

In dieser Ausgabe

*Negative Zinsen –
Ein Sturm braut sich zusammen* 3

*Die deutsche
Berufsunfähigkeitsversicherung
im internationalen Kontext* 7

*Die europäische Solvency II-Saga
der Verbriefungen* 13

*Haftung für Ratings:
Ein stumpfes Schwert?* 16

Kapitalmärkte im Fokus 20



Assets & Liabilities

Negative Zinsen –

Ein Sturm braut sich zusammen

von Tad Montross

Das Phänomen der negativen Zinsen führt potenziell zu einem „perfekten“ Sturm für die Versicherer, denn es belastet beide Ertragshebel: die Anlage- und gleichzeitig die Underwritingergebnisse. Darüber hinaus birgt es eine erhöhte Volatilität für die Devisenmärkte, was die Risiken für multinationale Versicherer verschärft.

Wirtschaftliches Umfeld

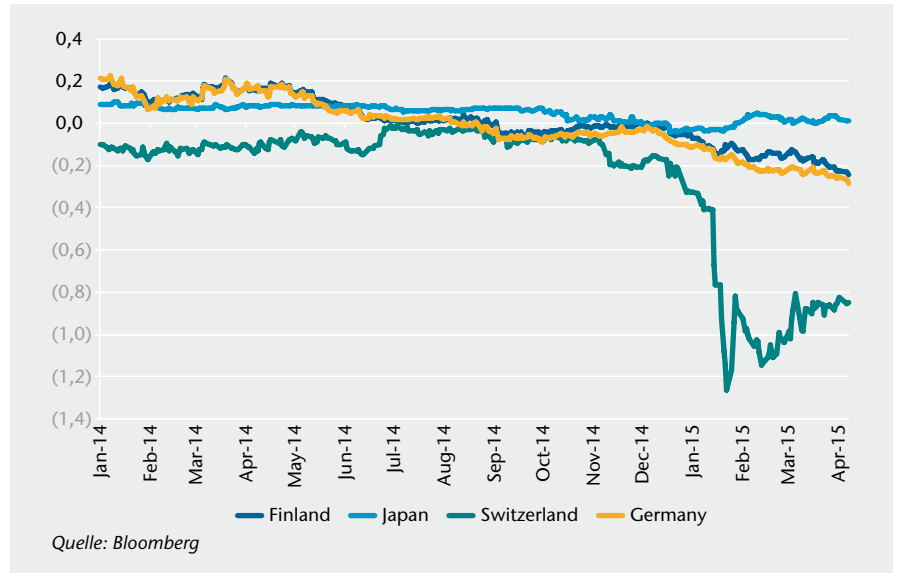
Seit der Finanzkrise 2009 haben die Zentralbanken ihre Zinssätze gesenkt, um die Kreditkosten zu verringern und das Wachstum in ihren Volkswirtschaften anzukurbeln. Außerdem haben sie Anleihen gekauft, um die Geldzufuhr zu erhöhen und die Inflation anzukurbeln. Das Ergebnis war eine Steigerung der Anleihepreise und ein Rückgang der Renditen, wovon letztlich die Schuldner auf Kosten der Sparer profitiert haben. Die negativen Zinssätze, die heute in vielen europäischen Ländern vorherrschen, spiegeln dieses Phänomen.

Eine Untersuchung in Großbritannien schätzt, dass Sparer über den Zeitraum von 2007 bis 2014 mehr als GBP 1,3 Billionen an entgangenen Zinsen verloren haben, wovon Schuldner und in geringerem Maße auch der Bankensektor direkt profitiert haben.¹

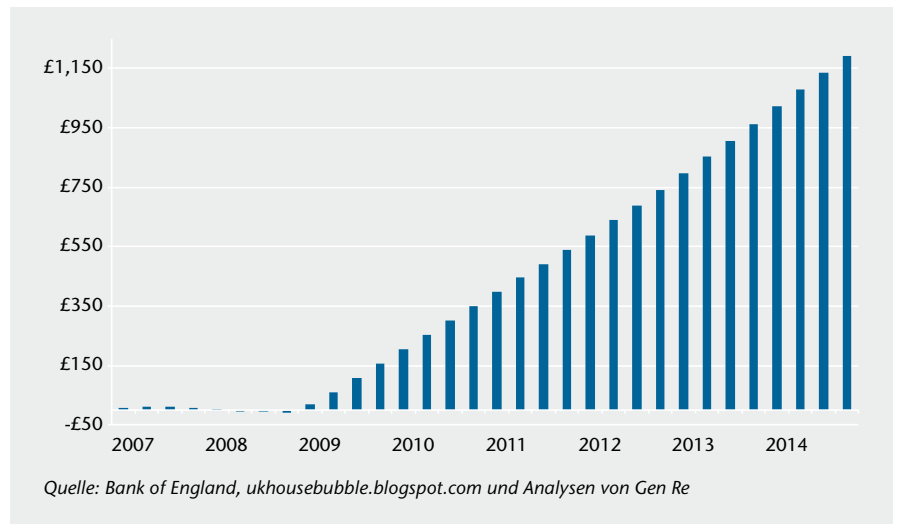
Sparer retten Schuldner

Obwohl wir noch keine derartige Untersuchung auf globaler Basis gesehen haben, dürfte die Größenordnung vermutlich im Bereich zweistelliger USD Billionenbeträge liegen.

Zinsen – Zweijährige Staatsanleihen

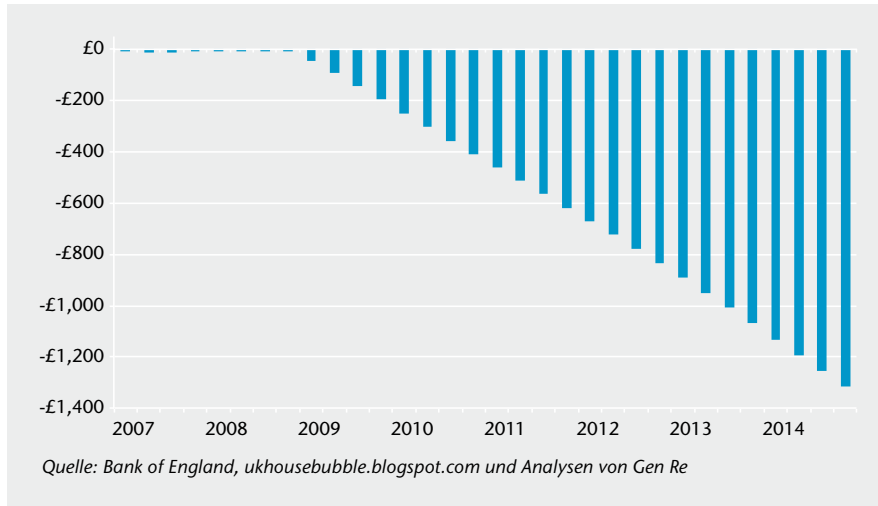


Kumulierte Gewinne für Schuldner

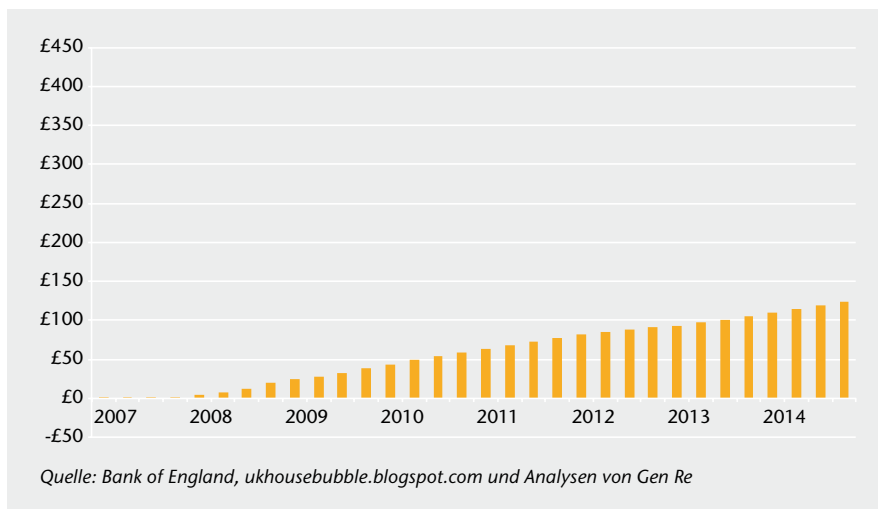


¹ Bank of England, ukhousebubble.blogspot.com.

Kumulierte Verluste für Sparer



Kumulierte Gewinne für Banken



Der Einfluss der Geldpolitik auf Schuldner und Sparer kann anhand der Taylor-Regel näherungsweise bestimmt werden. Diese Regel wird von Zentralbanken angewendet, wenn die erwarteten Inflationsraten und Beschäftigungszahlen von den Zielvorgaben abweichen. Danach sollten Zentralbanken die Zinsen in Zeiten hoher Inflation oder bei Beschäftigungszahlen über dem Vollbeschäftigungsniveau erhöhen, während sie die Zinsen bei geringer Inflation oder niedrigen Beschäftigungszahlen senken sollten. Hätte die US-Notenbank Fed eine Politik auf der Grundlage der Taylor-Regel verfolgt, wäre das Zinsziel über den Zeitraum von 2008 bis 2013 im Durchschnitt um ca. 1,7 % höher gewesen.²

Der längerfristige Einfluss der Billionen, die in die Staatsbilanzen eingeflossen sind, ist nicht bekannt, aber kurzfristig hat diese Form der Geldpolitik zu einer erheblichen Devisenvolatilität geführt.

² Swiss Re, *Financial repression: The unintended consequences*.

