

# *Standpunkt*

Dezember 2001

Das Dilemma der Versicherungen  
in einer Niedrigzinsphase

©2001. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 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.

# Das Dilemma der Versicherungen in einer Niedrigzinsphase

- ◆ Der langfristige Rückgang der Renditen auf der Ertragsseite, verbunden mit konstant hohen Gewinnbeteiligungen auf der Aufwandsseite, stellt die Versicherungen vor immense Probleme
- ◆ Die Rendite als der entscheidende Wettbewerbsfaktor für Neugeschäfte hat die Versicherungen in der Vergangenheit zu einer immer risikoreicheren Anlagepolitik gedrängt
- ◆ Der Kampf um Marktanteile sowie das Einhalten von Versprechen führt zu einem Spagat zwischen notwendigem Ertrag und tragbarem Risiko
- ◆ Das Bundesaufsichtsamt für Versicherungswesen und der Staat setzen die maßgeblichen Rahmenbedingungen für die Handlungsweisen der Versicherungen fest
- ◆ Eine kapitalmarktorientierte Produktpolitik sowie ein systematisches Risikomanagement sollten in Zukunft bei der Bewältigung des Dilemmas helfen

# Das Dilemma der Versicherungen in einer Niedrigzinsphase

## Deutsche Versicherungen im aktuellen Umfeld

In einem Umfeld zunehmender Wettbewerbsintensität innerhalb der Versicherungswirtschaft, steigender Renditeanforderungen der Aktionäre sowie einem scharfen Wettbewerb um das private und betriebliche Altersvorsorgekapital, wird das Ergebnis der Vermögensanlage zum zentralen Wettbewerbsfaktor eines Versicherungsunternehmens. Insbesondere vor dem Hintergrund der anhaltenden Niedrigzinsphase ist die Frage, ob ein Unternehmen aufgrund ausreichender stiller Reserven in der Lage ist, die Gewinnbeteiligung konstant zu halten, von entscheidender Bedeutung für die Höhe des Neugeschäfts. Die Gewinnbeteiligung ist die im Geschäftsbericht jährlich ausgewiesene Gesamtverzinsung auf Kundenguthaben. Diese setzt sich aus einem festen Garantiezins (z. Zt. 3,25%) und einer variablen Überschussbeteiligung zusammen. In der Praxis wird jedoch häufig von der Überschussbeteiligung gesprochen, wenn eigentlich die Gewinnbeteiligung gemeint ist.

Die den Versicherungsnehmern gewährte Gewinnbeteiligung richtet sich hauptsächlich nach der Höhe des erzielten Ergebnisses aus den Vermögensanlagen, welches als Nettoverzinsung bezeichnet wird. Die zentrale Aufgabe eines Versicherungsunternehmens besteht somit darin, den aus dem Verkauf von Versicherungsprodukten resultierenden Kapitalanlagebedarf in möglichst sichere, liquide und rentable Anlageformen zu investieren, ohne die voraussichtlichen Leistungsverpflichtungen gegenüber den Versicherungsnehmern zu gefährden. Da die gleichzeitige Erfüllung dieser Ziele einem Konflikt unterliegt, ist es notwendig, Prioritäten im Unternehmen zu definieren, die der individuellen Risiko-/Ertrags-Situation angepasst sind.

Um die wirtschaftliche Verbindung zwischen den Leistungsverpflichtungen an die Versicherungsnehmer einerseits und den sich deckenden Vermögens-

werten andererseits rechtlich zu konkretisieren, teilt das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (BAV) das Vermögen einer Versicherungsgesellschaft in drei Bereiche auf. Auf der Aktivseite bilden die Vermögensgegenstände des Deckungsstocks und des übrigen gebundenen Vermögens das gebundene Vermögen. Aus der Differenz des Gesamtvermögens mit dem gebundenen Vermögen ergibt sich das freie Vermögen. Das gebundene Vermögen unterliegt strengen Anlagevorschriften, die im § 54, 54 a VAG geregelt sind, während das freie Vermögen hinsichtlich der Anlageformen keinen Einschränkungen unterworfen ist.

Bei der Auswahl von Vermögenswerten muss ein Versicherungsunternehmen verschiedene Höchstgrenzen beachten (geregelt im § 54, 54 a VAG). Diese beziehen sich entweder auf einen Prozentsatz des gebundenen Vermögens, des Deckungsstocks, des übrigen gebundenen Vermögens, der Eigenmittel des Versicherungsunternehmens oder des Grundkapitals einer Gesellschaft. Diese Höchstgrenzen sollen für eine ausreichende Diversifikation der Vermögenswerte sorgen.

In diesem Standpunkt beschäftigen wir uns vorrangig mit den Auswirkungen der jüngsten Börsenentwicklung auf die allgemeine Reservesituation bei deutschen Lebensversicherungen. Im Mittelpunkt stehen dabei die Assetklassen, die durch den § 54 a Abs. 4 VAG geregelt werden. Dieser Paragraph erlaubt es Versicherungsunternehmen, einen Höchstwert von 30% des gebundenen Vermögens (Buchwert) in so genannten Substanzwerten anzulegen. Hierunter fallen sowohl Aktien, Genussrechte, nachrangige Verbindlichkeiten, Anteile an Wertpapier-, Investmentfondsanteil-, Gemischten Wertpapier- und Grundstücks-Sondervermögen als auch Anteile an Investmentgesellschaften.

