



Standpunkt

Februar 2003

Assekuranz – Quo Vadis?

Die Bedeutung der deutschen Lebensversicherungen

©2003. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Assekuranz – Quo Vadis?

Die Bedeutung der deutschen Lebensversicherungen

- ◆ Vor dem Hintergrund der anhaltenden Börsenschwäche gewähren die deutschen Lebensversicherungen noch immer zu hohe Gewinnbeteiligungen!
- ◆ Viele Versicherungen haben keine bzw. nur noch geringe Reserven, so dass kein Risikopuffer mehr vorhanden ist. Der Spagat zwischen vertretbarem Risiko und benötigtem Ertrag wird immer größer.
- ◆ Die BaFin hat auf die Entwicklung mit einer Vielzahl von Maßnahmen reagiert. Das Pulver ist aber noch nicht gänzlich verschossen!
- ◆ Die kapitalmarktfremde Steuerpolitik des Staates verschärft die Situation noch zusätzlich.
- ◆ Wird das Jahr 2003 die große Marktberreinigung in der deutschen Lebensversicherungsbranche bringen?
- ◆ Vernünftige gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen verbunden mit einer konjunkturellen Belebung und einem systematischen Anlage-/Risikomanagement auf der Anlegerseite sollten aus der Krise führen.

Assekuranz – Quo Vadis?

Die Bedeutung der deutschen Lebensversicherungen

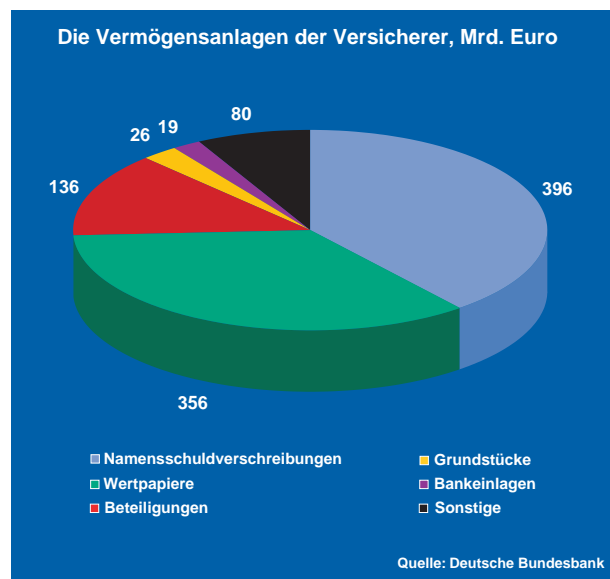
Warum spielt die Lebensversicherungsbranche eine so wichtige Rolle in Deutschland?

In nackten Zahlen ausgedrückt wird dies mehr als deutlich:

Mit ca. 90 Millionen abgeschlossenen Verträgen stellt die Lebensversicherung neben dem Eigenheim den größten Vermögensposten bei den privaten Anlegern dar. Beinahe jeder zweite Haushalt in Deutschland besitzt mindestens eine oder mehrere Lebens- und/ oder Rentenversicherungspolice. In den Jahren 2001 und 2002 investierten die Versicherungsnehmer mehr als 60 Mrd. Euro an Beiträgen in ihre Lebensversicherungen. Die Lebensversicherer verwalten zusammen Kapitalanlagen in Höhe von mehr als 500 Mrd. Euro und sind damit die wichtigsten institutionellen Investoren am deutschen und auch am europäischen Kapitalmarkt. Hinzu kommt die Rolle der Lebensversicherer als Kreditgeber der privaten Haushalte. Betrachtet man die Gesamtheit der deutschen Versicherer, so beläuft sich das Anlagevolumen sogar auf mehr als 1.000 Mrd. Euro. Damit ist die Versicherungswirtschaft eine tragende Säule zur Erhaltung der Stabilität der Kapitalmärkte (vgl. Abb. 1).