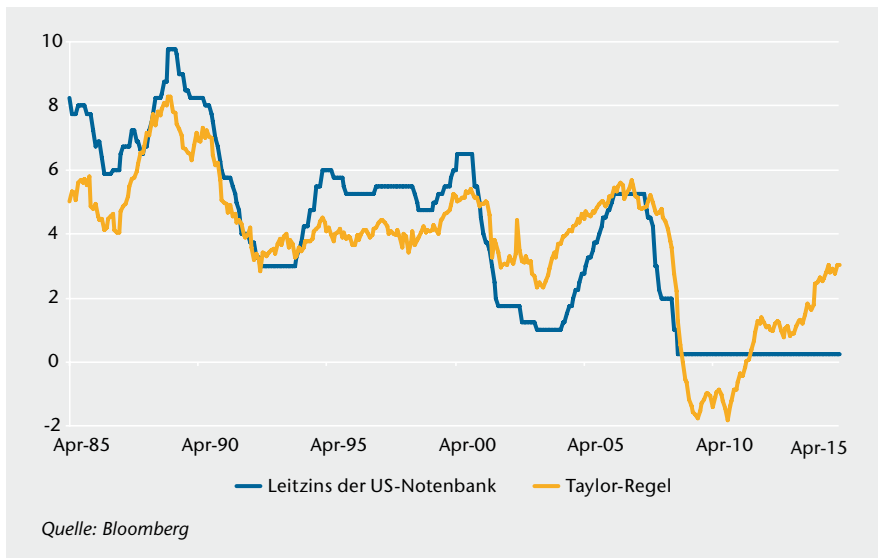
Folgen für Versicherer

Die heutigen negativen Zinsen sind nicht nur eine erhebliche Herausforderung für die Kapitalanlage, sondern auch für das Pricing, die Reservierung und die Kapitalsteuerung der Schaden-/Unfall wie auch der Leben-/Krankenversicherer.

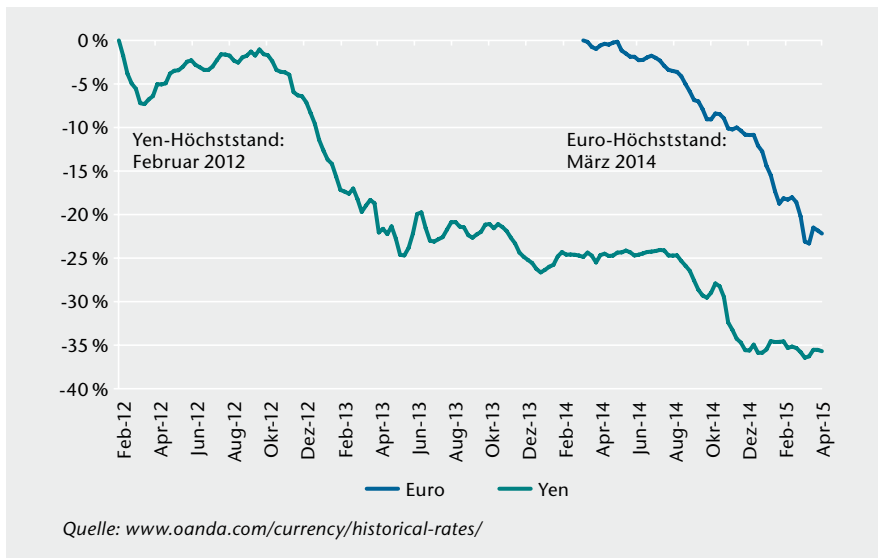
Versicherer sind bislang bedeutende Anleger in festverzinsliche Wertpapiere. In einer Welt historisch niedriger Zinsen gibt es Anreize, durch eine Senkung der Kreditqualität und/oder längere Laufzeiten höhere Renditen zu erzielen. Beide Strategien sind mit zusätzlichen Risiken verbunden. Eine höhere Volatilität der Wechselkurse verschärft zudem die Risiken für den Bereich der festverzinslichen Anlagen und den potenziellen Mismatch von Aktiva und Passiva.

Die negativen Zinsen, die wir heute in großen Teilen Europas sehen, erinnern an Japan während der vergangenen 20 Jahre und bringen die Möglichkeit negativer nominaler Renditen bei positiven realer Renditen je nach Inflation/Deflation mit sich. Der eine oder andere könnte annehmen, dass negative Zinsen zu Deflation führen. Auch wenn es eventuell eine wirtschaftliche Deflation geben mag, kann es gleichzeitig durchaus eine für die Versicherungswirtschaft relevante Inflation geben.

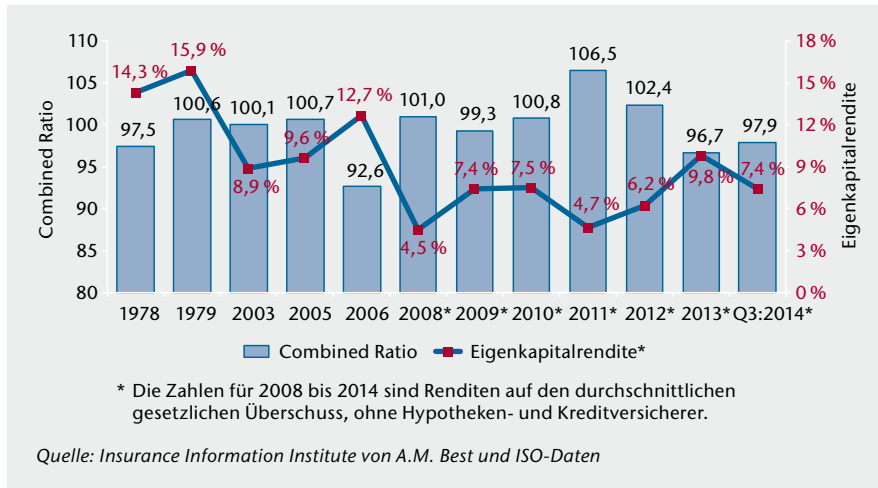
Taylor-Regel v. Leitzins der US-Notenbank



Prozentuale Veränderung gegenüber dem US-Dollar vom Höchststand



Vorgaben für die Combined Ratio



Die Festlegung von Versicherungsprämien berücksichtigt entweder implizit oder explizit den Zeitwert des Geldes „on float“, insbesondere bei langfristig abwickelnden Sparten. Nachdem die Zinsen gesunken sind, können gleichbleibende Eigenkapitalrenditen nur durch steigende versicherungstechnische Gewinne erzielt werden. 2010 erzeugte eine Combined Ratio von 100 % für die Schaden-/Unfallversicherer in den USA eine Eigenkapitalrendite von 7,9 %, während 1979 mit derselben Combined Ratio von 100 % eine Eigenkapitalrendite von 16 % erzielt wurde.³ In den USA, wo 10-jährige Staatsanleihen eine Rendite von 2 % liefern, muss die Combined Ratio in den mittleren bis unteren 90ern liegen, um eine angemessene Eigenkapitalrendite zu generieren. In Europa, wo fünf- und siebenjährige Staatsanleihen derzeit negativ sind, muss die Combined Ratio sogar noch niedriger sein. So sehr die negativen Zinsen eine Herausforderung für die Schaden-/Unfallversicherer darstellen, ist die Herausforderung für das Lebensgeschäft mit Barwertbetrachtun-

gen über einen Zeitraum von 15 oder mehr Jahren umso größer.

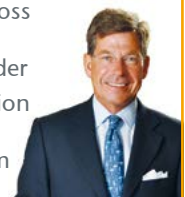
Was die Reservierung angeht, so zinsen US-amerikanische Lebensversicherer ihre Anwartschaftsreserven nach US GAAP ab. Die Veränderungen der Zinssätze weltweit haben dabei in den vergangenen Jahren zu Volatilität in den Quartalsberichten geführt. Die Reserven für die Schaden- und Unfallversicherung werden nach den IFRS-Bilanzierungsregeln und den Solvency II-Vorschriften abgezinst. Bis vor kurzem konnte sich wohl niemand eine Abzinsung von Schadenreserven mit negativen Zinsen vorstellen.

Die negativen Anlagerenditen und die negativen Abzinsungssätze für Reserven werden erhebliche Auswirkungen auf die Ergebnisse von Kapitalmodellen bewirken, die Entscheidungen bezüglich des Kapitalmanagements noch schwieriger machen werden. Wir sind heute in unbekanntem Gewässern unterwegs. Vermutlich werden wir in noch unruhigere Gewässer kommen, während dieses gewaltige Experiment der lockeren Geldpolitik weiter läuft.

Einige haben diesen Markt bereits als die „neue Normalität“ bezeichnet, aber er ist alles andere als normal.

Autor

Franklin (Tad) Montross
 Chairman und CEO der
 General Re Corporation
 fmontros@genre.com



3 Insurance Information Institute.

Die deutsche Berufsunfähigkeitsversicherung

im internationalen Kontext

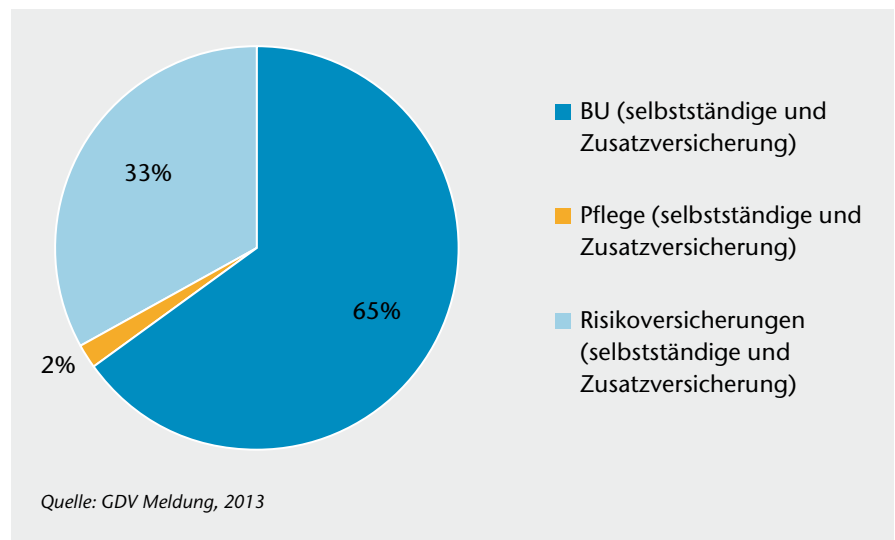
von Dr. Antonio Monroy

40 Jahre nach der ersten Veröffentlichung des allgemeinen Geschäftsplans für eine selbstständige Berufsunfähigkeitsversicherung (BUV) seitens der Aufsicht¹ (VerBAV, 1974) kann Deutschland auf eine vielfältige und bewegende Entwicklung dieses biometrischen Produkts zurückblicken. Heute zählt es zu den meistverkauften Risiko-Produkten der Lebensversicherung in Deutschland.

Versicherungsprodukte sind keine starren Konstrukte, sondern werden kontinuierlich weiterentwickelt, um den aktuellen Risiken und neuen Bedingungen der Arbeitswelt gerecht zu werden. Können wir die Erfahrungen anderer Länder bei der Entwicklung von BU-Produkten in Deutschland nutzen? Ist es möglich, Versorgungslücken oder Marktchancen in Deutschland durch einen internationalen Vergleich zu entdecken, die aufgrund der eigenen Praxis und Markttradition bisher nicht berücksichtigt wurden?