Ferner werden wir uns mit den aktuell anstehenden gesetzlichen Änderungen und ihren Auswirkungen auf das Anlageverhalten (Änderungen der Bewertungsvorschriften, Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens) innerhalb der deutschen Versicherungswirtschaft beschäftigen.

## Börsenboom und die Gefahr, Letzter zu sein

In den letzten beiden Jahren sahen sich institutionelle Anleger (nicht nur die Versicherer) mit den gleichen Problemen wie Privatanleger konfrontiert. Wie viele Privatanleger haben die meisten Versicherungsunternehmen erst in jüngster Zeit verstärkt in Aktien investiert. Noch 1995, als sich die Deutsche Telekom anschickte, die deutsche Aktienkultur zu revolutionieren, hatten die deutschen Lebensversicherungen lediglich DM 90 Milliarden oder 12,9% ihrer Kapitalanlagen (in Buchwerten gerechnet) in Aktien und Spezialfonds investiert. Bis Ende 2000 war dieser Anteil auf 26,4% angestiegen (vgl. Abbildung 1). Diese Informationen sind allerdings insoweit einzuschränken, dass gemischte Fonds bisher mit 100% in die Aktienquote eingerechnet worden sind, so dass die wahre Aktienquote in solchen Analysen etwas überschätzt wird. Allein in den Jahren 1999 und 2000 investierte die Branche ca. DM 90 Mrd. an den internationalen Aktienbörsen - zu einem Zeitpunkt, als die Märkte Rekordstände erreichten. Festzustellen ist jedoch auch, dass die stillen Reserven von 1995 bis 1999 kontinuierlich zunahmen, und erst in den letzten beiden Jahren ein spürbarer Rückgang zu verzeichnen ist.

Das Börsengeschehen in Deutschland war im Zeitraum von 1995 bis März 2000 durch stetig steigende Aktienkurse und stark fallende Zinsen gekennzeichnet. In dieser Phase kam es zu einer Belebung der deutschen Aktienkultur, verbunden mit einem Anstieg der Neuemissionen. Kennzeichen dieser Zeit waren ein starker Anstieg der Anzahl von privaten Day-Tradern, die Neuauflage einer Fülle von Börsenzeitschriften und die Gründung von Direktbanken, die Online-Brokerage zu aggressiven Konditionen anboten.

An den Märkten machte sich in den 90er Jahren ein ausgeprägter Optimismus breit, gepaart mit einer hohen Risikobereitschaft. Auch unter den Analysten gewannen die Optimisten zunehmend die Oberhand und verloren den Blick für die Realität. Da die Aktienkurse mit den klassischen Bewertungsmodellen nicht mehr zu rechtfertigen waren, wurden neue Bewertungsmodelle konfiguriert. Obwohl in der New Economy keine bzw. kaum Gewinne erzielt wurden, wollte jeder New Economy Werte haben. Ausgelöst durch exorbitante Zeichnungsgewinne setzte eine Masseneuphorie ein und ließ gleichzeitig Befürchtungen entstehen, etwas verpassen zu können. Als Folge davon kam es zu irrationalen Übertreibungen und Fehlbewertungen an den Märkten. Die extreme Überbewertung amerikanischer Aktien im Vergleich zu Staatsanleihen zeigt Abbildung 2.

Abbildung 1

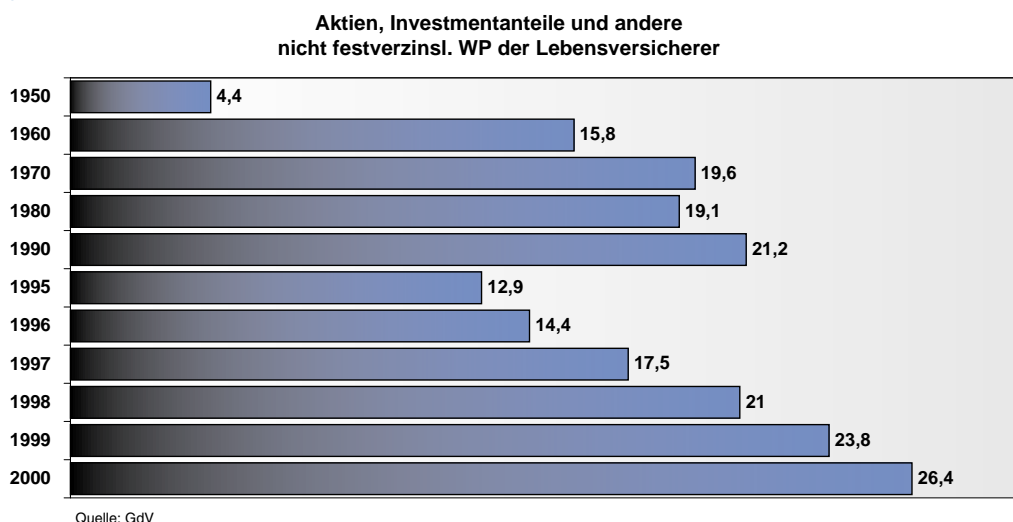
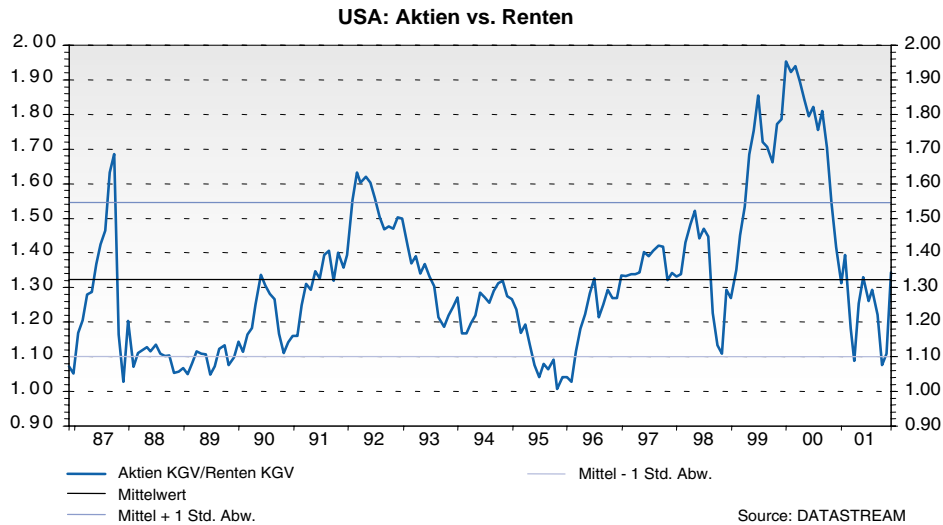


