

„Jede Art regulativer Eingriffe verändert die Geschäftsmodelle“

Interview mit Dr. Wolfgang P. Warth über Position und Performance der Versicherer im Finanz- und Vorsorgemarkt

Versicherungswirtschaft: *Aus Sicht des Finanzmarktexperten, der auf ein gut gemischtes Anlageportfolio zielt: Welchen Stellenwert hat der Anlagesektor „Versicherungen“ für private und institutionelle Anleger?*

Wolfgang P. Warth: Zu präferieren sind Versicherer-Aktien, die sich weniger auf die Personenversicherung – insbesondere LV-Werte – konzentrieren und vom Aufschwung der Realwirtschaft begünstigt werden, ohne durch langfristige Kapitalgarantien auf längere Sicht belastet zu sein.

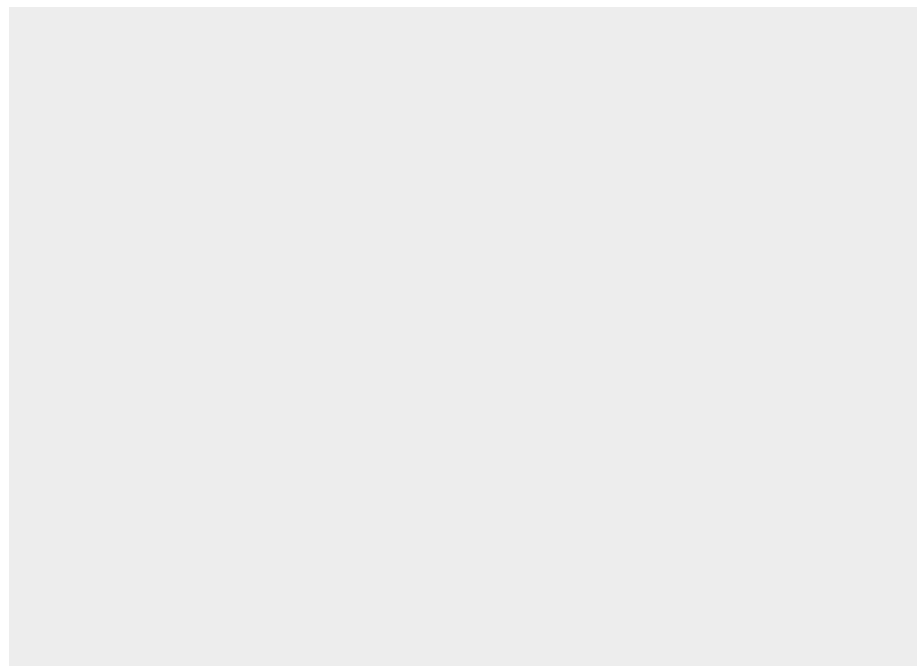
Die Börse sage die Wahrheit, heißt es. In den Kursen spiegeln sich ja in der Tat die wirtschaftlichen Zukunftserwartungen für den jeweiligen Sektor. Inwieweit schlagen Ungewissheiten über die Neuausrichtung der Branche ante Solvency II auf die Performance der Versicherungswerte durch?

► Jede Art regulativer Eingriffe verändert die Geschäftsmodelle und hat Einfluss auf die Produktion und deren Kosten wie auch die Erträge. Welche regulativen Eingriffe mehr oder weniger die Versicherungswirtschaft belasten, um die Solvenz zu sichern, ist hinsichtlich ihrer Wirkungen schwer auszumachen. Generell ist zu erwarten, dass die starke Abhängigkeit der VU von den Kapitalmarktzinsen dazu führt, dass die Erträge relativ zu dem aufzuwendenden Kapital, das sich durch Solvency II tendenziell erhöhen muss, weiter fallen und niedrig bleiben. Je mehr und je länger Zinsgarantien übernommen werden, desto höher ist die finanzielle Belastung.

Kurzum: Die Performance-Aussicht der Versicherungswerte bleibt negativ.

Warum sind eigentlich so wenige Versicherer an der Börse notiert? Der Gang an die Börse bringt doch in aller Regel neue Kapitalströme und Dynamiken in Gang.

► Das Versicherungsgeschäft beruht mehr auf Vertrauen als fast jedes andere Geschäft, denn jeder Vertrag ist in der Regel von niemandem nachzuvollziehen. Er stellt eine gegenseitige Leistungsbeziehung dar, die im Großen und Ganzen von den Vertragspartnern verstanden wird, nicht aber im Detail. Ich bin mir sicher, dass kein Vermittler in Deutschland einen LV-Vertrag korrekt inter-



Finanzmarkt-Berater Warth: „Je schneller die Lebensversicherer neue Produkte mit anderen Gewinnquellen in den Markt bringen, desto eher kann sich die Branche selbst restrukturieren.“

Foto: XXXX

pretieren kann und ich vermute, dass viele Vorstände, die für dieses Geschäft verantwortlich sind, auch nur eine ungefähre Vorstellung davon haben. Dieses Vertrauen entwickelt sich am einfachsten innerhalb von geschlossenen Kundengruppen, deren Vertrauen sich aus anderen Formen der Kooperation entwickelt hat und die dann gemeinsam auch ein solidarisches Konzept der Risikotragung aufstellen, an dem sie alle partizipieren. So muss man sich die Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit hinsichtlich ihrer Entstehung vorstellen. Die Versicherungs-AG ist dann eine Folge, weil Investoren der Meinung waren, man könne vom Versicherungsgeschäft profitieren, wenn es gelänge, nur eine hinreichend große Zahl an Versicherungsnehmern über andere Wege zu akquirieren. Diese Hypothese hat heute kaum noch Bedeutung.

