

# **Lebensversicherungen im Sog fallender Aktienmärkte**

**Auswirkungen der Börsenkrise  
auf die Sicherheit deutscher Lebensversicherungen**

© Falkenstein Nebenwerte AG  
info@falkenstein-ag.de  
10. Juli 2002

## **Executive Summary:**

**“...in der Versicherungswirtschaft gibt es keine Sicherungsfonds wie bei den Banken, so dass der Kunde ... sein gesamtes Geld verlieren kann.”**  
Elke Weidenbach, Verbraucherzentrale NRW

### **Stille Reserven ade -**

Die Versicherungsbranche ist unter Druck. Stille Reserven und Fettpolster aus der Zeit des Börsenbooms sind verschwunden. Zwischen 1994 und 2000 hatten deutsche Versicherer ihren Aktienanteil von 12,7 auf 26,4% der gesamten Anlagen hochgeschraubt. Von den 125 Mrd Euro Prämieinnahmen im Jahr 2000 flossen 41% in Aktien – vielfach zu Kursen nahe den historischen Höchstständen. Nach einer Studie der WestLB hatten die kleineren deutschen Versicherer per 18. September 2001 rund 80% ihrer stillen Reserven verbrannt. Für die gesamte Branche schätzten die Düsseldorfer Analysten einen Rückgang der stillen Reserven um 51,8%.

### **Jeder Besitzer einer deutschen Lebensversicherung muss mit Einschnitten rechnen**

Im Jahr 3 nach dem Ende der Börsenhausse fällt der Kassensturz bei deutschen Lebensversicherern ernüchternd aus. "Alle Lebensversicherer müssen ihre Überschussbeteiligungen senken", prophezeit Heijo Hauser, Geschäftsführer des Versicherungsberaters Tillinghast-Towers Perrin. Der Rotstift wird sowohl Kapitallebens- als auch Rentenversicherungen treffen. Einzelne Versicherungsnehmer mussten bereits zusehen, wie ihre Rückzahlungswerte um sechsstelligen Beträge gekürzt wurden.

### **Große Beliebtheit von Lebensversicherungen macht kritische Überprüfung des Sektors notwendig**

Mit 85 Millionen Verträgen und einer versicherten Summe von 1,6 Billionen Euro sind Lebensversicherungen neben dem Eigenheim die beliebteste Anlageform der Deutschen. Versicherungsgesellschaften galten bislang als krisenfest und wachstumsträchtig. Doch die Börsenbaisse und die Kürzung der Überschussbeteiligungen wirft die Frage auf, ob die deutschen Sparer auf das richtige Pferd gesetzt haben. Die Beantwortung dieser Frage kann Auswirkungen auf den gesamten Finanzplatz Deutschland haben.

### **Enronitis auch bei deutschen Versicherern?**

Rund um den Globus erhalten Sparer Hiobsbotschaften über Performance und Werthaltigkeit ihrer bislang als sicher eingestuften Altersvorsorgeanlagen. In England mussten über eine Million Versicherte der Equitable Life, der ältesten Versicherung der Welt, eine Kürzung ihrer Ansprüche um 16% hinnehmen. In der Schweiz wies die Swiss Life nach Abzug bestimmter Goodwill- und Akquisitionsposten per April 2002 ein negatives Netto-Eigenkapital aus. Im deflationsgeplagten Japan sind seit 1997 bereits sieben Lebensversicherer in Konkurs gegangen. Mit der Unruhe um die Bilanzierungsmethoden des Finanzdienstleisters MLP scheint die Aufräumarbeit unter Finanzdienstleistern auch den deutschen Markt erreicht zu haben. In Londoner Bankkreisen wird bereits darüber spekuliert, ob sich MLP zur Beruhigung seiner

Situation durch einen „weißen Ritter“ übernehmen lassen muss. Es ist zu erwarten, dass sich die Diskussion um die Bilanzierungsmethoden und Sicherheit deutscher Finanzkonzerne bald auch auf die Lebensversicherer ausdehnen wird.

### **Solidität deutscher Versicherungsverträge hängt stark von Aktien und Anleihen ab**

Die Börse spielt für die deutschen Versicherungsgesellschaften mittlerweile eine entscheidende Rolle. Ob es für deutsche Versicherungssparer bei einer Kürzung der Überschussbeteiligung bleibt oder weitergehende Kürzungen und Insolvenzen zu befürchten sind, wird maßgeblich durch die Entwicklung des Kapitalmarktes entschieden. Rund 96% der Anlagen von Lebensversicherern hängen von Börsenkursen und Zinsniveau ab. Das Absinken des DAX auf rund 3.800 Punkte im September 2001 hatte bei ersten Lebensversicherungen bereits zu einer vollständigen Vernichtung aller stillen Reserven und zur Entstehung stiller Verluste geführt.

### **Flucht in Unternehmensanleihen könnte sich als Bumerang erweisen**

Um die rückläufigen Erträge im Aktienbereich und die niedrigen Renditen von Staatsanleihen auszugleichen, investieren deutsche Versicherer zunehmend in Unternehmensanleihen. Seit Enron und SwissAir ist jedoch selbst bei vermeintlich soliden Schuldnern erhöhte Vorsicht angebracht. In Europa stammen 70% aller Unternehmensanleihen aus dem Telekom- und Medienbereich. Setzt sich der gegenwärtige Trend der „erosionomics“ (= langsam erodierende Volkswirtschaften und Kapitalmärkte) fort, können die wachsenden Engagements bei Unternehmensanleihen dazu führen, dass deutsche Lebensversicherer mit ihren Renditenversprechen noch stärker in Bedrängnis geraten.

### **Auch das Engagement in Kreditderivaten verdient Wachsamkeit**

Das neue Sicherheitsdenken der Nach-Enron-Ära wirft weitere, in der Öffentlichkeit bislang unzureichend diskutierte Fragen auf. Der Enron-Konzern geriet aufgrund komplexer, nicht aus der Bilanz ersichtlicher Derivatgeschäfte in Konkurs. Auch deutsche Lebensversicherer investieren in Kreditderivate und übernehmen dabei Kreditrisiken, die Banken aus ihren Büchern entfernen möchten. Versicherungen können aufgrund weniger strenger Kapitalauflagen höhere Kreditrisiken schultern als Banken. Eine solche regulatorische Arbitrage kann zu einer stabilitätsgefährdenden Umverteilung und Konzentration von Risiken führen. Versicherer zählen mit rund 20% Marktanteil bereits zu den größten Marktteilnehmern des weltweit auf 2 Billionen US\$ geschätzten Kreditderivatebereichs. Der gesamte Bereich wird auch von Regulierungsbehörden erst nach und nach erschlossen.

### **Hinweise aus den USA, dass sich deutsche Versicherer auf der Suche nach höheren Renditen zu riskanten Derivatspekulationen verleiten lassen**

Deutsche Lebensversicherer investieren derzeit noch in der Hoffnung auf höhere Renditen in Kreditderivate. Wenn aber jahrzehntelang im Kreditgeschäft erfahrene Banken Kreditrisiken abgeben, muss die Frage gestellt werden, ob die Käufer die Risiken in allen Fällen ausreichend erkennen und den Wert der Anlage korrekt bestimmen können. Eine für Finanzplanung, Finanzprodukte und Versicherungen zuständige Tochter von American Express hat sich bei ihrer Suche nach höheren Erträgen bereits die Finger verbrannt: Amex Financial Advisors verlor mit Kreditderivaten, deren Funktionsweise die Amex-Mitarbeiter nicht richtig verstanden hatten, im Jahr 2001 rund 1 Mrd US\$. Auf der verzweifelten Suche nach höheren Zinsen könnten sich auch deutsche Gesellschaften eine blutige Nase holen: Das amerikanische Branchenmagazin „The

Banker” berichtete jüngst, dass deutsche Lebensversicherer als auffällig große Käufer besonders riskanter Tranchen des Kreditderivate-Bereichs beobachtet wurden.