In allen Ländern der Welt liegt den BU-ähnlichen Produkten stets eine ähnliche Idee zugrunde. Sei es in Deutschland, den USA oder in Australien: Stets zahlt der Versicherer eine Form des finanziellen Ausgleichs, sobald die Fähigkeit zur Erbringung der Arbeitstätigkeit beim Versicherungsnehmer aufgrund eines Ereignisses – unfall- oder krankheitsbedingt – entsprechend der vereinbarten Leistungsdefinition entfällt. Trotz ähnlicher Produktidee fallen aber auch Unterschiede bei der konkreten Produktgestaltung in den verschiedenen Ländern auf. Tabelle 1 gibt einen Überblick über eine durchschnittliche Produktgestaltung in drei großen Märkten für Invaliditätsprodukte: Deutschland, USA und Australien. Diese Unterschiede reichen von der Art des Geschäfts, der Versicherung bis hin zur Finanzierung. In diesem Artikel möchten wir auf einige dieser Aspekte eingehen und die

Neuzugang (laufender Beitrag) für wichtige ausgewählte biometrische Produkte der LV in Deutschland



Erfahrung im Ausland mit der Praxis im deutschen Markt vergleichen.

Die in Tabelle 1 dargestellten Länder zählen zu den größten und am weitesten entwickelten Invaliditätsmärkten der Welt, wie das Verhältnis zwischen den jährlichen Bestandsprämien der Invaliditätsabsicherung und der Anzahl von Erwerbstätigen zeigt. Dieser Quotient erreichte in Deutschland im Jahr 2011 für BU-Individualversicherungen EUR 174 pro Erwerbstätigem, gefolgt von Australien mit EUR 130 und den USA mit einem Quotienten von EUR 23, der aber auf EUR 138 steigt, wenn das Gruppengeschäft mitberücksichtigt wird.² In weiten Teilen Asiens beispielsweise ist dieser Quotient hingegen beinahe null.

Klare Formulierungen – profitable Produkte?

Es ist schwierig, das Invaliditätsrisiko klar und eindeutig zu definieren. Bei klassischen Risikolebensversicherungen etwa ist eine klare und eindeutige Definition des Leistungsauslösers „Tod“

¹ VerBAV, 1974, Einführung einer „selbstständigen Berufsunfähigkeitsversicherung“ als Lebensversicherung.
² Eigene Berechnungen.

Tabelle 1: Typische Formen von Invaliditätsprodukten in verschiedenen Ländern

	Deutschland	USA		Australien	
Geschäft	Einzelgeschäft	Einzelgeschäft (~25 % Bestandsprämie 2011)	Gruppengeschäft (~75 % Bestandsprämie 2011)	Einzelgeschäft (~29 % Bestandsprämie 2012)	Gruppengeschäft (~71 % Bestandsprämie 2012)
Versicherungsart ³	Summenversicherung	Summenversicherung oder Schadenversicherung (bis 90 % des Nettoeinkommens)	Schadenversicherung, 50 % bis 66 % des Bruttoeinkommens	Schadenversicherung, 75 % des Bruttoeinkommens	Schadenversicherung, bis 85 % des Bruttoeinkommens
Art der Leistung	BU-Rente bis Alter 60/65/67.	befristete Rente (2–10 Jahre) oder bis Alter 65/67	Pensionierungsalter der Sozialversicherung	Einmalleistung BU-Rente bis max. Alter 70	BU-Rente bis Alter 65
AU-Komponente	neuer Trend	möglich, lange Tradition		möglich, lange Tradition	
Finanzierung	privat	privat	Arbeitgeber (teil oder ganz)	privat	Rentensparkonto, Arbeitgeber
Karenzzeit	nicht üblich	60–720 Tage	90–180 Tage	üblicherweise mind. 30 Tage	
Prämien-garantie	Bruttoprämie garantiert (lebenslang)	Option 1: Garantiert (lebenslang) Option 2: veränderbar auf Portfolio-Ebene	Anpassung nach 1–3 Jahre	veränderbar in Teilsegmenten	Anpassung nach 1–5 Jahren
Berufsgruppen-differenzierung (BG)	bis 10 BGs	3–6 BGs. Zusätzliche 3–6 BGs im Gesundheitssektor	3–9 BGs	bis 9 BGs	

3 Bei einer Schadenversicherung gilt das Prinzip der konkreten Bedarfsdeckung. Bei einer Summenversicherung hingegen wird beim Vertragsabschluss ein konkreter Wert versichert.

überall in der Welt auf ähnliche Weise möglich.⁴ Bei Invaliditätsprodukten ist dies jedoch nicht immer der Fall. Tabelle 2 zeigt die Vielfalt der möglichen Anknüpfungspunkte, wie Invalidität in den unterschiedlichen Ländern definiert ist. Die Auslegung dieser Definitionen ist das Ergebnis jahrelanger Praxis und Rechtsprechung in einem bestimmten Land und kann sich über die Zeit verändern. Hinsichtlich des Leistungsauslösers und anderer Formulierungen in den Versicherungsbedingungen beobachtet man seit einiger Zeit in Deutschland zwei Tendenzen: Auf der einen Seite wird insbesondere von rechtlicher Seite immer mehr Transparenz gefordert (vgl. § 7 VVG). Auf der anderen Seite beobachtet man vertriebsorientierte Bemühungen, um großzügigere Formulierungen durchzusetzen. Ein Beispiel hierfür ist der Wunsch, auf die Erwähnung des „altersentsprechenden Kräfteverfalls“ in der BU-Definition zu verzichten. Letztere Tendenz kann jedoch zu einer Veränderung der Schadenserfahrung führen. Die jüngsten Ereignisse im australischen Invaliditätsmarkt sind in dieser Hinsicht sehr lehrreich. Dort gibt es keine einheitliche Invaliditätsdefinition. Der dort gängige Leistungsauslöser gilt wegen seiner niedrigen Voraussetzungen (siehe Punkt 1, Tabelle 2) im internationalen Vergleich als sehr großzügig. Während in Deutschland oder den USA alle Tätigkeiten des Berufs im Vordergrund stehen, erfordert die australische Definition lediglich, dass eine einzige wesentliche Tätigkeit nicht mehr ausgeübt werden kann. Diese Definition zusammen mit weiteren Elementen in den Versicherungsbedingungen führte dazu, dass das subjektive Interesse des Versicherungsnehmers das versicherbare Interesse oft überstieg. Die daraus folgenden vermehrten Rechtsstreitigkeiten in Verbindung mit Präzedenzentscheidungen zugunsten der Kläger führten zu einer Veränderung des his-

Tabelle 2: Übliche Invaliditätsdefinitionen in verschiedenen Märkten

Deutschland	Berufsunfähig ist, wer seinen zuletzt ausgeübten Beruf, so wie er ohne gesundheitliche Beeinträchtigung ausgestaltet war, infolge Krankheit, Körperverletzung oder mehr als altersentsprechendem Kräfteverfall ganz oder teilweise voraussichtlich auf Dauer nicht mehr ausüben kann. ⁵
USA	Berufsunfähig ist, wer infolge Krankheit oder Körperverletzung nicht in der Lage ist, die materiellen und wesentlichen Verpflichtungen des zuletzt ausgeübten Berufes auszuüben.
Australien	Berufsunfähig ist, wer <ol style="list-style-type: none"> 1. mindestens eine der im Rahmen seiner regulären Berufsausübung wesentlichen entgeltfähigen Tätigkeiten nicht ausüben kann oder 2. nicht mehr als 10 Stunden pro Woche in seinem eigenen Beruf arbeiten kann oder 3. nicht über 80% seines Einkommens (vor Invalidität) erzielen kann und regelmäßiger Pflege bedarf und ärztlich betreut wird.

torischen Schadenmusters, ohne dass dies zugleich bei der Prämienkalkulation rechtzeitig berücksichtigt worden wäre. Dies führte zu großen Verlusten bei den Versicherern.

Doch nicht nur die konkrete Produktgestaltung, sondern auch der gesetzliche, soziale und wirtschaftliche Rahmen ist für eine Weiterentwicklung des Produkts zu berücksichtigen. So kann insbesondere die Verschlechterung der Wirtschaftslage die Schadenserfahrung bei BU-Produkten negativ beeinflussen. Für den südafrikanischen BU-Markt wurde beispielsweise gezeigt,⁶ dass es in der Vergangenheit einen statistisch relevanten, antizyklischen Zusammenhang zwischen Invaliditätsinzidenzen und wirtschaftlichen Faktoren wie Arbeitslosenraten oder dem Konsumklimaindex⁷ im BU-Markt geben kann: Verschlechterte sich die Wirtschaftslage, so stiegen nach einer gewissen Zeit die Invaliditätsinzidenzen. Auch der australische und der US-amerikanische BU-Markt haben aufgrund fehlender risikobe-

⁴ Hierbei lassen wir Grenzsituationen außer Acht, die je nach Todesdefinition unterschiedlich bewertet werden können. Als Beispiel sei hier der Gehirntod erwähnt.

⁵ Vgl. § 172 Abs. 2 und 3 VVG.

⁶ Lewis, K. S., 2010, *The Link Between Disability Experience and Economic Conditions in South Africa*. ICA.

⁷ Der Konsumklimaindex misst die Konsumneigung der Privathaushalte. Er wird in der Regel durch eine repräsentative Umfrage bei Konsumenten erzeugt.

grenzender Maßnahmen zu spät auf die Wirtschaftskrise Anfang der 1990er-Jahre reagiert, die mit einer steigenden Schadenserfahrung bei BU-Produkten einherging. Durch die späte Reaktion kam es zu einer Marktkonsolidierung. In den USA musste eine große Anzahl der Versicherer das Geschäft mit BU-Produkten aufgeben, und die gesamte Branche verzeichnete erhebliche Verluste. Erst später erfolgte in den USA eine marktweite Reaktion auf die Schadensentwicklung von BU-Produkten, die dann aber umso eindeutiger ausfiel: Die Risikoprüfung wurde verschärft, die Prämien wurden stark angehoben, und sogar Verträge mit nur teilgarantierten Prämien („renewable premium contracts“) wurden eingeführt.⁸

Weiterhin bedingt das individuelle Absicherungsbedürfnis der Versicherungsnehmer die tatsächliche Entwicklung und Gestaltung eines Markts. In den USA ist die Wahl von Karenzzeiten zwischen drei und sechs Monaten (im Einzelgeschäft noch länger) in BU-ähnlichen Produkten (Long Term Disability (LTD))-Produkte sehr weit verbreitet. Die Nachfrage erklärt sich teilweise dadurch, dass sowohl die gesetzliche⁹ als auch die weit verbreitete private Arbeitsunfähigkeitsversicherung (oder Short Term Disability (STD))-Produkte zwischen 13 und 52 Wochen eine Leistung auszahlt. Somit entspricht die Karenzzeit in LTD-Produkten der Leistungsdauer von STD-Produkten.

