

Lebensversicherer: Profiteure der Krise?

Seit Beginn der Finanzkrise ist das öffentliche Interesse vor allem auf die Banken gerichtet. Die Kunden von Lebensversicherungen spüren als solche bisher wenig von der Krise. Die Überschussbeteiligung ist im Durchschnitt zwar leicht rückläufig, in Anbetracht des Kapitalmarktumfeldes ist die laufende Verzinsung von 4,26 Prozent¹⁾ für das Jahr 2008 aber durchaus ansehnlich. Es stellt sich die Frage, inwiefern die Assekuranz von der Finanzkrise überhaupt betroffen ist. Oder wird sie letztendlich gar profitieren?

Relevanz der Finanzmärkte für Versicherer

Der Erfolg des Versicherers speist sich aus unterschiedlichen Quellen. Dem versicherungstechnischen Geschäft, dessen Erfolgsbeitrag sich durch das Verhältnis der kalkulierten Risiken zu den tatsächlich eingetretenen Risiken bestimmt. Dem Kostenergebnis aus der Verwaltungs- und Vertriebstätigkeit, das in erster Linie durch die Effizienz der internen Geschäftsprozesse bestimmt wird. Und schließlich aus dem Kapitalanlageergebnis, welches meist als einziges unmittelbar von den Finanzmärkten abhängt.

Nicht zuletzt aufgrund der besonderen Bilanzierungsvorschriften für Versicherungen entfalten die üblichen Schwankungen an den Aktien- und Rentenmärkten indes nur eine gedämpfte Wirkung. Gleichwohl wird das Kapitalanlageergebnis durch die mit krisenhaften Entwicklungen einhergehenden Marktwertverluste erheblich belastet. Für Lebensversicherer, deren Gesamterfolg zu einem großen Teil vom Kapitalanlagegeschäft abhängt, bergen diese Verluste sehr hohe Risiken. Das haben zuletzt die Jahre 2002 und 2003 gezeigt, in denen vor allem die Lebensversicherer stark unter dem anhaltend negativen Aktienmarkt lit-

ten. Höhepunkt war die akute Insolvenzgefahr der Mannheimer Lebensversicherung AG. Grund für die Zuspitzung war nicht zuletzt ein Wettbewerb, der in erheblichem Maße über die Höhe der Überschussbeteiligung der Versicherungsnehmer ausgetragen wurde, was teils mit aggressiven Positionierungen am Kapitalmarkt einherging.

Die Erfahrungen aus der letzten Krise führten in vielen Häusern zu einer erhöhten Risikowahrnehmung und zu einer Stärkung des Risikomanagements. Die Überschussbeteiligungen wurden deutlich reduziert, um der gebotenen zurückhal-

tenden Kapitalanlagepolitik und den niedrigen Renditeniveaus an den Euro-Rentenmärkten Rechnung zu tragen. Während viele Versicherer das Platzen der Dotcom-Blase mit Aktienquoten von deutlich über 20 Prozent erlebten, lag die Aktienquote zu Beginn der aktuellen Finanzkrise im Durchschnitt bei unter 10 Prozent. Zwar hat die Finanzkrise auch in den Bilanzen der Versicherer erhebliche Spuren hinterlassen, deren Geschäftsmodell steht jedoch nicht infrage – eine Feststellung, die sich nicht auf alle Segmente des Finanzdienstleistungsgewerbes übertragen lässt.

Kapitalbeschaffung als Vorteil

Ein weiterer Vorteil des Geschäftsmodells der Assekuranz ist die Form der Kapitalbeschaffung. Vor allem größere Lebensversicherer mit hohem Anteil älterer Versicherungsbestände sind zwar häufig mit Nettomittelabflüssen konfrontiert; im Normalfall übersteigen jedoch die zufließenden Versicherungsprämien die Auszahlungen an die Versicherungsnehmer. Auch die vergangenen beiden Krisenjahre haben hier zu keinen fundamentalen Änderungen geführt.²⁾ Die Lebensversicherer müssen ihren Kunden zwar jährlich die vertraglich zugesicherte Mindestverzinsung und einen Großteil der erwirtschafteten Überschüssen zuweisen; doch erfolgt dies regelmäßig nicht durch Auszahlung, sondern durch Berücksichtigung der entstandenen Ansprüche in den versicherungstechnischen Rückstellungen. Ein erhöhter Liquiditätsbedarf entsteht dagegen nur bei einem längerfristig rückläufigen Geschäft oder einem deutlichen Anstieg der Stornoquoten.