### **Ist ein “Fall Equitable” in Deutschland nur noch eine Frage der Zeit?**

Die bei unserer Untersuchung gefundenen Indizien deuten darauf hin, dass es bei deutschen Versicherern höher als erwartet ausfallende, in der Finanzpresse und öffentlichen Meinung noch nicht hinreichend beobachtete Risiken gibt. Uns erscheint eine verstärkte Überwachung von Derivate-Engagements sowie die zwangsweise Einführung eines “Crashtests” für deutsche Versicherungen als angebracht. Die aufgezeigten Risikofaktoren erscheinen geeignet, um bei einem anhaltend schlechten Klima an den Finanzmärkten zum Kollaps einer oder mehrerer deutscher Versicherer zu führen. Auch wenn wir davon ausgehen, dass es bei Schieflagen zu Übernahmeaktivitäten und Zusammenschlüssen kommt, ist ein Auffangen der Verluste durch die “Deutschland AG” im wettbewerbsintensiven Umfeld nicht mehr sichergestellt.

Eine erste Schieflage liegt in Deutschland bereits vor: Nach einem Bericht der Zeitschrift Capital hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht den Detmolder Lebensversicherer Familienfürsorge unter Zwangsverwaltung gestellt. Bei 300.000 Versicherungsverträgen sollen bei den Renditen zumindest Einschnitte bevorstehen. Capital zufolge sollen insgesamt 13 Gesellschaften außer Stande sein, den Garantiezins von meist 3,25 Prozent zu zahlen, wenn der Dax am Jahresende auf aktuellem Niveau notiert.

## **Inhaltsverzeichnis:**

<b>Executive Summary</b>	2
<b>Stille Reserven ade</b>	6
<b>Jeder Besitzer einer deutschen Lebensversicherung muss mit Einschnitten rechnen</b>	8
Renditerechnungen aufgrund desolater Kapitalmärkte hinfällig	8
Schon kleine Renditeschwankungen machen sich über die lange Laufzeit bemerkbar	9
<b>Tabuthema „Insolvenz von deutschen Lebensversicherern“ gewinnt an Brisanz</b>	9
Großbritannien: Etablierter Versicherer vor dem Aus?	9
Bilanztricks: Enronitis bei Versicherern?	10
Probleme auch in der soliden Schweiz	10
Japan: Bereits 7 Pleiten in der Versicherungsbranche	12
Strauchelnde Versicherer weltweit: Ist Deutschland sicher?	12
Branchensolidarität ist nicht unbeschränkt belastbar	13
Staatsanleihen: Sicher, aber zu wenig rentabel, um die Renditeerwartungen der Versicherten zu erfüllen	14
Der Ausweg: Unternehmensanleihen - höhere Zinsen, jedoch auch viel riskanter	14
Bedenklich: Extrem hoher Anteil von Anleihen aus dem Telekommunikationsbereich	15
Kreditderivate: Wenn Versicherer im Kreditgeschäft schlauer als Banker sein wollen	16
<b>Bekommt Deutschland einen „Fall Equitable“, und welche Auswirkungen hätte der einzelne Versicherte zu befürchten?</b>	18

## Stille Reserven ade -

### **Die stillen Reserven deutscher Lebensversicherer beruhten zum Jahresende 1999 zu mehr als 80% auf Dividendenpapieren.**

Berechnung von Tillinghast-Towers Perrin in  
"Die Finanzstärke deutscher Lebensversicherer",  
Mai 2001

Versicherungsgesellschaften gelten seit Jahrzehnten als die sichersten Werte überhaupt. Mit jährlich wachsenden Prämieinnahmen und stillen Reserven in Milliardenhöhe schienen deutsche Versicherer gegen jeden Sturm gewappnet und gefeit.

Neben dem Eigenheim sind Lebensversicherungen der größte Vermögensposten deutscher Sparer. Mit 85 Millionen Lebensversicherungsverträgen sind die Deutschen besser versichert als praktisch jedes andere Volk der Erde. Statistisch entfällt auf jeden Bürger – vom Säugling bis zum Greis – eine Lebensversicherung. Die versicherte Summe der Deutschen liegt bei 1,6 Billionen Euro.

Bislang kombinierten Lebensversicherungen Sicherheitsdenken und attraktive Renditen. Die gesetzliche Mindestverzinsung für Lebensversicherungen liegt in Deutschland zwar nur bei 3,25%, dank der Überschussbeteiligungen kamen Versicherungsnehmer jedoch regelmäßig in den Genuss erheblich höherer Renditen. Weil die Versicherungen die Gelder ihrer Kunden in Immobilien und Aktien investierten, profitierten die Versicherten vom Immobilien- und Aktienboom. Ein Teil der derart erzielten Erträge wurde renditeerhöhend an die Kunden weitergereicht. Bis 1999 wurden so hohe Gewinne erzielt, dass Überschussbeteiligungen von 7% und mehr gewährt werden konnten.

Das System funktionierte, solange Aktien regelmäßig neue Höchststände erreichten und Wirtschaftswachstum sowie Zuzug die Immobilienpreise steigen ließen. Der Erfolg gab den Versicherungen recht und lieferte die notwendigen Vorzeigeresultate, um neue Kunden zu akquirieren.

Die hohen Ergebnisse führten jedoch auch dazu, dass sich neue Kunden vielfach nur noch mit immer höheren Rendite-Versprechungen akquirieren ließen. In bunten Hochglanzprospekten wurden die Ergebnisse der Vergangenheit genutzt, um die Erträge der Zukunft zu prognostizieren.

### **Fallende Aktienmärkte lassen die Reserven der Versicherer drastisch zurückgehen**

Der durch das aggressive Renditedenken ausgelöste Wettbewerb könnte sich jedoch in den kommenden Jahren als Bumerang erweisen. Ein Großteil des deutschen Finanz- und Versicherungs-Establishments wurde von der seit März 2000 andauernden Börsenbaisse auf dem falschen Fuß erwischt. Als die Süddeutsche Zeitung zum Jahresende 2000 eine Befragung unter 35 Banken durchführte, rechneten die Bankanalytiker auf Sicht eines Jahres mit einem Stand des Dax von mindestens 6000 bis 7.700 Punkten. Am 28. Dezember 2001 notierte der wichtigste deutsche Aktienindex aber bei 5.160 Punkten.

Gerade im Jahr 1999 und im ersten Halbjahr 2000 haben deutsche Lebensversicherungen hohe Neuanlagen in Aktien getätigt. Im Jahr 2000 flossen 125 Milliarden Euro an neuen Kapitalanlagen zu 41% in Aktien. Die damals vielfach nahe den historischen Höchstkursen eingekauften Papiere haben seither rasant an Wert verloren.

Die deutsche Börse hat seit 1949 mehrfach stark nach unten korrigiert. Bislang konnten die Versicherungsgesellschaften Baissephasen durch die hohen Reserven abfangen. Der aktuelle Abschwung hat jedoch eine für deutsche Versicherer neue Qualität. Investierten Versicherer nach Kriegsende nur 5% ihrer Anlagen in Aktien, erlaubte eine Änderung der Anlagevorschriften später bis zu 30% Aktienanteil. Die deutsche Versicherungsbranche machte von der gelockerten Regelung reichlich Gebrauch: Waren Ende 1995 nur 12,9% des Vermögens in Fondsanteilen und Aktien investiert, lag die Quote im Jahr 2000 bereits bei 26,4%.

#### **Fehlinvestments von Profis**

Im Dezember 2000 beteiligte sich die Münchener Rück-Gruppe mit einem Anteil von 4,9% an der Kinowelt AG. Einem damaligen Einstandskurs von 17 Euro steht ein heutiger Kurs von 0,10 Euro gegenüber. Oft erwies sich auch die Beteiligungsgröße als Problem. Weil die Umsätze bei Titeln des Neuen Marktes oder des S-Dax stark gefallen sind, mussten Versicherer teilweise weitgehend hilflos mit ansehen, wie ihre Aktien an Wert verloren.

