderungsrichtung des Normenrangs sowie den realisierten ebenso wie den unterlassenen Veränderungen des Normeninhalts ableitbar, wie auch Abb. 2 verdeutlicht.

Sämtliche Änderungen können damit aber auch als Ansätze für *legislative* Defekte der Regulierung interpretiert werden. Inwieweit diese sich in der Praxis krisenverschärfend auswirkten, ist indes schwierig zu beurteilen, da nicht zuletzt von der Antizipation dieser sowie weiteren Normenänderungen abhängig: Dem Vernehmen nach wurde die Anlagepolitik der VU jedenfalls weniger durch neue *Anlage-* als neue *Bilanzierungsregeln* beeinflusst.

Krisenursache könnte die Versicherungsregulierung ferner – selbst bei unkritischer Qualität des zugrunde liegenden Normengerüsts – infolge einer mangelhaften Überwachung und Normendurchsetzung sein. Krisenursachen i.w.S. wären also auch im *exekutiven* Bereich, also bei der Umsetzung von Regulierungsnormen, zu prüfen. Solche wären beispielsweise zu diagnostizieren, wenn die BaFin normenwidrig (bewusst oder unbewusst) höhere als die erlaubten Aktienquoten zugelassen hätte. Systematische Regulierungszurückhaltung („*Regulatory Forbearance*“) dieser Art gilt insbesondere in den USA als (mit-)verantwortlich für das Mislingen einer schmerzhaften, aber abschließenden Krisenbewältigung und im Gegenteil als langfristig krisenverschärfender Faktor¹³⁾. Analoge Nachsicht der BaFin ist im vorliegenden Fall indes nicht erkennbar, auch wenn man berücksichtigt, dass sich die Aufsicht selbst in einem Modernisierungsprozess befand. In dessen Rahmen beklagte sie ausdrücklich ihre beschränkten Ressourcen¹⁴⁾, nicht aber, dass die Aufsichtsintensität im Bereich der Kapitalanlagen geringer ausfiel als seinerzeit erwünscht. Allerdings nahm das

BAV eine kritische Position gegenüber der legislativen Erweiterung der Anlagemöglichkeiten ein¹⁵⁾. Auch die spätere Auferlegung zusätzlicher Informationspflichten (z.B. Fragebogenaktion/Szenariorechnung¹⁶⁾) durch die BaFin steht der Vermutung einer zu liberalen Aufsichtspraxis entgegen.

Die Skepsis der BaFin gegenüber den Lockerungen der quantitativen Anlagenormen zeigt sich auch in ihrer Position zur Einführung stärkerer Befugnisse einer qualitativen Versicherungsaufsicht:

„Andererseits ist mit § 6 AnV eine Bestimmung über das Anlagemanagement in die Anlagevorschriften eingeführt worden, weil dessen Qualität künftig eine noch größere Bedeutung zukommt. Diese Vorschrift ist [...] ein notwendiges Gegenstück zu den erweiterten Anlagemöglichkeiten.“

Allerdings dürfte die Wirksamkeit des hierin formulierten Aufsichtsinstrumentariums ebenfalls maßgeblich von der Bewältigung der geltenden Ressourcenbeschränkungen abhängen.

Es ist damit zu konstatieren, dass sich die Ausweitung der Aktienquoten vor dem Hintergrund gelockerter einschlägiger Aufsichtsnormen vollzog. Dem wohnte zumindest insoweit krisenbegünstigendes Potenzial inne, als die LVU sich in ihrer veränderten Anlagepolitik von den neu-

12) Vgl. Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten der Europäischen Union, *Solvabilität der Versicherungsunternehmen*, 1997, S. 12, 14 f., 32 f., 46 f.; gegenüber KPMG/European Commission, *Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision*, 2002; für einen Überblick auch Knauth/Schubert, *VersW* 2003 S. 902.

13) Vgl. anlässlich der Turbulenzen auf dem US-Lebensversicherungsmarkt zu Beginn der 1990er Jahre Kopcke/Randall, in: dies. (eds.), *The Financial Condition and Regulation of Insurance Companies*, 1991, S. 19 (42 f.) sowie für die Bankenmärkte in den USA und auch Japan ausführlich Bonn, a.a.O. (Fn. 2).

14) Vgl. Sanio, in: Baxmann (Hrsg.), *Financial Services – Allfinanzkonzepte*, 2002, S. 109 (117 f., 121 f.); Müller, in: Kollhosser (Hrsg.), *Die Privatversicherung im Wandel*, 2002, S. 19 (46 ff.); Lorsch/Budweg, in: Müller et al. (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), S. 483 (494 f.). Kritisch zum Informationsstand der Aufsicht über die finanzielle Lage von LVU vgl. auch bereits Gebhard, *Gefahren für die finanzielle Stabilität der auf dem deutschen Markt vertretenen Lebensversicherer im Zuge des europäischen Binnenmarktes*, 1995, S. 66 ff. Vgl. skeptisch zur aktuellen Neuausrichtung Albrecht, *VersW* 2003 S. 1085; Koch, *VersW* 2003 S. 1228 (1234).

15) Vgl. beim seinerzeitigen BAV-Präsidenten Müller, a.a.O. (Fn. 14), S. 39 f.

16) Vgl. hierzu Sieg, *ZfV* 2003 S. 379.