Wie investieren Lebensversicherungen? Die Kapitalanlage ist einer der wichtigsten Erfolgstreiber der Versicherungsunternehmen. Im Folgenden wird die für deutsche Lebensversicherer typische Anlagepolitik

Dr. Stefan Arneth, Leiter Relationship Management, Wolfgang Kaiser, Christian Sauka, beide Mandatmanager, alle MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH, München

Dass die europäischen und deutschen Versicherer trotz der Turbulenzen um die AIG in den USA bisher vergleichsweise geräuschlos durch die Finanzkrise gekommen sind, schreiben die Autoren nicht zuletzt der in den vergangenen Jahren recht vorsichtigen Anlagepolitik zu. Zwar ist die Entwicklung auf den Finanzmärkten von elementarer Bedeutung für das wichtige Kapitalanlageergebnis, doch ist zumindest die hiesige Branche mit mit einer deutlich niedrigeren Risikokapitalquote in die aktuelle Krise gegangen als beispielsweise im vorangegangenen Zyklus. Als Folge bescheinigen die Autoren dem „konservativen Geschäftsmodell der deutschen Lebensversicherer“ ein gutes Ergebnis in der Bewährungsprobe. Sie geben sich zuversichtlich, aufbauend auf dem vorsichtigen Anlageverhalten, einem wirksamen Risikomanagement, dem überschaubaren Liquiditätsbedarf und den bilanziellen Glättungseffekten, eine Stärkung im Wettbewerb mit Konkurrenzprodukten zu erfahren. (Red.)

charakterisiert und werden Rückschlüsse auf deren Abschneiden in der Finanzkrise gezogen.

Anlageziele: Oberstes Ziel der Kapitalanlage von Versicherungen muss es sein, die Verpflichtungen aus dem Versicherungsgeschäft zu erfüllen. Dies setzt voraus, die Beitragszahlungen der Versicherungsnehmer gegen dauerhafte Marktwertverluste zu sichern und für ausreichende Liquidität zu sorgen. Darüber hinaus muss ein garantierter Zins erwirtschaftet werden.³⁾ Die Erzielung zusätzlicher Erträge ist von Bedeutung, da sie sich vertriebsfördernd auf die Überschussbeteiligung der Versicherungsnehmer auswirkt; das Unternehmen selbst profitiert ebenfalls, wenn auch zu einem vergleichsweise geringen Teil.⁴⁾ Um die Gefahr künftiger Unterdeckungen hinreichend gering zu halten, ist im Sinne des Asset-Liability-Managements ein Ausgleich zwischen den aktiv- und den passivseitigen Risiken zu schaffen.

Hohes Maß an Regulierung: Die primären Anlageziele von Versicherungen sind gesetzlich normiert: Das Versicherungsaufsichtsgesetz schreibt eine sichere, rentable, ausreichend liquide und diversifizierte Anlage vor.⁵⁾ Außerdem dürfen Versicherungen nur Geschäfte tätigen, die im unmittelbaren Zusammenhang mit dem Versicherungsgeschäft stehen.⁶⁾ Eine Verlagerung bilanzieller Risiken in ausländische Zweckgesellschaften ist daher ebenso wie die Verwendung von Derivaten zu spekulativen Zwecken unzulässig.

Weitreichende Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsbehörde

Die Anlageverordnung sowie die ergänzenden Rundschreiben der BaFin enthalten eine Vielzahl quantitativer Anlagebeschränkungen, deren Verletzung der Aufsichtsbehörde zu melden sind. Ebenso überwacht die Aufsicht mit Stresstests, ob die Bedeckung der Verpflichtungen auch in Krisenszenarien gewährleistet ist. Bei Missständen hat die Aufsichtsbehörde weitreichende Eingriffsbefugnisse.

