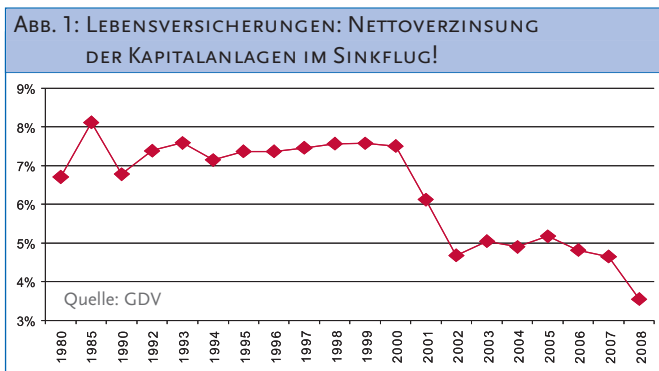


Lebensversicherungen – Ruhe vor dem Sturm

Wie riskant ist das beliebteste Sparvehikel der Deutschen?

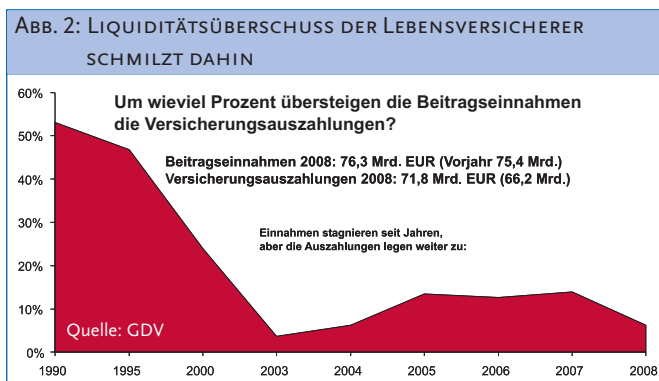
2008 war ein mageres Jahr. Gerade einmal 3,6% haben Versicherungen auf die von ihnen verwalteten Kapitalanlagen offiziell erwirtschaftet (s. Abb. 1). Aufgrund des hohen Wettbewerbsdrucks und wohl auch, um eine gewisse Stabilität zu suggerieren, sahen sie sich gezwungen, ihren Kunden im Schnitt 4,3% gutzuschreiben. Auf Dauer hält das natürlich kein Versicherer durch: Gleich von mehreren Seiten droht Ungemach!



Da der größte Teil der Kapitalanlagen der Lebensversicherer verzinslich angelegt ist, leiden sie unter den sinkenden Renditen am Rentenmarkt und unter der Niedrigzins- bzw. Nullzins-Politik der Notenbanken besonders. Für 2008 wurden den Kunden vielfach höhere Renditen vergütet als erwirtschaftet. Das zehrt an der ohnehin arg geschundenen Substanz der Branche.

Liquidität wird knapper

Dass die Deutschen privat mehr fürs Alter vorsorgen müssen, ist hinlänglich bekannt. Entsprechend konnten die Versicherer ihre Beitragseinnahmen in den letzten 20 Jahren um fast 80% auf über 76 Mrd. Euro steigern. Nur: Gleichzeitig stiegen natürlich auch die Auszahlungen an die immer älter werdende Kundschaft, und

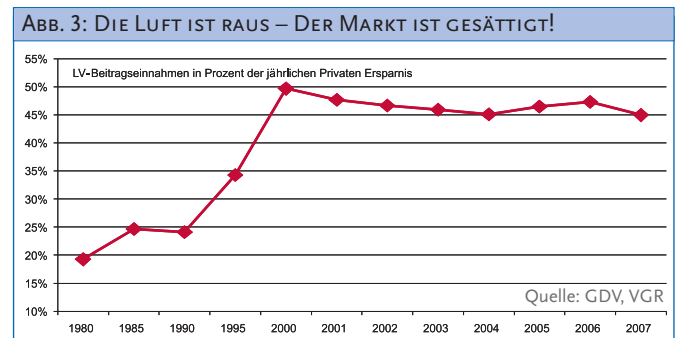


Vor 20 Jahren überstiegen die Beitragseinnahmen die jährlichen Auszahlungen noch erheblich. 2008 schrumpfte die Differenz auf magere 6%. Nicht nur die Demographie, sondern insbesondere auch die Finanzkrise könnten dazu führen, dass die Auszahlungen demnächst die Beitragseinnahmen übersteigen. Dann kommt es auf die Qualität und die Liquidierbarkeit der Kapitalanlagen der Assekuranz an. Für manchen Versicherer und seine Kunden schlägt dann die Stunde der Wahrheit.

zwar mit höherem Tempo. Seit 1990 vervierfachten sich die Auszahlungen auf mittlerweile etwa 72 Mrd. Euro. Im Zuge der Finanzkrise dürften die Einnahmen kaum noch zu steigern sein, während die Auszahlungen weiter anschwellen sollten. 2010 könnte so erstmals mehr Geld aus Versicherungen heraus- als hineinfließen (s. Abb. 2).