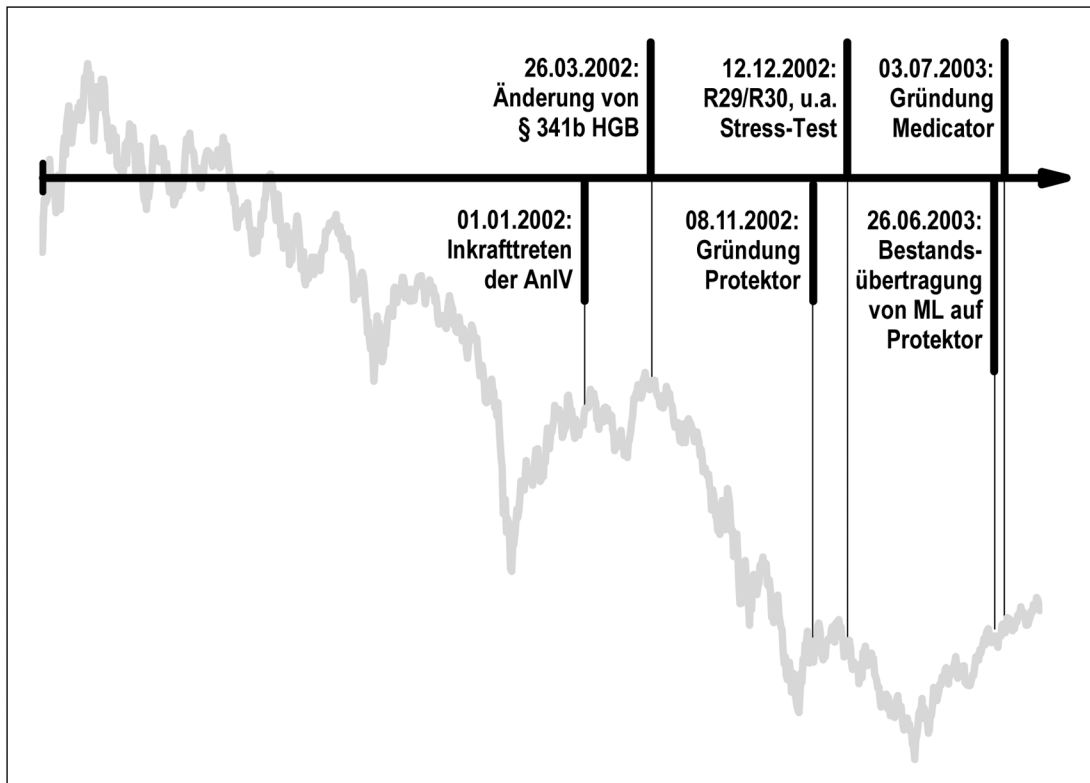


Abb. 3: Krisenrelevante Ereignisse in der Versicherungswirtschaft vor dem Hintergrund der Börsenentwicklung (DAX 30)

en Normen – bzw. der diese ausführenden Aufsicht – nicht daran gehindert sahen, den wettbewerblich bedingten Anreizen zu einer aktienlastigeren Asset Allocation nachzugeben. Demnach lagen die Defekte eher in der Legislative als in der Exekutive der Aufsichtsnormen.

Unabhängig davon, inwieweit sie mit der Neu- regulierung der Kapitalanlagen kausal verbunden ist, war die veränderte Anlagepolitik insoweit problematisch, als sich die LVU der zusätzlichen Freiheit offenbar stärker bewusst waren als der damit gekoppelten zusätzlichen Verantwortung. Konkret: Im Bestreben, die (Arbitrage-)Chancen einer aktienlastigeren Kapitalanlage zu realisieren, verloren die Akteure das einhergehende Risiko sowie die darauf bezogene Steuerung zu weit aus den Augen¹⁷⁾. Auf die Bedeutsamkeit dieser über den Einzelfall ML hinaus verschlechterten Risikoposition der LVU lässt sich aus Signalen schließen, die von den verschiedenen Akteuren in Unternehmen, Verbänden und Aufsichtsinstanzen ausgesandt worden sind. In diesem Kontext sind insbesondere die Veränderungen von versicherungsspezifischen Vorschriften in anderen Normensammlungen als dem VAG zu untersuchen, die einerseits als Krisensignal begriffen werden, andererseits aber auch selbst krisenverschärfendes Potenzial besitzen können.

2. Neuregulierung der Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen durch Änderungen allgemeiner Gesetze sowie neue Rundschreiben

Die riskanteren Strategien und zugleich signifikant schwächeren Kapitalanlageergebnisse vor allem der LVU haben sowohl den Gesetzgeber als auch die Aufsicht veranlasst, Maßnahmen jenseits von Anpassungen des VAG zu ergreifen, mit denen das weitere Dahinschmelzen der Ka-

pitalanlagen bzw. gar existenzbedrohende Schieflagen möglichst vermieden werden sollten. Dabei kam es zunächst auf Gesetzesebene, namentlich bei der handelsrechtlichen Rechnungslegung mit der Anpassung des § 341b HGB, zu einer Pflichtenerleichterung, bald darauf im Bereich der Ausführungsbestimmungen mit den BaFin-Rundschreiben R29/2002 und R30/2002 jedoch zu merklichen Regulierungsverschärfungen. Insofern ist auch hier zwischen Legislative und Exekutive von Normen zu differenzieren. Anknüpfend hieran wird die Untersuchung die Ereignisse entlang des Zeitstrahls der Abb. 3 nachverfolgen.

Angesichts bereits bis zum Jahresende 2001 stark gefallener Aktienkurse war zu erwarten, dass zahlreiche VU empfindliche Abschreibungen auf ihre Aktienengagements würden hinnehmen müssen. Die hiermit einhergehende, massive Ergebnisbelastung für die betroffenen VU wäre zudem noch dadurch weiter verschärft worden, dass infolge der Körperschaftsteuerreform 1999 der amtierenden Bundesregierung die auf Wertpapiere vorgenommenen Abschreibungen nicht steuermindernd wirken. Im günstigsten Fall hätte diese Doppelbelastung der Gewinn- und Verlustrechnungen bei den betroffenen VU „lediglich“ zu einer deutlichen Schmälerung oder gar Streichung der Überschussgutschriften für die Versicherungsnehmer geführt. Es muss jedoch vermutet werden, dass es einzelne VU finanziell überfordert hätte, die fälligen Steuern zu zahlen, womit sie endgültig existenziell bedroht gewesen wären. Insofern

17) Vgl. dezidiert Schradin, a.a.O. (Fn. 11), S. 37: „Offensichtlich war das starke Ansteigen der Aktienquoten in den Anlageportefeuilles der Versicherer nicht mit einer angemessenen Risikovorsorge gekoppelt.“

bestand bereits 2001/2002 Handlungsbedarf, entweder zu einer abermaligen Änderung der Steuervorschriften¹⁸⁾, um den VU die Vornahme der erforderlichen Abschreibungen zu erleichtern, oder zu einer Änderung der Bewertungsvorschriften im Handelsgesetzbuch, um die Abschreibungen selbst zumindest teilweise und vorübergehend vermeiden zu können.