Konservativer Anlagestil: Die Versicherer hatten ihre Kapitalanlage vor der Krise – anders als vor dem letzten Wirtschaftsabschwung – vorwiegend defensiv ausgerichtet. Bei den Lebensversicherern belief sich die Risikokapitalquote, zu der neben Aktien auch Genussrechte und Nachrang-

papiere zählen, zu Beginn der Krise (statt der erlaubten 35 Prozent) im Durchschnitt nur auf etwa 16 Prozent; nur 1,7 Prozent der Kapitalanlagen waren in ABS investiert.⁷⁾

Dominanz festverzinslicher Wertpapiere

Die Portfolios werden vielmehr von festverzinslichen Wertpapieren beherrscht, die (zumindest bis dahin) von bonitätsmäßig einwandfreien Emittenten begeben wurden. Zur Sicherung der Bedeckung sind die teils erst in Jahrzehnten fälligen Auszahlungen an die Versicherungsnehmer überwiegend mit lang laufenden Papieren abgebildet, die bis zur Endfälligkeit gehalten werden. In Gestalt von Namenstiteln oder durch Zuordnung zum Anlagevermögen unterliegen diese Anleihen aus bilanzieller Sicht keinen Marktrisiken und leisten so einen stabilen Beitrag zum Kapitalanlageergebnis.

Anreizstruktur: Aufgrund bestehender Garantiezusagen trägt der Lebensversicherer das Risiko einer zu geringen Rentabilität der Kapitalanlage weitgehend selbst, während er nur relativ wenig an erzielten Überschüssen partizipiert. Aus Vertriebsgesichtspunkten bestehen dennoch Anreize zur Erwirtschaftung hoher Erträge, die eine Deklaration attraktiver Überschussbeteiligungen ermöglichen. Dem steht jedoch das Risiko einer ungleich schwerwiegenderen Publizitätswirkung einer verfehlten Mindestverzinsung gegenüber. Einseitige Erfolgsbeteiligungen, die zu einer exzessiven Risikoaufnahme verleiten könnten, existieren somit nicht.

Organisatorisch spiegelt sich dies in einem Gleichgewicht von Portfoliomanagement und Risikocontrolling wider. Bei Meag, dem Vermögensmanager der Münchener Rück-Gruppe, existiert mit dem Mandatemanager noch eine weitere Kontrollinstanz, die besonders auf die Erfüllung der anlegerspezifischen Bedürfnisse achtet. Die Kontrollmaßnahmen fokussieren auch auf die Anlageziele wie die Erreichung der Mindestrendite. So können im Ernstfall schnell und zuverlässig Maßnahmen ergriffen werden.

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise ist die Wertschätzung der Anleger für die Kapitallebensversicherung gestiegen. Investoren suchen verstärkt nach einer sicheren Vermögensanlage mit garantierter Min-

destverzinsung und verlässlicher Ablaufleistung.⁸⁾

Anlagealternativen wie fondsgebundene Lebensversicherungen partizipieren in höherem Maße am Auf und Ab der Märkte. Eine Garantiezusage gibt der Versicherer nicht. Die Auswirkungen auf ihre Ablaufleistung dürfte vielen Versicherungsnehmern noch nicht bewusst sein. Da gegen bietet das neue Produkt „Variable Annuities“ garantierte Ablaufleistungen. Mit komplexen Wertsicherungskonzepten sollen höhere Renditen als bei der konventionellen Lebensversicherung erzielt werden. Die Marktverwerfungen der beiden letzten Jahre waren jedoch nicht einkalkuliert. Belastungen entstanden vor allem durch enorm gestiegene Kosten der notwendigen Absicherungsmaßnahmen. Da den Versicherten eine garantierte Rendite zusteht, müssen die Anbieter die auflaufenden Verluste selbst tragen.

