

Deutschland
Spezial Report

**Deutsche Lebensversicherer –
Branchen-Update**

Analysten

Tim Ockenga
+49 (0) 69 7680 76118
tim.ockenga@fitchratings.com

Dr. Christoph Schmitt
+49 (0) 69 7680 76121
christoph.schmitt@fitchratings.com

Axel Großpietsch
+49 (0) 69 7680 76119
axel.grosspietsch@fitchratings.com

Inhalt

Zusammenfassung	1
Kernaussagen der Analyse	2
Marktüberblick	3
Geschäftsanalyse der Lebensversicherer 2008	4
Finanzanalyse	5
Ausblick	13
Anhang	13

Zusammenfassung

Im Oktober 2007 hatte Fitch Ratings den Ausblick für die deutschen Lebensversicherer mit Hinweis auf die strukturellen Herausforderungen und eine erwartete erhöhte Volatilität an den Kapitalmärkten auf ‚Negativ‘ von ‚Stabil‘ geändert. Ein negativer Ausblick bedeutet, dass in den nächsten 12 bis 18 Monaten mehr Herab- als Heraufstufungen erwartet werden. Mit der vorliegenden Studie zur Finanz- und Kapitalsituation bestätigt Fitch den negativen Ausblick für die Branche.

Die Lebensversicherer sind als größte institutionelle Investoren am deutschen Kapitalmarkt in erheblichem Ausmaß von der internationalen Finanzmarktkrise betroffen. Die Krise wird daher nachhaltige Spuren in den Jahresabschlüssen 2008 hinterlassen und zu einer deutlich niedrigeren Nettoverzinsung von unter 4% führen (2007: 4,6%). Fitch weist darauf hin, dass angesichts der Rückgänge an den Kapitalmärkten die Kapitalausstattung einzelner Versicherer deutlich zurückgehen könnte. Gleichwohl erwartet die Agentur derzeit keine Insolvenzen.

Fitch geht davon aus, dass die Versicherer unrealisierte Verluste aus den Kapitalanlagen zu verzeichnen haben, dass diese Verluste jedoch geringer ausfallen werden als bei vielen Lebensversicherern in anderen Märkten weltweit. Darüber hinaus stellt das Entstehen von erheblichen positiven Bewertungsreserven in festverzinslichen Wertpapieren aufgrund von sinkenden Zinsen ein besonderes Merkmal des deutschen Lebensversicherungsmarktes dar. Aus einer Bilanzperspektive gesehen gleichen diese Effekte Bewertungsverluste aufgrund von Spreadverschlechterungen aus. Fitch sieht aus einer ökonomischen Perspektive diese Bewertungsgewinne jedoch als nicht geeignet an, um tatsächlich die Verluste aus Spreadverschlechterungen auszugleichen. Darüber hinaus sieht Fitch das derzeitige Niedrigzinsumfeld im Hinblick auf die vergebenen Garantien als negativ an.

Bisher ist es den Versicherern gelungen, sich in der Krise als weitgehend resistent zu zeigen. Nach Ansicht von Fitch ist dies hauptsächlich in den aufsichtsrechtlich und vom Geschäftsmodell induzierten Besonderheiten der Assekuranz begründet. So sind deutsche Lebensversicherer sehr konservativ investiert. Nach Schätzung von Fitch beträgt die Aktienquote inklusive Genussrechten derzeit lediglich ca. 5-6%. Desweiteren sind Lebensversicherer überwiegend in Anleihen und Darlehen mit sehr guter Bonität investiert, der Anteil an Unternehmensanleihen mit Ausnahme von meist extra besicherten Bankanleihen und -ausleihungen sowie „exotischen“ oder strukturierten Wertpapieren ist sehr gering. Die im Vergleich zu anderen Lebensversicherern weltweit sehr große Exposition gegenüber Finanzinstituten sieht Fitch derzeit nicht als großes Problem an, obgleich dieser Sektor stark unter Druck geraten ist. Dies ist darin begründet, dass die meisten Verbindlichkeiten der Banken unter Einlagensicherungssysteme fallen, welche letztlich von der Finanzstärke Deutschlands abhängen. Deutschland wird derzeit von Fitch ‚AAA‘ mit Ausblick Stabil bewertet.

In dieser Studie analysiert Fitch die Entwicklung der Branche aufgrund ihrer allgemeinen Marktkennntnis basierend auf einer breiten Marktabdeckung mit traditionellen Finanzstärkeratings (siehe Anhang). Die Analyse wird ferner durch Erkenntnisse aus den Ergebnissen zahlreicher Informationsanfragen bei den Lebensversicherern aus den vergangenen Monaten ergänzt.

Kernaussagen der Analyse

- Oberflächlich betrachtet hat sich die Kapitalausstattung der Branche insgesamt nur leicht verschlechtert. Nachdem bis Mitte 2008 aufgrund von Bewertungsrückgängen bei Aktien und sich ausweitenden Spreads bei Unternehmensanleihen Bewertungsverluste in Höhe von ca. EUR 14 Mrd. aufgelaufen waren, verfügten die Lebensversicherer nach Einschätzung von Fitch zum Jahresende 2008 wieder über insgesamt deutlich positive Bewertungsreserven von ca. EUR 20 Mrd., da zinsgetriebene Kursgewinne bei Anleihen die Lasten bei anderen Wertpapieren überkompensierten. Die mittlerweile sehr niedrigen Aktienquoten haben darüber hinaus den Kapitalbedarf verringert. Dem stehen eine im Vergleich zum Vorjahr erwartete geringere Zuführung von Eigenkapital und ein erwarteter deutlicher Rückgang der freien Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB) um ca. 15% gegenüber. Da die zinsinduzierten Bewertungsgewinne zur dauerhaften Erwirtschaftung des Rechnungszinses nicht realisiert werden sollten, hat sich die Qualität des vorhandenen Risikokapitals damit insgesamt deutlich verschlechtert.
- Der deutliche Rückgang der langfristigen Zinsen für Staatsanleihen kann für die Lebensversicherer zu einer großen Herausforderung werden. So müssen Lebensversicherer ein Kapitalanlageergebnis von etwa 3,2% erwirtschaften, um die Garantien von durchschnittlich 3,4% bedienen zu können. Bei einem lang anhaltenden Niedrigzinsszenario könnte die laufende Verzinsung von derzeit etwa 4,6% unter den benötigten Kapitalanlagezinsen fallen.
- Die Aktienquote der Lebensversicherer betrug zum 30.09.2008 inklusive Genussrechten nur noch ca. 7% nach 10% zum Jahresende 2007. Fitch geht davon aus, dass diese erweiterte Aktienquote seither weiter auf nur noch ca. 5-6% zurückgegangen ist. Diese sehr geringe Quote war Ende 2008 nach Schätzung von Fitch weiterhin zu ca. 60% durch Derivate abgesichert. Daher sieht Fitch für 2009 nur noch geringe Risiken aus Aktienkursverlusten für die Lebensversicherer.
- Fitch beurteilt die Kapitalanlage der deutschen Lebensversicherer im internationalen Vergleich weiterhin als sehr konservativ. Nach einer Erhebung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) waren Ende 2007 lediglich 16,2% der Kapitalanlagen in risikoreichere Anlagen investiert und davon nur 3,1% in Alternative Anlagen wie ABS/CLN, Hedge Funds und High Yield. Fitch hat darüber hinaus mehrmals die Exposition der gerateten Versicherer gegenüber unter Druck geratenen Emittenten abgefragt. Das Ergebnis war, dass deutsche Lebensversicherer relativ gesehen nur geringe bis keine Exposition bzw. Ausfälle oder Abschreibungen aus Forderungen gegenüber Emittenten wie z.B. Lehman Brothers, Island, Madoff, Fannie & Freddie, AIG oder Washington Mutual hatten. Insgesamt stuft die Agentur die Qualität der Bilanzen als gut ein.
- Die BaFin hat einer großzügigeren Anwendung von § 341b HGB zugestimmt. So können zukünftig Abschreibungen auf Wertpapiere unter bestimmten Bedingungen vermieden werden, wenn der Wertverlust innerhalb eines Jahres 20% nicht übersteigt. Da diese Regelung nicht nur für Direktanlagen, sondern auch für Investmentfonds gilt, haben die Lebensversicherer nun weit reichende Möglichkeiten zur Steuerung ihres Kapitalanlageergebnisses erhalten. So könnten demnach durch eine geschickte Mischung von wertstabilen Wertpapieren mit Aktien, Abschreibungen auf Aktien weitgehend vermieden werden. Die Agentur weist darauf hin, dass die meisten Versicherer diese Möglichkeiten zur Steuerung der ausgewiesenen Nettoverzinsung Ende des Jahres genutzt haben.
- Für 2008 erwartet Fitch, dass die Nettoverzinsung der deutschen Lebensversicherer deutlich zurückgehen wird. Nach 4,6% zum Jahresende 2007 erwartet die Agentur für 2008 eine Nettoverzinsung von 3,5-3,8% für die