Es wurde zunächst der letztere Weg beschritten: In der Branche als vorteilhaft sowohl für die VU als auch die Versicherten begrüßt¹⁹⁾, wurde am 26. 3. 2002 mit dem Versicherungskapitalanlagen-Bewertungsgesetz²⁰⁾ (VersKapAG) § 341b HGB geändert. Dies hatte zur Folge, dass fortan durch geeignete Zweckbestimmung (rückwirkend für Jahresabschlüsse mit Geschäftsjahresende ab dem 30. 9. 2001!) verlustträchtige Wertpapiere zum Anlagevermögen, für das nur das gemilderte Niederstwertprinzip gilt, gezählt werden konnten. In diesen Fällen muss bilanzerleichternd eine Abschreibung auf den niedrigeren beizulegenden Wert nur dann erfolgen, wenn die Wertminderung voraussichtlich dauerhaft ist. Kritisch zu beurteilen sind dabei jedoch die Interpretationsspielräume, die sich aus den Detailregelungen durch den Versicherungsfachausschuss (VFA) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) ergeben²¹⁾, eröffnet doch die getroffene Regelung zur Umwidmung zwischen Umlauf- und Anlagevermögen und insbesondere die inhaltliche Unschärfe der Begriffe „Dauerhaftigkeit“ (der Wertminderung) und „beizulegender Wert“ den VU eine Fülle von bilanzpolitischen Freiheitsgraden²²⁾. Der Umfang der stillen Lasten, die aus der regen Inanspruchnahme²³⁾ der Neuregelung resultieren, lässt sich indes nur erahnen, wenn man die von den GDV-Mitgliedsunternehmen *trotzdem* vorgenommenen Abschreibungen berücksichtigt (vgl. Abb. 4²⁴⁾ auf S. 855).

Damit droht für den Fall, dass sich die Marktpreise der betreffenden Anlagen nicht (zeitnah) wieder erholen, eine gravierende Verschleppung der finanziellen Probleme der VU. Das VersKapAG hilft somit nicht bei der Beseitigung der Ursachen der Kapitalanlagen-Krise in der Versicherungswirtschaft, indem es etwa Risikomanagement direkt fördern würde. Anders als eine rechtzeitige Änderung der Steuervorschriften, welche die VU zusätzlich von einer frühen Realisierung von – seinerzeit noch vergleichsweise niedrigen – Verlusten abgehalten haben dürften, trägt das VersKapAG sogar eher zur weiteren Destabilisierung der Branche bei, indem es durch die Bildung stiller Lasten ermöglicht, finanzielle Probleme auf neue Rechnung vorzutragen und Krisensymptome zu verwaschen²⁵⁾. Insofern kommt auch diesem legislativen Teil der Versicherungsregulierung nicht nur Signal-, sondern auch Ursachencharakter in Bezug auf die Krise zu. An dieser Stelle drängt sich der Verdacht einer (rechnungswesenbezogenen) Regulatory Forbearance für Deutschland auf: Auch in den USA und Japan drückte sie sich regelmäßig in besonderer Zögerlichkeit bei der Durchsetzung von erforderlichen Wertkorrekturen auf die Assets betroffener Finanzdienstleister aus.

Die Notwendigkeit einer gewissen regulatorischen Gegensteuerung wurde signalisiert, als

durch die Aufsicht am Jahresende 2002 mit den Rundschreiben R29/2002 und R30/2002²⁶⁾ exekutive Maßnahmen ergriffen wurden, mit denen die Risikolage der Unternehmen und die Umsetzung der Rahmenvorgaben der AnIV noch genauer als bisher geprüft werden können. Hinterfragt wird dabei weniger die Einhaltung der Mindestanforderungen i.S.d. Nichtverletzung gegebener Normen, sondern vielmehr die Quali-