Die Versicherer wurden in den vergangenen Jahren immer wieder als Stabilitätsfaktor auf dem Finanzmarkt – gerade auch im Unterschied zu den Banken – apostrophiert und gelobt. Seit einiger Zeit scheint sich das Blatt

zu wenden. Aus Brüssel und Frankfurt kommen Warnungen, dass mehr die Versicherer zum systemischen Risiko werden. Inwieweit scheint eine solche Bewertung gerechtfertigt? Zutreffend oder ungerecht? Welche Lehren haben Versicherer Ihrer Meinung aus der Finanzkrise gezogen?

► Ein systemisches Risiko geht nur von Versicherungsunternehmen oder -gruppen aus, die langfristige Garantien ausgelegt haben und diese nicht fristenkongruent refinanziert haben. Das betrifft als Sparte vor allem die Lebensversicherung. Lehren wurden bisher nicht gezogen, von einigen Lebensversicherern abgesehen, die ihre langfristigen Garantien aufgegeben haben. Das Problem bleibt aber die Rückversicherung.

Versicherer leiden unter den niedrigen Zinsen. In was sollen Lebensversicherer an der Börse investieren, um ihren Kunden den Garantiezins zu sichern?

► Die VU müssen ihre Garantien fristenkongruent refinanzieren. Dies gelingt bei Verträgen mit kurzlaufenden Garantien eher, weniger bei langlaufenden Garantien. Blei-

ben die Zinsen niedrig, wird der Zinsgewinn gering ausfallen, so dass es immer mehr auf das Risiko- und Kostenergebnis ankommt. Die Lebensversicherer müssen daher neue Produkte kreieren, die nicht als Spekulation auf die vorteilhafte Einlösung einer nicht fristenadäquaten Refinanzierung ausgelegt sind. Die fristenkongruente Refinanzierung der Verbindlichkeiten ist schwierig und die aus dem Geschäft erzielbaren Überschüsse gehen zurück. Also müssen Lebensversicherungsunternehmen anders kalkulieren und die Gewinnquellen Kostenergebnis und vor allem Risikoergebnis betrachten.

Das Problem stellen die alten Vertragsbestände dar, die nicht angemessen refinanziert sind und deren Refinanzierung im Niedrigzinsumfeld nicht adäquat stattfinden kann. Die daraus resultierenden Verluste können nur durch andere Gewinne substituiert werden, denn der Spielraum, den Anlagebedingungen bei der Investition zulassen, ist zu Recht begrenzt, weil damit Kapitalmarktrisiken eingegangen werden, die sich systematisch nicht mit dem Kapitalgarantiegeschäft der Lebensversicherungsunternehmen vertragen. Mit der Investition in Anleihen instabiler Euro-Staaten laden sie sich ebenso Kapitalmarktrisiken auf, die systemfremd sind und in dem Maß, wie sie sich auf diese Risiken einlassen, erhöhen sie die Gefahr, den gesamten LV-Markt zu schädigen, sollte es zu einem Verfall des Eurosystems kommen. Je mehr also dieser Weg gewählt wird desto eher tritt die Wahrscheinlichkeit ein, dass eine staatliche Rettung bei anhaltender Unsicherheit erforderlich wird.

Je schneller die LVU neue Produkte mit anderen Gewinnquellen in den Markt bringen, desto eher kann sich die Branche selbst restrukturieren. Je weniger das der Fall ist, desto eher gerät sie in staatliche Abhängigkeit.

Kurzum: Es kommt weniger auf die Anlagepolitik der Lebensversicherungsunternehmen an, wenn man den Sektor stabilisieren will, als auf eine innovative Produktpolitik.

Im Verlauf der Eurokrise haben Versicherer sich im großen Stil griechischer Staatsanleihen entledigt. Welche Auswirkungen hätte gleichwohl ein „Grexit“ auf das Portfolio großer Player sowie die gesamte Versicherungsbranche?

► Ein Grexit wird die Solvenzproblematik der VU verschärfen und die schon länger bestehende Marktberreinigung beschleunigen.

Die Versicherungswirtschaft steht erkennbar in einer sich beschleunigenden Konsolidierung – von gruppeninternen Verschmelzungen über Fusionen bis hin zur Run off-Plattform. Wor-auf führen Sie das zurück und welche Trans-

aktionen deutscher Versicherungsgesellschaften können Sie prognostizieren?