Branche. Der Vergleich veröffentlichter Nettoverzinsungen kann jedoch irreführend sein, da die Unternehmen diese Größe mit Hilfe von Sondereffekten und der Anwendung von § 341b HGB steuern können. Damit dürfte ein großer Teil der deutschen Lebensversicherer 2008 nicht in der Lage gewesen sein, den durchschnittlichen Rechnungszins von ca. 3,4% aus dem Kapitalanlageergebnis des laufenden Jahres zu erwirtschaften. Durch den Rückgang des Zinsergebnisses ist nach Schätzung von Fitch der Rohüberschuss Ende 2008 unter Annahme eines stabilen Risiko- Kosten- und sonstigen Ergebnisses deutlich um ca. 45% auf ca. EUR 7,6 Mrd. (2007: 13,8 Mrd.) zurückgegangen.

- Nach Abzug des Einmaleffektes durch die vierte und (vorerst) letzte Riester-Stufe war das Neugeschäft 2008 für die Branche relativ schwach. In Abhängigkeit vom Produkt- und Vertriebswegemix der einzelnen Gesellschaften erwartet Fitch dabei einen z.T. erheblichen Rückgang bei einzelnen Gesellschaften. Solange jedoch kein Anbieter ausfällt, könnten Lebensversicherer gegenüber Banken gestärkt aus der Finanzkrise herauskommen und ihnen in Zukunft sogar Neugeschäftsanteile abnehmen, da sie in der Bevölkerung als krisensichere Verwalter privater Altersvorsorge wahrgenommen werden.
- Aufgrund einer Vielzahl von strukturellen, finanziellen und wettbewerbsabhängigen Faktoren erwartet Fitch für die kommenden Monate eine erhöhte Konsolidierung innerhalb der Branche in Form von Fusionen und Übernahmen.

Marktüberblick

Der Deutsche Versicherungsmarkt

Mit gebuchten Bruttobeiträgen in Höhe von EUR 162,9 Mrd. war der deutsche Versicherungsmarkt im Jahr 2007 der drittgrößte in Europa. Die Lebensversicherung (inklusive Pensionskassen und -fonds) war hierbei im Jahr 2007 mit gebuchten Bruttobeiträgen in Höhe von EUR 78,9 Mrd. und 48% Marktanteil das größte Segment.

Anders als in vielen europäischen Ländern wird die Private Krankenversicherung in Deutschland nicht als Teil der Schaden- und Unfallversicherung betrieben. Krankenversicherungen werden hinsichtlich aktuarieller und bilanzieller Fragen nach Art der Lebensversicherung betrieben. Für einen Überblick zur Situation der Privaten Krankenversicherer siehe die Studie *„Deutsche Private Krankenversicherer - Nun, da sich der Nebel lichtet“*, veröffentlicht am 01. Juli 2008 und abrufbar unter www.fitchratings.com.

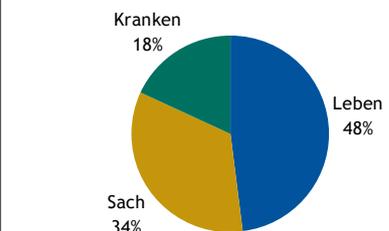
Die deutsche Schaden- und Unfallversicherungsbranche, die einen Anteil von 34% am gesamten Versicherungsmarkt in Deutschland hat, berichtete 2007 gebuchte Bruttobeiträge in Höhe von EUR 54,5 Mrd., was einen abermaligen Rückgang gegenüber dem Vorjahr (EUR 55,0 Mrd.) darstellte. Für einen Überblick zur Situation der Schaden- und Unfallversicherer siehe die Studie *„Deutsche Schaden- und Unfallversicherung Sturm, Deckungsflut und ein weicher werdender Markt?“*, veröffentlicht am 26. Februar 2008 und abrufbar unter www.fitchratings.com.

Für den Gesamtmarkt weisen die vorläufigen Zahlen für 2008 auf fast unveränderte gebuchte Bruttobeiträge in Höhe von rund EUR 163,0 Mrd. hin.

- Mit gebuchten Bruttobeiträgen in Höhe von EUR 162,9 Mrd. war die deutsche Assekuranz 2007 der drittgrößte Versicherungsmarkt in Europa

Abb. 1: Marktanteile in der deutschen Erstversicherung 2007

EUR162 Mrd. total



Quelle: GDV

- Ohne Einmaleffekt aus Riester-Renten war das Neugeschäftswachstum 2008 relativ schwach

Geschäftsanalyse der Lebensversicherer 2008

Im Jahr 2007 hatten Rentenversicherungsprodukte erstmals einen Anteil von mehr als 50% am Neugeschäft. So erhöhte sich die Anzahl der staatlich bezuschussten Riester-Renten in den Beständen der Versicherer um 29% auf über 8 Millionen Policen. Der Trend zu Rentenversicherungen hat sich auch 2008 fortgesetzt, wobei die Zahl der Riester-Neuverträge mit 1,8 Millionen, wie von Fitch erwartet, erstmals rückläufig war (2007: 2,1 Millionen). Zuschüsse für solche Produkte werden direkt und in Form von Steuervorteilen gewährt und sind besonders attraktiv für Versicherungsnehmer mit relativ geringem Einkommen oder Familien. Riester-Renten haben in den vergangenen Jahren signifikante Wachstumsraten verzeichnet. Aufgrund der Regelungen hinsichtlich der Abschlusskosten und der geringen Prämienhöhe je Vertrag ist das Riester-Geschäft jedoch weniger rentabel als das Geschäft mit anderen Versicherungen wie z.B. Risiko- oder Berufsunfähigkeitsversicherungen.

Seit 2002 haben Einzelpersonen die Möglichkeit, einen bestimmten Prozentsatz ihres sozialversicherungspflichtigen Bruttoeinkommens steuerfrei in Renten für die Altersvorsorge einzuzahlen. Desweiteren wurden die möglichen Investitionsbeträge für die Riester-Rente schrittweise erhöht (2002: 1%, 2004: 2%, 2006: 3%). Zu Beginn des Jahres 2008 trat die vierte und vorerst letzte so genannte „Riester-Stufe“ von 4% für diese Rentenpolicen in Kraft. Fitch geht davon aus, dass 2008 wie schon 2006, je nach Versicherer 90%-95% der Versicherungsnehmer die Riester-Stufe in Anspruch genommen haben.