- 18) Die Änderung der Steuervorschriften wäre 2001 seitens der Branche wohl zunächst vorgezogen worden. Vgl. Wolfsdorf, *Neue Bilanzregeln für Versicherer*, Interview, FAZ vom 22. 10. 2001 S. 22. Es hat sich jedoch herausgestellt, dass die statt dessen gewählte und nachfolgend thematisierte Anpassung der Bewertungsvorschriften den VU nur temporäre Entlastung verschaffen konnte. Die Diskussion um eine neuerliche Änderung der einschlägigen steuerlichen Vorschriften hat sich daraufhin wieder intensiviert, vgl. o.V., „Absurde Besteuerung der Assekuranz“, *Börsen-Zeitung* vom 9. 9. 2003 S. 7; o.V., *Die Kehrseite eines unerwarteten Steuergeschenks*, FAZ vom 17. 9. 2003, S. 15. Inzwischen hat der Gesetzgeber dem Drängen der VU nachgegeben und ihnen ein Wahlrecht auf (rückwirkende!) Anwendung der alten Besteuerungsnormen eingeräumt, vgl. Dohmen et al., *Noch mal aufgefangen*, HB vom 14. 10. 2003 S. 2; Fromme, *Versicherer kämpfen für Steuergeschenke*, FTD vom 14. 10. 2003 S. 20 sowie später kritisch Dohmen, *Kapitale Fehler*, HB vom 23. 10. 2003 S. 11.
- 19) Vgl. zur GDV-Stellungnahme unter www.gdv.de/presseservice/17498.htm. Die Versicherten sollten vor Kürzungen der Überschussbeteiligungen infolge von Abschreibungen bewahrt werden. Vgl. Angermayer, *VersW* 2002 S. 714; Schwintowski/Ebers, *ZVersWiss* 2002 S. 393 (394).
- 20) Vgl. *BGBI* I 2002 S. 1219.
- 21) Vgl. IDW RS VFA 2, IDW-Stellungnahme zur Rechnungslegung: Auslegung des § 341b HGB (neu); IDW Aktuell, VFA zur Bewertung von Kapitalanlagen bei Versicherungsunternehmen (149. Sitzung). Vgl. ergänzend auch Husch/Brüggentisch, *VersW* 2003 S. 240.
- 22) Zur Beurteilung der Dauerhaftigkeit einer Wertminderung können VU zwischen zwei Aufgreifkriterien wählen, mit denen Buch- und Zeitwerte entweder über sechs oder zwölf Monate vor dem Bilanzstichtag verglichen werden. Zumal im letzteren Fall nur der durchschnittliche Börsenkurs als Vergleichsmaßstab dient, ist die Vorteilhaftigkeit der Aufgreifkriterien einzelfallabhängig. Bei der Ermittlung des beizulegenden Werts im Fall einer dauerhaften Wertminderung wird eine Abweichung vom Stichtagskurs ermöglicht, indem argumentiert wird: „Angesichts der gegenwärtigen Börsensituation sieht der VFA die Möglichkeit, dass gegenwärtige Kurse nicht den vollen Wert eines Wertpapiers widerspiegeln.“ In der Regel wird – in Abstimmung mit Wirtschaftsprüfern wie BaFin – vielmehr ein Wert angesetzt, der sich als Durchschnittskurs der letzten zwölf Monate zzgl. 10% errechnet. Vgl. IDW Aktuell, a.a.O. (Fn. 21), S. 2 sowie Husch/Brüggentisch, *VersW* 2003 S. 240 (242). Zur Beeinträchtigung der Transparenz der Jahresabschlüsse und Ergebnisrechnungen von VU durch stille Lasten vgl. zudem Schleif, *VersW* 2003 S. 156.
- 23) Vgl. o.V., § 341b HGB wirft weiter viele Fragen auf, *VersW* 2002 S. 1431.
- 24) Eigene Darstellung auf Basis von GDV- und Datastream-Angaben (1. 1. 1995 bis 29. 8. 2003); als zeitlicher Ausgangspunkt wurde die Deregulierung durch die VAG-Novelle 1994 gewählt. Zu einer Abschätzung der stillen Lasten für sämtliche LVU in Deutschland vgl. auch Poweleit, *Lebensversicherung: Der 100 Mrd. € Schock*, map-report 547-548, Mai 2003, S. 4.
- 25) Kritisch zur Neuregelung des VersKapAG vgl. Rauscher/Rockel/Schobert, *VersW* 2002 S. 1659; Müller, a.a.O. (Fn. 8), S. 20 ff. Für eine dezidierte Kritik an der Buchwertbetrachtung vgl. ferner Metzler, *VW* 2003 S. 1253 und demgegenüber die diskussionswürdige Erwiderung bei Albrecht, *VW* 2003 S. 1413, und ihren Ausbau bei Albrecht, *VW* 2003 S. 1493, der Aussagedefizite von Marktwertansätzen nachzuweisen sucht.
- 26) Vgl. BaFin, a.a.O. (Fn. 5), sowie BaFin, *Anzeigen und Berichte über Vermögensanlagen*, Rundschreiben 30/2002, www.bafin.de/rundschreiben/92_2002/021212_2.htm.

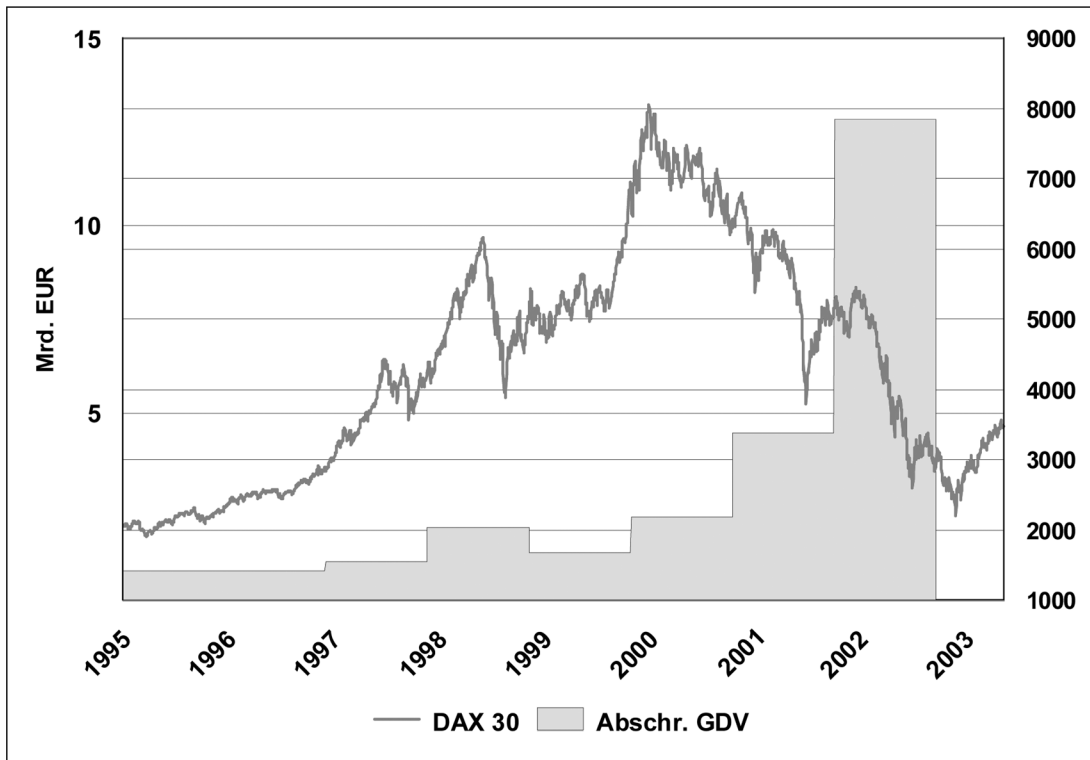


Abb. 4: DAX 30 und auf Kapitalanlagen getätigte Abschreibungen der GDV-Mitgliedsunternehmen nach der Deregulierung

tät ihrer Einhaltung, also die Abstimmung der innerhalb des aufsichtlich gegebenen Alternativenraums formulierten Strategie mit der Risikotragfähigkeit der VU.