Höhere Anlagesicherheit

Im Vergleich zur Kombination von Fondssparplan und Risikolebensversicherung kann die Kapitallebensversicherung – neben der höheren Anlagesicherheit – steuerliche Vorteile in die Waagschale werfen. Während Kapitallebensversicherungen auch nach Abschaffung der Steuerfreiheit für Neuverträge seit 2005 weiterhin ein Steuerprivileg genießen,⁹⁾ unterliegen Fondssparpläne unabhängig von ihrer Laufzeit und Eignung als Altersvorsorgeinstrument der Abgeltungssteuer.

Die guten Perspektiven dürfen jedoch den Blick auf die Risiken des Geschäftsmodells nicht verstellen. Nur wer diese Risiken im Griff hat, wird am Markt bestehen und die Chancen auch tatsächlich in Erfolge ummünzen können.

Die stillen Reserven in den Kapitalanlagen von Erstversicherern sind 2007 um 3,3 und 2008 um 0,5 Prozentpunkte zurückgegangen, sodass sie Ende 2008 nur noch 1,5 Prozent vom Buchwert der Kapitalanlagen darstellten.¹⁰⁾ Versicherer, die stille Reserven realisieren mussten, haben in Zukunft einen eingeschränkten Handlungsspielraum. Außerdem konnte die Wiederanlage der veräußerten Bestände (bei vergleichbarem Risiko) nur zu erheblich niedrigeren Zinsen erfolgen. Je länger das Zinsniveau auf dem aktuell niedrigen Stand verharren wird, desto schwieriger

wird es werden, die Überschussbeteiligungen auf dem Niveau der letzten Jahre zu halten.

Höhere Kreditrisiken

Die Bonität der großen Anleiheemittenten ist das wohl größte Kapitalanlagerisiko der Lebensversicherer. Per Ende 2008 hatten sie Darlehen von insgesamt rund 125 Milliarden Euro an Kreditinstitute vergeben und Pfandbriefe im Wert von rund 200 Milliarden Euro im Bestand, was insgesamt etwa der Hälfte ihrer Kapitalanlagen entspricht. Der Zusammenbruch eines der großen Institute – man denke nur an die Hypo Real Estate – könnte zu unabsehbaren Ausfällen führen. Dies gilt nicht zuletzt aufgrund der großen systematischen Risiken im Bankensektor. Von entscheidender Bedeutung ist daher die gezielte Steuerung und Überwachung dieser Risiken.

Die effektive Diversifizierung der Kreditrisiken stellt sich als besondere Herausforderung dar; nicht zuletzt, da die Liquidität in wichtigen Anlageklassen zum Teil immer noch gering ist. Ein Beispiel ist – trotz der jüngsten Bemühungen der Europäischen Zentralbank – der Sekundärmarkt für den klassischen Pfandbrief. Unternehmensanleihen wurden zwar in bislang nicht gekanntem Ausmaß und überwiegend zu attraktiven Konditionen emittiert, die Emissionen waren indes häufig vielfach überzeichnet.

Ein effektives Kreditrisiko-Management ist nur möglich, wenn die Risiken für sich genommen und im Zusammenhang erkannt, quantifiziert und fortlaufend überwacht werden. Eine tatsächliche Risikodiversifikation setzt voraus, dass das Portfoliomanagement ein breites Spektrum von Anlageklassen in der Tiefe abdecken kann. Insbesondere im wichtigen Bereich der Namenspapiere ist ein guter direkter Kontakt zu möglichst vielen Marktteilnehmern erforderlich, welcher im Regelfall nur durch sehr große Handelsvolumina aufgebaut werden kann.

Regulatorische Herausforderungen

Auch die Positionierung im regulatorischen Umfeld wird noch mehr als bisher zu einem entscheidenden Wettbewerbsfaktor. Mit Solvency II soll die bisherige, stark regelbasierte zu einer prinzipienbasierten Versicherungsaufsicht weiterentwickelt und die

vorherrschende bilanzielle zugunsten einer ökonomischen Sichtweise abgelöst werden. An die Stelle pauschaler Anlagegrenzen muss eine eigenverantwortliche Risikolimitierung und -überwachung treten, die von einer erhöhten Transparenz gegenüber Aufsicht und Öffentlichkeit flankiert wird.