Im Jahr 2008 sank nach vorläufigen Zahlen des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) die Zahl der Verträge deutlich um 7% auf rund 7 Millionen (siehe Tabelle 1). Die gebuchten Bruttobeiträge sind aufgrund des oben angeführten Einmaleffektes dagegen um rund 0,9% angestiegen. Entsprechend stieg die Beitragssumme des Neugeschäfts um 8,6% auf EUR 167,2 Mrd. Bei den laufenden Neugeschäftsbeiträgen stammten EUR 1 Mrd. aus Summenerhöhungen aus der letzten Riester-Stufe. Unter Herausrechnung dieses Effektes wäre es zu einem Rückgang gekommen. Gleiches gilt auch für die Beitragssumme des Neugeschäfts. Vom gut verlaufenden Einmalbeitragsgeschäft (+3,3%) profitieren traditionell besonders große Versicherer, weil hierunter neben sofort beginnenden Renten vor allem das Geschäft mit der betrieblichen Altersversorgung fällt. Damit sah sich der Großteil der Versicherer weiterhin einem schwierigen Neugeschäftsumfeld gegenüber.

Tabelle 1: Geschäftsentwicklung der deutschen Lebensversicherer^a

	2006	2007	2008 ^b	2008/2007 Δ (%)
Neugeschäft				
Anzahl Verträge (Mio.)	8,0	7,6	7,0	-7,0
Neuzugang Beiträge (EUR Mrd.)	18,1	18,3	19,2	+4,9
- Davon laufende Beiträge	6,5	6,4	6,9	+6,9
- Davon Einmalbeiträge	11,6	11,9	12,3	+3,3
Versicherungssumme (EUR Mrd.)	251,4	243,1	n.a.	n.a.
Bestand				
Anzahl der Versicherungsscheine (Mio.)	94,0	93,9	n.a.	n.a.
Gebuchte Bruttobeiträge (EUR Mrd.)	74,7	75,4	76,1	+0,9

^a Ohne Pensionskassen und Pensionsfonds

^b Nach vorläufigen Schätzungen des GDV

Quelle: GDV

- Trotz der weiterhin schwierigen Neugeschäftsbedingungen sieht Fitch auch Chancen für die Lebensversicherer

Fitch erwartet, dass sich das Neugeschäft bei einzelnen Lebensversicherern sehr unterschiedlich entwickelt hat. So geht die Agentur bei einigen Gesellschaften von zweistelligen Rückgängen aus.

Nach Ansicht von Fitch bleibt die Neugeschäftssituation für die Lebensversicherer auch 2009 schwierig. Insbesondere die höhere Komplexität der Produkte und eine Konsolidierung im Markt der freien Vermittler führen zu stark unterschiedlichen

Entwicklungen beim Neugeschäft. Weiter positiv sollte sich das Geschäft mit der staatlich geförderten Basisrente entwickeln, welche pro Vertrag zu einem höheren Prämienaufkommen als die Riester-Rente führt und für die Versicherer aufgrund der Kostenstrukturen auch rentabler als jene ist. Zunehmende Abläufe aus Altverträgen werden bei vielen Gesellschaften zu einem Rückgang der gebuchten Bruttobeiträge führen. Die gegenwärtige Finanzkrise könnte in Abhängigkeit vom Vertriebsansatz bei einigen Lebensversicherern zu einem Rückgang beim Geschäft mit fondsgebundenen Lebens- und Rentenversicherungen führen. Auch sinkt aufgrund der schwierigen gesamtwirtschaftlichen Situation das verfügbare Einkommen der Bevölkerung, welches für Altersvorsorge und Versicherungsschutz ausgegeben werden kann. Darüber hinaus wird die Finanzmarktkrise nach Ansicht von Fitch zu einer Erosion der Kapitalausstattung bei einigen Gesellschaften führen. Betroffene Versicherer dürften es in den kommenden Jahren schwer haben, aufgrund einer niedrigen Risikokapitalquote für den Verkaufsprozess wichtige attraktive Renditen zu erwirtschaften. Andererseits besteht auch die Möglichkeit, dass mittelfristig die Lebensversicherer von einer Vertrauenskrise der Kunden in den Bankensektor profitieren könnten, falls weiterhin kein Fall für die Sicherungseinrichtungen der Branche (Protector) eintritt.

Finanzanalyse

Kapitalanlagestruktur deutscher Lebensversicherer

Fitch hat Anfang 2009 die von ihr gerateten Versicherer angeschrieben und mehrere Bilanzkennzahlen zum Jahresende 2008 abgefragt. Die Mehrheit der 26 von Fitch gerateten Lebensversicherer hat diese Anfragen vollständig beantwortet, so dass ein aussagefähiges Sample für die Branche entstanden ist. Wenn nicht anders erläutert, orientieren sich die Marktschätzungen von Fitch an den ungewichteten Durchschnittsnennungen dieses Samples.

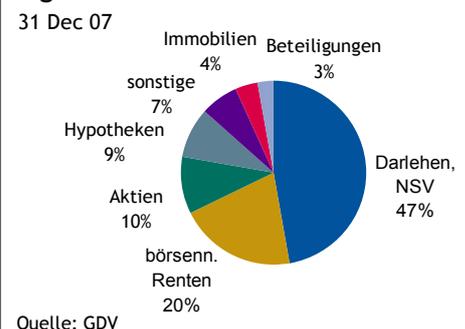
Seit Ausbruch der Finanzkrise haben sich die deutschen Versicherer vor allem im Vergleich zu den Banken bisher sehr achtbar geschlagen. Die BaFin hat einige Versicherer seit dem 4. Quartal 2008 dazu verpflichtet, einmal wöchentlich u.a. über Bestandsveränderungen bei „kritischen Emittenten“, voraussichtliche Abschreibungen und Auswirkungen auf die Solvabilität, die Höhe der Aktienquote, sowie die Reserve-, Liquiditäts- und Bedeckungssituation zu berichten. Sonderanfragen konzentrierten sich z.B. auf die Effektivität des Hedgeportfolios, einzelne Beteiligungen oder Finanzinnovationen.

- Die Lebensversicherer verfügen über eine regulatorisch und geschäftspolitisch bedingt sehr konservative Kapitalanlagestruktur

Die relativ stabile Entwicklung hängt auch damit zusammen, dass den Gesellschaften laut § 7 Abs. 2 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) das Betreiben versicherungsfremder Geschäfte untersagt ist. Als Folge davon ist es den Lebensversicherern auch nicht gestattet, Liquiditätslinien z.B. für Zweckgesellschaften oder Refinanzierungsstrukturen wie Conduits zur Verfügung zu stellen. Weiter verfügen die Unternehmen über eine aufsichtsrechtlich und geschäftspolitisch bedingt sehr konservative Kapitalanlagestruktur (siehe Abbildung 2).

Nach Schätzungen von Fitch entfielen Ende 2008 ca. 40% der Kapitalanlagen auf grundpfandrechtlich gesicherte oder sonstige Darlehen, Pfandbriefe und Kommunalobligationen. Etwas über 20% der Kapitalanlagen entfielen weiterhin auf sonstige Schuldverschreibungen und 15% auf Anlagen bei Kreditinstituten. Die Aktienquote inklusive Genussrechten wird Ende des Jahres auf ca. 5-6%

Abb. 2: Aufteilung der Kapitalanlagen der Lebensversicherer 2007



geschätzt. Die wichtigste Anlageklasse in den Kapitalanlagen eines Lebensversicherers ist das Portfolio an festverzinslichen Wertpapieren, welches ca. 76% der gesamten Kapitalanlagen ausmacht. In Tabelle 2 ist die von Fitch auf Basis der Stichprobe geschätzte Aufteilung dieser Position angegeben. Ein Großteil der gehaltenen Namensschuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen wird von Banken und Sparkassen emittiert, darunter viele Landesbanken. Diese Kapitalanlagen werden von der Agentur aufgrund von verschiedenen Sicherungseinrichtungen wie Staatsgarantien, Einlagensicherungsfonds oder auch Gewährträgerhaftung und Anstaltslast für Anlagen vor 2005 als weitgehend sicher eingestuft. Investitionen in nachrangige Anleihen sind im internationalen Vergleich gesehen mit ca. 2% der Kapitalanlagen sehr gering. Daher sieht Fitch die im Vergleich zu anderen Lebensversicherern weltweit sehr große Exposition deutscher Versicherer gegenüber Finanzinstituten derzeit nicht als großes Problem an.