Zu diesen Maßnahmen gehört zunächst die Erweiterung der Publizitätspflichten gegenüber der Aufsicht. So fordert die BaFin die VU mit R29/2002 auf, sie jährlich u.a. über die geplante Anlagepolitik und über die innerbetrieblichen Anlagerichtlinien²⁷⁾ zu informieren sowie eine Beschreibung des zur Risikosteuerung auf Unternehmensebene verwendeten Asset/Liability-Managements (ALM) zu liefern. R30/2002 regelt darüber hinaus eine umfangreiche quantitative Berichterstattung über die vorhandenen Kapitalanlagen selbst. Hierzu gehört neben dem vierteljährlich einzureichenden Bericht über die Zusammensetzung der Anlagen auch die Information über ihre Buch- und Zeitwerte²⁸⁾, sodass der Aufsicht die Beurteilung der bilanziellen Reserve- bzw. Lastensituation der VU ermöglicht wird. Da angesichts kontinuierlich nachgebender Aktienmärkte weiter von einer Umwandlung noch vorhandener stiller Reserven in stille Lasten auszugehen war, schreibt R30/2002 ferner die Durchführung von Belastbarkeitsrechnungen in Form von Stress-Tests vor, deren Ergebnisse ebenfalls vierteljährlich der Aufsicht mitgeteilt werden müssen²⁹⁾. Die Stress-Tests sollen zeigen, ob ein VU nach einem kurzfristigen, starken Einbruch der Kurse seiner Wertpapieranlagen noch in der Lage wäre, seinen Verpflichtungen gegenüber Kunden nachzukommen sowie die Solvabilitätsbestimmungen der Aufsicht zu erfüllen.

Zumal Stress-Tests die einzigen konkret geforderten Bestandteile des – in R29/2002 ansonsten nur generell umschriebenen – ALM sind, muss zu dem derzeit gültigen Testverfahren kritisch angemerkt werden, dass die Risikosituation in

der Kapitalanlage der VU nicht in jedem Fall zutreffend erfasst wird³⁰⁾: So bleiben vor allem stille Reserven/Lasten bei zum Nennwert angesetzten Anlagen (v.a. Namenspapiere, Hypotheken, Darlehen) sowie Kurssicherungsmaßnahmen unberücksichtigt. Zudem werden Liquiditätskrisen, wie sie z.B. infolge steigender Rückkäufe über den ggf. notwendigen Verkauf von Anlagen zu empfindlichen Verlustrealisationen führen können, durch die vereinfachende Unterstellung ausgeblendet, dass sich Abläufe und Neugeschäft kompensieren³¹⁾.

Zwar können die Stress-Tests als einfach handhabbare Frühwarnsysteme gesehen werden, de-

27) Für die Formulierung dieser Anlagerichtlinie konnten sich die VU an einer Musterrichtlinie des GDV orientieren, die den Mitgliedsunternehmen ebenfalls Ende 2002 als Teil eines GDV-Rundschreibens (2613/2002) mit Erläuterungen zu den R29 bis R32 zugegangen war.

28) Vgl. hierzu BaFin, Vierteljährlicher Bericht über die Zusammensetzung der Kapitalanlagen, Nachweisung 670, sowie BaFin, Vierteljährlicher Bericht über die Buch- und Zeitwerte der Kapitalanlagen und die Bedeckung der vt. Passiva, Nachweisung 671, www.bafin.de/rundschreiben/92_2002/021212_2_nw.pdf.

29) Eine weiter gehende Publizität der Ergebnisse ist nicht vorgesehen, Informationsinteressenten können jedoch auf Belastungsrechnungen von Rating-Anbietern zurückgreifen. So publiziert die Rating-Agentur Fitch mittlerweile die Ergebnisse eigener Stress-Tests, vgl. Metzler/Gohil/Mayne, Deutsche Lebensversicherer: Versicherer müssen Milliarden abschreiben, Fitch Spezial Report 7. 3. 2003 S. 4. Fitch führt die Tests jedoch nur auf Basis der VU-Geschäftsberichte 2002 durch. Unabhängig von der Beurteilung der Aussagekraft eines solchen Tests auf Buchwertbasis: Beachtliche 50 der 86 überprüften VU haben den Test nicht bestanden, vgl. Fitch Ratings: Stress-Test Ergebnisse und Übersicht über Fitch Einzel- und Gruppenratings (Stand 21. 10. 2003), www.fitch-makler.de/files/Ratingliste_AAA.pdf

30) Vgl. zur Kritik an den vorgeschriebenen Stress-Tests v.a. Hein/Mayer-Wegelin, VersW 2003 S. 908; zur Sichtweise der BaFin demgegenüber Sieg, ZfV 2003 S. 379 (380 f.). (Fußnote 31 auf S. 856).

ren Einführung zu einer Sensibilisierung der Unternehmen für den zumeist notwendigen Ausbau des Kapitalanlagen-Controllings und des ALM beitragen kann. Doch bleibt zu fragen, ob nicht durch die (bis auf die Stress-Test-Regelung) eher allgemein gehaltenen Ausführungen zum Risikomanagement auch seitens der Aufsicht eine Chance verpasst wurde: Es hätten hier konkrete Rahmenbedingungen oder Mindestanforderungen für die Entwicklung und Ausgestaltung interner Risikomodelle sowie deren Implementierung in ein ganzheitliches ALM, wie es nicht nur zur reinen Risikosteuerung, sondern auch zur Entscheidungsunterstützung bei der unternehmerischen Strategiefindung Verwendung finden kann³²⁾, geliefert werden können.