Vor diesem Hintergrund ist es erstaunlich, dass in Deutschland BU-Produkte kaum mit Karenzzeiten abgeschlossen werden, obwohl das gesetzliche Absicherungssystem in Deutschland deutlich breiter ausgebaut ist als in den USA. Hierzulande wird im Krankheitsfall gemäß arbeitsrechtlichen Bestimmungen eine Lohnfortzahlung von sechs Wochen gezahlt. Ist man zudem gesetzlich krankenversichert, hat man

einen Krankengeldanspruch von bis zu 78 Wochen. Es ist davon auszugehen, dass viele Selbstständige das Risiko längerer Krankheitsphasen mit einer privaten Krankentagegeldversicherung abgesichert haben. Diese Ansprüche werden jedoch selten berücksichtigt, obwohl ein typisches BU-Produkt¹⁰ bis zu ca. 20% günstiger angeboten werden könnte, würden diese gesetzlichen Ansprüche mit einer entsprechenden Karenzzeit bei der Produktgestaltung berücksichtigt.

Den kulturellen, sozialpolitischen und regionalen Einfluss auf die Nachfrage nach BU-Produkten zeigt ein Vergleich von Asien und Europa. Sowohl in China¹¹ als auch in Deutschland gibt es eine gesetzliche Erwerbsunfähigkeitsversicherung, die anders als eine BU erst dann eine Leistung auszahlt, wenn nicht nur die bisherige, sondern überhaupt keine Tätigkeit in bestimmtem Umfang verrichtet werden kann. Somit gibt es in beiden Ländern eine Grundabsicherung der eigenen Arbeitskraft. Dennoch werden im privaten Absicherungsbereich Unterschiede beobachtet: Während in China neben der gesetzlichen Erwerbsunfähigkeitsversicherung sehr oft Versicherungen gegen schwere Krankheiten (engl. „Dread Disease“, „Critical Illness“ oder CI) nachgefragt werden, ist dieses biometrische Produkt in Deutschland hingegen weniger üblich; dafür gibt es eine verhältnismäßig große Nachfrage nach privaten selbstständigen BUV. Der entscheidende Unterschied zwischen beiden Produkten ist, dass CI nur bei ganz bestimmten Erkrankungen eine Einmalleistung auszahlt. Die BU hingegen knüpft abstrakt an die Berufsunfähigkeit an und zahlt für gewöhnlich eine Rente aus. Somit steht in China eher der Wunsch im Fokus, sich vor den Folgen einer Krankheit abzusichern. Dabei kommt der Gedanke, dass man aufgrund einer Krankheit nicht mehr

8 Für eine weiterführende Analyse hierzu siehe z. B. Beal, R. W., 2006, *Individual Disability Income Insurance in the United States*, oder Fabrizio, E., 2014, *Gruppen-Invaliditätsversicherung in Australien – Werden wir jemals dazulernen? Gen Re Themen Nr. 23*.

9 Nur in Hawaii, Kalifornien, New Jersey, New York, Rhode Island und Puerto Rico werden gesetzliche Arbeitsunfähigkeitsversicherungen (STD) angeboten.

10 Eintrittsalter 30, Versicherungsdauer 35, 12.000 Euro Jahresrente. Ohne Versicherungskosten, berufsunabhängig.

11 Bei einer permanenten und vollständigen Erwerbsunfähigkeit (EU) wird in China 90% des letzten 12-Monatslohndurchschnitts bis zum Rentenalter bezahlt. Grundlage für die Feststellung der EU ist die Unmöglichkeit, 3 von 6 ADLs („Activities of Daily Living“) zu verrichten. Diese Definition gilt in Deutschland als sehr streng, da ein solcher VN bereits als pflegebedürftig gelten könnte.

arbeiten kann, weniger zum Tragen. Im Gegensatz dazu wird in Deutschland eine BU gekauft, um sich dauerhaft gegen einen möglichen finanziellen Einkommensverlust abzusichern, wenn der eigenen Tätigkeit nicht mehr nachgegangen werden kann, eventuell aber eine Erwerbstätigkeit an anderer Stelle mit gegebenenfalls niedrigerem Lohn möglich ist. Auf lange Sicht bedingt genau dieses kollektive Risikobewusstsein einer Gesellschaft die Gestaltung eines Produkts und die Weiterentwicklung eines bestimmten Markts.

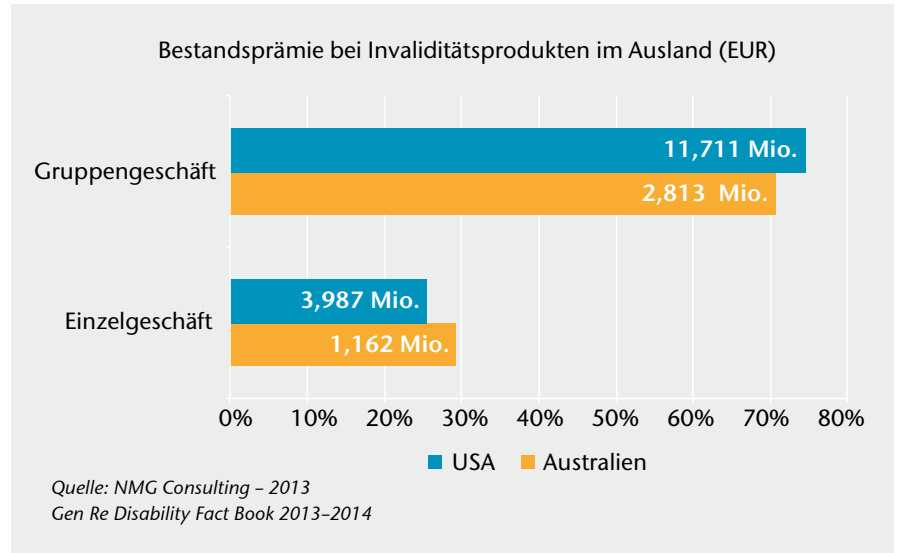
Ein weiterer Blick ins Ausland – Marktpotenzial entdecken

Die klassische BU in Deutschland hat sich dahingehend entwickelt, dass das Produkt stark von risikoarmen Berufsgruppen nachgefragt wird, während andere Berufe wie die des Handwerks wegen teurer Policen seltener eine solche Versicherung nachfragen. Diese Ungleichheit ist in den letzten Jahren teilweise durch die Entwicklung neuer Invaliditätsprodukte entschärft worden. Als prominente Beispiele gelten hier funktionelle Invaliditätsprodukte (FIV) und Körperschutzpolicen (KSP). Wie könnte diese Situation in Deutschland weiter entschärft werden?

Im Ausland werden individuelle Policen auch nur von bestimmten Berufsgruppen nachgefragt. Hingegen findet man eine wesentlich breitere Verteilung von Berufsgruppen bei Gruppenversicherungen. Während diese in Deutschland kaum bekannt sind, ist der Markt für Invaliditätsgruppenversicherungen in Ländern wie den USA mehr als doppelt so groß wie der für Individualpolicen.¹²

Eine Gruppenversicherung wird üblicherweise zwischen Versicherer und Arbeitgeber (oder in Australien auch mit einem Pensionsfond) abgeschlossen und regelmäßig von Letzterem

Abbildung 2: Bedeutung des Gruppengeschäfts in anderen Märkten



vollständig oder teilweise finanziert. Gruppenversicherungsverträge zeichnen sich im Vergleich zu Individualversicherungen durch standardisierte Produktmerkmale wie beschränkte Versicherungsdauer oder eingeschränktes Leistungsspektrum aus, wodurch der Preis solcher Produkte attraktiver wird. In bestimmten Märkten wie den USA wird zudem eine noch attraktivere Prämie dadurch erreicht, dass die Definition nicht auf die zum Zeitpunkt der Invalidität verrichtete Arbeit (engl. „own occupation“) abzielt, sondern auf die Fähigkeit, irgendeine Tätigkeit zu verrichten (engl. „any occupation“).

Gruppenversicherungsverträge sind üblicherweise als Schadenversicherung ausgestaltet, um sie noch attraktiver zu machen. Das heißt, im Leistungsfall wird in Australien und den USA ein fixer prozentualer Lohnersatz (z. B. 2/3 des mehrjährigen durchschnittlichen wöchentlichen Einkommens) unter Anrechnung von anderen Einkommensarten ausgezahlt. Bei der in Deutschland üblichen festen BU-Barrente kann beispielsweise aufgrund von Nachversicherungsoptionen oder Beitragsdynamiken die BU-Rente das tatsächliche Netto-

¹² Gen Re Disability Fact Book, Seventh Edition, 2013–2014.

einkommen überschritten werden. Dadurch steigt das subjektive Risiko beim Versicherungsnehmer erheblich.

Die Vereinbarung eines fixen prozentualen Lohnersatzes im Invaliditätsfall bei Gruppenverträgen in den USA entschärft dieses Problem, wird aber in der Regel nur dadurch möglich, dass alle ein bis drei Jahre im Fall einer Lohnsteigerung die Prämie angepasst wird.

Fazit

Der Blick auf Erfahrungen in anderen Märkten zeigt, dass es zu einem professionellen Risikomanagement gehört, die sich verändernden Rahmenbedingungen bei der Analyse und Gestaltung von BU-Produkten durch Berücksichtigung entsprechender Sicherheiten im Produkt mit einzubeziehen, um flexibel auf adverse Szenarien reagieren zu können. Der Vergleich mit anderen Märkten zeigt einerseits, dass profitables BU-Geschäft keine Selbstverständlichkeit ist und Prämienhöhe, Versicherungsbedingungen und Risikomanagement sehr sorgfältig aufeinander abgestimmt werden müssen. Andererseits kann der Blick ins Ausland hilfreich sein, um den eigenen Horizont zu erweitern und Ideen für die Steigerung der Attraktivität von Invaliditätsprodukten zu entwickeln.

