

## Versicherungsaktien - eine „exotische“ Kapitalanlage?

- > Versicherungen als starke Kapitalmarktakteure bekannt
- > Wie werden Versicherungsaktien fundamental bewertet?
- > Was ist attraktiver: Bank- oder Versicherungsaktie?



*Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG, Düsseldorf, unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.*

*Die in diesem apoFokus enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar. Sie zielen nicht auf das individuelle Anlageprofil des Empfängers ab, sondern enthalten allgemeine Informationen, die eine selbstständige Anlageentscheidung erleichtern sollen. Mit dem apoFokus ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf verbunden.*

*Der apoFokus beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung/Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.*

*Nachdruck nur mit Genehmigung der Deutschen Apotheker- und Ärztebank.*

## Inhalt

Einleitung	4
Versicherungswirtschaft und Kapitalmarkt	5
Börsenrelevantes Wissen über Versicherungsbilanzen	13
Wie werden Versicherungsaktien fundamental bewertet?	19
Was ist attraktiver: Bank- oder Versicherungsaktie?	23
Zusammenfassung	26

**Versicherungsaktien eine unentdeckte Assetklasse?**

**Vorurteile gegenüber Versicherungsaktien beruhen auf purer Unwissenheit**

**Überraschung: Warum blieben Assekuranzkonzerne von der Finanzkrise verschont?**

## Einleitung

Versicherungsaktien sind immer noch eine wenig beachtete und unbekanntere Assetklasse. Wenn Börsianer auf Finanztitel setzen, werden Bankaktien vorgezogen. Dabei lässt sich zeigen, dass auch mit Assekuranzaktien gutes Geld zu verdienen ist und diese sich an der Börse oft besser schlagen als die Bankaktien. Warum wird also der Sektor von Privatanlegern eher gemieden und von den institutionellen Anlageprofis nur am Rande beachtet?

Drei Vorurteile sind die Ursachen:

1. Das Geschäftsmodell der Versicherungswirtschaft soll angeblich keine Börsenfantasie wecken. Die von ihr verwalteten Kapitalanlagen und eventuelle stille Reserven – primär in der Kapitallebensversicherung – gehören größtenteils den Versicherten und nicht den Aktionären. Also fehlt die Substanzfantasie.
2. Das eigentliche Versicherungsgeschäft werfe dagegen, wie jedes andere Massengeschäft unter harten Wettbewerbsbedingungen, keine ausreichenden Margen ab. Daher bleibt wenig Spielraum für eine Ertragsfantasie und gute Aktienkurse.
3. Die Zurückhaltung gegenüber Versicherungsaktien soll daraus resultieren, dass selbst Profis die Bilanzen und andere Rechenwerke der Branche nicht „so richtig verstehen“. Die darauf aufbauende fundamentale Aktienanalyse ist somit für einen Laien schwer vermittelbar.

Dieser apoFokus versucht, die vorgenannten Vorurteile mit wenigen praktischen Beispielen zu relativieren und dem Anleger in einer Phase, in der Bankaktien als Risikoanlagen angesehen werden, Appetit auf diese defensiveren Finanztitel zu machen.

Neben der Vorstellung der Bewertungsmethoden von Versicherungsaktien wird analysiert, warum es der Assekuranz gelungen ist, in der aktuellen Finanzkrise so glimpflich davonzukommen. Schließlich haben Börsianer erwartet, dass die Branche als ein wichtiger Kapitalmarktakteur kein Eigenleben führen kann und sich genauso wie die Banken oder Fonds auf der Jagd nach Rendite in toxischen Anlagen verirren wird. Zu gut ist ihnen noch das Desaster von 2001 – 2002 aus der Zeit der New Economy (Neue Markt-Ära) und der Ruf der Branche nach Bilanzhilfen in Erinnerung.

## Versicherungswirtschaft und Kapitalmarkt

### Woher stammen die Anlagegelder der Versicherer?

Versicherungen gibt es bereits seit dem Altertum

Versicherungsgeschäfte waren schon im Altertum in Mesopotamien und Ägypten bekannt. In Versicherungsaktien als Anlagemedium wurde dagegen erstmalig in der Neuzeit in England (Lloyds) investiert.