Insgesamt gehen damit von den legislativen und exekutiven Aktivitäten im zeitlichen Umfeld der wirtschaftlichen Probleme in der Assekuranz deutliche Krisensignale aus. Die erstgenannten Normensetzungen sind dabei gleichzeitig zumindest teilweise als potenzielle Krisenursachen i.w.S. zu sehen – unabhängig davon, dass sie ursprünglich zur Krisenbewältigung gedacht waren. Über diese „staatlichen“ Bewältigungsstrategien hinaus signalisieren aber auch die von der Branche selbst ergriffenen Maßnahmen die Ernsthaftigkeit der Situation.

III. Anpassungsreaktionen

1. Auffangeinrichtungen: Krisensignal und Krisenbewältigung

Signale für die angespannte Ertragssituation liefern auch Maßnahmen der Assekuranz, die zuweilen als Selbstregulierung³³⁾ begriffen werden können. Gemeint sind damit weniger selbstbeschränkende Maßnahmen im Einzelfall wie die der ML, die im November 2002 das Neugeschäft in kapitalbildenden Lebensversicherungen eingestellt hatte. Vielmehr geht es an dieser Stelle um Brancheninitiativen, insbesondere um Auffangeinrichtungen zur Bewältigung von Versichererkrisen. Dieser bereits seit Jahrzehnten mit wachsendem Nachdruck vorgeschlagene Schritt³⁴⁾ wurde im August 2002 erst unter dem Eindruck der Unausweichlichkeit von Versichererinsolvenzen initiiert: Die bisher ungekannten Werteinbußen bei den Finanzanlagen der VU, die zunehmend kritische Position der BaFin sowie der Präzedenzfall der „Familienfürsorge“ sorgten im August 2002 dafür, dass sich die deutsche Versicherungswirtschaft auf eine Einrichtung für die Übernahme fallierender LVU verständigen konnte.

Die Protektor Lebensversicherungs-AG (Protektor) wurde letztlich am 8. 11. 2002 mit dem Zweck ins Leben gerufen, im Bedarfsfall Versicherungsbestände notleidender LVU zu übernehmen. Zu einer finanziellen Beteiligung verpflichtet wurden sämtliche Mitglieder des GDV, wobei nur 10 von ihnen den eigentlichen Gründerkreis Protektors ausmachten. Am 9. 12. 2002 erhielt Protektor von der BaFin die Erlaubnis zur Ausübung des Geschäftsbetriebs³⁵⁾. Bis heute unter der Adresse des GDV firmierend, wurde Protektor zunächst als Rechtsmantel geschaffen und erst im Zuge der ML-Krise aktiviert. Unab-

hängig davon, dass die materielle Realisierung der Sicherungseinrichtung insoweit nur schrittweise erfolgt ist, was nicht unerhebliche Fragen ihrer Tätigkeit bis zum ersten Eingriffsfall offen ließ³⁶⁾, stellt bereits der Auftakt der formellen Realisierung ein entscheidendes Signal dar: Um ein Konzept umzusetzen, das sie bis kurz zuvor noch vehement abgelehnt hatten, musste für die Unternehmens- und Verbandsvertreter der Assekuranz ein besonders starker Anreiz bestehen. Dieser war mit dem Wissen um die Ernsthaftigkeit von Krisenerscheinungen in der Branche eingetreten. Im Ergreifen der in Protektor liegenden Strategie der Krisenbewältigung lag daher gleichzeitig ein deutliches Signal für die Krisenrelevanz aus Branchensicht. Dieses Signal wiederholte sich in der Gründung der Auffanggesellschaft „Medicator“ durch die privaten Krankenversicherer am 3. 7. 2003³⁷⁾. Zu diesem Akt sahen sich die Initiatoren durch die ML-Krise³⁸⁾, aber auch durch die irritierte Öffentlichkeit veranlasst, was auf ein weiteres Krisenmerkmal mit Signalcharakter überleitet.

Denn zu dem Signal der Gründung kommt das der – seitens der Branche nicht nur erduldeten, sondern in weiten Teilen selbst bestimmten – *Publizität* von Gründung und Geschäftsaufnahme Protektors hinzu. Angefangen mit der Presseberichterstattung zu den ursprünglich ursächlichen Wertverlusten in den Anlageportfolios,

31) Den VU ist allerdings freigestellt, der BaFin weiter gehende Berechnungen vorzulegen, vgl. hierzu GDV, Stress-Tests: Frühwarnsystem für die Lebensversicherer, Pressemitteilung 23. 5. 2003, www.gdv.de/presseservice/21925.htm; sowie Romeike, Rating aktuell 4/2003 S. 12 (14). Diese Möglichkeit dürfte insbesondere den VU nützlich erscheinen, die den formalisierten Stress-Test infolge der aufgezeigten Mängel nicht bestanden haben.

32) Für einen Überblick zum ALM im Rahmen wertorientierter Steuerung von VU vgl. Schölisch, in: Paul/Kösters (Hrsg.), IKF-Semesterbericht 54, 2001, S. 71.

33) Vgl. grundlegend Hoeren, Selbstregulierung im Banken- und Versicherungsrecht, 1995.

34) Vgl. aktuell Metzler/Gohil/Mayne, Deutsche Lebensversicherer: Wie ist die Zukunft zu finanzieren, Fitch Spezial Report vom 26. 11. 2002; für einen umfassenden Überblick Horsch, Versichertenschutzfonds in der deutschen Assekuranz, 1998, S. 31 ff., 205 ff. Stellvertretend für traditionelle Gegenpositionen vgl. Farny, Ein Konkursicherungsfonds in der Versicherungswirtschaft, 1990; Oehmke, Gläubigerschutz durch Insolvenzsicherungsfonds in einem deregulierten Versicherungsmarkt, 1990.