Die starke Ausrichtung auf Aktien rächt sich jetzt. In früheren Baisse-Phasen konnten Versicherer noch auf ihre Investments in Anleihen und Immobilien zurückgreifen, um die Verluste durch positive Ergebnisse anderer Sparten abzufangen. Diesmal könnten die Bremsspuren im Aktienbereich zu lang sein, um durch die anderen Bereiche abgefangen zu werden.

Selbst innerhalb der Branche wächst die Unruhe. Ein Versicherungsanalytenteam der WestLB Panmure gab sich bereits Ende 2001 "tief beunruhigt" über die stillen Reserven der deutschen Versicherer. Zum 18. September 2001 hätten die kleineren Versicherer bereits 80% ihres Polsters zwischen Zeit- und Buchwert ihrer Kapitalanlagen verloren. Für die gesamte Branche lag die Schätzung bei einem Rückgang um 51,8%.

Das Beratungs- und Analyseunternehmen Tillinghast-Towers Perrin schlug ebenfalls Alarm. Im Mai 2001 untersuchten die Spezialisten die Finanzstärke deutscher Versicherer. Die damaligen Schätzungen gingen davon aus, dass die Bewertungsreserven, die am Jahresende 1999 14,4% betragen hatten, am Jahresende 2000 auf 11,2% und zum Ende des 1. Quartals 2001 auf 7,8% abgesunken waren. Die entsprechenden Dax-Werte lagen bei 6.955 Punkten, 6.433 Punkten und 5.829 Punkten. Aktueller Schätzungen von Tillinghast-Towers Perrin liegen derzeit nicht vor. Bei einem aktuellen Dax-Stand von 4.300 Punkten ließe sich die Tendenz einer neuen Berechnung jedoch schon vorab schätzen.

Die desolante Börsenlage hat im deutschen Versicherungssektor zu einer dramatischen Veränderung der Finanzstrukturen geführt. Hält die Schwäche der Aktienmärkte an, werden sich einige deutsche Lebensversicherer einer brutalen Vergangenheitsbewältigung gegenübersehen. "Capital" hatte bereits im Oktober 2001 geschätzt, dass die stillen Reserven der deutschen Versicherer bei einem Dax-Stand von 4.500 gegen Null tendieren.

Die Finanzstruktur der deutschen Versicherer unterscheidet sich teilweise aber stark voneinander, so dass eine Branchenbetrachtung nur unzureichend ist und für jedes Versicherungsunternehmen eine Einzelfallbetrachtung notwendig ist. Die aufgezeigten Schwächen im Aktienbereich könnten

jedoch in Kombination mit den im folgenden aufgezeigten Risiken im Anleihen- und Derivatebereich für erhebliche Unruhe unter deutschen Versicherungsnehmern und Kapitalanlegern führen.

## **Jeder Besitzer einer deutschen Lebensversicherung muss mit Einschnitten rechnen -**

**“Mancher Anbieter wird unter den gegenwärtigen Bewertungsnormen sogar Schwierigkeiten haben, die Anlegern garantierte Verzinsung zu erwirtschaften.”**

Professor Heinrich Schradin, Universität Köln

Was Aktionäre bereits erlitten haben, steht den Kunden vieler Lebensversicherungen erst noch bevor. Wer eine Lebensversicherung besitzt, dürfte bald den langen Arm der Börse am eigenen Geldbeutel spüren. "Alle Lebensversicherer müssen ihre Überschussbeteiligungen senken", prophezeit Heijo Hauser, Geschäftsführer des Versicherungsberaters Tillinghast-Towers Perrin.

Deutsche Lebensversicherungen garantieren ihren Kunden lediglich eine Basisverzinsung von 3,25%. Jeder zusätzlicher Euro Ausschüttung muss zuvor am Kapitalmarkt verdient werden. Weil es nach fetten aber immer auch magere Jahre gibt, ist die Ausschüttung einer Überschussbeteiligung nicht garantiert.

### **Renditerechnungen aufgrund desolater Kapitalmärkte hinfällig**

Verbraucherschützer hatten seit langem beklagt, dass Lebensversicherer langfristig hohe Renditen für die nächsten 30 Jahre versprechen. Die Renditeversprechen sind in der Regel eine Extrapolation (Hochrechnung) zurückliegender Renditen. Doch nicht immer lässt sich aus der Vergangenheit auf die Zukunft schließen. Angesichts der gegenwärtigen Börsensituation ist es unwahrscheinlich, dass Inhaber von Versicherungspolicen weiterhin mit der gewohnten jährlichen Rendite von 7% oder mehr rechnen können.

Die Schwankungen des Kapitalmarktes können erheblichen Einfluss auf die Erfüllung von Renditeprognosen haben. Der Kölner Versicherungsprofessor Oskar Goecke (FH Köln) hatte bereits 2001 insgesamt 303 Produkte von 66 Lebensversicherern auf die Plausibilität der Renditeprognosen untersucht. Goecke kam zu dem Ergebnis, dass die Musterrechnungen zwar realistisch, aber sehr anfällig für eine Veränderung der Kapitalmarktrenditen waren.

Erzielen die untersuchten Versicherer nur 0,5% weniger Rendite, wird die Renditeerwartung für 217 Produkte unplausibel. Der Versicherungsexperte warnte vor übermäßigem Vertrauen in die Prognosen der Versicherer und verglich die Renditeprognosen mit "Rennlisten", die dem Verkauf von Policen dienen.



Der Chef der deutschen Versicherungsaufsicht, Helmut Müller, mahnt bereits seit Jahren, sich nicht von Versprechungen gleichhoch bleibender Renditen ködern zu lassen. Schon die Senkung der Rendite um 0,5% kann erheblichen Einfluss auf die Auszahlungssumme haben.

### **Schon kleine Renditeschwankungen machen sich über die lange Laufzeit sehr bemerkbar**

Bei einem Rückgang um 1% fehlen einem Kunden, der seit fünf Jahren in einen 15-Jahres-Vertrag einzahlt und für das Ende der Laufzeit mit 400.000 Euro rechnet, bereits 31.000 Euro. Im Einzelfall können die Einschnitte in Abhängigkeit von der Versicherungssumme natürlich noch wesentlich größer sein - wie nebenstehendes Beispiel zeigt.

Ob es bei einer derartigen Kürzung der Überschussbeteiligung bleiben wird, oder sogar noch gravierendere Kürzungen von Lebensversicherungen befürchtet werden müssen, erfahren Sie aus dem folgenden Kapitel.

## **Tabuthema “Insolvenz von deutschen Lebensversicherern” gewinnt an Brisanz -**

**“Die Branche ist nervös. Pleitegerüchte kursieren. Das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen versucht, die dramatische Entwicklung unter Kontrolle zu halten. Diskret sucht die Behörde nach Partnern für Wackelkandidaten.”**

Capital, 18. Oktober 2001

### **Großbritannien: Etablierter Versicherer vor dem Aus?**

Das Schreiben landete im Briefkasten von mehr als einer Million Briten: Wer eine Lebensversicherung bei Equitable Life abgeschlossen hatte, bekam seine Auszahlung um 16% gekürzt.

Die Inhaber der Equitable-Policen hatten bis dahin geglaubt, ihre Ersparnisse in ein sicheres Investment gesteckt zu haben: Equitable war die älteste Versicherungsgesellschaft der Welt und keine profitorientierte Börsengesellschaft, sondern eine Versicherungsgesellschaft auf Gegenseitigkeit. Die Versicherungsnehmer sind gleichzeitig auch die Eigentümer.

Der schleichende Niedergang der 240 Jahre alten Traditionsversicherung hatte sich kritischen Beobachtern schon seit längerer Zeit angekündigt. Die Gesellschaft hatte bereits mehrere Jahre zuvor versucht, 90.000 Mitgliedern garantierte Bonuszahlungen zu streichen. Die zusätzliche Auszahlung im Wert von 1,5 Milliarden Pfund (2,34 Mrd Euro) wurde unter Verweis auf eine zu niedrige Verzinsung der Kapitalanlagen verweigert.