Abbildung 2



Die Situation in der Versicherungswirtschaft war zu diesem Zeitpunkt aufgrund der Rentenmarktentwicklung verzwickelt. Verschärft wurde die Lage durch hausgemachte Probleme. Bei stark rückläufigen Zinserträgen auf dem Kapitalmarkt sind konstante Renditeversprechen problematisch. Vor dem Hintergrund einer schon länger anhaltenden Niedrigzinsphase und einem zunehmenden Wettbewerbsdruck, sahen viele Versicherungsunternehmen ihr Heil in einem stärkeren Engagement am Aktienmarkt (vgl. Tabelle 1). Beispielsweise stockte die Allianz in dieser Zeit ihren Aktienanteil von 8,9% in 1995 bis zum Ende 2000 auf über 20% auf. Auch Anlagen in alternativen Assetklassen wie Private Equity oder strukturierten Produkten wurden von den Versicherungen gesucht. Diese Anlageformen haben die in sie gesetzten hohen Renditeerwartungen jedoch nicht oder noch nicht erfüllt.

### Das Dilemma der Versicherungen

Trotz einer signifikanten Erhöhung der Aktienquoten und dem damit verbundenen Eingehen höherer Risiken waren die Versicherungen nicht in der Lage, längerfristig ihre Gewinnbeteiligungen aus den laufenden Erträgen zu generieren. Die Ursachen hierfür liegen in der durch das Versicherungsaufsichtsgesetz determinierten Kapitalanlagestruktur, die grob gesprochen eine Mindestanlage von 70% der Kapitalanlagen in Rententiteln vorsieht. Bei Renditeniveaus unter fünf Prozent und gleichzeitigen versprochenen Renditen von über sieben Prozent waren viele Versicherer nur unter Auflösung von stillen Reserven in der Lage, ihre Gewinn- bzw. Überschussbeteiligungen für die Kunden konstant zu halten.

Tabelle 1

#### Sensitivity of NAV to a Move in Equities

Table 1: Estimated Sensitivity of Estimated NAV to a 1% Change in Equities

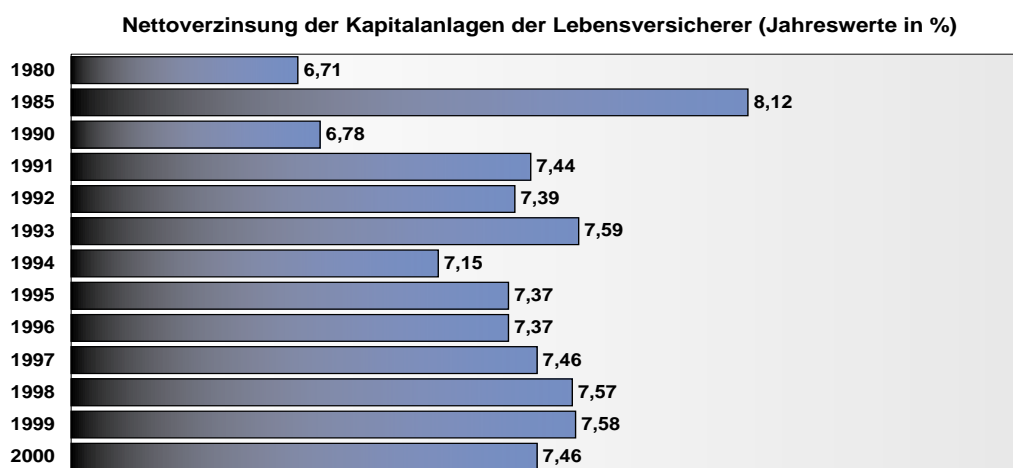
Company	Sensitivity			Split of Investments		
	H1 2001	Equities	Bonds	Rel Estate	Associates	Other
Allianz	1,3%	24%	57%	6%	9%	4%
AXA	1,4%	22%	57%	6%	0%	15%
ZFS (US\$)	0,8%	22%	57%	4%	1%	16%
Generali	0,7%	16%	47%	9%	4%	23%
Fortis (B)	0,2%	11%	81%	4%	0%	3%
Fortis (NL)	0,2%	11%	81%	4%	0%	3%
AGF	1,6%	34%	57%	8%	1%	0%
AMB	1,1%	17%	56%	6%	0%	20%
RSA	1,0%	26%	56%	3%	2%	14%
CGNU	0,8%	21%	35%	3%	1%	39%
RAS	0,5%	12%	64%	13%	4%	8%
Swiss Re	0,9%	22%	57%	1%	0%	19%
Munich Re	1,4%	20%	44%	6%	18%	13%
SCOR	0,5%	7%	66%	5%	2%	20%
Hannover Re	1,1%	13%	68%	3%	0%	16%
AEGON	0,4%	7%	51%	2%	2%	39%
Alleanza	0,3%	28%	53%	12%	3%	3%
Prudential	0,7%	43%	41%	9%	0%	7%
L&G	0,8%	40%	40%	10%	0%	9%
Skandia	0,2%	8%	86%	0%	0%	6%
Euler	0,4%	33%	52%	9%	1%	4%