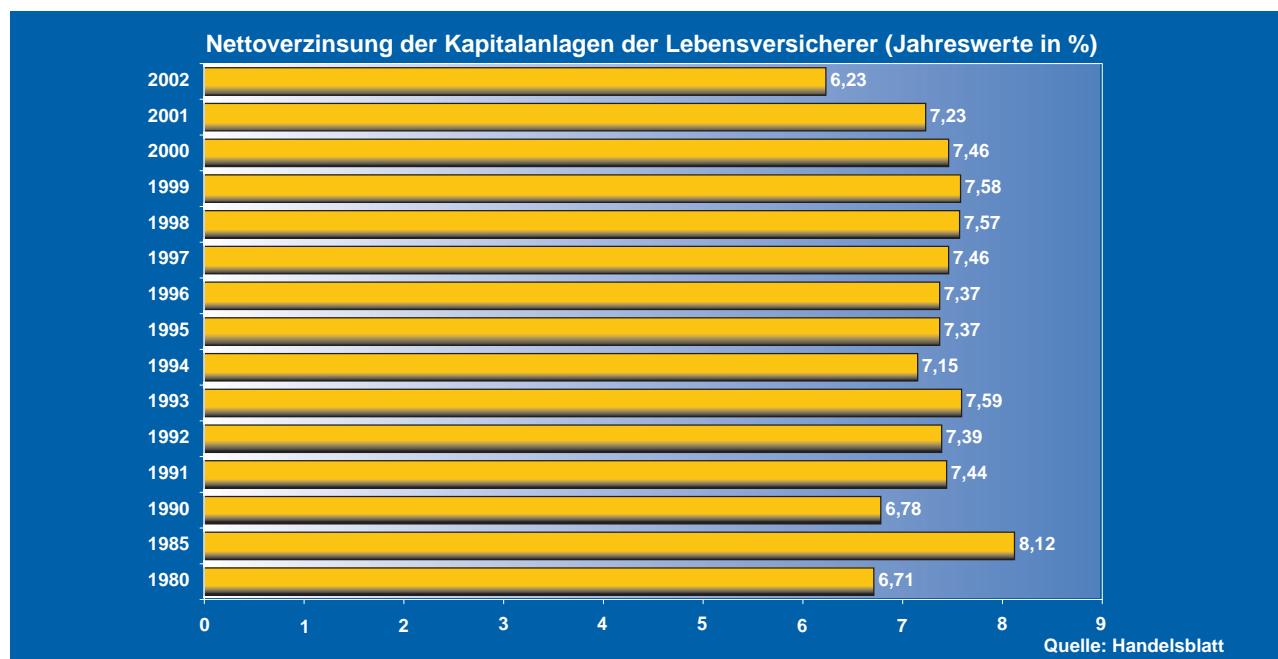
Sinn und Zweck der gesamten Vermögensanlagetätigkeit der Versicherungsunternehmen ist es, durch Art, Umfang und Qualität der Deckungsmittel die dauernde Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge sicherzustellen.

Abbildung 1: Die Vermögensanlagen der Versicherer (September 2002)



Der nun schon seit drei Jahren andauernde Bärmarkt an den weltweiten Aktienbörsen und die jahrelang niedrigen Zinsen haben der deutschen Lebensversicherungsbranche arg zugesetzt und tiefe Spuren im Kapitalanlagebereich hinterlassen. Gewinnbeteiligungen von 7% und mehr gehören der Vergangenheit an. Während die Guthaben der Versicherungsnehmer im Jahr 2001 mit durchschnittlich 7,23% verzinst wurden, wurde in 2002 nur noch eine Gewinnbeteiligung in Höhe von 6,23% ausgewiesen. Für das Jahr 2003 halten wir eine Gewinnbeteiligung, die zwischen 4 und 5% liegt, für realistisch.

Abbildung 2: Entwicklung der Gewinnbeteiligung



Sollte sich die Situation an den Kapitalmärkten nicht grundlegend ändern, so ist es sogar sehr wahrscheinlich, dass eine ganze Reihe von Versicherungsunternehmen dazu gezwungen sein wird, die Gewinnbeteiligungen auf das gesetzlich vorgeschriebene Mindestniveau abzusenken. Dieser Garantiezins liegt momentan bei 3,25% bzw. für ältere Verträge bei 4%. Der Garantiezins ist der Anteil der Gewinnbeteiligung, der gesetzlich garantiert und auf den Sparanteil gezahlt wird. Der Sparanteil ist der Teil des Versicherungsbeitrages, der nach Abzug der Kosten übrig bleibt. Die Gewinnbeteiligung ist für die Versicherungsunternehmen deshalb von entscheidender Bedeutung, weil ihre Höhe maßgeblichen Einfluss auf das Neugeschäft im Lebensversicherungsbereich hat.¹⁾ Die Gewinnbeteiligung ist die im Geschäftsbericht jährlich ausgewiesene Gesamtverzinsung auf Kundenguthaben. Diese setzt sich aus dem bereits beschriebenen Garantiezins und einer variablen Überschussbeteiligung zusammen. In der Presse werden die Begriffe Überschussbeteiligung und Gewinnbeteiligung häufig synonym verwendet.