Tabelle 2: Aufteilung des Portfolios festverzinslicher Wertpapiere deutscher Lebensversicherer

	2008 (%)
Anleihen und Darlehen von Finanzinstituten	46,0
- davon gesichert durch Einlagensicherungsfonds, Gewährträgerhaftung, etc.	64,1
Unternehmensanleihen (ohne Finanzinstitute)	1,8
Pfandbriefe	33,7
Staatsanleihen	13,5

Abweichung von 100% aufgrund fehlender Zuordnungen bei einigen Versicherern (i.d.R. Hypothekendarlehen)
Die Übersicht enthält keine Zahlen der Allianz Lebensversicherung AG
Quelle: Schätzung Fitch auf Basis interaktiver Ratingbeziehungen

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat mehrfach darauf hingewiesen, dass die deutsche Versicherungsbranche Ende 2007 nur zu 3,1% in alternative Anlagen wie Asset Backed Securities, Private Equity, Hedge Fonds oder High Yield investiert war und damit keine wesentliche direkte oder indirekte Exposition aufwies. Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten (z.B. Hybrid-Anleihen) machten nur EUR 13,4 Mrd. oder umgerechnet 2% der gesamten Kapitalanlagen zum Jahresende 2007 aus. Genussrechte machten lediglich EUR 8,7 Mrd. bzw. 1,3% der Kapitalanlagen aus. Insgesamt waren lediglich 16,2% der Kapitalanlagen in risikoreiche Investments (Alternative Anlagen, Aktien, Nachrangige Forderungen, Anteile an Sondervermögen und Sonstige) angelegt, obwohl die Versicherer bis zu 35% ihrer Kapitalanlagen in diesen Assetklassen anlegen könnten (siehe Abbildung 3).

Abb. 3: Aufteilung risikobehafteter Anlagen 2007
(16.2% der Kapitalanlagen)

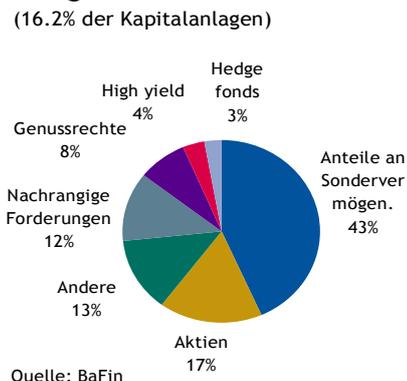


Tabelle 3: Alternative Kapitalanlagen

	Anteil an den gesamten Kapitalanlagen (%)
ABS & CLN (direkt)	0,7
ABS & CLN (indirekt)	0,9
Hedge funds	0,5
High yield	0,6
Private equity	0,4

CLN: Credit-linked notes
Quelle: BaFin

Obwohl nach der Liberalisierung der Anlageverordnung im Dezember 2007 der Anlagehorizont von den EWR-Staaten auf die Vollmitgliedsstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ausgeweitet wurde, ist

der Großteil der Kapitalanlagen noch immer auf Schuldner aus dem EWR-Raum beschränkt. Ein wichtiger Grund hierfür ist, dass die Versicherer das Währungskursrisiko vermeiden wollen. Es ist in der Krise ein positiver Faktor für die deutsche Lebensversicherungsbranche, dass die Versicherer strengen Anlagevorschriften unterliegen und darüber hinaus die Unternehmensführungen aus Vorsichtsgründen und in Erinnerung der letzten Börsenkrise 2001/2002 bestehende Freiräume bei Weitem nicht ausschöpfen.

- Fitch beurteilt die Qualität der Bilanzen weiter als insgesamt gut

Fitch hat 2008 und 2009 die Exposition der gerateten Versicherer gegenüber unter Druck geratenen Emittenten abgefragt. Das Ergebnis war, dass deutsche Lebensversicherer relativ gesehen nur sehr geringe und sehr häufig gar keine Forderungen gegenüber Lehman Brothers, Island, Madoff, Fannie & Freddie, AIG oder Washington Mutual hatten. Die jeweiligen Expositionen machten lediglich 0,0% bis 0,1% der Kapitalanlagen aus. Ferner wird die Exposition gegenüber Fremdwährungsrisiken als sehr gering angesehen. Darüber hinaus hat die Agentur die Exposition der Versicherer gegenüber 11 ausgewählten Ländern untersucht, ohne hierbei wesentliche Risiken festzustellen. Die Qualität der Bilanzen deutscher Lebensversicherer wird damit von Fitch weiterhin als insgesamt gut eingestuft.

Nach dem Börsencrash 2001/02 und der damit verbundenen „Beinahe-Insolvenz“ mehrerer deutscher Lebensversicherer, haben die Unternehmen nach Ansicht der Agentur aus ihren Fehlern gelernt. Statt mit einer Aktienquote von ca. 25% wie noch 2001, waren die Lebensversicherer Anfang 2008 nur mit durchschnittlich 10% gegenüber Aktien exponiert. Ferner scheint bei vielen Versicherern eine gesunde Skepsis gegenüber schwer verständlichen, strukturierten Investmentprodukten zu herrschen.

Mit Fortdauer der gegenwärtigen Krise stehen die Lebensversicherer jedoch vermehrt erheblichen Herausforderungen bei der Steuerung ihrer Kapitalanlagen gegenüber. So sind die Lebensversicherer als größte institutionelle Investoren am deutschen Aktienmarkt von den extremen Börsenschwankungen mit deutlichen Kursrückgängen seit Anfang des Jahres betroffen. Hierbei schwankt allerdings die Aktienquote im Kapitalanlagenbestand der einzelnen Versicherer erheblich: Manche - oftmals eher kapitalschwache - Unternehmen halten (fast) keine Aktien, andere liegen noch über 10%.

- Fitch beurteilt das Ende 2008 unter Risiko stehende Aktienexposure von unter 2% als sehr gering

Fitch geht auf Basis von Anfragen unter den von ihr gerateten Gesellschaften davon aus, dass die Lebensversicherer Ende 2008 durchschnittlich nur noch zu rund 3,5-4,5% ohne Berücksichtigung von Genussrechten in Aktien investiert waren. Genussrechte hatten Anfang 2008 einen Anteil von EUR 8,7 Mrd. oder 1,3% an den Kapitalanlagen. Für den Großteil des Marktes ist die reine Aktienquote noch geringer, da der Marktführer Allianz Lebensversicherung AG mit knapp 20% Anteil an den Kapitalanlagen und einer Aktienquote von rund 10% die Branchenzahlen verzerrt. Für das von Fitch untersuchte Sample betrug die Aktienquote ohne Genussrechte Ende 2008 nur noch 3,1%, wobei die Quoten von 0% bis 6,3% reichten. Darüber hinaus waren nach Schätzung von Fitch zum 31.12.2008 im Durchschnitt 60% der Aktieninvestitionen durch Hedges abgesichert, so dass die tatsächlich unter Risiko stehenden Aktien unter 2% der Kapitalanlagen ausmachten (1,2% beim von Fitch untersuchten Sample). Fitch schätzt darüber hinaus, dass zum Jahresende 2008 aufgrund von Wertverlusten Abschreibungen in der Größenordnung von ca. 1,5% der Kapitalanlagen vorgenommen wurden.