Source: Company data, JPMorgan estimates.

Als unabhängiger Betrachter mag man sich fragen, warum keine den Marktgegebenheiten entsprechende Anpassung der den Kunden versprochenen Gewinnbeteiligungen erfolgte. Die Ursachen hierfür liegen in der Bedeutung der Gewinnbeteiligung für die Marketingwirkung und damit für die Höhe des Neugeschäfts und die Bestandsfestigkeit einer Versicherung. Für diejenigen, die eine am Markt ausgerichtete Politik verfolgten (Gewinnbeteiligung = Nettoverzinsung), ging dies stets zu Lasten der Marktanteile, denn von Verbraucherzeitschriften und Ratingagenturen werden vor allem hohe Gewinn- bzw. Überschussbeteiligungen belohnt und nicht die Stärkung der Reserven. Gerade durch die Publikumswirkung solcher Auswertungen wurden viele Versicherungen zu einer riskanten Anlagepolitik verleitet.

Spitze ca. 90 Prozent seines Wertes verlor. Hinzu kam, dass das Fehlverhalten von Unternehmensrepräsentanten (Nicht-Einhalten von Lock-up-Perioden) und hierfür fehlende Sanktionsmechanismen das noch vorhandene Rest-Vertrauen der Anleger gänzlich zerstörten. Seitdem haben aber nicht nur die Papiere der so genannten New Economy erhebliche Kursverluste erlitten, sondern auch die so genannten Blue Chips, die zum größten Teil der Old Economy zuzurechnen sind, wurden von der negativen Börsenstimmung erfasst und mussten zwischenzeitlich erhebliche Kursverluste hinnehmen. Der DAX verlor von der Spitze bei 8.132 Punkten im März 2000 zeitweise mehr als 50 Prozent seines Wertes und notierte nach den Anschlägen in New York und Washington am 21.09.2001 bei 3.787 Punkten, bevor er sich in der Folgezeit wieder etwas von den Tiefs erholte.

Abbildung 3



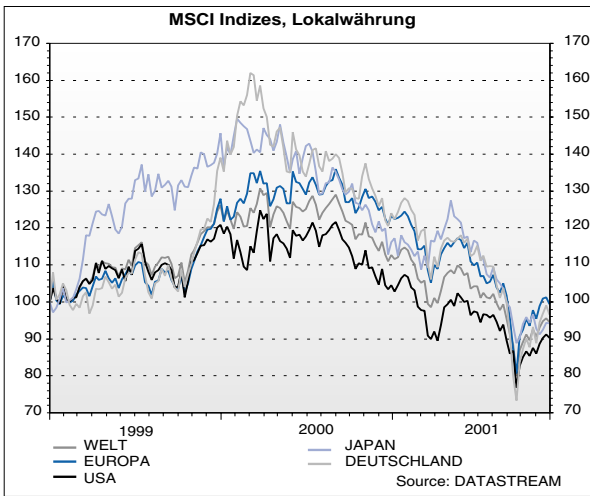
Quelle: Handelsblatt

Die Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der Nettoverzinsung der Kapitalanlagen bei den Lebensversicherungen.

Solange die Aktienmärkte boomten, funktionierte das Prinzip „Leben aus der Spardose“, doch die fundamentale Wirklichkeit und die plötzlichen finanziellen Schieflogen von so genannten Shooting Stars am Neuen Markt, verbunden mit einer konjunkturellen Eintrübung der volkswirtschaftlichen Entwicklung, setzten dem Höhenflug ein jähes Ende. Die Fehler der Vergangenheit, wie z. B. die mangelnde Börsenreife vieler Unternehmen und die mangelhafte Prüfung vieler IPOs führten seit den Höchstständen am 10. März 2000 dazu, dass beispielsweise der Nemax-All-Share in der

Wie Abbildung 4 zeigt, konnte sich auch ein international breit diversifizierter Anleger dieser Entwicklung nicht entziehen. Die jüngste Entwicklung hat zu einem erheblichen Abschmelzen der Bewertungsreserven und zu einem Umdenken in der Überschuss- und Produktpolitik geführt. Durch den Einbruch an den Börsen, der durch die Terroranschläge vom 11. September noch verschärft wurde, wird jetzt bei beinahe allen Lebensversicherungen laut darüber nachgedacht, die Überschuss- und damit auch die Gewinnbeteiligungen herabzusetzen. Betroffen wären hiervon nicht nur neue, sondern auch die laufenden Verträge ab dem Zeitpunkt der Änderung.