In diesem Standpunkt wollen wir unter anderem die Frage stellen, wie es momentan in der Lebensversicherungsbranche aussieht und welche Folgen diese Situation für die Versicherungsnehmer haben kann bzw. haben wird. Darüber hinaus gehen wir intensiv auf die Rolle der Bundesanstalt für Finanz-

dienstleistungsaufsicht (BaFin), das ihr zur Verfügung stehende Instrumentarium, um Krisensituationen bewältigen zu können, und auf schon eingeleitete Maßnahmen dieser Behörde ein. Ferner werden wir uns mit der Frage beschäftigen, was die Versicherungsunternehmen von sich aus tun können, um dieser Situation zu begegnen. Abschließend werden wir mögliche Konsequenzen für das Jahr 2003 ableiten und versuchen, Handlungsvorschläge zu erarbeiten.

Die aktuelle Lage der deutschen Versicherungswirtschaft

Die deutsche Assekuranz befindet sich zweifelsohne in der schwersten Krise der Nachkriegszeit. Die Ursachen sind schnell ausgemacht. Investierte die Branche bis Anfang der 90er Jahre überwiegend in festverzinsliche Wertpapiere und Beteiligungen, so änderte sich spätestens 1995 aufgrund der stark sinkenden Zinsen das Anlageverhalten. Die Situation der Unternehmen war zu diesem Zeitpunkt auf Grund der Rentenmarktentwicklung äußerst verzwickelt, denn man wollte auf keinem Fall die Renditeversprechen für die Kunden revidieren.

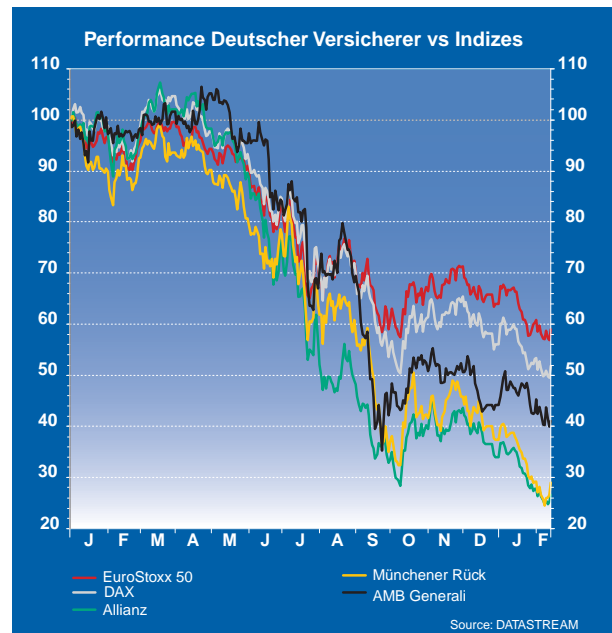
So fingen die Gesellschaften an, ihr Engagement in Aktien sukzessive zu erhöhen. Innerhalb von nur fünf Jahren wuchs die durchschnittliche Aktienquote der Branche von 12,9% in 1995 auf 26,4% im Jahr 2000. Unmittelbar vor dem Einsetzen der Baisse am Aktienmarkt vereinte die Branche jeden dritten Anteilschein eines deutschen börsennotierten Unternehmens in ihren Händen.

Spätestens seit Mitte 2000 rächte sich die starke Ausrichtung auf Aktien. Die von der BaFin als Simulationen für ein Worst Case-Szenario gedachten Stress-Tests wurden bittere Wirklichkeit. Die Entwicklung in den Jahren 2000 und 2001 führte zu massiven Wertberichtigungen in den Bilanzen und war mit einer deutlichen Reduktion der Gewinnbeteiligungen für die Versicherungsnehmer verbunden. Nachdem der DAX bis Ende Juli 2002 weitere 40% gegenüber den Jahresendkursen 2001 verloren hatte, kam es im August zu Panikreaktionen, verbunden mit einem massiven Abbau der Aktienpositionen. Entsprechend brach der DAX auf ein 6-Jahres-Tief ein und notierte im Oktober 2002 bei 2.519 Punkten, und konnte sich seitdem nicht stabilisieren. Wir schätzen, dass sich die durchschnittliche Aktienquote momentan im einstelligen Bereich bei ca. 7% bis 9% bewegt. Aus stillen Reserven sind inzwischen vielerorts stille Lasten geworden, so dass wir glauben, dass die deutschen Lebensversicherer über praktisch keine Reserven mehr verfügen. Vor diesem Hintergrund dürfte es kaum überraschen, dass Versicherungswerte die sich am schlechtesten entwickelnden Aktien in Deutschland im Jahre 2002 waren (vgl. Abb. 3).