Bibliographie

Beal, R. W. (2006). *Individual Disability Income Insurance in the United States*.

Fabrizio, E. (2014). Gruppen-Invaliditätsversicherung in Australien – Werden wir jemals dazulernen? *Gen Re, Themen Nr. 23*.

Lewis, K. S. (2010). The Link Between Disability Experience and Economic Conditions in South Africa. *ICA*.

VerBAV. (1974). Einführung einer „Selbstständigen Berufsunfähigkeitsversicherung“ als Lebensversicherung. *VerBAV*.

Autor

Dr. Antonio Monroy

Actuarial Associate
Gen Re

antonio.monroy
@genre.com



Die europäische Solvency II-Saga der Verbriefungen

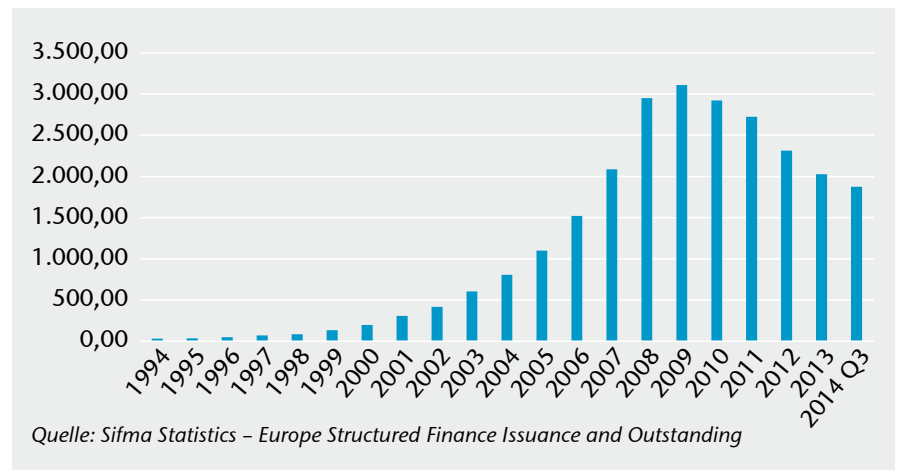
von Dr. John Loughrey

Die Behandlung der Verbriefung von Krediten in Wertpapierform in Europa ist in jüngster Zeit ein wenig ins Licht der Öffentlichkeit geraten, nachdem es sowohl von der Europäischen Kommission als auch von der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) Updates zu Solvency II gegeben hat. In diesem Beitrag geht es um die Änderungen und die aufsichtsrechtlichen Anforderungen in Bezug auf die Führung derartiger Vermögenswerte in der Bilanz einer Versicherungsgesellschaft.

Hintergrund

Forderungsbesicherte Wertpapiere, sog. „asset-backed securities“, werden von Anlegern benutzt, um Zugang zu Bereichen zu erhalten, die ansonsten als hoch illiquide und unzugängliche Vermögenswerte gelten. Die zugrunde liegenden Forderungen stammen aus unterschiedlichsten Quellen, angefangen bei Autokrediten über Kreditkarten bis hin zu privaten und gewerblichen Immobiliendarlehen. Für den Endanleger wurde der Pooling-Mechanismus in Verbindung mit der Bonitätsverbesserung (durch Tranchierung und Überdeckung) als ein attraktives Risiko-Ertragsangebot angesehen. Während der Finanzkrise haben die Instrumente dieses Potenzial in vielen Fällen jedoch nicht realisiert. Als Resultat liegt die Marktkapitalisierung von europäischen ABS heute bei ca. USD 1,8 Billionen und damit wieder auf dem Niveau von 2007, nachdem sie 2009 einen Höchststand von USD 3,1 Billionen erreicht hatte. Während die Emission in den letzten Jahren zurückgegangen ist, erhielt die prognostizierte Ausgabe für 2015 mit der kürzlichen Ankündigung des ABS-Ankaufprogramms (ABSPP) der Europäischen Zentralbank (EZB) einen neuen Schub. Angesichts eines Marktteilnehmers in Form der EZB gekoppelt mit der europaweiten Jagd nach

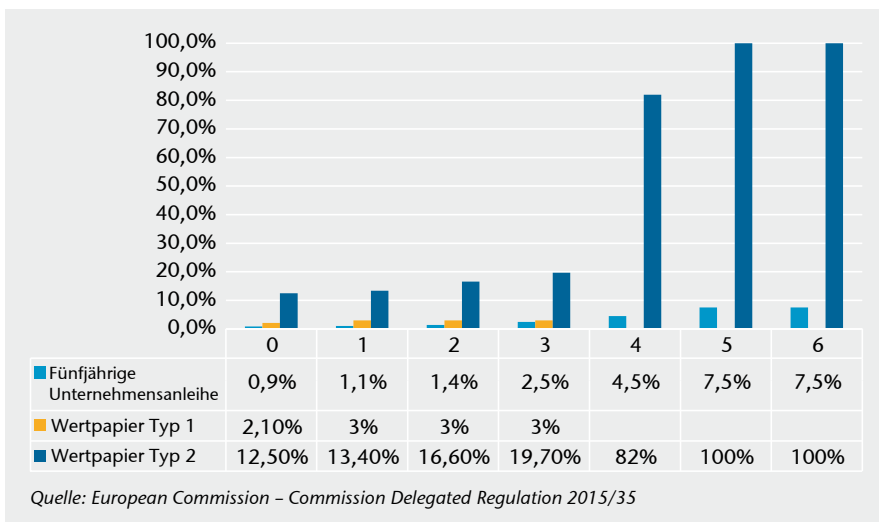
Ausstehende europäische Verbriefungen (in Milliarden US-Dollar)



Rendite rechnen wir mit einer Zunahme der Ausgabe von ABS und einem Anziehen der Sektor-Spreads, trotz des technischen Gegenwinds aufgrund der aufsichtsrechtlichen Behandlung dieser Wertpapiere.

Ein gemeinsames Thema unter den Aufsichtsbehörden in Europa war in der Vergangenheit die allgemeine Behandlung von ABS-Wertpapieren, und zwar ohne oder mit nur geringer Unterscheidung zwischen den Transaktionen, wobei sie sich in hohem Maße auf Ratingagenturen und Bonitätseinstufungen gestützt haben. Diese Herangehensweise hatte letztlich negative Auswirkungen auf den Sektor. In Europa arbeiten derzeit sowohl die Europäische Bankaufsichtsbehörde (EBA) als auch EIOPA an Rahmenregelungen, die zwischen verschiedenen ABS-Geschäften unterscheiden und das Risiko je nach Typ messen. Da es sich hierbei um „laufende“ Projekte handelt, könnte es möglicherweise weitere Anpassungsschritte geben, während die Aufsichtsbehörden versuchen, ein konsolidiertes Verständnis des Sektors in der Zukunft zu erlangen.

Spread-Risikofaktor nach Bonitätsstufen – Standardmodell
(prozentuale Kapitalanforderung je Jahr der Laufzeit)



Behandlung von Verbriefungen nach Solvency II

In den Solvency II-Vorschriften liefert die EIOPA eigene Definitionen für die Verbriefung von Krediten in Wertpapierform. Sie klassifiziert jedes Wertpapier entweder als Typ 1 oder Typ 2 und hat eine detaillierte Liste von Kriterien zur Unterscheidung zwischen den beiden Typen. Allgemein qualifiziert sich ein vorhandenes ABS-Wertpapier für den Typ 1-Status, wenn es (i) als „investment grade“ eingestuft ist, (ii) in der OECD, dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder anderen robusten Märkten gehandelt wird und (iii) die höchstrangige Tranche des Geschäfts ist. Außerdem müssen die zugrunde liegenden Vermögenswerte noch weitere Anforderungen erfüllen. Beispielsweise müssen die Geschäfte durch einen Pool von homogenen zugrunde liegenden Exposures besichert sein oder bestimmte LTV¹-Anforderungen erfüllen. Alle Geschäfte, die die Kriterien für Typ 1 nicht erfüllen, werden als Typ 2 eingestuft. Die feinere Abstufung erlaubt es, zwischen einer risikoarmen, hochwertigen Struktur und einer Struktur zu unterscheiden, für die

¹ Loan-to-Value-Ration ist die im englischsprachigen Raum übliche Bezeichnung für Beleihungsauslauf. Der LTV berücksichtigt nur das Verhältnis des Kreditbetrags zum Verkehrs- oder Marktwert eines Objekts.

dies nicht gilt – was entscheidend für eine angemessenere Eigenkapitalbehandlung ist.

In der Vergangenheit waren die Eigenkapitalanforderungen im Hinblick auf diese Wertpapiere derart abschreckend, dass dieser Sektor für Versicherungsgesellschaften praktisch verschlossen war. Nachdem sie dies erkannt hatte, hat die Europäische Kommission Anstrengungen unternommen, Risikofaktoren vorzusehen, die das Marktrisiko der verschiedenen Arten von ABS genauer widerspiegeln. Im Oktober 2014 hat die Europäische Kommission geänderte Eigenkapitalanforderungen veröffentlicht – die Risikofaktoren für Typ 1 wurden gesenkt und die für Papiere vom Typ 2 blieben unverändert. Während die Senkung der Faktoren für Typ 1 weitgehend begrüßt wurde, sind die Anforderungen immer noch abschreckend hoch – sowohl im Vergleich zu ähnlich eingestuften Unternehmensbeteiligungen als auch im Vergleich zu den berechneten Kapitalanforderungen, wenn eine Versicherungsgesellschaft die zugrunde liegenden Vermögenswerte eines typischen hochwertigen Verbriefungsgeschäfts direkt hielt. Der Unterschied in diesem letzteren Fall bezieht sich auf das wahrgenommene Risiko der Verbriefungsstruktur und wird von vielen bei der aktuellen Herangehensweise als immer noch zu groß angesehen.

Viele Versicherer stellen möglicherweise fest, dass die Implementierung eigener interner Modelle eine günstigere Behandlung dieser Wertpapiere ermöglicht, da sie in der Lage sind, Wertpapiere anhand beobachtbarer Kurse anstatt nach dem auf bestimmten Faktoren basierenden Ansatz des Standardmodells zu modellieren. Für jedes interne Modell und jede eigene Vorgehensweise ist jedoch eine aufsichtsbehördliche Genehmigung erforderlich.