Der Richter lehnte die Argumentation der Equitable-Anwälte jedoch ab. Durch die per Gerichtsurteil verordnete Auszahlung der Bonuszahlungen verschlechterte sich die Finanzlage der Gesellschaft rasant. Mangels Eigenkapital war Equitable gezwungen, das Neugeschäft einzustellen.

Die Equitable-Kunden saßen regelrecht in der Falle. Ein vorzeitiger Abzug des Kapitals hätte zu Strafzahlungen geführt und war häufig schon aus steuerlichen Gründen nicht möglich. Um Versicherte vom Abzug ihrer Mittel abzuhalten, wurde die Strafe für eine vorzeitige Kündigung sogar von 7,5 auf 10,0% erhöht.

Die Equitable-Versicherten sitzen auf einem Schaden von insgesamt 3,9 Milliarden Pfund (6 Mrd Euro). Die Gründe für das Equitable-Desaster lagen jedoch nicht alleine im schwachen Abschneiden der Finanzanlagen. Equitable hatte von Anfang an zu hohe Versicherungsleistungen versprochen und zu geringe Rückstellungen gebildet. Als die Gesellschaft durch den langwierigen Rechtsstreit eine Kündigungswelle auslöste und Neukunden abschreckte, verschlechterte sich die operative Position des Unternehmens weiter. So führt eines zum anderen.

Mittlerweile wurde ein Haftungsklage gegen 15 Verantwortliche eingereicht. Doch keiner der Vorstände verfügt über ausreichend Vermögen, um den Schaden auch nur ansatzweise ausgleichen zu können. Schuldzuweisungen gab es auch gegen die öffentliche Aufsichtsbehörde, die Financial Services Authority (FSA). Weder die FSA noch andere Überwachungsorgane hätten die unzureichende Reservenbildung erkannt.

### **Bilanztricks: Enronitis bei Versicherern?**

Tatsächlich ist die Frage berechtigt, ob die Aufsichtsbehörden wachsam genug waren. Welche Freiheiten britischen Lebensversicherern in der Bilanzierung zugestanden wird, kam Anfang Juni ins Rampenlicht: Der Versicherer Equitable hatte zukünftige Gewinne als Kapital verbucht. Insgesamt wurden auf diese Weise 500 Mio Pfund zusätzliches Kapital ausgewiesen. Equitable ist mit dieser optimistischen Bilanzierungspolitik nicht alleine: Auch Scottish Equitable, eine Tochter der niederländischen Aegon-Gruppe, und Scottish Mutual, ein Ableger der britischen Großbank Abbey National, bilanzieren auf diese Weise.

Aegon verteidigte den Bilanztrick mit dem Argument, dass diese Bilanzierung auch in den Niederlanden zulässig sei. Fraglich ist, ob dieses Argument die britische Bilanzierungsweise aufwertet oder nicht eher die niederländische Bilanzierungspraxis abwertet. Die Tatsache, dass diese Methode in England vor allem von schwächer finanzierten Versicherungen angewandt wird, könnte eher zu Rückschlüssen auf die mangelnde Solidität der niederländischen Muttergesellschaft verleiten. So wurde die Bilanz von Aegon denn auch schon von der Financial Times als im negativen Sinne beobachtenswert hervorgehoben. Die britischen Aufsichtsbehörden bereiten jedenfalls eine Abschaffung dieser Regelung vor.

### **Probleme auch in der als solide geltenden Schweiz**

Problematische Versicherungsbilanzen sind auch andernorts anzutreffen. In der Schweiz, sonst bekannt für Solidität und Zuverlässigkeit, befindet sich die Swiss Life im Gerede. Die Swiss Life/Rentenanstalt-Gruppe ist der größte Lebensversicherer der Landes.

Swiss Life leidet unter einem Strukturproblem der Schweizer Versicherungswirtschaft. Eidgenössische Lebensversicherungen müssen ihren Versicherten seit 1985 sogar 4% Mindestverzinsung garantieren, verglichen mit 3,25% in Deutschland. Schweizer Staatsanleihen



## **Japan: Bereits 7 Pleiten in der Versicherungsbranche**

Wohin zu hohe Renditeversprechen von Lebensversicherern führen könnte, zeigte sich in jüngster Vergangenheit in Japan. Dort gingen seit 1997 sieben Konzerne Pleite, weil sie ihren Kunden höhere Renditen versprochen hatten, als sie tatsächlich erwirtschaften konnten. Die Ausschüttungen an Versicherte betragen zum Teil noch 5,5% und mehr für ältere Policen, während die Kapitalerträge z.B. beim Marktführer Nippon Life mit 2,27% nur noch die Hälfte dessen abdecken. Die Branche kann nur noch zu Lasten der Versicherten gegensteuern. Bei Nippon Life, Dai-Ichi-Life, Sumitomo Life, Meiji Life, Yasuda Life und Mitsui Life wurde die vertraglich garantierte Verzinsung im Juni 2001 von 1,5% auf 0,75% gesenkt.

Die Problematik geht in Japan jedoch längst über die Frage der Verzinsung von Sparguthaben hinaus. Die Konkurse der Versicherungsgesellschaften wurden zwar durch den japanischen Staat aufgefangen, dennoch ergeben sich bereits für die gesamte Volkswirtschaft negative Auswirkungen.

Durch die staatlich gedeckten Luftbuchungen wird die Problematik lediglich umverteilt und eine rasche und gründliche Bereinigung des Problems durch die Mechanismen des Finanzmarktes verhindert. Die Krise der Lebensversicherungen trägt dazu bei, dass Japan auch im Jahr 12 nach dem Ende der Aktien- und Immobilienblase noch immer unter Sachwertdeflation und schrumpfender Wirtschaft leidet.

## **Strauchelnde Versicherer weltweit: Ist Deutschland sicher?**

Sind ähnliche Fälle auch in Deutschland denkbar oder wahrscheinlich? Eine Detailanalyse gestaltet sich aufgrund der Komplexität der Materie und der Vielfalt der involvierten Unternehmen schwierig.

Deutsche Versicherer konnten ihre stillen Reserven lange Zeit wie Staatsgeheimnisse schützen. Die Höhe der Reserven wird zwar mittlerweile veröffentlicht und gerne dazu eingesetzt, um das Interesse von Anlegern und Aktienanalysten auf sich zu ziehen, andere Teile von Versicherungsbilanzen sind für Außenstehende jedoch unverändert schwer zu beurteilen.

Die schwierige Informationslage sollte gleichwohl nicht davon abhalten, Tendenzen und Indizien zu überprüfen. Fragen kommen insbesondere auch im Zusammenhang mit der Überwachung von Versicherungsgesellschaften in Europa auf. Der Einbruch des Kartenhauses bei Equitable wurde in einem 286 Seiten starken Bericht der britischen Regierung untersucht. In dem Bericht, dessen Details nicht veröffentlicht wurden, kamen die Experten zu dem Ergebnis, dass die finanzielle Schieflage von Equitable möglich war, ohne dass die Versicherung gegen Regulierungsbestimmungen verstoßen hatte.

Entsprechend ist die Diskussion über die Sicherheit von Lebensversicherungen in England bereits in vollem Gange. Nach dem Equitable-Desaster gibt es bei der Analyse des britischen Versicherungssektors keine Tabus mehr. Die britische Finanzaufsichtsbehörde FSA hat in einem unter Verschluss gehaltenen Bericht 200 der 900 britischen Lebensversicherer auf eine Risikoliste gesetzt. Die Rating-Agentur Fitch berichtete darauf hin, dass innerhalb der Versicherungsbranche vielfach die Meinung herrscht, dass die vorgeschriebene Kapitalausstattung britischer Lebensversicherer schon heute unzureichend sei und radikal reformiert werden müsse.