35) Für einen Kurzüberblick zur Geschichte Protektors vgl. Steevens, Ungeliebte Auffanggesellschaft als letzter Ausweg, Börsen-Zeitung vom 27. 6. 2003 S. 17.

36) Vgl. kritisch hierzu Horsch, Die Versicherer müssen mit der Auffanglösung Protektor Vertrauen schaffen, Börsen-Zeitung vom 3. 7. 2003 S. 18. Die vorgesehene Bestandsübertragung von der ML auf Protektor läuft auf eine Betriebsübertragung nach § 613a BGB hinaus. Die Informationen über deren schrittweise Abarbeitung waren aus Sicht betroffener Versicherer zuletzt so unbefriedigend, dass sie ihre weitere Beteiligung in Frage stellten, vgl. o.V., Mannheimer-Rettung gerät in die Kritik, HB vom 1./2. 8. 2003 S. 22.

37) Vgl. dazu Verband der privaten Krankenversicherung, PKV gründet Auffanggesellschaft „Medicator“, Pressemeldung vom 4. 7. 2003, www.pkv.de/downloads/medicator.doc. Medicator wurde betont nicht mit Problemen der Mannheimer Krankenversicherung begründet, für die sich später auch eine eigenständige Lösung finden sollte, vgl. o.V., Continentale steigt bei Mannheimer-Tochter ein, HB vom 11. 8. 2003 S. 18.

38) Vgl. zu den befürchteten Domino-Effekten innerhalb des Mannheimer-Konzerns Alich/Dohmen/Lansch, Krise bedroht Krankenversicherer, HB vom 1. 7. 2003 S. 19.

über die Entstehung Protektors und später die Ankündigung der Übertragung der ML-Bestände auf Protektor bis hin zur aktuellen Auseinandersetzung um eine anreizkompatible Gestaltung dieses Transfers³⁹⁾ hat sich die Assekuranz in einer für sie ungewohnten Ausführlichkeit mit einer kritischen Presse und besorgten Öffentlichkeit auseinandergesetzt. Hiermit wurde gleichsam das „publizistische“ Signal ausgesandt, dass die aktuellen Krisenerscheinungen auch nach Auffassung der Branche für eine „stille Bereinigung“ nach traditionellem Muster zu ernst sind. Angesichts der Bedeutsamkeit der Vorgänge um Protektor und ML könnte hiermit ein neuer Zeitabschnitt für das Zusammenspiel von Versicherungsbranche, -aufsicht sowie -presse⁴⁰⁾ (und damit für die Offenheit gegenüber allen Marktteilnehmern) angebrochen sein.

2. Verbesserte Krisenbewältigung durch weitere Anpassungsreaktionen?

Aus heutiger Sicht bleibt daher abschließend zu fragen, ob die bis dato ergriffenen Maßnahmen

- a) zur Bewältigung der aktuellen Krise sowie
- b) zur Prophylaxe gegenüber Wiederholungsfällen

ausreichen dürften, oder ob über weiter gehende Neuordnungen der Selbst- bzw. staatlichen Regulierung zu befinden ist. Bereits einmal hat der Zusammenbruch eines VU – der Frankfurter Allgemeinen Versicherungs-AG (FAVAG) im Jahre 1929 – eine grundlegende Neuordnung der hierfür kritisierten Versicherungsaufsicht nach sich gezogen⁴¹⁾.

Ein solcher Bedarf besteht heute nicht. Wenn gleich die jüngsten Krisenerfahrungen in Deutschland den Schluss herauszufordern scheinen, es bedürfe einer Neuordnung nicht zuletzt der Versicherungsaufsicht, so muss hieraus keine nachhaltige (Re-)Regulierung, insbesondere des Anlagen-, und hier wiederum des Aktiengeschäfts von VU, resultieren: Auch in der Versicherungswirtschaft ist der Ansatz, den Marktkräften größere Funktion und Vertrauen zukommen zu lassen, grundsätzlich sachgerecht. Nur muss die von den Regulierten gezeigte Verantwortung hiermit Schritt halten. Um diesbezügliche Anreize zu setzen, wäre eine Modernisierung der auf einem Aufsichtsgesetz von 1901⁴²⁾ fußenden Aufsichtsnormen zielführend. Hierauf weist nicht zuletzt hin, mit welcher Intensität die BaFin im Zuge der aktuellen Lage auf Regulierungsinstrumente wie Rundschreiben oder Sonderaktionen (etwa die besagten Fragebögen) zurückgegriffen hat – die im übrigen seitens der Assekuranz durchaus als Regulierungsverschärfung empfunden werden.

Im Rahmen einer Reformierung der Versicherungsaufsicht besteht grundsätzlich die Chance, wichtige Gestaltungshinweise aus der laufenden Neuordnung der Bankenaufsicht („Basel II“) abzuleiten. Die derzeitigen Arbeiten am „Solvency II“-Konzept zeigen, dass sowohl in Bezug auf die Grundkonzeption der Regulierung – mit Übernahme der Drei-Säulen-Konzeption für die Versicherungsaufsicht – als auch in Bezug auf die Aufsichtsschwerpunkte – Gewichtsverschiebung zugunsten qualitativer Aufsicht – eine

Neuordnung auf dem Weg ist, welche Elemente der Bankenaufsicht insoweit nutzt, wie sie übertragbar erscheinen⁴³⁾. Unabhängig davon, dass das Ergebnis der Modernisierung noch nicht abzusehen ist, deutet sie zunächst insofern auf einen sinnvollen Weg hin, als nicht nur eine Überregulierung, sondern umgekehrt auch Regulatory Forbearance vermieden werden soll.