Null-Zins-Politik bedroht Versicherer

Smart Investor hat mehrfach darauf hingewiesen (u.a. im SI 3/2009, S. 7), dass die zur Rettung der Banken initiierte „Null-Zins-Politik“ der Zentralbanken das Geschäftsmodell der Versicherer stark beeinträchtigt. Als Vermögensverwalter stehen sie in der Pflicht, ihren Kunden eine angemessene Rendite zu erwirtschaften. Doch bei so manchem reichte es 2008 nicht einmal für den Garantiezins (je nach Vertrag zwischen 2,25 und 4%, im Schnitt ca. 3,5%). Um mit halbwegs sicheren, deutschen Staatsanleihen überhaupt noch über 3,5% vor Abzug aller Kosten verdienen zu können, muss man sich derzeit mindestens zehn Jahre binden. Fazit: Jeder Tag mit Niedrigzinsen ist für die Versicherungsbranche ein verlustreicher Tag. Um dem Dilemma zu entkommen, bleibt der Branche nur ein Weg: Höhere Risiken eingehen und hoffen, dass es gut geht.

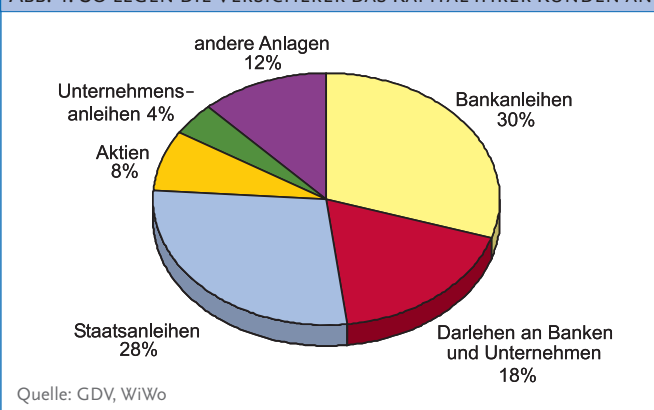


Auch mit üppigen Provisionen für die vermittelnden Banken- und „freien“ Berater haben sich Versicherer das größte Stück vom Altersvorsorgekuchen der Deutschen gesichert. Doch mittlerweile sind keine großen Sprünge mehr drin. Wem eine LV verkauft werden konnte, hat sie bereits. Seit fast zehn Jahren stagniert der Marktanteil.

Finanzkrise trifft auch die Assekuranz

Bei all dem Lärm um die Probleme im Bankensektor mag der ein oder andere vielleicht denken: „Zum Glück ist meine Versicherung davon nicht betroffen.“ Doch weit gefehlt: 80% des Anlagekapitals der Versicherungssparer sind verzinslich angelegt, das meiste davon in Bankanlagen (s. Abb. 4). Als die HypoRealEstate vor dem Kollaps stand, befanden sich auch Milliarden Altersvorsorgegelder von Versicherungen im Feuer. Eine Pleite der HRE hätte mithin nicht nur bei deutschen Banken, sondern auch bei Versicherungen zu einem unheilvollen Domino Day geführt. >>

ABB. 4: SO LEGEN DIE VERSICHERER DAS KAPITAL IHRER KUNDEN AN



Fast jeder zweite Versicherungs-Euro steckt in Bankpapieren! Hinter den 18% Darlehen an Banken und Unternehmen stehen i.d.R. sogenannte Schuldscheindarlehen an Banken. Wie riskant Bankanleihen sein können, ist spätestens seit der Lehman-Pleite bekannt.

Buche hin, buche her: Die Verluste gibt's nicht mehr!