Sind Verwerfungen, wie sie im EU-Land Großbritannien entstanden, auch in Deutschland möglich? Im Vergleich zu Versicherungen anderer europäischer Länder sind die deutschen

Versicherungen im Branchendurchschnitt noch überdurchschnittlich gut mit Eigenkapital ausgestattet. Die deutsche Versicherungsbranche profitierte jahrzehntelang von einem gegen ausländische Konkurrenz abgeschotteten Markt und entsprechend hohen Margen. Der deutsche Versicherungssektor ist mit 138 Milliarden Euro Prämieinnahmen der größte Europas.

Die Tatsache, dass per 2001 in Deutschland 706 Versicherungen registriert waren, zeigt, dass es den meisten Gesellschaften bislang gut genug ging, um sich dem andernorts anzutreffenden Konzentrationstendenzen zu entziehen. Die Eigenkapitalbasis reichte bei den meisten Versicherern bislang aus, um die sich bietenden Expansionsmöglichkeiten im Alleingang zu finanzieren.

Es gibt weitere Besonderheiten, die einen Vergleich der Entwicklung in Großbritannien mit der Situation in Deutschland erschweren. So dürfen britische Versicherungen bis zu 100% ihrer Anlagegelder in Aktien investieren. In Deutschland ist der Aktienanteil im Versicherungsportefeuille gesetzlich auf maximal 30% begrenzt.

Die Studien der WestLB und der Consultinggesellschaft Tillinghast-Towers Perrin (siehe oben) deuten aber dennoch auf beachtliche Risiken in der deutschen Versicherungslandschaft hin. Innerhalb der Versicherungsbranche gibt es große Unterschiede in Art und Qualität der Finanzsituation. Alles hängt von einer Betrachtung des Einzelfalls ab. Dabei kam es bereits zu negativen Auffälligkeiten.

Aus heutiger Sicht ist das deutsche Versicherungsgewerbe noch dazu in der Lage, etwaige Schieflagen bei einzelnen Anbietern branchenintern aufzufangen. Die öffentlichkeitsscheue Branche dürfte im Ernstfall versuchen, gemeinsam mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen hinter den Kulissen eine Lösung zu finden. Auswege könnten in der Übertragung des Kundenbestands oder einer kompletten Übernahme liegen.

**Branchensolidarität ist nicht unbeschränkt belastbar**

Ob sich aber für jeden in Schieflage geratenen Versicherer eine realisierbare brancheninterne Lösung finden lässt, ist indes fraglich. So hat sich auch für die Hannoversche Lebens bislang kein Käufer gefunden, obwohl das Unternehmen Merrill Lynch mit der Suche nach einem starken Partner beauftragt hatte. Die Hannoversche Lebens ist als Gegenseitigkeitsverein organisiert, hat also keine Aktionäre und gehört den Kunden. Selbst Verhandlungen mit dem langjährigen britischen Partner Standard Life blieben erfolglos. Eine derartige Kapitalstruktur kann eine Auffanglösung schwierig gestalten oder auf Unternehmen ähnlicher Rechtsform beschränken.

#### **Beispiel: Hannoversche Leben**

Die Hannoversche Leben in guten Börsenzeiten zeitnah stille Reserven an die Versicherten weitergegeben. Auf diese Weise ließen sich die Ergebnisse für die Versicherten aufpolieren und neue Kunden gewinnen. Gleichzeitig führte die Strategie jedoch dazu, dass die Versicherung schon im Jahr 2000 einen Großteil ihrer Reserven aufgezehrt hatte.

Die Hannoveraner hatten 2000 als Tabellenletzte bei der Nettorendite abgeschlossen und musste Wertpapierhändlern zufolge sogar Aktienzwangsverkäufe durchführen. Den Berichten zufolge hatte die Gesellschaft in engster Abstimmung mit der Versicherungsaufsicht Aktien verkauft, um wenigstens noch die garantierte Mindestverzinsung von 3,25% erreichen.

Auch die seit mehreren Jahren zu beobachtende Auflösung der „Deutschland AG“ spricht dafür, dass Auffanglösungen für Versicherungen nicht immer so glatt gehen müssten, wie dies in der Vergangenheit zu erwarten war. Der Verkauf der Beteiligungen an der Allianz durch Münchner Rück und Deutsche Bank spricht auch dafür, dass innerhalb der Finanzbranche die Beteiligungen eher ab- als aufgebaut werden. Deutsche Finanzunternehmen stehen heute mehr denn je im Wettbewerb mit ausländischen Unternehmen. Würde eine Rettungsaktion zu stark auf die eigenen Mittel und die Eigenkapitalrendite drücken, könnte die Solidarität unter deutschen Finanzunternehmen schnell bröckeln. Dies um so mehr, als Versicherer durch den Absturz der Aktienmärkte nicht mehr auf die reichlichen stillen Reserven zurückgreifen können und die Kosten einer Rettungsaktion tendenziell aus operativen Erträgen erbracht werden müssten.

Das Entstehen einer solcher Situation bei einzelnen Versicherern dürfte eine reine Frage der Zeit sein. Durch die jüngsten Kursverluste an den internationalen Aktienmärkten befinden sich deutsche Lebensversicherer jetzt in der Doppelschere sinkender Aktienkurse und niedriger Zinsen – mit dem möglichen Effekt einer erheblichen Beschleunigung der Negativentwicklung.

### **Staatsanleihen: Sicher, aber zu wenig rentabel, um die Renditeerwartungen der Versicherten zu erfüllen**

Die deutschen Versicherer haben rund zwei Drittel ihrer Mittel in Produkte investiert, deren Erträge an Zinsen gekoppelt sind. Seit Januar 2000 fiel die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 5,6 auf 5%. Bleibt die Zinswende aus, wird die Problematik der Renditeversprechungen von 7 bis 8% nur noch dringender. Die Lage wird besonders kritisch für jene Rentenpapiere, die in der Hochzinsphase zwischen 1990 und 1992 aufgelegt wurden und jetzt fällig werden. Seinerzeit lag das Zinsniveau bei 8 bis 9%. Die Versicherer müssen die freiwerdenden Mittel zu deutlich schlechteren Konditionen neu anlegen.

Bei ihrer Strategie sind die Versicherer teilweise auch Sklaven einer von unrealistischen Erwartungen geprägten Öffentlichkeit: Nur die wenigsten Sparer können zwischen nominalem und realem Zins unterscheiden und boykottieren selbst in Zeiten niedriger Inflation Finanzprodukte mit niedriger nominaler Verzinsung. Angetrieben durch langjährige Investmentstatistiken aus den letzten zwei Jahrzehnten erwartet das Gros der Versicherten Erträge, die im eingetrübten Kapitalmarktumfeld nicht mehr bzw. nur noch unter Inkaufnahme höherer Risiken zu erwarten sind.

Die Versicherer müssen hohe Zinseinnahmen erzielen, andernfalls wandert der Kunde zu einem Konkurrenten mit höherem Zinsversprechen. Die vertrackte Situation ist dazu geeignete, deutsche Versicherer dazu zu verleiten, kurzfristige Zinsmaximierung vor langfristige Kapitalsicherung zu setzen.

### **Der Ausweg: Unternehmensanleihen - höhere Zinsen, jedoch auch viel riskanter**

Um der Zinsfalle zu entkommen, haben Versicherer in den letzten Jahren verstärkt in Unternehmensanleihen investiert. Staatsanleihen würden als Ausweichmöglichkeit eine zu niedrige Rendite bieten, nicht zuletzt da die Zinsen für Staatsanleihen in Ländern wie Italien durch die Einführung des Euro deutlich gesunken sind. Selbst bei guter Bonität des Emittenten können Unternehmensanleihen 0,5 bis 1% Prozentpunkt mehr bringen als vergleichbare Staatsanleihen.

