



Miguel Rodriguez Gonzalez, Norman Rudschuck, Christoph Schwarzbach
und J.-Matthias Graf von der Schulenburg (Hrsg.)

Kapitalanlagen und ihr Rating – Die Assekuranz zwischen Regulierung und Niedrigzinsphase

Miguel Rodriguez Gonzalez, Norman Rudschuck, Christoph Schwarzbach
und J.-Matthias Graf von der Schulenburg (Hrsg.)

Kapitalanlagen und ihr Rating – Die Assekuranz
zwischen Regulierung und Niedrigzinsphase



Band 15

Miguel Rodriguez Gonzalez, Norman Rudschuck,
Christoph Schwarzbach und
J.-Matthias Graf von der Schulenburg (Hrsg.)

Kapitalanlagen und ihr Rating – Die Assekuranz zwischen Regulierung und Niedrigzinsphase

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation
in der Deutschen Nationalbibliografie;
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2016 Verlag Versicherungswirtschaft GmbH Karlsruhe

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urhebergesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags Versicherungswirtschaft GmbH, Karlsruhe. Jegliche unzulässige Nutzung des Werkes berechtigt den Verlag Versicherungswirtschaft GmbH zum Schadenersatz gegen den oder die jeweiligen Nutzer.

Bei jeder autorisierten Nutzung des Werkes ist die folgende Quellenangabe an branchenüblicher Stelle vorzunehmen:

© 2016 Verlag Versicherungswirtschaft GmbH Karlsruhe

Jegliche Nutzung ohne die Quellenangabe in der vorstehenden Form berechtigt den Verlag Versicherungswirtschaft GmbH zum Schadenersatz gegen den oder die jeweiligen Nutzer.

ISSN 1614-6417

ISBN 978-3-89952-925-8

Liebe Leserinnen und Leser,

wir freuen uns, Ihnen ein neues Werk der „Grauen Reihe“ des Kompetenzzentrums Versicherungswissenschaften präsentieren zu dürfen. Der vorliegende Band ist abermals im Rahmen zweier Veranstaltungen des Zentrums in Hannover entstanden. Dies ist einerseits die Tagung vom 25. Oktober 2013 zum Thema „Wird die Krise zur Normalität? Neue und nicht ganz so neue Wege in der Kapitalanlage von Versicherern“ und andererseits die Tagung vom 21. Oktober 2014 mit dem Titel „Rating von Kapitalanlagen in der Versicherungswirtschaft – quo vadis?“.

Beide Themen haben eine hohe Aktualität und stehen in einer gewissen inhaltlichen Beziehung zueinander: Das Engagement der Zentralbanken mit Blick auf ultraexpansive Geldpolitik in Form von historischen Niedrigstzinsen gepaart mit unkonventionellen quantitativen Maßnahmen hatte auch noch 2015 Bestand. Dies zeigt, dass sich nicht nur der Kapitalmarkt weiterhin im Krisenmodus befindet. Schlimmer noch: Obwohl die ersten Zinserhöhungsschritte nur geringer Natur sein werden, zittern bereits ganze Investorengruppen vor einer Rückkehr zur „alten“ Normalität. Insbesondere die Emerging Markets zeigen sich schon im Vorfeld von erheblichen Kapitalabflüssen gebeutelt. Die oft zitierte Niedrigzinsphase hat teilweise die Produktpalette von Versicherungsunternehmen durcheinandergewirbelt und sie gezwungen, neue Wege zu gehen. Insbesondere gilt dies für die Lebensversicherer, da die notwendige Umstellung für sie eine besonders große Herausforderung darstellt. Zum Zeitpunkt unserer ersten Tagung, die in dem vorliegenden Band dokumentiert ist, war nicht davon auszugehen, dass die 10-jährige deutsche Bundesanleihe, welche als Benchmark gilt, jemals eine negative Rendite abwerfen wird. Dies wäre allerdings fast zur Realität geworden! Zudem trat in der Anlageentscheidung das „Sovereign Risk“ wieder in den Vordergrund. Welche staatlichen Eurolandschuldner zahlen am Laufzeitende überhaupt noch ihre Kredite zurück? Dies verschärft abermals die Problematik einer langfristig ausgerichteten und sicherheitsorientierten Kapitalanlagestrategie und stellt die Assetmanager vor eine schwere Aufgabe.