Auch ohne HRE sieht die Lage ernst aus. Die Finanzkrise hat tiefe Löcher in den Versicherungsportfolios hinterlassen. Das Bundesaufsichtsamt BaFin sah sich genötigt, die Bilanzierungsrichtlinien drastisch aufzuweichen. Konnte die Assekuranz bei der Bewertung ihrer Kapitalanlagen bisher Kursverluste von bis zu 10% als vorübergehend einstufen und großzügig wie kommentarlos ignorieren, so wurde diese Schwelle mittlerweile auf 20% angehoben. Wo das nicht reicht, haben die Versicherer die Möglichkeit, spekulative Anlagen mit sicheren Papieren zu mixen und in Investmentfonds auszulagern. Die 20%-Regel wird dann nicht auf jedes einzelne Papier, sondern nur noch auf den gesamten Fonds angewandt. Packt man aber ausreichend sichere Titel in einen solchen Fonds, so kommt es praktisch nie zu 20%-Verlust, und Verluste brauchen gar nicht mehr bilanziert werden. Das Ganze scheint unter dem kreativen Motto zu stehen: „Buche hin, buche her, die Verluste gibt's nicht mehr.“ Problematisch wird die Angelegenheit natürlich bei all jenen Versicherern, denen es nicht mehr gelingt, genügend frische Beitragseinnahmen zu erhalten, um alle Auszahlungen bedienen zu können. Dann müssten Kapitalanlagen liquidiert werden, und dies geht natürlich nicht zum freundlichen Bilanzwert, sondern nur zum unbarmherzigen Marktpreis.

Schrottpapiere auch in Versicherungsportfolios

Wenn man bedenkt, dass viele der problembehafteten, strukturierten Hypotheken-Wertpapiere gerade für Versicherungen und Pensionskassen maßgeschneidert wurden, verwundert es schon, wie wenige Probleme bisher ans Licht der Öffentlichkeit gelangten. Ist es wirklich realistisch anzunehmen, dass beispielsweise viele deutsche Landesbanken Schrottpapiere in erheblichen Umfang in ihren Bilanzen hatten, aber die oftmals von ihnen beratenen Sparkassen-Versicherer nicht?

Zumindest in einigen Fällen hat sich diese Annahme inzwischen als naiv herausgestellt. So musste die Provinzial Rheinland

kürzlich Abschreibungen von 122 Mio. EUR auf ihr Anlageportfolio vornehmen. Etwa 5% der Kapitalanlagen des zur Sparkassen-Gruppe gehörenden Versicherers steckten offiziell in problematischen ABS-Papieren. Die Rendite brach auf nur noch +2,1% ein. Weitere Abschreibungen wollte man nicht ausschließen. Die Lebensversicherung der Provinzial Nordwest (ebenfalls Sparkassen-Finanzgruppe) musste gar gestützt werden, da sie die Verluste mit Hypothekenschrott-Papieren nicht allein schultern konnte.

Bankenpapiere von zweifelhafter Qualität

Der Journalist Michael Grandt weist in seinem jüngsten Buch „Der Crash der Lebensversicherungen“ zu Recht darauf hin, dass sich Versicherer (und ihre Kunden) mit ihrer einseitigen Ausrichtung auf Bankpapiere zu tiefst abhängig vom Gelingen der staatlichen Rettung gemacht haben. Aufgrund des Wunsches nach höheren Renditen steckten viele Versicherer zudem Kapital vermehrt nicht in normale Inhaberschuldverschreibungen, sondern in eigenkapitalähnliche, sogenannte hybride und nachrangige Bankanleihen. Doch im Problemfall können hier die Zinszahlungen schon mal für ein paar Jahre ausfallen, und im Crash-Fall steht sogar die Rückzahlung des Kapitals im Feuer.