Als problematisch erwiesen sich in dieser Aktienmarktbaissse aber nicht nur die gestiegenen Aktienquoten in der Kapitalanlage der Lebensversicherer. Starker Druck resultierte auch aus den direkten Beteiligungen und Überkreuzverflechtungen der Lebensversicherer in Bezug auf andere Versicherer, Banken und Industrieunternehmen. Der Wert dieser Beteiligungen fiel bei einigen Versicherungsunternehmen dramatisch. Besonders betroffen von dieser Entwicklung waren dabei gerade die vermeintlich kapitalstarken und großen Versicherungen Deutschlands wie die Allianz und die Münchener Rück, deren Aktien daher am stärksten unter Druck gerieten. Klares Zeichen, dass bei diesen

Beteiligungsportfeuillees aus Risikoüberlegungen langfristig Veränderungen zu erwarten sind.²⁾

Abbildung 3: Deutsche Versicherer



Erste Konsequenzen

Aufgrund dieser dramatischen Entwicklung hatte der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) die Regierung bereits Mitte 2001 aufgefordert, Sondervorschriften für die Versicherungsbranche zur Bilanzierung von Wertpapieren umgehend zu ändern. Die daraufhin von der Bundesregierung verabschiedete Neuregelung der Bewertungsvorschriften räumte den Versicherungsunternehmen erstmals die Möglichkeit ein, zum 31.12.2001 eine Bewertung ihrer Kapitalanlagen nach dem gemilderten Niederstwertprinzip vorzunehmen. Konkret ermöglichte die Neufassung des § 341b HGB den Versicherungsunternehmen, im Rahmen der Bewertung von Wertpapieren, die dazu bestimmt sind, dem dauernden Geschäftsbetrieb zu dienen, auf eine außerplanmäßige Abschreibung zu verzichten, wenn die Wertminderung als voraussichtlich vorübergehend eingeschätzt wird. Von dieser Möglichkeit zur Vermeidung von Abschreibungen machten ca. 50% der deutschen Versicherungsunternehmen Gebrauch.

Abbildung 4: Nutzung §341b in 2001³⁾

	Mio EUR	Kapitalanlagen	Nutzung §341b/Kapitalanlagen (%)
BBV	292,6	5.302,6	5,5
Mannheimer	86,6	3.357,8	2,6
Hann Leben	189	9.048,7	2,1
AXA Konzern	376,5	23.574,0	1,6
HDI	21,5	2.484,1	0,9
R + V	198	24.175,7	0,8
Alte Leipziger	71,1	12.184,5	0,6
ERGO	357	62.862,4	0,6
Barmenia	8,5	2.073,1	0,4
DEVK	17,6	5.589,4	0,3
Allianz Leben	185	91.565,8	0,2
DBV Winterthur	27,7	15.048,9	0,2
Nürnberger Bet.-AG	17,2	10.494,8	0,2
Continental	0,2	3.918,7	0
HUK-Coburg	0	5.026,2	0
AMB Generali	0	53.489,2	0
Debeka	0	14.562,4	0
Gerling	0	17.372,4	0
Gothaer (Parion)	0	12.005,8	0
LVM	0	4.042,7	0
Provinzial Rheinland	0	8.281,2	0
Signal Iduna	0	17.076,9	0
W & W AG	0	12.626,0	0
Westf. Provinzial	0	8.792,9	0

Quelle: Unternehmen, WestLB Panmure

Nachdem die Kurse an den Aktienmärkten im zweiten und dritten Quartal 2002 ihre Talfahrt fortsetzten, war es notwendig geworden, für die Jahresabschlüsse 2002 Bewertungskonsequenzen zu ziehen und zu definieren, in welchen Fällen die Dauerhaftigkeit einer Wertminderung festzustellen ist. Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) hat daraufhin zwei Aufgreifkriterien definiert, bei deren Erfüllung von einer dauerhaften Wertminderung auszugehen ist:⁴⁾

1. Der Zeitwert der Wertpapiere liegt in den dem Bilanzstichtag vorangehenden Monaten permanent um mehr als 20% unter dem Buchwert;
2. Der Durchschnittskurs der letzten 12 Monate liegt am Bilanzstichtag um mehr als 10% unter dem Buchwert.