Bei einer Neuordnung der Aufsichtsinhalte im Sinne quantitativer und qualitativer Ansätze ist indes die Frage vorzuschalten, inwieweit auf eine marktliche anstelle einer staatlichen Regulierung gesetzt werden könnte. Insbesondere basierend auf der Problematik, Normen der qualitativen Bankenaufsicht weder zu vage noch zu eingriffsintensiv auszugestalten, lässt sich die Frage des Vertrauens in die Selbstorganisationsfähigkeit von Märkten nicht nur für Banken⁴⁴⁾, sondern analog auch für VU ableiten. Wird diese Frage positiv beantwortet, so ist die Entwicklung von Mindeststandards der Risikokontrolle auf Seiten der (Finanz-)Marktteilnehmer, die diese über die ihnen verfügbaren Disziplinierungsinstrumente durchzusetzen versuchen, ebenso unerlässlich wie die Entwicklung von Marktstandards für die (insbesondere Risiko-)Publizität auf Seiten der VU. In der Gesamt-

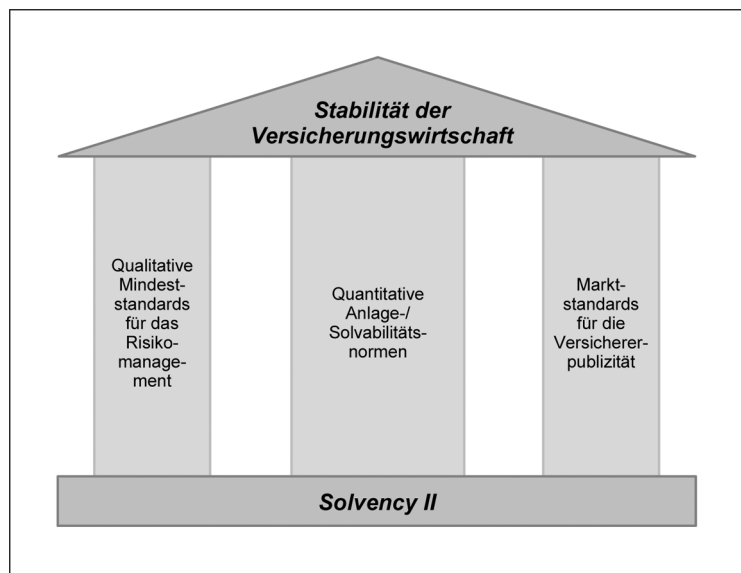


Abb. 5: Drei-Säulen-Modell der Versicherungsaufsicht

39) Vgl. die Berichterstattung der Wirtschaftspresse insbesondere über die Zeitspannen 8.-18. 8. 2002 (Protektor-Auftakt), 26.-28. 6. 2003 (ML-Geschäftsaufgabe), 1.-5. 8. 2003 (ML-Übertragung) sowie zuletzt ausdruckskräftig (vgl. z.B. Dohmen/Maisch, „Blutspur der Pappnasen“, HB vom 28. 8. 2003 S. 10) zur ML-Hauptversammlung 2003 (27.-29. 8. 2003).

40) Vgl. für einen geschichtlichen Überblick Surminski, in: Müller et al. (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), Bd. II, S. 985.

41) Vgl. für einen Überblick Koch, VersW 2003 S. 1228 (1232 f.); Müller, a.a.O. (Fn. 14), S. 32 ff., 48 ff.; Horsch, a.a.O. (Fn. 34), S. 32 f.

42) Zum Reichsgesetz über die privaten Versicherungsunternehmen vom 12. 5. 1901 vgl. einführend Schmidt, in: Prölss, VAG, 11. Aufl. 1997, Vorbem., Rdn. 1 f.; Koch, in: Müller (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 3), Bd. I, S. 5 (18 ff.).

43) Vgl. Knauth/Schubert, VersW 2003 S. 902 (905 ff.); Knauth, in: Leser/Rudolf (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 6) S. 151 (174 f.).

44) Vgl. grundlegend insbesondere Paul, BFuP 2002 S. 556 (567 ff.); sowie bereits Paul, PWP 2000 S. 289; Horsch/Paul, ZfGK 1998 S. 328.

sicht ergibt sich das Drei-Säulen-Modell der Versicherungsaufsicht in der Tat ganz analog zur Bankenaufsicht. Die Abb. 5 auf S. 857 verdeutlicht, dass hierin quantitativ formulierte Anlage- und Solvabilitätsvorschriften nach wie vor eine zentrale Position einnehmen. Das größere Ausbaupotenzial liegt hingegen bei den flankierenden Säulen qualitativer Aufsichts- und marktorientierter Publizitätskonzepte.

IV. Zusammenfassung

Die Mannheimer Lebensversicherung AG (ML) ist in einem intensivierten Wettbewerb mit verändertem (Regulierungs-)Umfeld durch verfehlte Anpassungsreaktionen des Managements, die sich insbesondere in der (Aktienlastigkeit der) Anlagepolitik bei unzureichenden Reserven niedergeschlagen haben, in die Krise geraten. Die Politik verstärkter Equity Investments entsprach im Grunde durchaus dem Branchentrend, erwies sich im Fall der ML jedoch offenbar als besonders schlecht gemanagt. Wenngleich der gel-

tenden Regulierung der Kapitalanlagen von VU kritische Signalwirkungen beigemessen werden können und neben den Aufsichtsinstanzen auch die Versicherer selbst Signale für die Ernsthaftigkeit der Krise aussenden⁴⁵⁾, liegt die angemessene Antwort für alle Akteure in einer moderaten Reaktion: Auf Seiten der Versicherungsunternehmen sind insbesondere die Risikomanagementkapazitäten und -qualitäten auszubauen, während sich die Aufsicht einer Modernisierung ihrer Konzeption, insbesondere unter Anknüpfung an die internationalen Entwicklungen nach Basel II bzw. Solvency II, widmen sollte. Es könnte dann gelingen, den Zusammenbruch eines Anbieters, wie er in Marktwirtschaften möglich sein muss, nicht nur für die Gegenwart zu bewältigen, sondern auch im Sinne einer Erfahrungs- und Wissensgewinnung für die Zukunft zu nutzen.

⁴⁵⁾ Vgl. zuletzt o.V., *Versicherer warnen vor weiteren Pleiten*, HB vom 17. 9. 2003 S. 26.