Vor dem Hintergrund derartiger Unsicherheiten und gleichzeitig niedriger Renditen stellt sich einerseits die Frage nach Anlagealternativen und andererseits auch nach möglichen neuen Geschäftsbereichen. Die neue Normalität erfordert erhöhten Anpassungsbedarf und eine entsprechende Innovationskraft. Hinzu kommen Mittel für die erforderliche Bildung einer Zinszusatzreserve. Vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit gegebenen Zusagen an die Versicherungsnehmer, bringen diese gesamtwirtschaftlichen Umstände insbesondere langfristige Probleme für die gesamte Lebensversicherungsbranche mit sich.

Auf der Tagung ging es auch um eine Richtungsentscheidung: Soll auf bekannte und vielleicht auch bewährte Assetklassen, wie Immobilien oder gar Aktien, zurückgegriffen werden, deren aufsichtsrechtliche Behandlung zudem absehbar ist? Oder sollen bislang weitestgehend unbekannte Wege in Form von so genannten „Alternative Assets“ beschritten werden? Bei letzteren besteht aus Sicht des Aufsehers auch heute noch erheblicher Diskussionsbedarf.

Ebenfalls Streitbar sind aufsichtsrechtliche Themen: Mit der Einführung von Solvency II wird die Bedeutung von Ratings für die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen signifikant steigen. Ein Ratingurteil wird neben anderen Kriterien maßgeblich für die unter dem neuen Aufsichtsregime erforderliche Eigenkapitalunterlegung verschiedener Assetklassen sein. Externe Ratings der namhaften Agenturen bieten sich aufgrund der hohen Kosten allerdings nur für größere Positionen an. Alternativ sind interne Ratings möglich, wie sie im Bankensektor teilweise bereits implementiert sind.

Diese Variante ist beispielsweise für die viel diskutierten (Infrastruktur-) Projekte im Bereich besagter Alternative Investments möglich. Dafür ist allerdings die entsprechende Expertise der Versicherungsunternehmen erforderlich, weshalb dieses Vorgehen kompliziert, teuer und daher insbesondere für kleinere Unternehmen kaum umsetzbar ist.

Unsere Tagung hat genau diese Thematik aus unterschiedlichen Perspektiven beleuchtet und aufgezeigt, welche Implikationen die Einführung von Solvency II in diesem Feld mit sich bringt. Außerdem wurde aus dem

Bankenbereich berichtet, wie dort mit den Anforderungen umgegangen wird. Von Seiten der Ratingagenturen wurden verschiedene Möglichkeiten und Angebote speziell für die Versicherungswirtschaft aufgezeigt und detaillierter erläutert, welche besonderen methodischen Herausforderungen mit dem Ratingprozess einhergehen und dadurch eine eigene Umsetzung in Form von internen Ratings erschweren.

In diesem thematischen Rahmen wurden bei den beiden Veranstaltungen insgesamt acht Vorträge aus Wissenschaft und Praxis gehalten: von **Thomas Krüger**, Vorstand VGH Versicherungen, **Dr. Hinrich Holm**, Vorstand NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale, **Rolf Elgeti**, damaliger Vorstand TAG Immobilien AG und **Tim Ockenga**, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. bzw. **Prof. Dr. Meik Friedrich**, Hochschule Weserbergland und RISTCO Risk and Strategy Consultants, **Dr. Thomas Dohrmann**, NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale, **Arne Russmann**, Hannover Rück SE sowie **Johannes Bender**, Standard & Poor's.