Die Versicherungsunternehmen haben sich für eines dieser Kriterien zu entscheiden und dieses systematisch anzuwenden. Eine selektive Auswahl

des jeweiligen Aufgreifkriteriums bei bestimmten Wertpapieren, bei denen von einer dauerhaften Wertminderung auszugehen ist, ist nicht zulässig. Dem steht nicht entgegen, dass für einen eindeutig abgegrenzten Wertpapierbestand (z. B. Spezialfonds einerseits und Direktanlage andererseits) das jeweilige alternative Aufgreifkriterium angewendet werden darf, soweit dies sachlich gerechtfertigt ist.

Nur in Ausnahmefällen durfte auf Abschreibungen verzichtet werden, beispielweise wenn das Versicherungsunternehmen stichhaltig nachweisen kann, dass der tatsächliche Wert eines Wertpapiers (Unternehmens) höher ist als der am Markt notierte Jahresschlusskurs. Was die tatsächliche Auslegung dieser Vorschriften angeht, waren die gewährten Spielräume je nach Wirtschaftsprüfer unterschiedlich groß. So ließen einige Wirtschaftsprüfer pauschalierte Durchschnittsbewertungen, die sich auf die durchschnittlichen Kurse der letzten 12 Monate des Geschäftsjahres bezogen, zuzüglich eines 10%-Puffers, als Bewertungsmaßstab zu. Auf diese Weise

fielen die Abschreibungen in der deutschen Assekuranz vermutlich wesentlich geringer aus, als sie auf den ersten Blick hätten sein müssen.

Welche Folgen ergeben sich langfristig für die Versicherungsnehmer?

Die desolante Börsenlage hat sich bei den Versicherungsnehmern in Form von sinkenden Gewinnzuweisungen bereits bemerkbar gemacht und hat erhebliche Auswirkungen auf die zukünftigen Ablaufleistungen der Lebensversicherungspolice. Dies ist besonders bitter für diejenigen Kunden, die ihren Vertrag zur Immobilienfinanzierung eingesetzt haben und nun mit einer Finanzierungslücke rechnen müssen. Diese kann mehrere 10.000 Euro ausmachen. Die BaFin hat die Risiken, die aus dieser Entwicklung für die ganze Branche entstehen könnten, erkannt und die Lebensversicherer angewiesen, ihre Kunden auf diesen Sachverhalt hinzuweisen. Den betroffenen Kunden sind gegebenenfalls Handlungsalternativen in Form von Sondertilgungen, Summenerhöhungen oder Vertragsverlängerungen aufzuzeigen.

Aber auch für alle anderen Besitzer von Kapitallebensversicherungen kann es am Ende der Vertragslaufzeit ein böses Erwachen geben. Die einst im Beratungsgespräch in Aussicht gestellten und für die Zeit nach dem aktiven Erwerbsleben eingeplanten Ablaufleistungen könnten weniger üppig ausfallen, als sich mancher Erwerbstätiger heute vorstellen mag und zusätzliche Vorsorgemaßnahmen notwendig werden lassen.

Was kann die BaFin tun und welche Maßnahmen wurden bereits ergriffen?

In Folge der sich abzeichnenden Marktentwicklung wurden alle Lebensversicherungen im Juli und Oktober 2002 von der BaFin angeschrieben und gebeten, detaillierte Auskünfte über die Auswirkungen der Aktienmarktbaissse auf die Reservesituation etc. der Unternehmen abzugeben. Im Rahmen sogenannter Stress-Tests sollten die Auswirkungen extremer Kursveränderungen auf die Kapitalanlagen simuliert werden.

Stress-Tests

Diese Tests sollten dazu dienen, der BaFin einen Überblick über die Risikotragfähigkeit sowohl der gesamten deutschen Lebensversicherungsbranche als auch jedes einzelnen Unternehmens zu verschaffen. In der Anfrage vom 10. Juli mussten die Lebensversicherer dazu ihre Reservesituation unter der Annahme ermitteln, dass

- ◆ die Aktienkurse am 31.12. 2002 mit denen vom 30. Juni 2002 identisch seien, und
- ◆ die Aktienkurse vom 31.12.2002 um 30% unterhalb der Schlußkurse des Jahres 2001 liegen würden.