Die Pleiten von SwissAir und Enron haben jedoch gezeigt, dass auch sogenannte Qualitätsanleihen praktisch über Nacht wertlos werden können. Bei SwissAir standen

Anleiheninhaber mit Papieren im Nominalwert von 4 Mrd Franken (2,77 Mrd Euro) im Feuer. Dabei hatten führende Rating-Agenturen der Airline noch zu Jahresanfang 2001 eine gute Bonität bescheinigt.

SwissAir ist in Europa kein Einzelfall mehr. Auch die Anleihen der früheren Highflyer am Neuen Markt, Brokat und Carrier 1, sind durch einen Konkurs praktisch wertlos geworden. Die Bonds hatten verlockende Zinskupons von 11,5 und 13,25% geboten.

Trotz des Desasters bei der SwissAir ist das Interesse an Unternehmensanleihen unverändert groß. Die Financial Times ortete bereits die größten Käufer im Markt: Nicht mehr Portfolio-Investoren, sondern europäische Versicherungen sind die größten Investoren im Markt für Unternehmensanleihen.

Das Timing für den Erwerb von Unternehmensanleihen könnte sich bei den Versicherungen aber als überaus ungeschickt erweisen. Die Nachfrage nach Unternehmensanleihen ist auch ein Zeichen des Vertrauens der Käufer in einen baldigen Konjunkturaufschwung. Bleibt dieser jedoch aus, können selbst hochwertige Unternehmensanleihen zu Risikopapieren werden.

Die Zeichen mehren sich, dass jene Versicherer, die zuletzt in großem Umfang in Unternehmensanleihen investiert haben, mit ihren verstärkten Anleiheninvestments in die nächste Falle gelaufen sind. Die Rating-Agentur Moody's teilte Anfang 2002 mit, dass sich die Kreditwürdigkeit westeuropäischer Unternehmen im Jahr 2001 in einem "nie da gewesenen" Ausmaß verschlechtert hat und sich weiter verschlechtern werde. Der Senkung von 123 Ratings stand die Erhöhung von lediglich 16 Ratings gegenüber.

### **Bedenklich: Extrem hoher Anteil von Anleihen aus dem Telekommunikationsbereich**

Hinzu kommt, dass die Struktur des europäischen Marktes für Unternehmensanleihen bedenklich einseitig ist. Rund 70% der europäischen Unternehmensanleihen stammen aus dem Telekom- oder Medienbereich – beides derzeit alles andere als Inseln der Sicherheit.

Selbst bei Anleihen von Branchengrößen wie Deutsche Telekom und France Telecom müssen mittlerweile Fragen nach der Bonität gestellt werden. Die beiden ehemaligen Staatskonzerne sind mit 62 bzw. 60 Milliarden Euro verschuldet und bei bisherigen Versuchen zur Reduzierung der Schulden gescheitert. Während die Deutsche Telekom sich am Verkauf von Assets versucht, liefert sich France Telecom Grabenkämpfe mit der deutschen Mobilcom, an der die Franzosen eine rasant im Wert gesunkene Beteiligung halten.

Das Risiko der europäischen Telekom-Schulden gewinnt im Kontext der amerikanischen Branchenzahlen eine beängstigende Note. Die amerikanische Wirtschaft hat 525 Mrd US\$ Telekom-Schulden geschultert, umgerechnet rund 5% des amerikanischen Bruttosozialprodukts.

Die rekordhohen Investitionen der amerikanischen Telekom-Branche müssen aus heutiger Sicht jedoch zum großen Teil als verfehlt eingestuft werden. Selbst während Spitzenzeiten sind die Kapazitäten amerikanischer Glasfaserbetreiber nur zur Hälfte ausgelastet. Im Durchschnitt liegt die Ausnutzung des amerikanischen Glasfasernetzes sogar nur bei 5% der Kapazität.

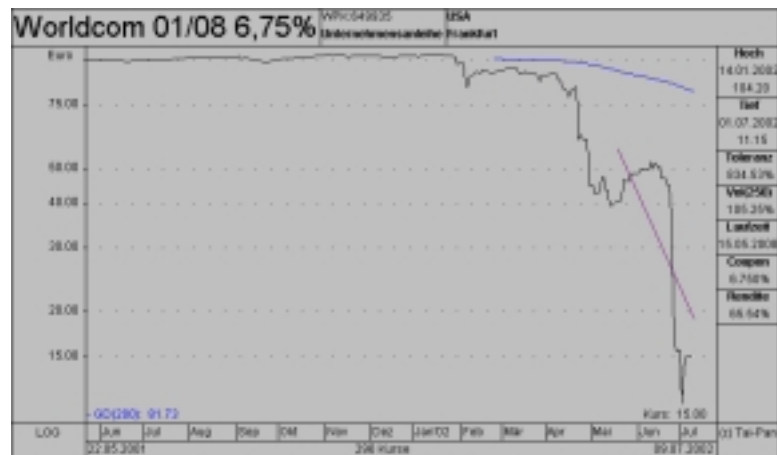
Weil es nicht Quartale, sondern Jahre braucht, bis die Kapazität jemals ausgelastet und rentabel sein wird, sind weitere Großausfälle im amerikanischen Telekommunikationsbereich vorprogrammiert. Die Insolvenz von WorldCom lieferte bereits einen Rekord: Nur ein Jahr nach der Emission einer

11,9 Mrd US\$ Anleihe ist diese durch die Finanzprobleme der Gesellschaft kräftig im Wert gefallen.

WorldCom ist nicht der einzige traurige Negativrekord. Die Telekom-Branche hatte im Jahr 2000 weltweit einen negativen freien Cashflow von 60 Mrd US\$. Noch nie zuvor in der Wirtschaftsgeschichte hatte eine Branche in einem einzigen Jahr einen derart hohen Verlust geschrieben. Die Zahlen für 2001 dürften noch dramatischer ausfallen und notiert nur noch mit einem Bruchteil des Nominalwerts - Totalverlust nicht ausgeschlossen.

Die Risiken aus einem Kredit-Crash der amerikanischen Telekom-Branche sind enorm. Zum Vergleich hatte die Savings & Loan Krise in den achtziger Jahren nur 175 Mrd US\$ bzw. 3% des amerikanischen Bruttosozialprodukts verschlungen.

Insofern wundert es nicht, dass Standard & Poor's für das Jahr 2001 erstmals in der Geschichte mehr als 200 Pleiten von Anleihenemittenten verzeichnete. Insgesamt ist ein Volumen von 115,4 Mrd US\$ insolvent geworden. Der bisherige Rekord von 42,3 Mrd US\$ aus dem Jahr 2000 wurde um annähernd das Dreifache übertroffen.



Schuld ist nicht nur die schwache Wirtschaft, sondern auch eine strukturelle Veränderung der amerikanischen Bilanzen. 1982 lag die Verschuldung amerikanischer Unternehmen (exklusive Finanzbranche) bei ca. 32% des Bruttosozialprodukts. Für das Jahr 2001 lag die Vergleichszahl bei 47,4%. Die amerikanische Wirtschaft ist mit der höchsten jemals erreichten Schuldenlast in die Rezession eingetreten. Selbst während der Rezession 1990/91 hatte die Unternehmensverschuldung nur bei 42,6% des Bruttosozialprodukts gelegen. Die Last der Zinszahlungen in Prozent der Unternehmensgewinne hat fast den Rekordstand der letzten 40 Jahre erreicht. Dabei liegen die Zinsen heute (noch) extrem niedrig.

Ein anhaltender Ausfall amerikanischer Telekom-Schulden würde unweigerlich auch in Europa zu einer Vertrauenskrise und zu einem Abzug von Geldern aus dem Sektor führen. Die tickende Zeitbombe amerikanischer Anleihen aus dem Telekom-Bereich und anderen Problembranchen könnte europäische Versicherer sogar stärker treffen als bislang angenommen. Durch den ausufernden Derivatemarkt können Ausläufer der Strukturverwerfungen Amerikas selbst jene Versicherer treffen, die nicht unbedingt die entsprechenden Anleihen im Depot haben.