Viele Referenten haben ihre Überlegungen und Gedanken zu den jeweils fokussierten Themen nicht nur im Rahmen der Veranstaltung inklusive Podiumsdiskussionen vorgestellt, sondern zwischenzeitlich auch in schriftlicher Form verfasst.

An dieser Stelle gilt unser Dank natürlich zuallererst den Referenten, die mit ihren Vorträgen die Veranstaltungen getragen und nun ihre Beiträge für diese Publikation zur Verfügung gestellt haben. Weiterhin möchten wir uns besonders bei Frau Luisa Simmet für ihren wertvollen Beitrag bei der Erstellung der vorliegenden Publikation sowie Norman Rudschuck, Miguel Rodriguez Gonzalez und Dr. Christoph Schwarzbach für die konzeptionelle Vorbereitung und organisatorische Umsetzung der Symposien bedanken.

Februar 2016

Torsten Windels

J.-Matthias Graf
von der Schulenburg

Inhalt

1	Aktienmarkttrallye als verpasste Chance in der Niedrigzinsphase?.....	1
	<i>Dr. Hinrich Holm, Dr. Jens Kramer, Volker Sack</i>	
2	Aktuelle aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Kapitalanlage.....	11
	<i>Tim Ockenga</i>	
3	Assekuranz im Spannungsfeld von Niedrigzinsen und Ausbau des Risikoapparats.....	33
	<i>Frederik Kunze</i>	
4	Standard & Poor's Grundlagen Kreditratings.....	53
	<i>Johannes Bender</i>	
5	Die Anwendung von Credit Ratings in der Bankpraxis.....	75
	<i>Dr. Thomas Dohrmann</i>	
6	Mein Risiko, Deine Expertise? – Kreditrisikokompetenz in der Versicherungswirtschaft	93
	<i>Prof. Dr. Meik Friedrich</i>	
7	Kapitalbewertung durch Ratingagenturen	109
	<i>Arne Russmann</i>	
	Autoren.....	127

1 Aktienmarktrallye als verpasste Chance in der Niedrigzinsphase?

Dr. Hinrich Holm, Dr. Jens Kramer, Volker Sack

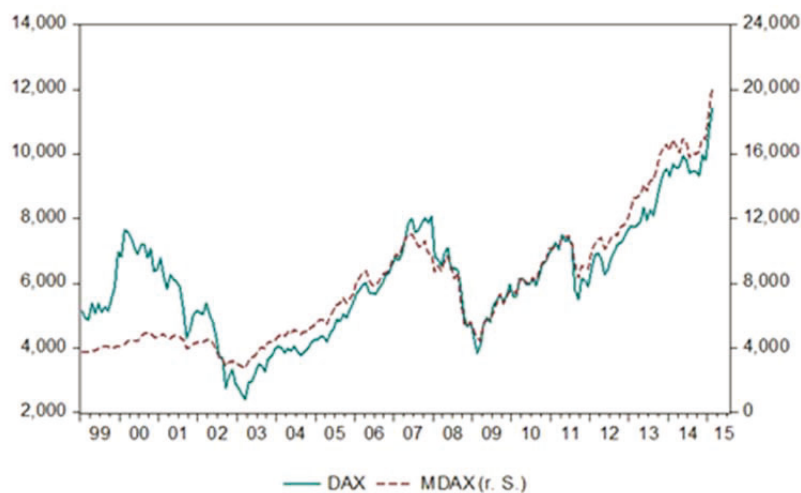
Inhalt

1	Aktien und die deutsche Versicherungswirtschaft.....	3
2	Niedrigzinsphase als Herausforderung für die Lebensversicherer.....	4
3	Aktien als attraktive Alternative?	7
4	Fazit	8
5	Literatur	10