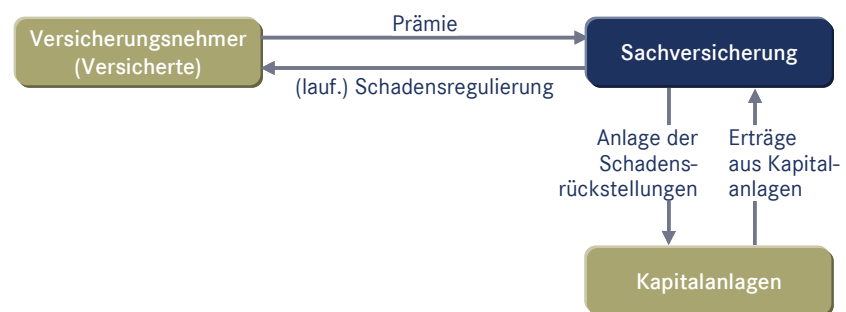
Der Anleger wird mehr über Versicherungsaktien erfahren können, wenn er eine generelle Vorstellung über das Versicherungsgeschäft gewinnt. Hier ist zwischen der Sach- und der Lebensversicherung zu unterscheiden.

Die klassische Sachversicherung betreibt ihr Geschäft, in dem sie Schadenrisiken absichert und dafür Prämien (Beiträge) erhebt. Die Prämien müssen neben der Schadensregulierung noch die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb (Betriebskosten) abdecken. Sowohl die Eintrittswahrscheinlichkeit der Schäden als auch die Höhe der Betriebskosten sind angemessen zu kalkulieren, nicht zu knapp, damit keine Verluste entstehen und nicht zu großzügig, damit der Versicherer wettbewerbsfähig bleibt.

Die typischen Kapitalströme einer Sachversicherung zeigt die folgende Grafik.

### Typische Kapitalströme in einer Sachversicherung

Der Geldkreislauf in einer Versicherung mündet ...



... in der Kapitalanlage

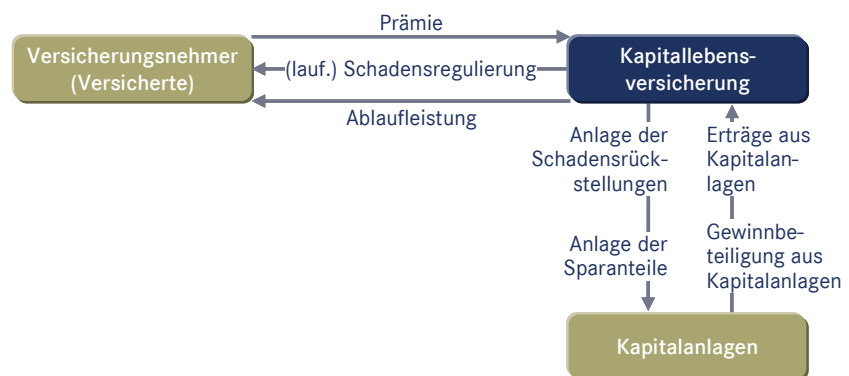
Die vereinnahmten Prämien werden nicht sofort ausgegeben. Zwischen der Prämieinnahme und dem Schadenseintritt kann eine lange Zeit vergehen. Auch wird nach der Bekanntgabe der Schadenshöhe dessen Regulierung generell Zeit in Anspruch nehmen. Als Sicherungsmittel für bekannte und unbekannte zukünftige Schadensfälle werden Rückstellungen gebildet und als Kapitalanlagen angelegt. Ihre Höhe kann riesige Volumina erreichen. So haben die deutschen Sach- und Rückversicherer per Ende 2008 Kapitalanlagen von gut 300 Mrd. Euro verwaltet.

**Garantieverzinsung und Sparanteile sind Wesensmerkmale der Kapitallebensversicherung**

Wesentlich höhere Anlagedimensionen erreicht das Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft. Der Grund hierfür liegt in den Sparbeiträgen, die in den Prämien dieser Sparten neben dem vorgenannten Risiko- und dem Kostenteil enthalten sind. Nach Ablauf der Vertragslaufzeit werden z. B. in einer Kapitallebensversicherung die gesammelten Sparbeiträge mitsamt der Garantieverzinsung und der Gewinnbeteiligung als Ablaufleistung an die Versicherten ausgezahlt.

Die in einer (deutschen) Kapitallebensversicherung vorzufindenden Kapitalströme gestalten sich demnach folgendermaßen:

**Typische Kapitalströme in einer Kapitallebensversicherung**



**Deutschland: Über 1 Billion Euro Kapitalanlagen in 2008**

Das Anlagevolumen der deutschen Kapitallebensversicherung überstieg 2008 die Grenze von 850 Mrd. Euro. Zusammen mit den Sachversicherern ergab sich also 2008 ein Anlagevolumen von über 1,15 Billionen Euro. Allein die beiden DAX-Konzerne Allianz und Münchener Rück konnten Bestände von 260 Mrd. Euro und 191 Mrd. Euro ausweisen. Das sind über 40 % der Sektorwerte.

Weitere Einzelheiten zur Bedeutung der Assekuranz am Kapitalmarkt werden im nächsten Kapitel dargestellt.