Das Zinsniveau wurde als unverändert unterstellt. Die zweite Anfrage von Seiten der BaFin erfolgte am 30. Oktober 2002. In einem ersten Szenario wurde unterstellt, dass die Aktienkurse vom 31. Dezember 2002 mit denen Ende Oktober identisch seien. Im zweiten Szenario sollte simuliert werden, dass die Kurse Ende 2002 um 50% unter denen vom Jahresende 2001 liegen würden. Die Zinsseite wurde hier ebenfalls als unverändert angenommen.

Obwohl sich diese Annahmen eines Krisenszenarios für den Aktienmarkt zum Jahresende 2002 erfüllt haben, werden die Ergebnisse dieses Stress-Tests von der BaFin bis heute unter Verschluss gehalten. Die Nicht-Bekanntgabe wurde u. a. damit begründet, dass der Ruf der deutschen Assekuranz als konservativer und risikobewusster Anleger nicht durch Einzelfälle unnötig belastet und eine Verunsicherung der Märkte und insbesondere der Versicherungsnehmer vermieden werden sollte. Wie immer in solchen Fällen kursierten wenig später wilde Gerüchte und Spekulationen über Unternehmen, die als „Wackelkandidaten“ angesehen wurden. Diese Gerüchte und die zunehmende Sorge auf Seiten der BaFin und des GDV, dass die bis dato für unmöglich erachtete Insolvenz eines Lebensversicherers den Ruf der gesamten Branche ruinieren könnte, führte im Sommer 2002 zu konkreten Überlegungen, eine Auffanggesellschaft ähnlich eines Kurssicherungsfonds zu gründen.

Protector

Auf der Mitgliederversammlung des GDV im November 2002 wurde in der Gesellschaftsform einer Aktiengesellschaft die Auffanggesellschaft „Protector“ gegründet. Nach den Plänen des GDVs sollen ihre Mitglieder zu Beginn ca. 800 Mio Euro zur Verfügung stellen, um Protector als Lebensversicherung mit Leben erfüllen zu können. Weitere Zahlungen der Aktionäre sollten erst dann fällig werden, wenn es tatsächlich zum Ernstfall kommen sollte. In diesem Fall könnte Protector von seinen Aktionären (Lebensversicherer) Zuschüsse von bis zu 1% des Vermögens einer jeden Gesellschaft einfordern. Insgesamt stünden damit maximal 5,0 Mrd. Euro zur Verfügung, um notleidenden Gesellschaften und ihren Versicherungsnehmern zu helfen. Im Ernstfall übernehme Protector die Versicherungspolice und die Kapitalanlagen der angeschlagenen Gesellschaft(en) und garantierte für die verbleibende Laufzeit der Verträge zumindest die gesetzliche Mindestverzinsung von 3,25% bis 4%. Dies muss jedoch nicht das Ende der Unterstützung sein. Da den zu übernehmenden Verträgen Deckungsmittel, die sich aus den bisher eingezahlten Beiträgen und bereits zugewiesenen Gewinnanteilen zusammensetzen, gegenüberstehen und zukünftig keine zusätzlichen Kosten (Abschluss-, Verwaltungs- und Stornokosten usw.) mangels Neugeschäft mehr entstehen, kann ein großer Teil des Prämienaufkommens gewinnbringend am Kapitalmarkt angelegt werden. Langfristig sind daher über das bereits genannte Maß hinaus Gewinnbeteiligungen durchaus möglich.

Zwangsmaßnahmen durch die BaFin

Damit es aber erst gar nicht zu solchen Insolvenzen kommt, stehen der BaFin neben den bereits genannten Maßnahmen noch eine Reihe von zusätzlichen Instrumenten zur Verfügung, von denen bereits rege Gebrauch gemacht worden ist. So kann die Bundesanstalt Vorstände abberufen und durch Beauftragte ersetzen, Gesellschaften das Neugeschäft verbieten und zu Fusionen und Bestandsübernahmen „anregen“. Darüber hinaus können einzelne Unternehmen dazu gezwungen werden, einen Finanz- und/oder Solvabilitätsplan zu erstellen und diese(n) in Form eines Sonderberichtes bei

der BaFin zur Einsicht vorzulegen. Dies geschah erstmalig im September/Okttober 2001, als ca. 20 Lebensversicherer auf eine interne Watch-List bei der BaFin gesetzt wurden.