1 Aktien und die deutsche Versicherungswirtschaft

Die von den Verwerfungen am US-Immobilienmarkt ausgehende globale Finanzkrise und der Lehman-Schock belasteten die internationalen Aktienmärkte. Die Kurse der Dividendenpapiere gerieten zwischenzeitlich sogar sehr deutlich unter Druck. So notierte der deutsche Blue-Chip-Index DAX nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers zeitweise sogar unterhalb von 4.000 Punkten; der MDAX sackte im Rahmen dieser Bewegung unter die Marke von 5.000 Zählern ab (s. Abbildung 1). Angesichts dieser massiven globalen Finanzkrise, die gelegentlich auch mit der großen Depression verglichen wird, versagten auch Strategien, die sich beim Platzen der New-Economy-Blase noch bewährt hatten – z. B. die sehr populären Dividenden-Strategien. Der DivDAX, der die Wertentwicklung dividendenstarker Papiere misst, fiel in der Sub-Prime-Krise klar unter die Marke von 100 Zählern. Die Sorgen am Markt haben also jüngst auch den, als eher defensiv (und damit sicherer) geltenden, dividendenstarken Aktien zugesetzt.

Abbildung 1: Ein Blick auf den deutschen Aktienmarkt



Quelle: eigene Darstellung, basierend auf Thomson Reuters, NORD/LB Research/Volkswirtschaft

Die deutsche Versicherungswirtschaft war allerdings nur sehr begrenzt exponiert. Die fallenden Kurse am Aktienmarkt hatten wegen des geringen Exposures entsprechend kaum Auswirkungen auf die Assekuranz. Die

Versicherungswirtschaft in Deutschland hatte mit ihrer Anlagepolitik auf die Erfahrungen aus New-Economy-Krise reagiert und seitdem nur sehr zurückhaltend in Aktien investiert. So war die in den späten 1990er Jahren zu beobachtende relativ hohe Aktienquote in der deutschen Lebensversicherungswirtschaft deutlich verringert worden. Diese Reaktion der Branche auf die New-Economy-Krise hat sich als hilfreich erwiesen. Die Aktienquote variiert zwar von Haus zu Haus recht stark, sie lag nach 2005 aber grob gesprochen im Bereich zwischen 0 und 10 %. Entsprechend stellte der nach dem Kollaps von Lehman zu beobachtende Einbruch an den internationalen Aktienmärkten kein größeres Problem für die deutsche Lebensversicherer dar. Mit der niedrigen Aktienquote wurde aber natürlich auch die nach der Krise folgende Rallye, die den DAX dann sogar über die psychologisch wichtige Marke von 10.000 Punkten hat springen lassen, weitgehend verpasst.

2 Niedrigzinsphase als Herausforderung für die Lebensversicherer

Angesichts der jüngsten Krise werden nun die gefallen Kapitalmarktrenditen zunehmend zu einer großen Herausforderung für die Branche. Die mit dem Platzen der Blase am US-Immobilienmarkt einhergehenden Sorgen um die Stabilität der Weltwirtschaft haben zu einer Flucht in „sichere“ Staatsanleihen geführt, was das Zinsniveau von Emissionen mit gutem Rating hat sinken lassen. Diese Bewegung am Rentenmarkt wurde auch durch die Probleme in Irland und Griechenland und der dann folgenden breit angelegten Staatsschuldenkrise in Euroland noch verstärkt. Die Renditen von 10-jährigen deutschen Bundesanleihen sind entsprechend nahezu kontinuierlich von um 4,0 % im Jahr 2007 auf unter 1,0 % in 2014 gefallen; im I. Quartal 2015 wurde dann sogar die psychologisch wichtige Marke von 0,5 % unterboten. Deutsche Staatspapiere mit Restlaufzeiten von 5 Jahren sind in diesem Zeitraum sogar unter die Nullprozentlinie gefallen. Anleihen im Laufzeitbereich von zwei Jahren pendeln schon länger in diesem Bereich und sind im I. Quartal 2015 deutlich in negatives Terrain gerutscht. Hier ist die Marke von -0,2 % in den Fokus gerückt. Neben der Risikoaversion und der Flucht in den „Safe Haven“ spricht für diese Tendenzen der Verringerung der Kapitalmarktzinsen vor allem auch die Geldpoli-