Eine übergreifende Anforderung für Verbriefungen ist die Selbstbehaltanforderung, nach der der Verkäufer (Originator), Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber einen materiellen Nettoanteil an dem Geschäft von mindestens 5 % behalten muss. Die Selbstbehaltvorschrift ist nicht so detailliert wie die Definitionen für Typ 1 oder Typ 2, galt früher aber als Anforderung für alle von Versicherungsgesellschaften gehaltenen Verbriefungen. Uns ist aufgefallen, dass die verwendeten Formulierungen rund um das Thema Risikobehalt in den Dokumenten der Europäischen Kommission besonders deutlich sind. In den Unterlagen heißt es auch, dass die fortgesetzte Nichtbeachtung dieser besonderen Vorschrift zu dem führen könnte, was die Behörden als eine „erhebliche Abweichung“ vom Governance-System des Versicherers ansehen und wiederum zusätzlichen Kapitalanforderungen unterliegen könnte.

Schließlich erfordert die Einführung neuer Regulierungsbedingungen immer zusätzliche Anstrengungen. Dieser Aufwand ist erheblich und sollte von Versicherungsgesellschaften, die in Verbriefungen investieren wollen, nicht unterschätzt werden. Die Beschaffung der erforderlichen Daten auf Geschäftsebene zur Unterscheidung zwischen Typ 1 und Typ 2 ist eine Sache, die laufende Überwachung im Hinblick auf den Risikoselbstbehalt eine andere.

Schlussfolgerungen

Für Versicherungsgesellschaften, die Solvency II unterliegen, bleibt die Anlage in Verbriefungen derzeit eine Art Dauerbaustelle. Weitere Fortschritte sollte es 2015 mit den aufsichtsbehördlichen Klarstellungen geben, aber angesichts der geänderten Vorschriften, der sich entwickelnden Definitionen und der unterschiedlichen Kapitalanforderungen für Verbriefungsgeschäfte

sind wir der Ansicht, dass der Markt in nächster Zeit vermutlich komplizierter und fragmentierter werden wird.

Die EIOPA hat die Messlatte hoch gelegt, was die aufsichtsrechtlichen Anforderungen für Versicherungsgesellschaften angeht, die in Verbriefungen investieren wollen. Seitens der Gesellschaften ist ein beträchtlicher Aufwand erforderlich, und wir glauben, dass viele diesen Aufwand möglicherweise scheuen werden. Angesichts der Perspektive zusätzlicher Kapitalanforderungen durch die Aufsichtsbehörden müssen Anleger zudem die Vorteile von Investitionen in diesen Sektor sorgfältig abwägen. Derzeit ist noch unklar, ob die Investition in ABS eine wirtschaftliche Chance für Versicherungsgesellschaften darstellt, die den Solvency II-Regeln unterliegen, aber wir glauben, dass sich Markt und Aufsichtsbehörden in die richtige Richtung bewegen.

Lehren und Fakten

- Auch wenn die EIOPA kürzlich die Eigenkapitalrisikoranforderungen in Zusammenhang mit Verbriefungen vom Typ 1 verringert hat, sind sie verglichen mit ähnlich eingestuften Unternehmensanleihen nach wie vor abschreckend hoch.
- Die Risikoselbstbehaltanforderungen und die Dokumentation der Einhaltung der Selbstbehaltregelungen stellen weiter ein Hindernis bei Investitionen in den ABS-Sektor dar.
- Obwohl bestimmte forderungsbesicherte Wertpapiere (ABS) einen gewissen relativen Wert haben können, sind an diesem Punkt mehr Klarheit und eventuell mehr Eigenkapitalerleichterungen nötig, um ein Engagement im ABS-Sektor durch Versicherungsgesellschaften zu rechtfertigen, die Solvency II unterliegen.

Autor

Dr. John Loughrey
Portfolio Manager
GR-NEAM Limited
john.loughrey@
grneam.com



Haftung für Ratings:

Ein stumpfes Schwert?

von Dr. Friedrich Isenbart

Nach den jüngsten Finanz- und Euro-Krisen hinterfragten Öffentlichkeit und Politik die Rolle von Ratingagenturen zunehmend kritisch. Nicht zuletzt waren es Ratingagenturen, die mit hervorragenden Ratings für bestimmte strukturierte Finanzprodukte (insbesondere Mortgage Backed Securities und Collateralized Debt Obligations) zur weiten Verbreitung dieser vielfach toxischen Papiere beigetragen hatten.

Darüber hinaus traf Ratingagenturen zuletzt die Kritik, einige europäische Staaten in der Euro-Schuldenkrise zu streng zu bewerten. Die europäischen Rettungsmechanismen würden dabei nicht in angemessenem Umfang berücksichtigt. Im Rahmen der Diskussion geriet zudem ein Kern des Geschäftsmodells der Ratingagenturen in den Fokus der Kritik: die sog. solicited Ratings, die der Emittent selbst in Auftrag gibt. Da der Emittent für das solicited Rating zahle, seien die Unabhängigkeit der Ratingagentur und die Neutralität des Ratings grundsätzlich infrage zu stellen, so die Kritiker.

EU schafft Haftungsregime

Eine Verschärfung des regulatorischen Rahmens war die Folge dieser Kritik: Bereits 2009 erließen das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union die Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen (VO 1060/2009, Rating-VO). Infolge der Euro-Schuldenkrise verschärfte die EU mit der Verordnung (EU) Nr. 462/2013 zur Änderung der VO 1060/2009 über Ratingagenturen (VO 462/2013, „Änderungs-VO“) die Rahmenbedingungen für Ratings noch einmal. Die Änderungs-VO trat am 20. Juni 2013 in Kraft.

Mit der Änderungs-VO wurde erstmalig auf europäischer Ebene eine Haftung von Ratingagenturen gesetzlich geregelt. Nach Art. 35a Abs. 1 Rating-VO sind Ratingagenturen Anlegern oder Emittenten gegenüber ersatzpflichtig für Schäden, denen bestimmte vorsätzliche oder grob fahrlässige Zuwiderhandlungen der Ratingagenturen mit Auswirkungen auf das Rating zugrunde liegen.

Insbesondere für Anleger stellte dies einen deutlichen Unterschied zum bis dahin bestehenden deutschen Recht dar. Denn während zumindest beim solicited Rating zwischen Emittent und Ratingagentur ein Vertragsverhältnis besteht, auf deren Grundlage sich vertragliche Schadensersatzansprüche geltend machen lassen, fehlt in der Regel eine solche Vertragsbeziehung zwischen Anleger und Ratingagentur. Vor Inkrafttreten der Änderungs-VO waren Anleger (sowie Emittenten, die das Rating nicht beauftragt hatten) deshalb auf deliktische Ansprüche aus § 826 BGB angewiesen – mit den entsprechend hohen Hürden einer (vom Anleger zu beweisenden) vorsätzlichen und sittenwidrigen Schadenszufügung.

Der neue Art. 35a Rating-VO schaffte somit eine neue Anspruchsgrundlage. Zugleich setzte er aber auch hohe Hürden für eine tatsächliche Haftung. Denn Ratingagenturen haften nach Art. 35a nur, wenn sie bestimmte, in Anhang III der Rating-VO aufgeführte Zuwiderhandlungen vorsätzlich oder grob fahrlässig begehen. Eine Haftung kann sich also nicht allein aus einem inhaltlich falschen Rating ergeben. Außerdem muss das von der Zuwiderhandlung betroffene Rating (bei Ansprüchen von Anlegern) für die Entscheidung des Anlegers ursächlich gewesen sein, das geratete Papier zu erwerben, zu halten oder zu veräußern.

Umfangreiche Beweislast für Geschädigte

Ein geschädigter Anleger muss zunächst nachweisen, dass er sich bei einer Entscheidung über Investition, Halten oder Veräußerung auf das Rating in vertretbarer Weise oder mit sonstiger gebührender Sorgfalt verlassen hat. Die Verordnung beschreibt nur allgemein, wann das Verlassen auf das Rating für einen Anleger vertretbar war. Der Anleger muss in jedem Fall auch eigene Kreditrisikobewertungen vornehmen und darf sich nicht ausschließlich oder automatisch auf das Rating verlassen. Im Streitfall werden Gerichte bestimmen, wie „Verlassen in vertretbarer Weise“ und „gebührende Sorgfalt“ nach dem jeweils anwendbaren nationalen Recht auszulegen sind. Auch werden sie darüber zu entscheiden haben, ob das Rating für die Anlageentscheidung tatsächlich ursächlich war. Der Bundesgerichtshof verlangt bei Kapitalmarktinformationen nach deutschem Recht vom Anleger den Nachweis einer konkreten Kausalität der Information für seinen Willensentschluss, das Finanzinstrument zu erwerben, zu halten oder zu veräußern. Bei der Haftung für Ratings werden die deutschen Gerichte wohl ebenfalls einen entsprechenden Kausalitätsnachweis verlangen.

Geschädigte Emittenten müssen für den Schadensersatzanspruch im ersten Schritt nachweisen, dass die Zuwiderhandlung der Ratingagentur nicht auf eigenen irreführenden oder falschen Informationen basiert, sie also der Ratingagentur alle relevanten und korrekten Informationen zur Verfügung gestellt haben und alle von den Emittenten stammenden, öffentlich zugänglichen Informationen richtig sind.

Insbesondere für Versicherungsunternehmen als Anleger oder Emittenten sollte eine solche Sorgfalt bei der Nutzung oder Beauftragung eines Ratings selbstverständlich sein. Seit 2014 sind Versicherungsunternehmen nach § 145 VAG gesetzlich dazu verpflichtet, eigene Risikobewertungen bei Anlageentscheidungen vorzunehmen, beim solicited Rating Aufträge korrekt zu erteilen und stets mindestens zwei Ratings von voneinander unabhängigen Ratingagenturen einzuholen. Damit soll möglichen Schäden durch Fehlinvestments bereits auf Anleger- bzw. Emittentenseite vorgebeugt werden. Der Gesetzgeber legt Versicherungsunternehmen somit eine Mitwirkungspflicht im Rahmen der Verwendung von Ratings auf.