### **Kreditderivate: Wenn Versicherer im Kreditgeschäft schlauer als Banker sein wollen**

Ursache hierfür sind "Kreditderivate": Künstlich geschaffene Finanzinstrumente, durch die Risiken aus Krediten und Anleihen auf einen neuen Besitzer übertragen werden können. Mit den künstlichen Finanzinstrumenten können Banken die Kreditrisiken neu verpacken und an Investoren weiterreichen. Der Käufer solcher Derivate bekommt für die Übernahme der Risiken ein Entgelt. Derivate auf Kredite sind einer der am schnellsten wachsenden Finanzmärkte. Nach



einer Schätzung der Bank of England ist das Volumen ausstehender Kreditderivate zwischen 1995 und heute von 400 Mrd US\$ auf 2 Billionen US\$ explodiert.

Wie schon in den Fällen Enron oder Metallgesellschaft kann es im komplexen Geschäft mit Derivaten zu Fällen kommen, in denen Marktteilnehmer mehr Risiken auf sich nehmen, als sie sich bewusst sind oder leisten können. Selbst vermeintlich professionelle Anleger können von den Tücken dieses Geschäfts überrascht werden.

Durch Kreditderivate ist es zu einer in der Öffentlichkeit bislang wenig beachteten Risikoverschiebung von Banken auf Versicherungen gekommen. Der Fachbegriff, der den meisten Sprengstoff enthält, lautet "regulatorische Arbitrage".

Banken unterliegen bei der Kreditvergabe strengen Auflagen und müssen Kreditrisiken durch vergleichsweise hohe Kapitalreserven ausgleichen. Bei Versicherungen sind die Anforderungen wesentlich geringer. Anders ausgedrückt: Versicherungen können bei gleicher Kapitalausstattung größere Kreditrisiken als Banken schultern. Weil Versicherungen somit weniger Kapitalkosten tragen müssen, können sie auch solche Kreditrisiken unterschreiben, die für Banken bereits nicht mehr lukrativ genug sind. Die Ausnutzung dieser Differenz wird als "regulatorische Arbitrage" bezeichnet.

Die Zahlen sind beängstigend: Rund ein Fünftel des globalen Kreditderivatevolumens von 2 Billionen US\$ entfällt bereits auf Versicherungen. Umgerechnet haben Versicherungen Kreditrisiken im Volumen von 300 bis 400 Mrd US\$ in Form von Derivaten in den Büchern.

Pauschale Beurteilungen sind in derartig vielfältigen Märkten mit ihrer großen Zahl an Marktteilnehmer schwierig. Dennoch lassen sich Tendenzen feststellen. Von entscheidender Bedeutung ist die Grundfrage, ob Versicherungen Kredite genau so gut beurteilen können wie Banken.

Überspitzt formuliert: Wenn eine amerikanische Bank die Kreditrisiken eines Engagements in Amerika in Derivate verpackt und an die Investmentabteilung einer europäischen Versicherung verkauft – wer hat dann wohl den besseren Einblick in die Risiken des Geschäfts? Die Tatsache, dass Banken das Kreditgeschäft seit jeher betreiben, Versicherungen dagegen erst jüngst verstärkt in diesen Markt eingetreten sind, spricht Bände.

Auch Howard Davies, Leiter der britischen Finanzaufsichtsbehörde FSA, beobachtet die Entwicklung kritisch. Am von ihm überwachten Finanzplatz London ist rund 50% des weltweiten Kreditderivategeschäfts konzentriert. Davies warf die kritische Frage auf, ob der Risikotransfer von Banken auf Versicherungen in erster Linie durch Unterschiede in den Kapitalanforderungen ausgelöst wird. Das Ausfallrisiko eines Kredits verändere sich schließlich nicht, nur weil es aus der Bilanz einer Bank in die Bilanz einer Versicherung verschoben wird.

Die Grundproblematik der auf der Hand liegenden asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Banken und Versicherungen wurde von David Hendler, Experte beim Researchunternehmen CreditSight, auf den Punkt gebracht: "Die Leute denken, es sei ein

#### **Verzockt mit Derivaten**

American Express Financial Advisors, eine für Finanzplanung sowie Spar- und Versicherungsprodukte zuständige Tochtergesellschaft von American Express, musste im Jahr 2001 Abschreibungen auf Kreditderivate vornehmen und dabei einen Verlust von 1 Mrd US\$ verbuchen. American Express-Chairman Kenneth Chenault gab zu, dass seine Mitarbeiter die Risiken dieser Investments "nicht in vollen Umfang verstanden hatten".

einfacher Weg, Geld zu verdienen, aber viele dieser Spieler, wie z.B. einige Versicherungen, haben nicht die notwendigen Werkzeuge, um die Risiken zu quantifizieren, da es noch keine allgemein anerkannte Methode gibt.“

Im Kontext des Gesagten wundert es nicht, dass einige Versicherungen bei Großpleiten wie Enron, K-Mart und der britischen Railtrack bereits hohe Verluste verbuchen mussten, während amerikanische Banken trotz der rekordhohen Zahl der Pleiten bislang weitgehend unbeschadet geblieben sind.

Ein bei derartigen Transaktionen häufig verwandtes Instrument sind sogenannte kollateralisierte Schuldverschreibungen (collateralized debt obligations, “CDOs”): Neu verpackte Kreditportefeuilles von Banken, für deren Übernahme Investoren eine über dem Niveau von Staatsanleihen liegende Verzinsung erhalten. Finanzmarkt-Aufseher Davies brachte die Bedenken der Aufsichtsbehörden auf den Punkt, als er einen ungenannt gebliebenen Investmentbanker zitierte: CDOs sind “heute das giftigste Element der Finanzmärkte”. In zahlreichen CDOs waren auch Kreditrisiken des Enron-Konzerns enthalten.

Das amerikanische Branchenfachblatt “The Banker” nannte in seiner Mai-Ausgabe denn auch, wer besonders wichtige Käufer für überdurchschnittlich riskante Tranchen des CDO-Marktes sind: Deutsche und japanische Lebensversicherungen, die mit diesen Instrumenten versuchen, die Performance ihrer Investments aufzubessern.

## **Bekommt Deutschland einen “Fall Equitable”, und welche Auswirkungen hätte der einzelne Versicherte zu befürchten?**

**“Die Erfahrung zeigt zwar, dass finanziell schwache Versicherer meist von Konkurrenten übernommen werden. Aber findet sich keiner dazu bereit, hat der Kunde beim Konkurs ein echtes Problem.”**

Elke Weidenbach, Verbraucherzentrale NRW, in  
Börse Online 21/2002

Mit einem Rückgang des weltweiten Finanzvermögens um 4% wurde die Welt im Jahr 2001 erstmals seit 1982 ärmer. Neben dem Vermögensrückgang schmerzt insbesondere der Vertrauensverlust: Nach dem Kollaps von Enron und den mittlerweile bei anderen Großunternehmen aufgedeckten Bilanzierungstricks haben Sparer Zweifel an der Seriösität und Stabilität des Aktien- und Finanzmarktes.

Das Platzen der dotcom-Blase konnte noch als spekulativer Exzess von Spekulanten abgetan werden. Ins Mark geht jedoch die Einsicht, dass vormals als solide und ertragsstark eingestufte Großunternehmen gleich reihenweise wie Kartenhäuser in sich zusammenfallen können. Der Fall Enron wird als Meinungswende in die Geschichte eingehen: Der Glaube an wirtschaftliche und finanzielle Sicherheit ist seit der Pleite des siebtgrößten amerikanischen Unternehmens passé.

Insofern verdient auch der bislang als grundsolide eingestufte Sektor deutscher Lebensversicherer eine kritische Analyse. Von der Sicherheit der deutschen Lebensversicherungen hängt für den Einzelnen wie für den Finanzplatz zuviel ab, um ohne nähere Überprüfung von einer unbegrenzten Fortsetzung der jahrzehntelangen Stabilität des Sektors auszugehen.