Die strategischen Spielräume der Versicherer werden künftig noch stärker von deren Fähigkeit im Umgang mit den von Solvency II adressierten Risiken abhängen. Der Risikokapitalbedarf ist durch eine sinnvolle, an den Verpflichtungen orientierte Anlagepolitik zu begrenzen. Das verfügbare Risikokapital ist effizient einzusetzen. Die Risikomessung sollte auf Grundlage eines Risikomodells stattfinden, welches auch für die Steuerung der Kapitalanlage-tätigkeit geeignet ist. Bereits mit dem BaFin-Rundschreiben zu den MaRisk für Versicherer ist das Anlageuniversum auf diejenigen Anlageklassen beschränkt, die vollständig in das Risikomanagement integriert sind.

Stornorisiken und operationelle Risiken

Die größeren Freiräume können de facto allenfalls von hochprofessionellen Anlegern mit Erfahrungen in der ökonomischen Steuerung des Kapitalanlagegeschäfts der Versicherer genutzt werden. Spezialisierte Asset Manager haben mit der Entwicklung geeigneter Risikomodelle und zuverlässiger Steuerungs- und Kontrollprozesse bereits vorgesorgt. Außerdem werden Schnittstellen zur Verfügung gestellt, über welche die Kapitalanlage aufsichtsrechtskonform in das Gesamtrisikomanagement eines auslagernden Versicherers eingebunden werden kann.

Erfahrungsgemäß werden jährlich rund fünf Prozent der laufenden Lebensversicherungen gekündigt.¹¹⁾ Die Steuerung der Stornoquote ist aber nur in beschränktem Umfang möglich. Eine kompetente Beratung vor Vertragsabschluss, eine hohe Produktqualität und guter Service sprechen für eine geringe Stornoquote. Hinsichtlich der laufenden Verzinsung vergleichen die Versicherungsnehmer nicht nur branchenweit, sondern auch mit Anlagealternativen. Typisch ist beispielsweise eine hohe Stornoquote in Zeiten eines festen Aktienmarktes. Schließlich gibt es Einflussfaktoren aus dem persönlichen Bereich des Versicherten, wie Arbeitslosigkeit, Scheidung oder anderwei-

tig bedingter akuter Liquiditätsbedarf. Viele dieser Faktoren kommen in wirtschaftlich schwierigen Zeiten verstärkt zum Tragen.

In der Anlage- und Liquiditätsplanung sind Vorkehrungen für vorzeitige Vertragsauflösungen zu treffen. Dies gilt umso mehr, da die Auszahlungen an die Versicherungsnehmer auch den Gegenwert der ihnen zustehenden stillen Reserven umfassen.

In Krisenzeiten spielen operative Risiken eine besonders wichtige Rolle,¹²⁾ denn in Stresssituationen steigt die Gefahr von Fehlentscheidungen und widerrechtlichem Verhalten. So kann Verlustaversion Entscheidungsträger dazu treiben, drohenden Verlusten mit einer Erhöhung der Risikoposition zu begegnen. Aber auch das Verdecken entstandener Verluste durch die Verursacher oder inadäquate Kommunikationsprozesse können zu existenziellen Nöten führen.

Diese Risiken können jedoch auf ein hinnehmbares Maß reduziert werden: Die eingesetzten Anlageinstrumente und -strategien müssen in den relevanten Funktionsbereichen durchschaubar sein. Bei professionellen Asset Managern sorgt hierfür ein klar definierter Neuproduktprozess, der auch durch die MaRisk (VA) vorgeschrieben ist. Des Weiteren müssen unabhängige Kontrollmechanismen vorhanden sein. Deren Wirksamkeit ist durch eine adäquate Funktionstrennung und ein ausreichendes Know-how bei den Überwachungsinstanzen sicherzustellen.