Die Assekuranz ist ein wichtiger Wirtschaftszweig, dessen Bedeutung mit dem Exportschlager der deutschen Wirtschaft, dem Maschinenbau, verglichen werden kann.

**Assekuranz ein wichtiger Wirtschaftszweig**

Die wichtigen Makrodaten (2008) des Sektors sind folgende:

- > Prämieinnahmen: 165 Mrd. Euro bzw. 2.000 Euro pro Einwohner. Der nicht ausgegebene Teil der Prämien stärkt am Jahresende die Kapitalanlagen, so wie bereits beschrieben.

- > Beschäftigte: 280.000 hauptberuflich und 400.000 Außendienstler (zum Vergleich: Bankgewerbe 680.000 Personen hauptberuflich)
- > BIP-Beitrag: etwa 2 % (zum Vergleich: Bankengewerbe inklusive Pensionsfonds etwa 3 %) oder 20 Mrd. Euro absolut gesehen

## Fazit:

Versicherungsaktien eine interessante Anlage?

Die Versicherungswirtschaft sollte im Finanzsektor nicht als der kleine, sondern als der gleichberechtigte Bruder des Bankensektors angesehen werden. Dennoch verläuft ihr Geschäft viel geräuschloser, ohne spektakuläre Höhen und Tiefen, ohne Lobeshymnen und Skandale. Die Versicherungsaktien stehen nicht im Mittelpunkt des Marktinteresses. Was sind die Ursachen?

## Die unsichtbare Kapitalmacht der Assekuranz

Assekuranz als bedeutsame Kapitalsammelstelle könnte ...

Der Hauptgrund ist, dass auf dem Kapitalmarkt die Assekuranz eher leise und diskret auftritt. Sie zählt in Deutschland seit Jahrzehnten zu den potenten Kapitalgebern, vorwiegend im Rentenbereich. In der Fachsprache wird sie mit den Großanlegern des Fondssektors und den Hypothekenbanken (Pfandbriefemittenten) als Kapitalsammelstelle bezeichnet. Diese Stellen finanzieren im großen Stil die Staatsschulden und zahlreiche private Großprojekte. Ihre Bedeutung ist etwa gleichgroß. Sie verwalten Anlagevolumina von jeweils über 1 Billion Euro (vgl. oben).

... zweimal den DAX kaufen!

Um sich eine Vorstellung von der Anlagemacht der Assekuranz zu machen, sollte folgender Vergleich überzeugen. Die Indexkapitalisierung aller DAX-Gesellschaften betrug per 31.12.2009 etwa 532 Mrd. Euro. Deutsche Versicherer wären demnach imstande, mehr als zweimal den gesamten DAX zu kaufen. Allein mit den 2008er Kapitalanlageerträgen von knapp 60 Mrd. Euro wären sie rein rechnerisch im Stande, den Siemens-Konzern oder alternativ die 12 kleinsten DAX-Werte (Salzgitter, FMC, Beiersdorf, Metro, Merck, Henkel, K+S, MAN, Lufthansa, adidas und Commerzbank) zu erwerben.

Ihre Investments unterliegen aber strikten Aufsichtsregeln!

Diese Zahlen dürften beeindruckend sein! Aber keine Bange, es wird nicht zu einer Übernahmewelle kommen! Abgesehen von der Sinnlosigkeit eines solchen Schrittes relativieren sich die Vermögenszahlen, weil die meisten Kapitalanlagen gebunden bleiben, und nur das „freie“ Vermögen der Assekuranz könnte für neue Transaktionen eingesetzt werden. Würde zudem die geplante „Komplettübernahme“ eines DAX-Wertes publik werden, dürfte dessen Aktienkurs kräftig in die Höhe schießen und die obige statische Rechnung außer Kraft setzen. Zudem schreibt das Versicherungsanlagegesetz (VAG) bei einzelnen

## Versicherungswirtschaft und Kapitalmarkt

### Die Anlage in Bank- und Versicherungsaktien eine Form indirekter Kapitalanlage

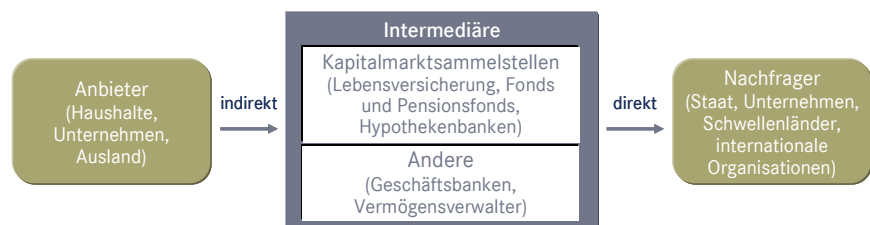
Anlageklassen Höchstgrenzen vor. Auch wird der Sektor wegen abgegebener Produktgarantien (Kapitalerhalt, Mindestverzinsung) eine defensive Anlagepolitik fahren müssen. All diese Restriktionen begrenzen die potenzielle Kapitalmacht der Assekuranz.