Aufgrund der unattraktiven Renditen von Staatspapieren haben viele Lebensversicherer seit Mitte 2008 vermehrt in Pfandbriefe und Unternehmensanleihen investiert. Neben einer deutlich höheren Verzinsung eröffnen attraktive Spreads bei Unternehmensanleihen z.T. auch erhebliches Kurspotential. Fitch erwartet, dass sich dieser Trend auch 2009 zulasten von Aktien fortsetzen wird. Die Agentur geht davon aus, dass diese Verschiebung in der Anlage eine strategische Entscheidung der Versicherer darstellt und die Aktienquoten in

der Branche erstmal deutlich unter 10% bleiben dürften. Im internationalen Vergleich sind deutsche Lebensversicherer nur unterdurchschnittlich in Unternehmensanleihen investiert. So waren die Versicherer in dem von Fitch untersuchten Sample Ende 2008 lediglich zu durchschnittlich 1,8% in Unternehmensanleihen (ohne Finanztitel) investiert. Dieser Wert berücksichtigt nicht die Kapitalanlagen der Allianz Lebensversicherung AG, die mit einem Anteil von ca. 15% einen Sonderfall darstellt. Aufgrund von erhöhten Spreads seit Mitte des Jahres sind bei einzelnen Versicherern mit älteren Beständen hohe Bewertungsverluste in dieser Anlageklasse aufgelaufen. Als Folge ergäbe sich nicht nur auf Kursverluste bei Aktien sondern auch bei Inhaber- und Namensschuldverschreibungen ein Abschreibungsbedarf zum Jahresende 2008.

- Mit der Neuauslegung des § 341b HGB können Versicherer besser ihre Abschreibungen steuern

Neue Auslegung von § 341b HGB erlaubt Steuerung der Abschreibungen

Fitch geht jedoch davon aus, dass viele Unternehmen zum Jahresende 2008 von § 341b Handelsgesetzbuch (HGB) Gebrauch gemacht haben, um Abschreibungen auf Verluste in Aktien und Unternehmensanleihen weitgehend zu vermeiden. § 341b HGB ermöglicht es Versicherern, außerplanmäßige Abschreibungen auf Kapitalanlagen im Anlagevermögen unter bestimmten Bedingungen zu vermeiden. Mit der Regelung sollen für Versicherer wie Versicherungsnehmer ungewünschte Volatilitäten in den Kapitalanlagen vermieden werden. Entscheidend für die Höhe der unterlassenen Abschreibungen sind dabei der Umfang und die Dauer der Wertminderung im Vergleich zum Buchwert des Wertpapiers. Die BaFin hat einer großzügigeren Anwendung von § 341b HGB zugestimmt.

So können zukünftig Abschreibungen auf Wertpapiere vermieden werden, wenn der Buchwert nicht mehr als 20% über dem zum Jahresende beizulegenden Marktwert liegt. Zuvor lagen die Grenzen für einen 12-monatigen Zeitraum bei 10%. Da die Regelung nicht nur für Direktanlagen gilt, sondern auch für Spezialfonds, haben die Lebensversicherer nunmehr weit reichende Möglichkeiten, ihre Abschreibungen auf Aktieninvestments und Schuldverschreibungen zu steuern. So könnten bei Anwendung von § 341b HGB auf eine Fondskonstruktion bestehend aus 30% Aktien und 70% festverzinslichen Wertpapieren bei einer stabilen Entwicklung der festverzinslichen Wertpapiere (z.B. kurzlaufende Bundesanleihen) selbst bei Kursverlusten auf Aktien von 50% und mehr Abschreibungen für diesen Fonds komplett vermieden werden. Nach Kenntnis von Fitch kann diese Regelung je nach Wirtschaftsprüfer auch für komplette Bilanzpositionen gelten.

Für die von Fitch gerateten Versicherer geht die Agentur davon aus, dass diese Regelung durchschnittlich von ca. 70% der Lebensversicherer in unterschiedlichem Ausmaß angewendet wurde. Dabei gibt es Versicherer, die eine Anwendung von § 341b HGB gänzlich vermeiden, während Andere bis zu 3,8% (durchschnittlich 1,4%) Abschreibungen auf ihre Kapitalanlagen vermieden haben. Mit der neuen Regelung kann nach Ansicht von Fitch aus den in den Jahresabschlüssen veröffentlichten Abschreibungen ohne Berücksichtigung der gemäß § 341b HGB unterlassenen und im Anhang ausgewiesenen Abschreibungen nur noch sehr bedingt auf die tatsächliche Wertentwicklung der zugrunde liegenden Kapitalanlagen geschlossen werden.

Positive Entwicklung der gesamten Bewertungsreserven

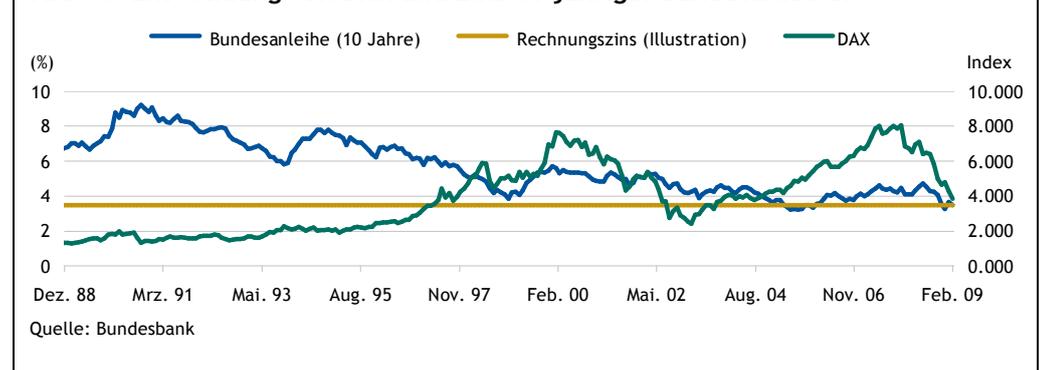
Nach der Börsenkrise 2001/02 verabschiedeten sich einige Versicherer nahezu vom Aktienmarkt. Eine der Ursachen hierfür war, dass manche Unternehmen nicht mehr ausreichend kapitalisiert waren, um Investitionen in risikoreichere Anlagen wie z.B. Aktien wagen zu können. Es vergingen teilweise Jahre, bis wieder eine für wesentliche Aktieninvestitionen solide Kapitalbasis erreicht werden konnte. Der Großteil der nun am Aktienmarkt investierten Versicherer hat ihre Exposition gegenüber Kursverlusten durch Hedging begrenzt. Der Nachteil solcher Strategien besteht allerdings darin, dass Hedging besonders in volatilen Kapitalmärkten sehr teuer ist. Ferner ist das Kontrahentenrisiko deutlich gestiegen. Je nach Strategie wird aber auch das Kursgewinnpotenzial geschmälert. Daneben gibt es Versicherer, die traditionell sehr kapitalstark sind. Diese Versicherer haben sich in der

Vergangenheit teilweise sehr hohe ungesicherte Aktienquoten erlaubt. Mit Fortdauer der Krise holten diese Gesellschaften meist Absicherungsmaßnahmen zu teuren Konditionen nach oder bauten Aktieninvestments unter Realisierung von Lasten drastisch ab. Aktienpositionen wurden z.T. auch reduziert, weil eine Erneuerung des Hedges nicht wirtschaftlich war. Falls die Reduktion in so einem Fall mit dem auslaufenden Hedge zusammenfällt, sollten die Verluste aus dem Basiswert jedoch durch den Gewinn aus dem Hedge ausgeglichen werden.

Mehrmals im Laufe des Jahres 2008 sowie Anfang 2009 hat Fitch geratete Versicherer kontaktiert, um zu erfahren, wie sich die erhöhte Volatilität der Kapitalmärkte im Laufe des Jahres 2008 auf die Bewertungsreserven ausgewirkt hat. Während die Lebensversicherer zum Ende des Jahres 2007 noch über positive Bewertungsreserven in Höhe von ca. 2% der Kapitalanlagen verfügten, hatten sich diese Reserven zur Mitte des Jahres bereits in Lasten von ca. 2% der Kapitalanlagen verwandelt. Diese Wertveränderungen von rund EUR 30 Mrd. wurden hauptsächlich durch Aktienkursverluste und Kursverluste bei Anleihen verursacht.