Schwieriger Nachweis der Zuwiderhandlung

Schwieriger als der Nachweis der Erfüllung aller Anforderungen bei der Nutzung des Ratings wird für den geschädigten Anleger bzw. Emittenten der Beweis, dass die Ratingagentur eine bestimmte Zuwiderhandlung begangen hat. Die in diesem Zusammenhang relevanten Zuwiderhandlungen beziehen sich in erster Linie auf Verstöße gegen bestimmte Compliance-, Offenlegungs- sowie Aufsichtsvorschriften. Ratingagenturen müssen so beispielsweise Interessenkonflikte erkennen und beseitigen. Sie müssen sicherstellen, dass sie Ratings stets auf Basis aller zur Verfügung stehenden relevanten Informationen erstellen und in regelmäßigen Abständen überprüfen. Und sie müssen ihre Organe mit sachkundigen und zuverlässigen Personen besetzen.

Darüber hinaus müssen Ratingagenturen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (*European Securities and Markets Authority* – ESMA) vollständig und wahrheitsgemäß Auskunft über ihre Ratingmethoden erteilen. Entdeckt die Agentur Fehler in ihren Ratingmethoden, so muss sie diese veröffentlichen und ggf. betroffene bewertete Unternehmen darüber informieren.

Der Nachweis einer vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Zuwiderhandlung der Ratingagentur gegen eine dieser Pflichten dürfte sich für den Geschädigten in der Praxis als schwierig erweisen – zumal ihn die volle Beweislast trifft. Er muss hierfür genau und detailliert darlegen, dass die Ratingagentur gegen die Verordnung verstoßen hat und sich der Verstoß auf das abgegebene Rating auswirkte. Die Frage, was „genaue und detaillierte Informationen“ sind, überlässt die Verordnung auch in diesem Fall den im Streitfall zuständigen Gerichten. Die Glaubhaftmachung eines Verstoßes dürfte wohl nicht ausreichend sein. In der Regel liegen die relevanten Informationen allein bei der Ratingagentur und sind ohne Einblick in deren interne Dokumentation für Außenstehende kaum zu erlangen. So werden Kläger den Nachweis eines Verstoßes der Ratingagentur gegen Compliance- und Offenlegungsbestimmungen in den wenigsten Fällen erbringen können.

Aufgrund der strengeren europäischen Beweislastregelung dürften auch die jüngsten juristischen Erfolge, die Investoren gegen die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) in den USA

(Vergleiche über unter anderem ca. USD 1,4 Mrd.) und Australien (Verurteilung zu Schadensersatz über ca. AUD 30 Mio.) erzielen konnten, nur wenig über die Erfolgsaussichten ähnlicher Klagen in Europa aussagen. In einem der verglichenen Verfahren in New York über die Folgen von Subprime-Ratings hatten Investoren beispielsweise Zugriff auf S&P-interne E-Mails erhalten, die die Beweisführung der Kläger deutlich erleichterten.

Haftungsbeschränkung möglich

Zu den genannten Hürden für eine tatsächliche Haftung kommt hinzu, dass Ratingagenturen ihre zivilrechtliche Haftung für das abgegebene Rating im Voraus beschränken können. Die Beschränkung muss angemessen, verhältnismäßig und nach dem anwendbaren nationalen Recht zulässig sein. Im deutschen Recht dürfte alleine eine vertragliche Beschränkung der Haftung für grobe Fahrlässigkeit gegenüber dem Emittenten im Rahmen eines solicited Ratings in Betracht kommen. Eine Haftungsbeschränkung für unsolicited Ratings oder gegenüber Anlegern über die allgemeinen Geschäftsbedingungen ist unwirksam, wenn die Haftung für grobe Fahrlässigkeit pauschal auch für die Verletzung wesentlicher Vertragspflichten beschränkt werden soll.

Weitergehende Haftungsansprüche nach dem anwendbaren nationalen Recht schließt Art. 35a Rating-VO nicht aus. Das betrifft vor allem die erwähnten vertraglichen Schadensersatzansprüche im Falle des solicited Ratings. Daneben kämen Ansprüche wegen

vorsätzlichen Handelns der Ratingagentur in Betracht. Im Einzelfall jedoch könnte auch bei einfacher Fahrlässigkeit eine Schadensersatzpflicht bestehen, nämlich wenn das Rating nicht nur eine kreditgefährdende Meinungsäußerung enthält, sondern eine nachweisbar unwahre Tatsachenbehauptung (z. B. die überprüfbare Aussage über Liquiditätsprobleme eines Unternehmens). Liegen in diesem Fall die weiteren Voraussetzungen des § 824 BGB vor, haftet die Ratingagentur für fahrlässige Kreditgefährdung. Allerdings stellen Ratings Meinungsäußerungen und keine Tatsachenbehauptungen dar, da die subjektive Bewertung der Analysten ein wesentliches Merkmal des Ratings ist.

Da Ratingagenturen den Schutz des Grundrechts auf freie Meinungsäußerung und -verbreitung genießen, wird sich auch eine Haftung aus § 823 Abs. 1 BGB i. V. mit dem Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb sowie mit dem allgemeinen Persönlichkeitsrecht als schwierig gestalten. So kommt eine Schadensersatzpflicht von Ratingagenturen gegenüber Emittenten für unsolicited Ratings nur dann infrage, wenn das Rating auf nicht fundierten oder nicht objektivierbaren Grundlagen beruht, in seiner Darstellung tendenziös ist oder bewusst unwahre Tatsachen enthält.

Da die Ratingagenturen an der Anlageentscheidung der Anleger kein ei-

genes wirtschaftliches Interesse haben und darüber hinaus gerade betonen, dass ihre Bewertungen keine Anlageempfehlung darstellen, könnten sich Ansprüche auf anderen gesetzlichen Grundlagen (z. B. aus der besonderen Inanspruchnahme von Vertrauen gem. § 311 Abs. 3 Satz 2 BGB) nur schwer begründen und durchsetzen lassen – wenngleich Ratingagenturen natürlich wissen, dass ihre Ratings in erster Linie der Anlageentscheidung dienen.

Erfolgsaussichten für Geschädigte unklar

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass das gegenwärtige Haftungsregime vor allem politische und symbolische Bedeutung hat: Ratingagenturen sollen sich ihrer Verantwortung für die Folgen ihrer Aussagen bewusst sein. Ob ein Anleger oder Emittent in der EU tatsächlich Schadensersatzansprüche gegen eine Ratingagentur durchsetzen kann, erscheint fraglich, wenngleich entsprechende Klagen derzeit anhängig sind und die künftige Rechtsprechung hier Klarheit schaffen könnte.

Organe geschädigter institutioneller Investoren wie Versicherungsgesellschaften sollten in jedem Fall die Erfolgsaussichten etwaiger Haftungsansprüche gegen Ratingagenturen prüfen lassen, um dem Risiko einer persönlichen Haftung für unterlassene Schadensersatzforderungen entgegenzuwirken.

Autor

Dr. Friedrich Isenbart
ist Rechtsanwalt in
der Kanzlei Wilhelm
Partnerschaft von
Rechtsanwälten mbB.
friedrich.isenbart
@wilhelm-rae.de



Kapitalmärkte im Fokus

1. Halbjahr 2015

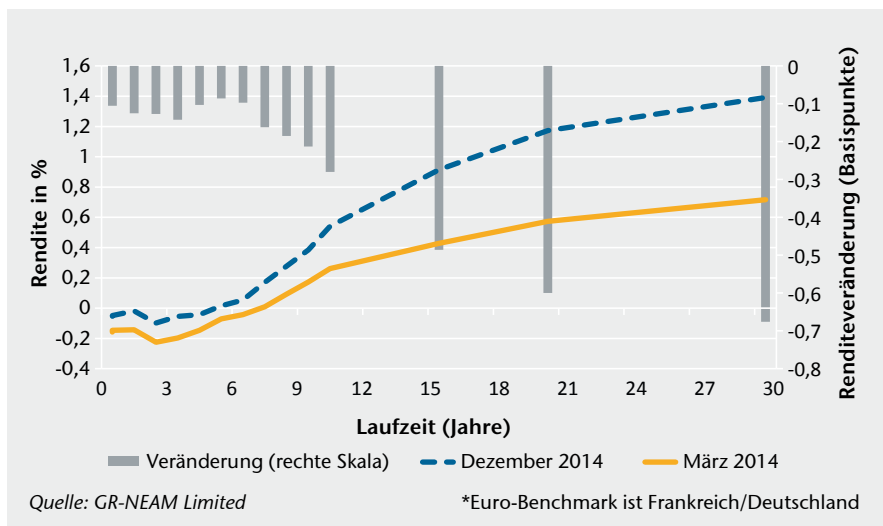
von Dr. John Loughrey

Im Dezember 2014 war die jährliche Inflation zum ersten Mal seit 2009 wieder negativ (-0,2%). Zusammen mit dem Abwärtstrend der mittelfristigen Inflationserwartungen hat dies politische Entscheidungsträger und Anleger gleichermaßen aufgeschreckt. Angesichts des wachsenden Handlungsdrucks hat Mario Draghi auf der Sitzung im Januar ein quantitatives Lockerungsprogramm angekündigt, mit dem sich

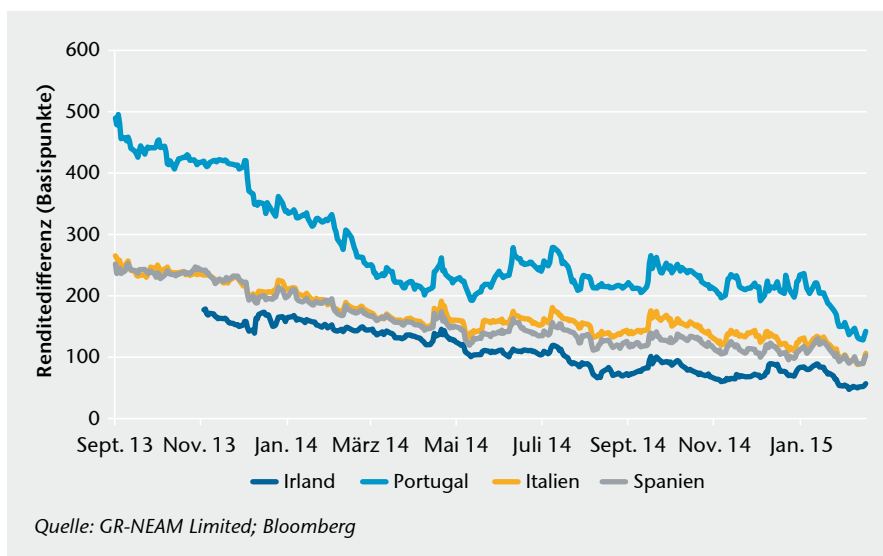
die EZB zum Kauf von Staatsanleihen für monatlich EUR 60 Mrd. bis September 2016 verpflichtet. Dies geschieht in der Hoffnung, dadurch die Inflation bis zu diesem Zeitpunkt wieder auf die EZB-Vorgabe von nahe 2% zu bringen.