Abbildung 4



Wie sieht es aber bei den Versicherungsunternehmen wirklich aus, und wie dramatisch ist die Situation tatsächlich? Hierzu wollen wir die Reserveentwicklung vor und nach der Baissephase von Anfang März 2000 bis zum 21. September 2001 betrachten und zu einer Einschätzung und Bewertung der aktuellen Lage gelangen.

### Wie ist die aktuelle Situation der deutschen Versicherungswirtschaft?

Die nachfolgende Tabelle 2 vermittelt ein Bild wie sich die Reservesituation bei den großen deutschen Versicherungsunternehmen Ende 2000 dargestellt hat.

Tabelle 2

#### Stille Reserven, Gewinnbeteiligungen und Nettoverzinsung der deutschen Lebensversicherungen an den Kapitalanlagen (Stand Ende 2000)

	Stille Res./Kapitalanl.	Gewinnbeteiligung	Nettoverzinsung
Alte Leipziger	10,95%	7,15%	8,30%
Hamburg Mannheimer	21,52%	7,30%	7,86%
Allianz Leben	19,60%	7,50%	7,80%
Gerling	13,71%	7,00%	7,70%
Neue Leben	3,16%	6,80%	7,50%
Debeka	3,07%	7,50%	7,25%
R+V	5,98%	6,75%	7,40%
HUK	6,12%	7,00%	7,10%
Neckura	1,10%	6,75%	6,42%

Quelle: Capital 22/2001

Die stillen Reserven lagen im Branchendurchschnitt Ende 2000 bei 11,2% (Quelle: Tillinghast-Towers Perrin), wobei ältere und größere Lebensversicherungen i. d. R. größere Reserven auswiesen.

Wegen eines Bärenmarktes bei Renten im Jahre 1999 und bei Aktien im Jahre 2000 wurden die stillen Reserven bei den Versicherern in diesen beiden Jahren erheblich reduziert, um die Gewinnbeteiligung von 7%-8% einhalten zu können. Schätzungen gehen davon aus, dass die stillen Reserven zwischen 1999 und 2000 insgesamt um rund ein Fünftel gesunken sind (Quelle: WestLB Panmure).

Das BAV hat die folgende Aufteilung der stillen Reserven auf die Anlageklassen für den Gesamtmarkt ausgewiesen (Quelle: Geschäftsbericht 1999 Teil B):

Auf Substanzwerte nach § 54 a Abs. 4 VAG entfielen Ende 1999 durchschnittlich ca. 85% der Reserven der deutschen Lebensversicherer. Geht man davon aus, dass diese Aufteilung der stillen Reserven auf die unterschiedlichen Anlageklassen auch für das Jahr 2000 Gültigkeit hat, so stellt sich die Reservesituation der deutschen Lebensversicherungsbranche im Durchschnitt wie folgt dar.

Wie bereits ausgeführt, lag der durchschnittliche Reservesatz Ende 2000 bei 11,2%. Unter der o. g. Annahme einer ca. 85-prozentigen Reservequote in Substanzwerten entfallen ca. 9,5% der Reserven auf diese Assets.

Da man davon ausgehen kann, dass es sich bei den Substanzwerten (max. 30% der gesamten Anlagen) nicht ausschließlich um reine Aktienbestände handelt (z. B. volle Anrechnung gemischter Fonds), halten wir eine tatsächliche Aktienquote von 20% für realistisch. Wir unterstellen, dass die Reserven überdurchschnittlich aus der Aktienanlage stammen und gehen daher von ca. 7% Reserven für diesen Bereich aus. Von Ende 2000 (Stand 6.433) bis 21.09.2001 (Stand 3.787), dem Jahrestief, verlor der DAX ca. 41% an Wert.

Bei einem Aktienanteil von ca. 20% und einem 41%igen Wertverlust hierauf sinkt demnach das Gesamtvermögen um ca. 8,2%. Dieses bedeutet, dass die stillen Reserven in dieser Phase nicht nur vollständig verloren gegangen sind, sondern dass im Branchendurchschnitt sogar Wertberichtigungsbedarf entstanden sein muss.

Unterstellt man eine unveränderte Reservesituation in allen anderen Assetklassen, muss die durchschnittliche Reservequote von 11,2% seit Ende des Jahres 2000 um 8,2% auf 3,0% per 21.09.2001 gesunken sein. Die Schwankungsbreite der Reservequote ist jedoch nicht unerheblich. Bei einzelnen Versicherern dürfte die Lage deutlich angespannter sein.

Das Festhalten an der bisherigen Renditepolitik wird, trotz eines eventuelles Herabsetzens der Gewinnbeteiligung auf 6,0%-6,8% im Jahr 2001, zu einem weiteren Abschmelzen der Reserven um 2% bis 3% führen, sollte sich der Aktienmarkt bis zum Jahresende nicht deutlich von den Tiefstständen erholen.