Gute Chancen für eine Renaissance

In der Finanzkrise bewährt sich das konservative Geschäftsmodell der deutschen Lebensversicherer. Zwar unterliegen auch deren Kapitalanlagen den Turbulenzen an den Kapitalmärkten; das vorsichtige Anlageverhalten, ein wirksames Risikomanagement, der geringe Liquiditätsbedarf und bilanzielle Glättungseffekte konnten die Auswirkungen auf die Verzinsung der Versicherungsguthaben jedoch deutlich abfedern. Nachdem Anleger die Sicherheit als Auswahlkriterium nun noch höher bewerten als zuvor, stehen die Chancen für eine Renaissance der Lebensversicherung trotz der Vielzahl von Konkurrenzprodukten gut. Allerdings sind Risiken der Geschäftstätigkeit, die in der Finanzkrise in Erscheinung

getreten sind, angemessen zu adressieren. Hervorzuheben sind die Kreditrisiken, deren Ausmaß nicht zuletzt durch die systemischen Gefahren bestimmt wird. Darüber drohen die zukünftigen Überschüsse aufgrund des niedrigen Zinsniveaus zu erodieren; durch den wirtschaftlichen Abschwung werden steigende Stornoquoten und, damit einhergehend, höhere Liquiditätsabflüsse zu einem realistischen Szenario. Hinzu kommen neue regulatorische Herausforderungen, allem voran Solvency II, durch die vor allem kleinere und mittlere Versicherer noch stärker unter Wettbewerbsdruck geraten. Diesen Herausforderungen muss vielfach mit einer Weiterentwicklung der Asset-Management-Funktion begegnet werden.

Fußnoten

¹⁾ Assekurata: Marktstudie 2009 – Die Überschussbeteiligung in der Lebensversicherung. Die laufende Verzinsung ist regelmäßig die wichtigste Komponente der Überschussbeteiligung. Der Rückgang von 2007 auf 2008 belief sich auf 0,08 Prozent.

²⁾ Bei den Lebensversicherern standen den 2008 ausgezahlten Leistungen von knapp 70 Milliarden Euro Beitragseinnahmen von rund 80 Milliarden Euro gegenüber.

³⁾ In der Lebensversicherung durchschnittlich 3,4 Prozent, in der Krankenversicherung 3,5 Prozent.

⁴⁾ Den Versicherungsnehmern stehen mindestens 90 Prozent des realisierten, die garantierte Verzinsung übersteigenden Ergebnisses aus der Kapitalanlage-tätigkeit zu.

⁵⁾ § 54 VAG

⁶⁾ § 7 Abs. 2 VAG

⁷⁾ GDV: Herausforderung Finanzmarktregulierung, Februar 2009.

⁸⁾ Altersvorsorge-Studie von komm.passion Research im Auftrag der Gothaer Versicherung: 78,3 Prozent der Befragten, die bereits über eine private Altersvorsorge verfügen, gaben an, sie würden ihr Produkt heute vorrangig unter dem Aspekt der Sicherheit auswählen. Bei Vertragsabschluss war dieses Kriterium für 70,1 Prozent der Befragten wichtig. Dessen ungeachtet ist der Anteil der Kapitallebensversicherung am privaten Vorsorgevermögen 2008 weiter gesunken. Dagegen werden staatlich geförderte Produkte, wie die Riester-Rente, stärker nachgefragt.

⁹⁾ Die Kapitalerträge sind bei Vertragsablauf zur Hälfte mit dem persönlichen Steuersatz zu versteuern; Voraussetzungen: Laufzeit des Vertrages mindestens zwölf Jahre, Ablauf des Vertrages nach Vollendung des 60. Lebensjahres und Gewährung eines Mindesttodesfallschutzes.

¹⁰⁾ Die freien Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen dienen ebenfalls dazu, die Überschusszuweisung über die Zeit zu glätten. Während sie im Jahr 2007 insgesamt noch angestiegen sind, wurden sie 2008 in der gleichen Größenordnung (rund vier Milliarden Euro) wieder reduziert; vgl. GDV: Geschäftsentwicklung 2008. Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen.

¹¹⁾ GDV, Geschäftsentwicklung 2007, Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen, Berlin 2008.

¹²⁾ Vgl. auch Ceiops: Lessons learned from the crisis (Solvency II and beyond), 19. März 2009, Seiten 12 bis 13.