Diese Ankündigung hatte große Auswirkung auf die Kurve deutscher Staatsanleihen. Bundesanleihen liefern derzeit negative Renditen für bis zu sieben Jahre, mit einer realistischen Möglichkeit, dass sich dies weiter fortsetzt. Andere europäische Staatsanleihen haben ebenfalls stark angezogen, da Anleger versuchen, den Kauf von negativen Renditen nach Möglichkeit zu vermeiden. Gemessen an den US-amerikanischen und britischen Anleihemärkten sind die europäischen Renditen zunehmend unattraktiv. Eine Alternative für traditionelle Euro-Anleger ist es, Euro zu verkaufen und US-Dollar oder britische Pfund zu kaufen, um eine höhere Rendite zu erzielen. Wenn die EZB in den Markt eintritt, um ihre Käufe zu beginnen, bleibt Anlegern in europäische Staatsanleihen möglicherweise kaum eine andere Option.

Euro-Benchmark* Renditeveränderung



Spread zu 10-jährigen Bundesanleihen



Angesichts der jüngsten Geschichte war 2014 in Europa (abgesehen von Griechenland) ein Jahr mit relativ geringem politischen Ereignisrisiko, und die Spreads von Staatsanleihen zu Bundesanleihen waren Ende 2014 allgemein niedriger. Wie das Diagramm zeigt, haben die Renditen seit der Ankündigung des quantitativen Lockerungsprogramms bereits stark angezogen, nachdem die EZB zugesagt hat, als aktiver Käufer auf dem Markt aufzutreten. Griechenland bildet eine Ausnahme zu diesem niedrigeren Renditeverhalten. Nach der Wahl der Partei Syriza, die sich gegen die Sparpolitik wendet, wurden die Verhandlungen mit der EZB, der Europäischen Kommission und dem IWF wieder

aufgenommen, um zu versuchen, die Bedingungen für ihr Hilfspaket zu überarbeiten. Derzeit sind die Fortschritte schmerzhaft langsam, und da der griechischen Regierung schnell das Geld ausgeht, ist unklar, wie dies enden wird. In jedem Fall bleibt der Markt zuversichtlich, dass die zuvor gesehenen Spannungen und die „Ansteckungsgefahr“ auf dem Markt dieses Mal angesichts des jetzt vorhandenen institutionellen Rahmens nicht aufkommen werden.

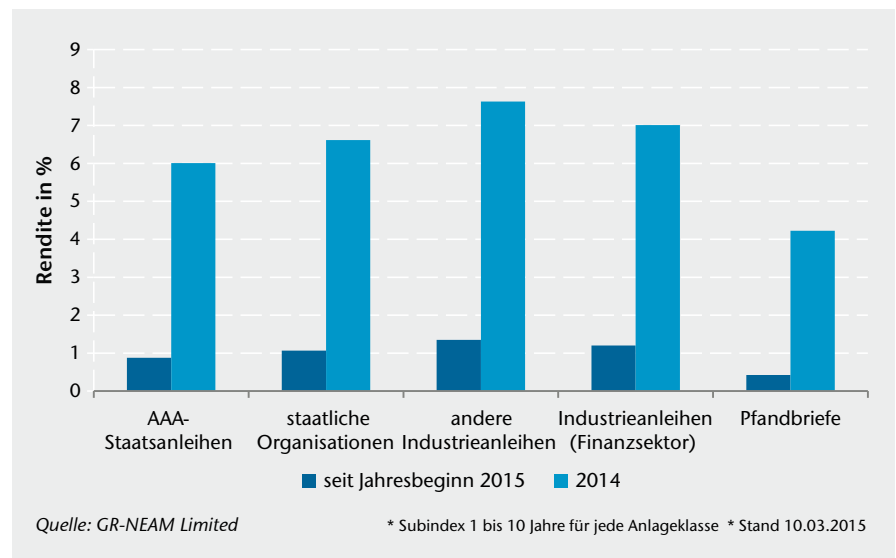
Vorausschauende Indikatoren wie etwa der Composite PMI (Einkaufsmanager-Index) zeigen, dass die Eurozone ein positives Wachstum erfährt und die Einzelhandelsumsätze im Januar um 3,7% gestiegen sind, angeführt durch Deutschland mit 5,3%. Weil die Verbraucherausgaben dank fallender Ölpreise und der durch einen schwachen Euro begünstigten Exporte ebenfalls steigen, sind die Aussichten für die Eurozone eher positiv als negativ.

Die hohen Renditen, die 2014 in den verschiedenen europäischen Anleihe-sektoren erzielt wurden, haben viele Anleger überrascht, da am Jahresanfang nur wenige ein solches Ergebnis erwartet hatten. Die Kombination aus sinkenden Renditen und Anziehen der Spreads hat die aktuellen Wiederanlagequoten für dieselben Indizes gefährlich niedrig und die Wahrscheinlichkeit eines negativen Ergebnisses für 2015 ziemlich hoch gehalten.

Im Jahresvergleich schneiden Anleihen jedoch gut ab, zum einen wegen des Kaufprogramms der EZB zur quantitativen Lockerung und zum anderen dank der weiter anhaltenden Jagd nach Rendite.

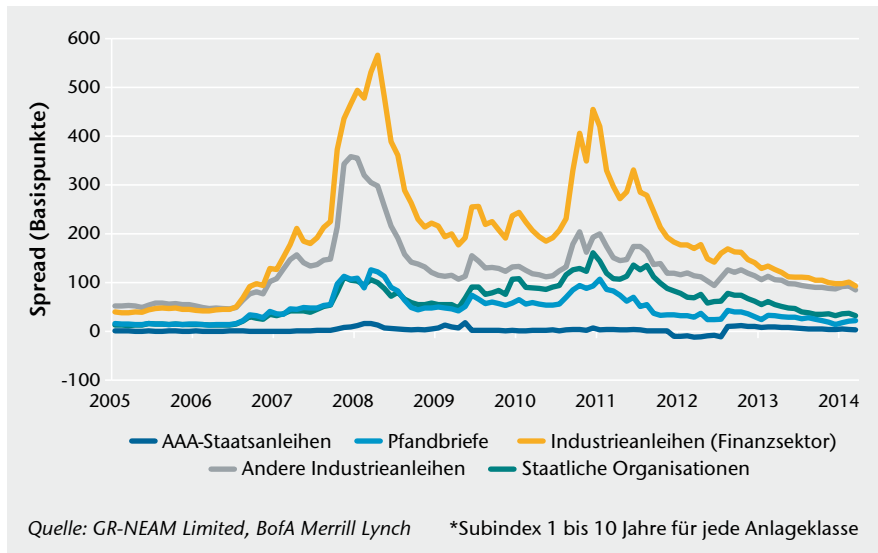
Die Ausgabe von Anleihen entwickelte sich 2015 stark, denn die Emittenten haben die niedrigen Kurse genutzt. In Europa haben wir eine besonders starke Ausgabe von Euro-Papieren seitens US-

Wertentwicklung festverzinslicher Wertpapiere



amerikanischer Unternehmen verzeichnet, für die der zusätzliche Vorteil eines sich abschwächenden Euro die Rückzahlung von Anleihen billiger macht, falls diese Situation anhält.

OAS-Spread



Wie das Diagramm zeigt, sind die Spreads dem Trend gefolgt und haben weiter angezogen. Dies kann eher als Hinweis auf die Jagd nach Rendite in Europa gesehen werden und weniger als ein Abbild eines Markts mit geringeren Risiken. Weil viele Staatsanleihen negative Renditen liefern, haben sich die traditionellen Anleger in dieser Anlageklasse weiter außerhalb des Risikospektrums umgesehen, um Anlagen mit positiven Renditen zu kaufen.

Dies hat zu einer deutlich gestiegenen Nachfrage nach Unternehmensanleihen geführt, und angesichts des begrenzten Angebots ziehen die Spreads weiter an.

Auch wenn der Markt eine Ankündigung bezüglich einer quantitativen Lockerung erwartet und dies bei Anleihen bereits vor der offiziellen Bekanntgabe im Preis berücksichtigt hatte, verliefen die Entwicklungen, die wir seit dem offiziellen Anlaufen des Programms erlebt haben, bisher recht dramatisch. Der Rendite-Index für europäische Unternehmensanleihen mit ein- bis fünfjähriger Laufzeit ist 20 Basispunkte niedriger als am Jahresende, als er bei 0,59% lag, und das bei einem Spread von 78 Basispunkten über der Rate von Staatsanleihen!

Autor

Dr. John Loughrey
Portfolio Manager
GR-NEAM Limited
john.loughrey@
grneam.com



The difference is ... the quality of the promise.



genre.com

Herausgeber:

General Reinsurance AG
Theodor-Heuss-Ring 11
50668 Köln
Tel. 0221 9738 650
Fax 0221 9738 453

Redaktion:

*Nina Dahm-Loraing (verantwortlich),
Michael Morgenstern, Ulrich Pasdika, Frank Pecks*

Autoren:

*Tad Montross, Dr. Antonio Monroy, Dr. John Loughrey,
Dr. Friedrich Isenbart*

Fotos:

© Thinkstock: kadmy, francesco ricca iacomino, Gewoldi

Druck:

Brandt GmbH, Bonn

Der Herausgeber hat die in dieser Publikation enthaltenen Informationen mit größter Sorgfalt recherchiert und nach bestem Wissen und Gewissen zusammengestellt. Dennoch können weder wir noch Dritte Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der bereitgestellten Informationen übernehmen. Insbesondere stellen diese Informationen keine Rechtsberatung dar und können diese nicht ersetzen. Die in den Beiträgen enthaltenen Aussagen sind nicht als Angebot oder Empfehlung bestimmter Anlageprodukte zu verstehen. Dies gilt auch dann, wenn einzelne Emittenten oder Wertpapiere erwähnt werden. Die hierin enthaltenen Informationen sind unverbindlich und dienen einzig und allein dem Zweck, unseren Kunden eine allgemeine Darstellung der jeweiligen Sachverhalte zu geben. Eine auf die individuellen Verhältnisse des Anlegers abgestellte anleger- und objektorientierte Beratung können sie nicht ersetzen.