Unter Berücksichtigung einer erst kürzlich erschienen Studie der Beratungsgesellschaft Tillinghast-Towers Perrin, nach der ältere und größere Versicherungskonzerne tendenziell über größere Bewertungsreserven verfügen, kann unterstellt werden, dass die Bewertungsreserven kleinerer Versicherer in diesem Jahr vollständig verloren gegangen sind. Somit werden diese Versicherer in 2002 höchstwahrscheinlich nur eine Gewinnbeteiligung in Höhe des Garantiezinses von 3,25% auszahlen können, sofern sie nicht an ihren „Notgroschen“, die freien Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen (RfB), gehen wollen, die eine echte Reserve für schlechte Zeiten darstellen. Diese RfB werden darüber hinaus

als Eigenkapitalersatz zur Solvabilitätsunterlegung im Rahmen der Neugeschäftskalkulation genutzt. Ein Rückgriff auf die RfB würde somit die Möglichkeiten dieser Unternehmen, Neugeschäft zu betreiben, erheblich einschränken.

Aber auch bei den großen Lebensversicherungen sieht die Lage nicht viel rosiger aus. Da ein erheblicher Teil der Reserven nicht oder nur sehr schwer zu versilbern sein dürfte (strategische Unternehmensbeteiligungen, eigengenutzte Immobilien usw.), ist der Bewegungsspielraum der großen deutschen Lebensversicherungen wesentlich enger gesteckt, als die ausgewiesene Reservequote es nach außen erscheinen lässt.

Auch der Politik und dem BAV ist diese Problematik durchaus bewusst.

## Die Rolle des BAV

In den letzten Jahren sind neben der klassischen, festverzinslichen Anlage zunehmend risikoreichere Assetklassen wie Aktien und alternative Investments in den Blickpunkt der Versicherungen gerückt. Hierauf hat das BAV mit diversen Maßnahmen reagiert.

Als Erstes ist hier die Verordnung zur Anlage des gebundenen Vermögens Nr. 207/2001 zu nennen. Diese Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen tritt an Stelle des bis dato gültigen § 54 a VAG zum 01.01.2002 in Kraft. Sie beschäftigt sich mit der Erweiterung des Anlagekatalogs von Versicherungsunternehmen u. a. in Aktien und soll der zunehmenden Globalisierung der Kapitalmärkte Rechnung tragen.

Die wesentlichen Änderungen, die für Lebens- und Krankenversicherungen sowie Pensionskassen von Bedeutung sind, sehen wie folgt aus:

Die materiellen Änderungen bestehen in einer Liberalisierung der Anlagebestimmungen, insbesondere der Aktienquote. Nach geltendem Recht ist für die Anlage von Versicherungsunternehmen und Pensionskassen ein Höchstwert von 30% in Substanzwerten erlaubt.

Die Verordnung erlaubt es, zukünftig bis zu 35% in diesen Substanzwerten anzulegen. Die bisherige pauschalierte Zurechnung bestimmter Wertpapiersondervermögen (z. B. gemischte Fonds bisher 100% Anrechnung) auf diese Quote entfällt. Die über Investmentgesellschaften in Wertpapiersondervermögen gehaltenen Aktien werden zukünftig durchgerechnet. Aus diesen Änderungen ergibt sich für die Versicherungswirtschaft ein größerer Spielraum für die Anlage in Spezialfonds und in Aktien.

Neu ist, dass zukünftig auch Anteile an einem Sondervermögen einer Kapitalanlagegesellschaft mit Sitz in einem Staat des EWR erworben werden können, wenn das Sondervermögen nach den Vertragsbedingungen überwiegend (51%) in voll eingezahlten Aktien oder Genussrechten angelegt ist, die

- ◆ in einem organisierten Markt (vorher: an einer Börse zum amtlichen Handel) einbezogen sind oder in Schuldverschreibungen, die an einer Börse außerhalb des EWR (vorher: überwiegend in Wertpapieren die an einer Börse innerhalb des EWR zum Handel zugelassen sind) zum amtlichen Handel zugelassen sind, und
- ◆ an einer Börse in einem Staat außerhalb des EWR zum amtlichen Handel zugelassen sind.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sich das Anlagespektrum für die Versicherungsunternehmen erweitert hat.

Zweitens verschickte das Amt als Reaktion auf die negative Börsenentwicklung am 7. September ein Rundschreiben an alle Versicherungsunternehmen mit der Bitte, Aktienbestände zu reduzieren und die Gewinnbeteiligung für die Kunden den Marktgegebenheiten anzupassen bzw. zu reduzieren. Bereits Mitte vergangenen Jahres hatte das Aufsichtsamts vorbeugend und als Reaktion auf sinkende Zinsen und fallende Aktienkurse die Garantieverzinsung für neue Verträge von vier Prozent auf 3,25 Prozent gesenkt.

Ferner mahnte das BAV alle Lebensversicherer an, ihre Kapitalanlagen einem so genannten „Stress-Test“ zu unterziehen, bei dem ein Börsencrash und seine Auswirkungen auf die Rendite- bzw. Reserve-situation der Kapitalanlagen simuliert wird. Ziel dieser eher ungewöhnlichen Vorgehensweise sollte

es sein, bei allen Versicherern das Risikobewusstsein hinsichtlich ihres Aktienengagements zu stärken.