Bis zum 30.09.2008 hatten sich die Bewertungsverluste nach Schätzung von Fitch leicht entspannt. Dabei ergaben sich aus Änderungen des risikolosen Zinses bereits erhebliche Wertzugewinne, während weitere Spreadausweitungen deutlich negative Effekte hatten. Der Zinseffekt war nach Schätzung von Fitch für die Mehrzahl der Versicherer zu diesem Zeitpunkt bereits größer als die Verluste aufgrund von Spreaderweiterungen, wurde jedoch teilweise durch die schlechte Kursentwicklung bei Aktien vermindert. Insgesamt geht Fitch davon aus dass die negativen Bewertungsreserven zum 30.09.2008 ca. 1,8% der Kapitalanlagen, d.h. EUR 12 Mrd. betragen.

Abb. 4: Entwicklung von DAX und Zins 10-jähriger Bundesanleihen



- Fitch schätzt, dass die Bewertungsreserven per 31.12.2008 mit ca. +2,8% wieder deutlich positiv sind

Im 4. Quartal 2008 hat sich der Rückgang der risikolosen Zinsen deutlich beschleunigt (siehe Abbildung 4), so dass bei den meisten Lebensversicherern wieder erhebliche positive Bewertungsreserven aufgelaufen sind. Diese Entwicklung erklärt sich daraus, dass Kursgewinne bei festverzinslichen Papieren die Verluste bei anderen Wertpapieren im letzten Quartal deutlich überkompensiert haben. Dies ist durchaus ein deutscher Sonderfall, da hier der Anteil klassischer Corporate Bonds wesentlich geringer ist als in anderen Ländern. Darüber hinaus wurde der Aktienanteil im Verlaufe des vierten Quartals nach Ansicht von Fitch weiter deutlich verringert und zusätzlich abgesichert. Der Effekt ist daher auch umso größer, je geringer der Anteil von Aktien, Unternehmensanleihen und Alternativen Risiken im Kapitalanlagebestand des Lebensversicherers ist. Entsprechend variieren die gemeldeten Werte im Sample zwischen -0,8% und +8,7% und liegen im Mittel bei +2,8% der Kapitalanlagen. Für 2009 erwartet Fitch aufgrund des erwarteten kurzfristigen Zinsumfeldes aber auch aufgrund der mittlerweile sehr niedrigen Aktienquoten und (noch) geringen Investitionen in Unternehmensanleihen für die meisten Gesellschaften keine Verschlechterungen der Bewertungsreserven in den negativen Bereich. Aus einer ökonomischen Perspektive betrachtet, sieht Fitch die zinsinduzierten Bewertungsgewinne der Versicherer als nicht geeignet an, um

tatsächlich die Verluste aus Spreadverschlechterungen auszugleichen. Darüber hinaus sieht Fitch ein Niedrigzinsumfeld als negativ an, besonders im Hinblick auf den derzeitigen niedrigen risikofreien Zins bei Bundesanleihen im Vergleich zu den vergebenen Garantien.

Tabelle 4: Bewertungsreserven deutscher Lebensversicherer^a

(EUR Mrd.) (%)	31 Dec 07	30 Jun 08	30 Sep 08	31 Dec 08
Gesamte Bewertungsreserven in % der Kapitalanlagen	+2,0	-2,1	-1,8	+2,8

^a Schätzung Fitch
Quelle: Fitch

In der oben beschriebenen Situation wäre eine Beteiligung von Versicherungsnehmern an allen positiven Bewertungsreserven der Versicherer kontraproduktiv. Gerade im jetzigen Niedrigzinsumfeld sind die deutschen Lebensversicherer auf stabile Bestände höherverzinslicher Wertpapiere angewiesen, um dauerhaft den Rechnungszins von 3,4% erwirtschaften zu können. Eine erzwungene Realisierung dieser Reserven bei dauerhaft niedrigen Zinsen könnte der langfristigen Finanzkraft der Branche erheblich schaden.

Fitch geht davon aus, dass die aufsichtsrechtlichen Solvabilitätsquoten der Versicherer, die nicht von den Kapitalanlagen abhängen, Ende 2008 relativ stabil waren. Zur besseren Überwachung einer angemessenen Kapitalausstattung in Zeiten volatiler bzw. negativer Kapitalmärkte hatte die BaFin 2002 die so genannten Stress Tests eingeführt. Da Bewertungsänderungen in zum Nennwert bilanzierten Wertpapieren nicht in den Stress Tests der deutschen Aufsicht berücksichtigt werden, erwartet Fitch, dass zum Jahresende 2008 der eine oder andere Lebensversicherer die Stress Tests nicht bestanden hat.¹

Liquidität

Die Liquiditätsposition der deutschen Lebensversicherer ist aufgrund der oben aufgeführten aufsichtsrechtlichen und geschäftspolitischen Rahmenbedingungen traditionell stark. Als Teil der unterjährigen Anfragen bei den Gesellschaften hat Fitch auch die Liquiditätssituation überprüft.

Fitch erwartet zukünftig grundsätzlich unterdurchschnittliche Stornoquoten für Riester-Renten, sowie für ältere steuerbegünstigte Verträge sehr niedrige Stornoquoten. Für 2008 werden für nicht garantiertes fondsgebundenes Geschäft erhöhte Stornoquoten erwartet und nur leicht erhöhte Quoten für Risikoversicherungen und Kapitallebensversicherungen aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Situation. Auf Basis vorläufiger Zahlen für 2008 geht Fitch für den Markt von einer auf ca. 5,4% erhöhten Stornoquote aus (2007: 5,0%). Unmittelbare Risiken aus Storno werden von Fitch als relativ gering angesehen, da aufgrund des großen Anteils an Produkten mit Garantien in Deutschland gegenüber reinen fondsgebundenen Verträgen für Versicherungsnehmer geringere Anreize bestehen, ihre Verträge zu kündigen. Ferner sind Stornogebühren gerade in den ersten Jahren ab Vertragsschluss sehr hoch und die Policen können nur zu einem Zeitpunkt im Jahr gekündigt werden. In einer vorangegangenen Studie war Fitch noch detaillierter auf die Gefahr von Storno für die deutschen Lebensversicherer eingegangen (siehe „Deutsche Lebensversicherer - auf der Suche nach der verlorenen Zeit“, veröffentlicht am 12. März 2008 und herunterladbar unter www.fitchratings.com).

¹ Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verwendet vier Szenarien: Stresstest A35: Rückgang bei den Aktienkursen um 35%. Stresstest R10: Rückgang beim Wert der festverzinslichen Wertpapiere um 10%. Stresstest RA 25: Rückgang bei den Aktienkursen um 20% während gleichzeitig der Wert der festverzinslichen Anteile um 5% sinkt. Stresstest AI 28: Rückgang bei den Aktienkursen um 20% während gleichzeitig der Wert des Immobilienportfolios um 8% sinkt

- Fitch beurteilt die Liquiditätsausstattung der Lebensversicherer als stark

Die Agentur geht davon aus, dass der Branche für die Neu- und Wiederanlage jedes Jahr Mittel in Höhe von ca. 20% der Kapitalanlagen nach Zahlung der Versicherungsleistungen zur Verfügung stehen. Neben den regelmäßigen Prämieinnahmen und den Prämien aus Einmalbeitragsgeschäft haben die Versicherer einen ständigen Liquiditätszufluss aus ablaufenden Kapitalanlagen. Die Restlaufzeit im festverzinslichen Portfolio wird von Fitch derzeit auf 8,4 Jahre geschätzt, so dass allein aus Abläufen jedes Jahr ca. 12% der festverzinslichen Wertpapiere zur Verfügung stehen. Diese hohen regelmäßigen Abläufe reduzieren das Risiko deutlich, dass ein Lebensversicherer Bewertungsverluste in festverzinslichen Wertpapieren wie z.B. Unternehmensanleihen realisieren muss. Die Agentur geht daher davon aus, dass Liquiditätsrisiken für die Branche gering sind.