Die BaFin berechnet die Solvenz einer Lebensversicherung auf der Basis einer Kennzahl, welche über die Erfüllbarkeit von Verpflichtungen und die Sicherheitslage eines Versicherers Auskunft gibt.⁵⁾ Die Einhaltung der Mindestanforderungen muss im Zuge der Solvenzkontrolle gegenüber der Aufsicht regelmäßig nachgewiesen werden. Die aufsichtsrechtliche Soll-Kapitalausstattung setzt sich additiv aus den folgenden Komponenten für unterschiedliche Versicherungsarten zusammen:

- ◆ 4% der mathematischen Reserven für Kapitallebens- und Rentenversicherungspolice
- ◆ 1% der mathematischen Reserven für Fondsgelundene Lebensversicherungsverträge
- ◆ 0,3% des Risikokapitals (Versicherungssumme ./ mathematische Reserven) für Risikolebensversicherungsverträge
- ◆ 16% bis 18% der Prämien für Zusatzversicherungen

Die Ist-Kapitalausstattung gibt Auskunft über die freien Sicherungsmittel, die zum Ausgleich möglicher Verluste herangezogen werden können. Die aufsichtsrechtliche Ist-Kapitalausstattung kann wie folgt ermittelt werden:

- ◆ Eigenkapital (ausgewiesenes EK inkl. Genussrechten und Hybridkapital (z. B. Wandelanleihen), minus immaterielles Vermögen und 50% des nicht eingezahlten Kapitals)
- ◆ Freie Rückstellungen für Beitragsrückstellungen
- ◆ Schlussgewinnanteilsfonds

Während die Ist-Kapitalausstattung im Jahr 2000 noch ausreichte, um die geforderte Soll-Kapitalausstattung mit ca. 200% überzuerfüllen, ist die Kapitalausstattung der Versicherer aufgrund der Entwicklungen an den Kapitalmärkten massiv abgeschmolzen.

Maßnahmen der Versicherer

Was kann die Assekuranz in dieser Situation von sich aus tun, um mit dieser Entwicklung und ihren Folgen besser fertig werden zu können?

Kapitalmaßnahmen

Trotz der angespannten Lage an den Kapitalmärkten planen bereits eine Reihe von Versicherungen die Aufnahme von neuem Kapital. Neben der BaFin sind es in erster Linie die Ratingagenturen, welche die gegenwärtige Kapitalausstattung der Versicherer kritisch beäugen und mit entsprechenden Konsequenzen drohen oder sie bereits in Form von Ratingherabstufungen vorgenommen haben. Ein Aufschub von Kapitalerhöhungsmaßnahmen in der Hoffnung, dass sich die Märkte im ersten oder zweiten Quartal 2003 wieder erholen werden, könnte fatale Auswirkungen auf die Aktienkursentwicklung der Gesellschaften haben. Sollten die Ratingagenturen auf Grund der bis dann nicht erfolgten Erhöhung der Eigenkapitalbasis eine Herabstufung des Ratings vornehmen, so könnte dies zu einer Verkaufswelle aller in den Indizes gelisteten Versicherungsgesellschaften führen.

Die nun schon seit mehr als drei Jahren andauernde Aktienmarktschwäche wird auch zu einem Konzentrationsprozess in der Branche führen. Den kapitalschwächeren Unternehmen bleibt nur die Möglichkeit, sich zusammenzuschließen, sich übernehmen zu lassen oder den Geschäftsbetrieb einzustellen.

Fusionen- und Übernahmen

Der Druck, der auf den Lebensversicherungen lastet, wird mit jedem Tag, an dem die Aktienmärkte weiter auf Talfahrt gehen, stärker. Goldman Sachs prognostiziert, dass mindestens 30% der derzeit 118 deutschen Gesellschaften in drei bis fünf Jahren vom deutschen Markt verschwunden sein werden.⁶⁾ Auch wir sind davon überzeugt, dass angesichts der nicht zu leugnenden Probleme ein Konzentrationsprozess unausweichlich ist. Einige der Gesellschaften, die im Ruf stehen, gefährdet zu sein, werden durch Fusionen, Kooperationen etc. ihre Probleme zu lösen versuchen. Dieser Prozess ist allerdings auf Grund gesellschaftsrechtlicher Probleme, beispielsweise bei Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit, sehr komplex und mit einer

Vielzahl von Problemen behaftet. Auf der anderen Seite könnten kapitalkräftige Gesellschaften wie die Allianz, die AXA usw. versuchen, aus der Situation Nutzen zu ziehen und durch Übernahmen ihre Marktposition weiter zu stärken. Allerdings bezweifeln wir, dass eine Fusion- und Übernahmewelle in der von Goldman Sachs beschriebenen Größenordnung einsetzen wird.