Für die Versicherungsunternehmen kam diese Mahnung indes zu spät, denn ihnen blieb keine Zeit mehr zu reagieren. Durch den Terroranschlag am 11. September wurde aus dem „Stress-Test“ Szenario Wirklichkeit - die Aktienkurse stürzten weltweit ab und verloren, wie z. B. der DAX, innerhalb von 10 Tagen mehr als 25 Prozent.

## Die Diskussion um das Niederwertprinzip

Für dieses und das kommende Jahr sind bereits bzw. werden noch eine Reihe von gesetzlichen Änderungen verabschiedet, die das zukünftige Anlageverhalten der deutschen Versicherungswirtschaft betreffen. Dabei geht die Diskussion insbesondere um das Niederwertprinzip.

Der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) hatte jüngst die Regierung aufgefordert, Sondervorschriften für die Versicherungsbranche zur Bilanzierung von Wertpapieren umgehend zu ändern (§ 341 b Abs. 2 HGB). Vor allem kleinere inländische Versicherer mit hohen Beständen an Aktien betrachteten die Vorschriften im Handelsgesetzbuch (HGB) als Belastung, wonach sie ihre Bestände in der Handelsbilanz stets zum niedrigsten Wert (strenges Niederwertprinzip) ausweisen müssen. Die massiven Verluste im Jahr 2001, besonders nach den Anschlägen auf das World Trade Center und das Pentagon in den USA, hätten den Versicherern nach diesen Vorschriften hohe, ertragsmindernde Wertberichtigungen beschert. Diese Abwertungen führten aber erst dann zu einer evtl. Steuerentlastung, wenn die Verluste nachhaltig waren, was durch den tatsächlichen Verkauf am ehesten nachgewiesen werden konnte. Im Gegensatz dazu mussten in der Handelsbilanz die Kapitalanlagen des Umlaufvermögens nach dem strengen Niederwertprinzip bewertet werden. Nicht realisierte Kursverluste - auch wenn sie vorübergehender Natur waren - mussten vollständig abgeschrieben werden. Die Assekuranz hätte deshalb ihre Kursverluste realisieren müssen, um die handelsrechtlich gebotenen Abschreibungen auch steuerlich geltend machen zu können.

Der GDV befürchtete daher, falls es zu keiner Änderung der Bewertungsvorschriften gekommen wäre, massive Aktienverkäufe vor allem bei den Lebensversicherungen zum Jahresende. Da Lebensversicherungen in Deutschland mit einem Aktienbestand nach Marktwerten von ca. 700 Mrd. DM (Quelle: GDV vom 31.10.2001) die größten institutionellen Anleger an der Börse sind, wäre mit einer neuerlichen Destabilisierung der Börsen zu rechnen gewesen.

Die von der Bundesregierung inzwischen verabschiedete Neuregelung der Bewertungsvorschriften lässt unter bestimmten Umständen eine Bewertung der Kapitalanlagen nach dem gemilderten Niederstwertprinzip zu.

Nach dem gemilderten Niederstwertprinzip der Handelsbilanz müssen erst dann Abschreibungen unterhalb der eigentlichen Anschaffungskosten vorgenommen werden, wenn die Aktienkurse nachhaltig, über einen längeren Zeitraum, unter den eigentlichen Buchwert fallen.

Positiv zu bewerten ist, dass die Assekuranz diese neuen Bewertungsregelungen auch für das Deckungsstockvermögen übernehmen darf. Im Gegenzug für die vom Gesetzgeber gewährten Erleichterungen muss jedes Versicherungsunternehmen, das von der Neuregelung Gebrauch macht, zusätzliche Quartalsberichte an das BAV liefern. Zukünftig sind dann Meldungen über den Zeitwert der Kapitalanlagen zu erstellen, damit das BAV die Entwicklung der Kapitalanlagen im Jahresverlauf verfolgen und gegebenenfalls Fehlentwicklungen entgegensteuern kann. Neben den Quartalsberichten werden diese Versicherungsunternehmen eine Liquiditätsplanung erstellen müssen und darin nachweisen, dass sie ausreichende Liquidität vorhalten, um ihre laufenden Verbindlichkeiten ohne Zugriff auf das Anlagevermögen erfüllen zu können.

Darüber hinaus besteht von Seiten des BAVs die Möglichkeit, Zuführungen zum Deckungsstock über den eigentlichen Mindestumfang hinaus zu verlangen, wenn dies zur „Wahrung der Belange der Versicherten“ geboten erscheint.

Mit dieser Gesetzesänderung werden die Versicherungen in Deutschland den Banken gleichgestellt, die dieses Recht schon seit langem praktizieren.

Große inländische Versicherungen sehen sich von den gesetzlichen Änderungen dagegen kaum betroffen, da sie bereits nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften (IAS), die das strenge Niederstwertprinzip nicht kennen, bilanzieren.

Bei anderen Versicherungen werden die Änderungen des § 341 b Abs. 2 nicht nur mit Begeisterung aufgenommen. Zunehmend kritische Stimmen mehren sich, die in den Maßnahmen eine Wettbewerbsverzerrung sehen. Einerseits sorgt das Abrücken vom strengen Niederstwertprinzip für Entlastung in der GuV und nimmt den zuletzt massiv auf der Branche lastenden Druck. Andererseits werden diejenigen in der Versicherungsbranche entlastet, die sich in den vergangenen Jahren durch eine falsche und zu risikoreiche Anlage- und Wettbewerbspolitik zu einem nicht unerheblichen Teil selbst in die derzeit verwickelte Situation gebracht haben.