► Der Markt bleibt auch im Zuge einer zunehmenden Transparenz durch regulative Eingriffe noch erheblich intransparent, so dass sich Unternehmen im Markt halten konnten, die aus wirtschaftlichen Gründen keine Existenzberechtigung hatten. Ihre Produkte waren schlicht zu teuer, aber die Kunden konnten das nicht erkennen. Nun aber, wo die Ertragsquellen nach und nach versiegen, können die Unternehmen sich nur durch Fusion retten oder ihre teuer zu verwaltenden Bestände an effiziente Abwickler zu übertragen. Die Lebensversicherung macht den Anfang. Da dann aber auch die Finanzierung der Ausschließlichkeit in Frage steht, werden weitere Sparten folgen, die den Vertrieb nicht mehr finanzieren können. Wir stehen vor weiteren Impulsen, die die laufende Konsolidierung weiter anregen.

Die Finanzkrise habe gelehrt, führten Sie einmal aus, „dass Versicherer und Banken weniger zusammenpassen als gedacht“. Auf der anderen Seite durchdringen beide Sektoren in ihrer Markttätigkeit einander wie nie zuvor. Die Banken werden zur Theke für Versicherungspolice, die Versicherer finanzieren Renditeobjekte. Wohin wird das Verschwimmen der Kernkompetenzen und -re-viere führen?

► Die Welt wird sich nicht von Schuldverträgen lösen und so werden Kreditinstitute weiter existieren, auch wenn sie weniger verdienen werden und daher auch die Konsolidierung im Kreditmarkt angesagt ist. Zu-

Wolfgang P. Warth (XX)

hat sich mit seinem Beratungsunternehmen auf die Innovation und Erneuerung von Unternehmen des Finanzdienstleistungssektors spezialisiert. Insbesondere zielen die Konzepte auf die Altersvorsorge von Versicherungsunternehmen und Banken sowie die Anpassung der Vertriebsstrategien und der Vertriebswege. Für den promovierten Mathematiker umfassen neue Strukturen der Produktfertigung spezialisierte Lebensversicherungsunternehmen und Banken. Warths Beratungscredo: Der Weg der Restrukturierung führt über die innovative Anpassung der Produkte an neue Umwelt- und Wettbewerbsbedingungen. ■

gleich werden in einer komplexen Welt auch die realen Risiken zunehmen und so wird Versicherungsschutz immer wichtiger. Aber Versicherungsunternehmen werden weniger langfristige Finanzgarantien übernehmen, so auch die Kreditinstitute. Wir werden einen weiter schrumpfenden Finanzsektor sehen, bei dem die Kreditinstitute mehr sich um die Eigenkapitalvermittlung kümmern und dort neue Ertragspotentiale erschließen werden. Beide Sektoren werden Lösungen zur Altersvorsorge anbieten. Die Kreditinstitute vor allem auf der Grundlage von Kapitalbeteiligungen, und die Versicherer werden die komplementären biometrischen Risiken versichern. Im Vertrieb wird es weiter zu sinnvollen Kooperationen kommen.

Kann die avisierte investive Beteiligung der Finanzmarktakteure an der Finanzierung von Infrastrukturvorhaben zu neuen Kooperationsformen führen? Welche sind denkbar?

► Die beste Kooperation ist dann gegeben, wenn die Kreditinstitute das erforderliche Kapital der Sparer beschaffen, um dieses als Beteiligung in diese Projekte einzubringen, und die VU die mit den Projekten verbundenen Risiken absichern.

Inwieweit bewirken die unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Regulierungen ein Fair-Playing-Field nach Art und Umfang gemeinschaftlich betriebener Finanzdienstleistungen? Anders gefragt, welche Branche ist freier im Wettbewerb und Geschäftemachen? Inwieweit ist hier eine Harmonisierung notwendig?

► Die beiden Finanzsektoren werden sich wider mehr auf ihr Kerngeschäft spezialisieren. Eine weitergehende Harmonisierung ist daher nicht erkennbar.

Welche Potenziale oder Verschiebungen könnte die geplante atlantische Freihandelszone bewirken? Sind deutsche Versicherer – von den großen Konzernen abgesehen – zu inländisch limitiert?

► Je kleiner ein Versicherungsunternehmen, desto begrenzter seine Risikotragfähigkeit. Es braucht also erste einmal innerhalb Europas größere Unternehmenseinheiten. Aber solange die großen Rückversicherer die Risikotragfähigkeit der Erstversicherer erhöhen, wird der zunehmende Kostendruck erst einmal die Konsolidierung anregen, zumal die rechtlichen Strukturen gerade des deutschen Versicherungsunternehmens die Zusammenführung kleiner „Vereine“ schwierig macht. Der Einfluss von TTIP ist auf absehbare Zeit wenig relevant.

Interview: Heinz Klaus Mertes ■