Folterwerkzeuge der BaFin

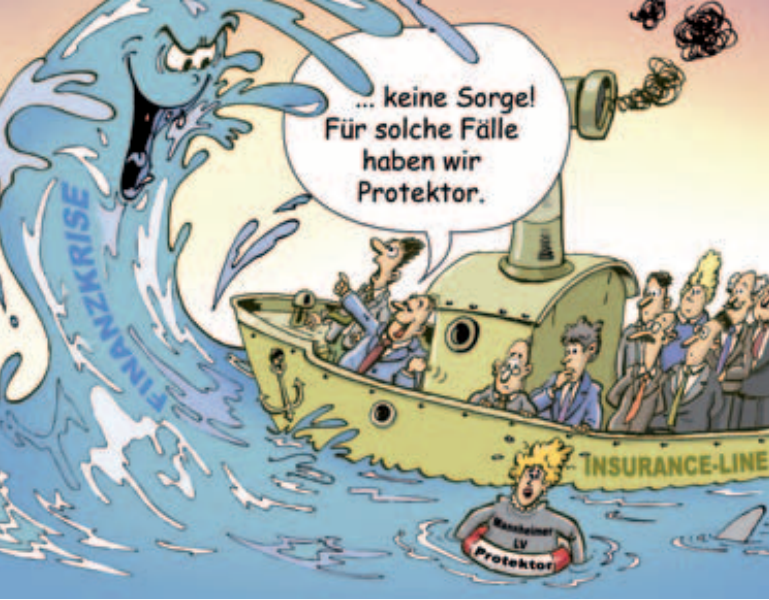
Womit sollten Sparer rechnen, falls ihr Versicherer in Schwierigkeiten gerät? Als erstes kann das Bundesaufsichtsamt BaFin die Kündigungen von Lebensversicherungen untersagen. Als Kunde steckt man dann fest. Vorzeitig kommt man an sein Kapital überhaupt nicht mehr ran. Des Weiteren können die Auszahlungsansprüche pauschal um 5% gekürzt werden. Davon wären auch garantierte Beträge betroffen. Doch wie realistisch ist ein solches Vorgehen? Würden solche Maßnahmen nicht zu einem Dominoeffekt in der gesamten Branche führen? Wären nicht viele geneigt, auch von scheinbar gesunden Versicherungen vorzeitige Rückzahlung ihrer Einlagen zu verlangen?



Abb. 5: „Der Crash der Lebensversicherungen – Die enttarnte Lüge von der angeblich sicheren Vorsorge“ von Michael Grandt; KOPP Verlag 2009; 16,95 EUR



Abb. 6: Inzwischen ist auch im Mainstream angekommen, dass Lebensversicherungen nicht nur an Attraktivität eingebüßt haben, sondern auch nicht annähernd mehr so solide sind, wie sie sich gern geben.



gen? Sollten sich die systemischen Risiken in der Branche verwirklichen, sollte es zu einem Sturm auf Versicherer kommen, so hält Smart Investor ein weiteres, staatliches Rettungspaket für „systemrelevante“ Versicherungen für recht wahrscheinlich. Aber ob die Politik rechtzeitig reagiert? Die Beratungsprotokolle zur HRE-Rettung lassen keine Professionalität der handelnden bzw. nicht handelnden Politiker erkennen. 56 von 99 geprüften Lebensversicherungen bestanden den Soliditätstest des Deutschen Finanz Service Instituts (DFSI) nicht. In einem ARD-Beitrag verkündete Dr. Marco Metzler vom DFSI gar, dass rund „20 bis 25 Lebensversicherer auf der Kippe stehen“. Die kapitalschwache Auffangsgesellschaft Protektor wäre mit systemischen Krisen hoffnungslos überfordert. Als Anleger muss man daher für sich entscheiden: Entweder vertraut man blind darauf, dass Väterchen

Staat alles rechtzeitig richten wird, oder man nimmt das Heft des Handelns selbst in die Hand.

If you panic, please panic first!

Alle explosiven Zutaten für eine Bombe im Versicherungssektor sind vorhanden: Die Liquiditätssituation verschlechtert sich zusehends, für einzelne, schwache Versicherer dürfte es eng werden. Die Niedrigzinspolitik der Notenbanken setzt der Kapitallebensversicherung zusätzlich zu. Viele Versicherer schieben große, bisher unbilanzierte Verluste (stille Lasten) vor sich her. Die Anlageportfolios sind extrem abhängig vom Wohlergehen der Banken und vom Gelingen der staatlichen Rettung. Die Presse hat die Probleme inzwischen erkannt und thematisiert (s. Abb. 6). Ein Aufruf zur Gelassenheit ist von ihr im Notfall nicht mehr zu erwarten. Was noch fehlt, ist einzig ein kleiner Funke, der das Pulverfass zum Explodieren bringt. Im Bankensektor hieß dieser Funke in Deutschland „HRE“, in den USA „Lehman“.

Fazit

Smart Investor steht der Kapitalanlage in Lebensversicherungen schon seit Jahren sehr kritisch gegenüber. Für Sparer, die den Großteil ihrer Altersvorsorge auf diese Produkte aufgebaut haben, könnte es allmählich Zeit werden zu agieren. Getreu dem Motto: Wenn schon in Panik geraten, dann doch bitte als Erster. Da ist die Wahrscheinlichkeit, den rettenden Ausgang zu erreichen, noch am höchsten.

■
Daniel Haase