Gefahr eines Niedrigzinsszenarios

Langfristig niedrige Zinsen stellen für Lebensversicherer - und besonders für Versicherer welche Garantien vergeben - eine der größten Bedrohungen bezüglich ihrer Finanzkraft dar. Die möglichen Konsequenzen lassen sich am Beispiel der japanischen Lebensversicherer deutlich machen, die ähnlich wie deutsche Lebensversicherer langfristige Garantien vergeben. Anfang der 1990er Jahre waren die langfristigen Zinsen in Japan unter 1% gesunken. Als Folge wurden die Beiträge der Versicherungsnehmer in Wertpapiere angelegt, die von Anfang an weniger Zinsen erbrachten, als durchschnittlich im Bestand garantiert. Problematisch wurde diese Situation erst durch die Dauer dieser Tiefzinsphase, wodurch sich der Anteil der unter dem Rechnungszins getätigten Investitionen an den Gesamtanlagen kontinuierlich erhöhte. Als die Eigenmittel mehrerer Lebensversicherer in Folge unzureichender Kapitalanlageergebnisse aufgebraucht waren, mussten diese Gesellschaften Insolvenz anmelden.

Versicherer können sich für manche ihrer Produkte gegen ein solches „Japanisches Zinsszenario“ z.B. durch ein Mapping der Laufzeit der Anlagen mit den Verbindlichkeiten schützen, wobei dies gerade bei langfristigen Rentenprodukten fast unmöglich ist. Weitere Maßnahmen neben einer möglichst hohen Restlaufzeit von höher rentierlichen Wertpapieren können eine starke Ausstattung mit Eigenmitteln sein, oder ein Absichern z.B. mit Receiver Swaptions. Bei Receiver Swaptions und ähnlichen Produkten ist allerdings aufgrund der Finanzmarktkrise das Kontrahentenausfallrisiko wieder in den Vordergrund getreten. Daneben gibt es in einigen Ländern auch die Möglichkeit, die vergebenen Garantien anzupassen.

Um die möglichen negativen Auswirkungen aus einem Niedrigzinsszenario bewerten zu können, analysiert Fitch bei den gerateten Unternehmen neben der Restlaufzeit und dem durchschnittlichen Kupon der festverzinslichen Anlagen auch die Höhe und Qualität der Eigenmittel. Ferner informiert sich die Agentur auch über den langfristigen zukünftigen Verlauf des durchschnittlichen Rechnungszinses der Gesellschaften und über die Art der vergebenen Garantien. Die Überschussbeteiligungspolitik der Unternehmen wird ebenfalls analysiert. Fitch geht davon aus, dass die deutschen Lebensversicherer derzeit noch über einen durchschnittlichen Kupon von 4,6% verfügen, deutlich über dem Rechnungszins von 3,4%. Es sollte in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen werden, dass neben den Kapitalanlagegewinnen, die Lebensversicherer noch über weitere Überschussquellen verfügen. Vor allem das positive und stabile Risikoergebnis lag in den vergangenen Jahren bei rund 2/3 des Zinsergebnisses.

- Fitch geht davon aus, dass die Nettoverzinsung 2008 für die Branche bei 3,5%-3,8% gelegen hat

Nettoverzinsung, Überschussbeteiligung und freie RfB

Nach Schätzung von Fitch wird die Branche für 2008 eine durchschnittliche Nettoverzinsung von ca. 3,5 bis 3,8% ausweisen, wobei die Bandbreite der ausgewiesenen Verzinsungen zwischen 1,0% und 5,0% liegen dürfte. Die Nettoverzinsung nimmt neben der Bedeutung als Kennzahl für erfolgreiches Kapitalanlagemanagement auch eine starke Stellung bezüglich der Überschussbeteiligung in späteren Jahren ein. Die Erträge aus der Kapitalanlage

sind meist die Haupteinnahmequelle der Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB), aus der die Überschüsse finanziert werden. Eine überdurchschnittlich hohe Überschussbeteiligung ist ein sehr wichtiges Element im Verkaufsprozess. Wenn die Unternehmen eine hohe Überschussbeteiligung bei geringen Kapitalanlageergebnissen festlegen, kann die Entnahme aus der RfB größer als die Zuführung sein. Hieraus ergibt sich eine Abschwächung der Kapitalausstattung. Dieser Effekt ist deshalb besonders wichtig, da die freie RfB den bedeutendsten Teil der Eigenmittel eines Versicherers darstellen.

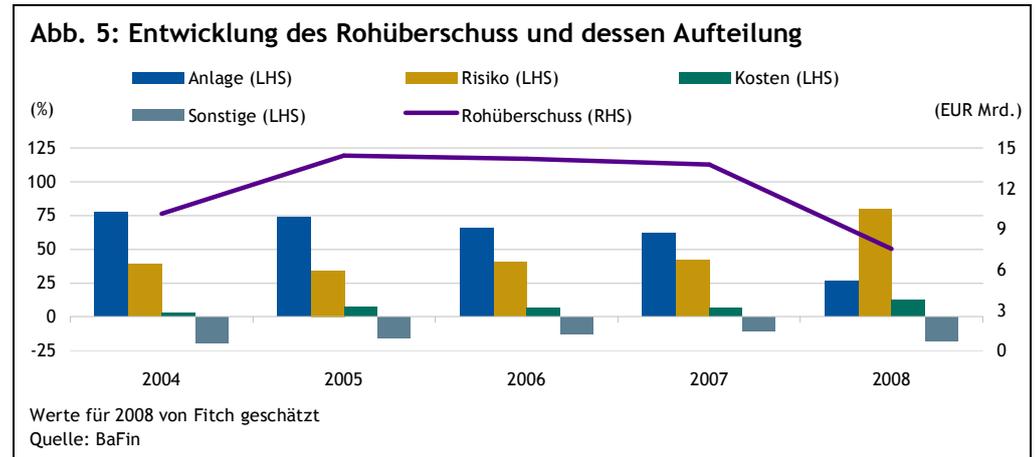
In der Vergangenheit haben die meisten Gesellschaften mit Blick auf die zu deklarierende Überschussbeteiligung erst die Bekanntgabe des Marktführers abgewartet, um dann - wenn möglich - eine von der Größe her ebenbürtige oder höhere Überschussbeteiligung ausweisen zu können. Dabei sollte der RfB-Zufluss dem Abfluss möglichst nahe kommen: Dafür muss dann im Bedarfsfall die Nettoverzinsung im Rahmen der Möglichkeiten durch Realisierung von Bewertungsreserven gesteuert werden. Entsprechend deutlich war das Ächzen bei einigen noch unter den Spätfolgen des Kurssturzes 2001/02 leidenden Versicherern zu vernehmen, als die Allianz Lebensversicherung AG 2005 die Überschussbeteiligung trotz der anhaltend niedrigen Zinsen unverändert ließ. Die dafür benötigte Anpassung der Nettoverzinsung war für einige Versicherer nur unter Realisierung erheblicher, eigentlich langfristiger Bewertungsreserven möglich. Die guten Kapitalanlagejahre 2006/2007 haben darüber hinaus manche Versicherer übermütig werden lassen. Es rächt sich nun für manchen Anbieter, dass er sich 2007 aus Verkaufsgesichtspunkten genötigt sah, die Überschussbeteiligung wieder anzuheben. Für 2008 hatten die Unternehmen eine durchschnittliche laufende Überschussbeteiligung von 4,4% gewährt.

Für 2009 haben nun ca. 1/3 der Lebensversicherer ihre Überschussbeteiligung gesenkt. Die aus Wettbewerbsgründen meist nur moderaten Senkungen haben dazu geführt, dass die laufende Verzinsung für 2009 auf 4,3% gesunken ist. Die zukünftige Überschussbeteiligung wird wesentlich von der Entwicklung der langfristigen Zinsen abhängen. Sollten die Zinsen länger auf dem jetzigen Niveau bleiben, ist für die Zukunft von einer deutlichen Senkung der Beteiligungen auszugehen. Bei einer von manchen Marktbeobachtern vorhergesagten Inflation könnte es mittelfristig jedoch auch wieder zu einer deutlichen Zunahme der Gewinnbeteiligung kommen.