Für viele Unternehmen wird es eher schwierig werden passende Partner zu finden, denn auch die großen Player im Markt haben mit den Aktienkursrückgängen zu kämpfen. Gerade die börsennotierten Lebensversicherer stehen unter hohem Erwartungsdruck der Aktionäre und Analysten, was ihre Möglichkeit, Übernahmen mit eigenen Aktien bezahlen zu können, eher einschränkt. Außerdem könnten sich potenzielle Käufer berechtigte Sorgen wegen möglicher Altlasten bei den zu übernehmenden Versicherungsgesellschaften machen, denn nicht wenige Versicherer haben sich auf Grund der Börsenentwicklung in den Jahren 2000 und 2001 zu risikoreichen Transaktionen in der Hoffnung hinreißen lassen, dass eine positive Börsenentwicklung im Jahr 2002 alles wieder richten würde. Diese Hoffnung erwies sich allerdings als trügerisch.

Zusammenfassung: Konsequenzen aus vergangenen Fehlern

Der einseitige Renditewettbewerb um Marktanteile und die gleichzeitige Vernachlässigung des Risikomanagements sind wesentliche Ursachen für das Dilemma, in dem sich die deutsche Assekuranz heute befindet. Die in der Vergangenheit versprochenen hohen Überschussbeteiligungen könnten sich als Damoklesschwert erweisen, falls sich herausstellen sollte, dass die Beispielrechnungen der Versicherer fehlerhaft gewesen sind. In diesem Fall ist mit massiven Haftungsansprüchen von Versicherungsnehmern zu rechnen.

Unserer Ansicht nach kann nur durch die Implementierung eines stringenten Asset-/Liability-Prozesses, verbunden mit einer Optimierung der Asset Allokation unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit jeder einzelnen Gesellschaft, eine Wiederholung der in der Vergangenheit begangenen Fehler vermieden werden. Das der Risikotragfähigkeit des Investors entsprechende optimale Risiko-/ Er-

trags-Verhältnis ließe sich durch die Kombination der verschiedenen, auch neueren Assetklassen erreichen. Hier ist der Gesetzgeber gefragt, möglichst schnell Rahmenbedingungen für alternative Investments zu schaffen, deren Wertentwicklung nur in geringer bzw. keiner Korrelation zu den traditionellen Anlageinstrumenten steht.⁷⁾

Trotz der angespannten Lage bei den Lebensversicherern und der Enttäuschung über sinkende Gewinnbeteiligungen bleibt festzustellen, dass die kapitalbildende Lebensversicherung auch in Zukunft ein wesentlicher Bestandteil der privaten Altersvorsorge bleiben wird.

Verfasser: Andreas Blanck
Tel.: 040 / 35 72 90 - 26

Literaturverzeichnis

- 1) Prof. Dr. O. Goecke / Dr. R. Will: Der Rendite-wettbewerb in der Lebensversicherung, 2001
- 2) N. Byrne: Insurance Monthly, JPMorgan, 30. Januar 2003
- 3) F. Stoffel / Dr. C. Zielke: Insurance Sector, WestLB Panmure, November 2002
- 4) IDW Aktuell: VFA zur Bewertung von Kapitalanlagen bei Versicherungsunternehmen, 2. Oktober 2002, Internet:
<http://www.idw.de/idw/generator/id=281394.html>
- 5) Dr. M. Metzler / H. Gobil / G. Mayne: Deutsche Lebensversicherer: Wie ist die Zukunft zu finanzieren?, Fitch Ratings, 26. November 2002
- 6) D. Popielas: The Changing German Life Insurance Industry, Goldman Sachs, November 2002
- 7) Dr. Lowe: Arbeitskreis „Neue Entwicklungen im Bereich der Kapitalanlagen“, Allianz Versicherungs-AG, 3. April 2001



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt

Tel.: 069 - 50 60 6 - 0

Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg

Tel.: 040 - 35 72 90 - 20

Fax: 040 - 35 72 90 - 29