Ein pauschales Urteil über den Sektor lässt sich angesichts der komplexen Materie und der Vielfalt der Aspekte nicht fällen. Die bei unserer Untersuchung gefundenen Indizien deuten jedoch auf höher als erwartet ausfallende, in der Finanzpresse und öffentlichen Meinung noch nicht hinreichend beobachtete Risiken hin.

Das wachsende Engagement deutscher Versicherer bei Unternehmensanleihen und hochriskanten Kreditderivaten kann bei einzelnen Versicherungsgesellschaften zu einer erheblichen Verschlimmerung des durch den Aktienverfall ausgelösten Reserverückgangs führen. Bei den Kreditderivaten muss zudem die Frage gestellt werden, ob sich deutsche Lebensversicherer auf Risiken einlassen, die sie nicht im Detail verstehen und bewerten können.

Zudem muss die Frage gestellt werden, inwiefern unter Versicherern Bestrebungen bestehen, Problemfelder zu kaschieren und deren Lösung in die Zukunft zu verschieben. Auf Druck der mächtigen Versicherungslobby lockerte Berlin im vergangenen Jahr bereits die Bilanzierungsvorschriften für Versicherungen. Mit der Argumentation, dass Versicherungen bei starken Marktschwankungen – wie z.B. nach dem 11. September – nicht überhastete Zwangsverkäufe tätigen sollten, erhielten die Versicherer zusätzliche Bilanzierungsfreiheiten. Als vorübergehend eingestufte Wertminderungen mussten fortan nicht mehr sofort als Verlust verbucht werden. Nach Schätzungen des Brancheninformationsdienstes Map-Report hatten sich durch diese Änderung bereits 2 Milliarden Euro stille Verluste in den Bilanzen der deutschen Versicherungen angesammelt. Auch die Flucht in höherverzinsliche Unternehmensanleihen und das gewagte Spiel mit Kreditderivaten verschaffen zwar kurzfristig Luft, können aber später zu um so größerem Schaden führen.

Inwiefern sich aus diesen Risiken greifbare Nachteile für deutsche Versicherungsnehmer ergeben, hängt maßgeblich auch von der Konjunkturentwicklung ab. Ein plötzlicher Aufschwung könnte helfen, negative Entwicklungen in einzelnen Portefeuillebereichen wieder auszugleichen. Einzelne Bilanzunfälle von Versicherungen können in einem gesunden wirtschaftlichem Umfeld von der Branche aufgefangen werden.

Jedoch ist die Frage berechtigt, ob der vielbeschworene Aufschwung nicht weiter auf sich warten lassen wird. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland hat sich durch die strukturellen Probleme der hohen Arbeitslosigkeit und des mangelnden Reformwillens zuletzt weiter verschlechtert. Die USA stehen unter dem Einfluss des 11. September und der mittlerweile 162 Pleiten von Großunternehmen. Japan befindet sich in der vierten Rezession in 10 Jahren und macht eher mit Spekulationen über eine Staatspleite als mit einer Trendwende von sich reden. Südamerika steht nach dem Kollaps Argentiniens auf des Messers Schneide und könnte mit Brasilien bald eine weitere Staatspleite hervorbringen. Gemeinsam mit ungelösten Branchenproblemen – wie den

offenen Telekom-Verbindlichkeiten – und einer weltweit angespannten politischen Situation mahnt die Großwetterlage für Wirtschaft und Finanzmärkte derzeit zu Vorsicht.

Besitzer von Versicherungspolice sollten sich auf jeden Fall darauf einstellen, niedrigere Erträge als in der Vergangenheit zu erhalten. Zudem erscheint es sinnvoll, anhand von Berechnungen wie jener von WestLB und Tillinghast-Towers Perrin zu überprüfen, ob die eigene Versicherung weiterhin Vertrauen verdient. Bei ausreichend hoher Anlagesumme kann auch eine Risikostreuung auf mehrere Lebensversicherer sinnvoll sein.

Zum Schutz der Versicherten und zur Befriedigung berechtigter Informationsinteressen sollte ein "Crashtest" eingeführt werden, wie er von der Deutschen Aktuarvereinigung, in der Mathematiker organisiert sind, gefordert wird. Versicherungen müssten per Computer eine kräftige Aktienbaisse bei gleichzeitig steigenden Zinsen simulieren. Bei großen Anbietern werden solche Tests zwar bereits seit Jahren durchgeführt, aber nicht jeder Anbieter ist entsprechend ausgerüstet.

Auf Seiten des Gesetzgebers sollte die Behandlung von Kreditderivaten als Anlageobjekt von Lebensversicherern untersucht und ggf. strenger reguliert werden. Es muss zu denken geben, dass deutsche Lebensversicherer in amerikanischen Bankinformationsdiensten als auffällige Käufer besonders riskanter Tranchen von Kreditderivaten genannt werden, dieses Thema hierzulande bislang aber praktisch keine Aufmerksamkeit gefunden hat.

Insolvenzen erscheinen unter deutschen Lebensversicherern bislang wenig wahrscheinlich. Verschlechtert sich das Klima an den Finanzmärkten jedoch weiter, ist der Kollaps einer oder mehrerer deutscher Versicherer nicht mehr auszuschließen. Deutschland bekäme einen "Fall Equitable". Durch die ausgeprägten Überkreuzbeteiligungen zwischen deutschen Versicherern könnte der Zusammenbruch einer Versicherung auch bei Partnerunternehmen Schäden in der Bilanz hinterlassen.

Für Sparer ergeben sich in diesem Kontext Gefahren aus der stufenweisen Auflösung der "Deutschland AG". Als Folge des verstärkten Wettbewerbs nimmt die Solidarität unter deutschen Finanzdienstleistern seit Jahren tendenziell eher ab.

Waren deutsche Banken und Versicherungen im heimischen Markt jahrzehntlang unter sich, sind die Finanzinstitute jetzt verstärkt dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt. Für die Bereinigung überschaubarer Einzelfälle, wie der Pleite der Schmidt Bank in Nürnberg, reicht der Zusammenhalt der Branche noch aus. Wäre dies auch bei einer anhaltenden Serie kleiner und größerer Finanzpleiten gegeben? Sowie die Kosten für derartige Auffanglösungen die Bonität deutscher Finanzinstitute im internationalen Kapitalmarkt gefährden, dürfte die Freundschaft ein Ende finden.

Wenn die Plätze im Rettungsboot knapp werden, kämpft jeder nur noch für sich selbst.

Eine erste Schiefelage liegt in Deutschland bereits vor: Nach einem Bericht der Zeitschrift Capital hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht den Detmolder Lebensversicherer Familienfürsorge unter Zwangsverwaltung gestellt. Bei 300.000 Versicherungsverträgen sollen bei den Renditen zumindest Einschnitte bevorstehen. Capital zufolge sollen insgesamt 13 Gesellschaften außer Stande sein, den Garantiezins von meist 3,25 Prozent zu zahlen, wenn der Dax am Jahresende auf aktuellem Niveau notiert.

Konsequenzen aus den dargestellten Sachverhalten sollten nicht nur Versicherungssparer, sondern auch Aktionäre ziehen: Obwohl sich die Aktienkurse der deutschen Versicherer von ihren Höchstständen bereits drastisch entfernt haben, ist weiterhin Vorsicht geboten. In einem weiter schwachen Börsenumfeld besteht die Gefahr, dass sich die Versicherungsaktien noch schlechter entwickeln als der Gesamtmarkt. Sollte es hierzulande zu spektakulären Ausfällen wie bei der britischen Equitable kommen, wird dies einen Vertrauensverlust gegenüber allen Versicherern zur Folge haben, der sich entsprechend in der Börsenbewertung niederschlagen wird.

10. Juli 2002

FALKENSTEIN Nebenwerte AG

<http://www.falkenstein-ag.de>

Mail: [info@falkenstein-ag.de](mailto:info@falkenstein-ag.de)

Tel. 040-3609 0430

Fax. 040-3609 0450