- Fitch erwartet, dass die freie RfB für die Branche 2008 deutlich um ca. 15% auf EUR 42 Mrd. zurückgegangen ist.

Aufgrund der nur geringen Absenkung der Überschussbeteiligung erwartet Fitch, dass 2009 bei vielen Lebensversicherern die Zuführung zur freien RfB nicht mit der benötigten Festlegung für die Überschussbeteiligung Schritt hält und für die Branche mit einem deutlichen Rückgang der freien RfB um 15% auf ca. EUR 42 Mrd. zu rechnen ist. Die freie RfB ohne Schlussüberschussanteilsfonds würde demnach sogar um 30% auf ca. EUR 17 Mrd. zurückgehen. Dabei wird unterstellt, dass die Nettoverzinsung von 4,6% im Vorjahr auf 3,6% Ende 2008 gesunken ist. Bei gleich bleibendem Risiko-, Kosten- und sonstigem Ergebnis ergäbe sich ein deutlich reduzierter Rohüberschuss in Höhe von ca. EUR 7,6 Mrd. (-45% im Vergleich zum Vorjahr). Das stabile Risikoergebnis in Höhe von ca. EUR 6,4 Mrd. (ohne Rückversicherungsergebnis) wäre somit erstmals seit der Krise 2001/2002 wieder höher als das Zinsergebnis. Bei einer angenommenen gleich bleibenden Beteiligung der Policeninhaber am Rohüberschuss von 90,4% wie 2007 ergibt sich Ende 2008 eine deutlich reduzierte Zuführung zur RfB. Ferner wird angenommen, dass der Rechnungszins in Höhe von ca. 3,4% ebenso wie der Schlussüberschussanteilsfonds in Höhe von EUR 25,4 Mrd. konstant geblieben sind. Darüber hinaus wird davon ausgegangen, dass der Diskontierungssatz für die Rückstellungen unverändert geblieben ist. In den vergangenen Jahren hatte die Branche die freie RfB inklusive Schlussüberschussanteilsfonds in beachtlichem Ausmaß gestärkt (von ca. EUR 33 Mrd. im Jahr 2002 auf ca. EUR 49 Mrd. im Jahr 2007). Mit dem erwarteten Rückgang verliert die Branche erstmals seit der letzten Krise wieder Eigenmittel in substantiellem Ausmaß. Gegen dieses „Atmen“ der RfB ist grundsätzlich nichts

einzuwenden. Ob dabei aber einzelne Versicherer dauerhaft über ihre Verhältnisse ausschütten werden, wird sich erst in den nächsten Jahren zeigen.



- Fitch erwartet eine erhöhte Konsolidierung und eine weitere Konzentration auf die Kapitalanlagen

Ausblick

Fitch erwartet aufgrund der verschiedenen Herausforderungen für das Geschäftsmodell der deutschen Lebensversicherer einen verschärften Wettbewerb und letztendlich eine Konsolidierung innerhalb der Branche. Wie bereits in vorherigen Berichten erwähnt, ist Fitch der Ansicht, dass diese Konsolidierung kurzfristig hauptsächlich über sich verlagernde Marktanteile anstelle einer signifikant erhöhten Anzahl von Fusionen und Firmenübernahmen erfolgen wird, obgleich einige weitere M&A Transaktionen erwartet werden.

In den vergangenen Monaten ist die Kapitalanlage wieder stärker in den Fokus der Lebensversicherer gerückt. Als Folge der Finanzmarktkrise ist es in der Branche voraussichtlich zu einem deutlichen qualitativen Rückgang der Kapitalausstattung gekommen, da die Zuführungen zu Eigenkapital und RfB unter den Vorjahren liegen dürften, die Überschussbeteiligung aber fast konstant ist. Die positive Nachricht ist, dass die Lebensversicherer aufgrund der zinsinduzierten positiven Bewertungsreserven derzeit von Insolvenzen kaum bedroht sein dürften. Da diese Reserven von den Versicherern jedoch aufgrund des höheren Kupons in aller Regel nicht realisiert werden können bzw. sollten, gewähren sie bei länger anhaltenden Niedrigzinsen lediglich kurzfristig eine gewisse Flexibilität. Aufgrund der starken Verwerfungen an den Kapitalmärkten wird Fitch bei der Analyse der 2008er Jahresabschlüsse besonders auf die von den Versicherern mit den Wirtschaftsprüfern für die Kapitalanlagen abgestimmten Wertansätze eingehen.

Die Branche hat sich in großem Ausmaß von Aktieninvestitionen getrennt. Fitch geht davon aus, dass die Anlagen der Versicherer in Aktien bis auf weiteres deutlich unter 10% liegen werden. Alternativ investieren die Lebensversicherer nun vermehrt in Unternehmensanleihen, welche zukünftig durchaus 5-10% der Kapitalanlagen ausmachen könnten. Wie erfolgreich diese Anlagen sind, muss sich aber auch vor dem Hintergrund einer globalen Rezession erst noch herausstellen. Innerhalb der weniger risikoreichen Kapitalanlagen erwartet Fitch zukünftig verstärkte Investitionen in Pfandbriefe sowie Anleihen und Darlehen, welche von einem der verschiedenen Sicherungssysteme gedeckt sind. Gerade höher rentierliche Kapitalanlagen ermöglichen in „normalen“ Jahren den Lebensversicherern einen für das Neugeschäft wichtigen Ausweis hoher Überschussbeteiligungen. Der weitere Verlauf der Finanzkrise könnte also nicht nur maßgeblichen Einfluss auf die Kapitalausstattung der Gesellschaften haben, sondern insgesamt auf die zukünftige Entwicklung und Wettbewerbssituation in der Branche.

Anhang

Fitch Finanzstärkeratings deutscher Lebensversicherer^a

	IFS Rating	Ausblick
1. AachenMünchener Lebensversicherung AG	AA-	RWN ^b
2. Allianz Lebensversicherung AG	AA	Stabil
3. AXA Lebensversicherung AG	AA	Stabil
4. CiV Lebensversicherung AG	A	Stabil
5. Condor Lebensversicherungs AG	A	RWP ^b
6. Cosmos Lebensversicherungs-AG	AA-	RWN ^b
7. DBV-Winterthur Lebensversicherung AG	AA	Stabil
8. Dialog Lebensversicherungs-AG	A+	Negativ
9. Direkte Leben Versicherung AG	A-	Positiv
10. Generali Lebensversicherung AG	AA-	RWN ^b
11. Generali Deutschland Pensionskasse AG	AA-	RWN ^b
12. Gothaer Lebensversicherung AG	A	Stabil
13. Hamburg-Mannheimer Versicherungs-AG	AA-	Stabil
14. HDI-Gerling Lebensversicherung AG	A-	Stabil
15. IDEAL Lebensversicherung A.G.	BBB+	Negativ
16. Lebensversicherung von 1871 A.G. München	A+	Negativ
17. neue leben Lebensversicherung AG	A	Stabil
18. Nürnberger Lebensversicherung AG	A+	Stabil
19. PB Lebensversicherung AG	A-	Stabil
20. PrismaLife AG	BBB+	Stabil
21. Stuttgarter Lebensversicherung AG	A	Positiv
22. Swiss Life/Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt	BBB+	Negativ
23. Victoria Lebensversicherung AG	AA-	Stabil
24. Volkswohl Bund Lebensversicherung AG	AA-	Stabil
25. Vorsorge Lebensversicherung AG	A+	Stabil
26. Württembergische Lebensversicherung AG	A-	Stabil
27. WWK Lebensversicherung AG	A+	Stabil

^a Die Tabelle zeigt außerdem Ratings von deutschen Niederlassungen ausländischer Organisationen sowie der PrismaLife AG, die in Liechtenstein an der Börse geführt wird, jedoch hauptsächlich in Deutschland operiert

^b RWP - Rating Watch Positiv / RWN - Rating Watch Negative

Quelle: Fitch

Copyright © 2009 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.