## Die Sicht der Wirtschaftsprüfer

Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. gibt mit der nachfolgenden Stellungnahme zur Rechnungslegung Hinweise für eine sachgerechte Auslegung des geänderten § 341 b HGB. Die Neuregelung sieht vor, dass Wertpapiere weiterhin grundsätzlich nach den für das Umlaufvermögen geltenden Vorschriften zu bewerten sein sollen, jedoch nach den für das Anlagevermögen geltenden Vorschriften zu bewerten sind, wenn sie dazu bestimmt sind, dauernd dem Geschäftsbetrieb zu dienen.

In diesem Fall ergibt sich für die Versicherungsunternehmen die Verpflichtung darzulegen, dass bestimmte Wertpapiere der dauernden Vermögensanlage und damit auch dauernd dem Geschäftsbetrieb dienen.

Eine Qualifizierung als Anlagevermögen setzt voraus, dass das Versicherungsunternehmen dazu in der Lage ist, die Wertpapiere so zu verwenden, dass sie dauernd dem Geschäftsbetrieb dienen. Insbesondere muss es über die erforderlichen anderweitigen Liquiditätsreserven verfügen und darf keinen anderweitigen Beschränkungen unterliegen, die der Daueranlageabsicht entgegenstehen.

Wertpapiere, die dazu bestimmt sind, die jederzeitige Zahlungsbereitschaft des Versicherungsunternehmens aufrecht zu erhalten, sind dementsprechend dem Umlaufvermögen zuzuordnen.

Das Versicherungsunternehmen hat anhand eines Finanz- und Liquiditätsplans die Fähigkeit zur Daueranlage darzustellen.

Der Umstand, dass Wertpapiere im gebundenen Vermögen oder im Deckungsstock gehalten werden, reicht nicht für die Annahme aus, dass sie dazu bestimmt sind, dauernd dem Geschäftsbetrieb zu dienen. Ausschlaggebend ist die subjektive Entscheidung des Versicherungsunternehmens über die Zweckbestimmung der maßgeblichen Wertpapierbestände. Nach der erstmaligen Zuordnung zum Anlagevermögen kommt eine Umwidmung zurück zum Umlaufvermögen ausnahmsweise nur in sachlich begründeten Fällen in Betracht. Eine willkürliche Änderung der Zweckbestimmung ist unzulässig. An einer einmal getroffenen Entscheidung über die Zuordnung der Wertpapiere ist so lange festzuhalten, bis eine Änderung der Zweckbestimmung durch neue, nachprüfbare Tatsachen begründet werden kann. Die Zweckbestimmung bei Investmentfonds bezieht sich auf die Anteile und nicht auf die im Fonds gehaltenen Wertpapiere. Damit stehen umfangreiche Umschichtungen von Beständen in Investmentfonds einer Zweckbestimmung als dauernde Vermögensanlage nicht entgegen.

Dieser kurze Auszug macht deutlich, dass die Umsetzung bzw. Ausnutzung der neuen Bewertungsspielräume mit einem erheblichen administrativen Mehraufwand bei den Versicherungsunternehmen verbunden ist.

## Handlungsmöglichkeiten für die Versicherungen

Als Konsequenz aus den jüngsten Entwicklungen sollten die Versicherungen und speziell die Lebensversicherungen hinterfragen, ob ihre Angebote und Leistungsversprechen noch realistisch sind.

Eine Leistung ist auf Dauer nur finanzierbar, wenn die Erträge ausreichen, um die in Aussicht gestellten Leistungen erbringen zu können, ohne dass systematisch und planmäßig Reserven aufgebraucht werden. Der einseitige Renditewettbewerb um Marktanteile verleitet zu immer risikoreicheren Kapitalanlagen und kann letztendlich zu einer existenzbedrohenden Unternehmenssituation führen. Um solche Entwicklungen zukünftig zu vermeiden, ist es notwendig, einen klaren, systematischen Investmentprozess zu verfolgen.

Zuerst einmal muss der Investor seine Risikotragfähigkeit bestimmen. Es empfiehlt sich, das festgelegte Verlustpotenzial weiter zu unterteilen und ein Limitsystem aufzubauen. Eine kontinuierliche Überprüfung der Asset-Allocation anhand einer Mark-to-Market-Bewertung gewährleistet die Disziplin, die ein solcher, systematischer Prozess unbedingt erfordert. Das entsprechend der Risikoneigung des Investors optimale Risiko-/Return-Verhältnis lässt sich erreichen, indem man Diversifikationseffekte nutzt, z. B. durch das Beimischen weiterer Assetklassen.

Neben diesem beschriebenen Risikomanagementprozess auf Seiten der Anleger sind auch der Gesetzgeber und die Aufsichtsgremien gefordert, weitere Schritte zu unternehmen. Hierzu gehören auch Maßnahmen wie z. B. die Festlegung maximal zulässiger Aktienquoten bei Versicherungsunternehmen unter Berücksichtigung der in einem Unternehmen vorhandenen stillen Reserven. Das Zusammenspiel von rechtlichen Rahmenbedingungen und hausinternem Risikomanagementprozess sollte helfen, derartige Fehlentwicklungen zukünftig vermeiden zu können.

---

**Verfasser: Andreas Blanck**  
Tel.: (040)-35 72 90-26