In der folgenden Grafik sind die wichtigsten Nachfrager und Anbieter auf dem Kapitalmarkt detaillierter dargestellt. Versicherungen zählen in diesem Schema mit den Kapitalsammelstellen und anderen Finanzinstitutionen zu den Finanzintermediären. So kaufen Privatanleger direkt Bank- oder Versicherungsprodukte (z. B. Lebensversicherungen) und legen dieses Geld indirekt auf eigene Rechnung in Wertpapieren am Kapitalmarkt oder in Krediten an. Die Finanzintermediäre können daher auch als Vermittler auf dem Kapitalmarkt angesehen werden.

### Assekuranz als Nettogläubiger am Kapitalmarkt

Die Trennung zwischen Angebot und Nachfrage bleibt dabei unscharf. Einige Akteure, wie die Unternehmen, fungieren gleichzeitig als Anbieter und Nachfrager. So hat Siemens einerseits als Anbieter eigene Anleihen emittiert, andererseits weist der Konzern in der Bilanz per 30.9.2009 als potenzieller Nachfrager nach Finanzanlagen kurzfristige Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente in Höhe von etwa 10 Mrd. Euro aus. Letztendlich kommt es auf die Nettoposition zwischen Anlagen und Verbindlichkeiten an. Da die Assekuranz selten eine Fremdfinanzierung benötigt, muss sie grundsätzlich keine Kredite aufnehmen oder Anleihen emittieren. Allenfalls sind einige Adressen (Allianz, Hannover Rück) als Emittenten von Genussscheinen und einigen Anleihen am Markt bekannt. Insgesamt fungiert der Sektor aber als klassischer Nettogläubiger (Kapitalgeber).

### Assekuranz als wichtiger Kapitalmarktteilnehmer





**Börsengewinne für die Versicherten, Börsenrisiken für die Aktionäre?**

Erträge und Vermögen: Was gehört dem Versicherten, was dem Aktionär?

Partizipieren die Inhaber von Versicherungsaktien von der beschriebenen Kapitalmacht? Die Antwort lautet: bedingt.

Denn das Dilemma der Assekuranz besteht darin, dass eventuelle Börsengewinne zum überwiegenden Teil den Versicherten zustehen, die Risiken aber bei den Gesellschaften verbleiben. Dem Kunden einer Kapitallebensversicherung gehören mindestens 90 % der Jahresüberschüsse der Kapitalanlagen sowie der stillen Reserven. Umgekehrt verbleiben dem Aktionär dann maximal 10 % an diesen Werten.

So muss eine Kapitallebensversicherung, wenn sie an der Börse Gewinne macht, 90 % der Gewinnsumme dem Versicherten gutschreiben. Macht sie dagegen Verluste, hat der Versicherte immerhin noch ein Anrecht auf den Kapitaleinsatz (Sparanteil) und einen Garantiezins (aktuell 2,25 %). Angesichts dieser Disparität bleibt daher zu fragen, ob die Kapitalmarktaktivitäten überhaupt Kursfantasie bei Versicherungsaktien wecken können?

Die Antwort ist zu bejahen. Denn die Branche hat das Problem schon lange erkannt und ihr Geschäftsmodell entsprechend angepasst. Die Gesellschaftskonstruktionen ermöglichen einerseits eine klare Trennung der Vermögenswerte zwischen den Versicherten und den Aktionären und gewähren den letzten noch Zusatzerträge aus anderen Finanzgeschäften. Um diese Ziele zu erreichen, werden zwei Wege gegangen:

**Das Holdingergebnis gehört den Aktionären**

> Gründung von Holdinggesellschaften

Ein klassischer Versicherungskonzern ist heute ein breit aufgestellter Finanzkonzern. An dessen Spitze steht die Konzern-Mutter, häufig eine börsennotierte Holding, die als Beteiligungsgesellschaft nicht den strengen Versicherungsgesetzen unterliegt. Die Holding unterhält Mehrheitsbeteiligungen an verschiedenen Versicherungsunternehmen. Dienstleistungen der Mutter an die Töchter - z. B. Vermögensverwaltung oder Vertrieb - sind entgeltlich und fließen dem Holdingergebnis zu.

**Vielfältiges Geschäft der Holding mit ihren Töchtern**

Die Töchter bilden das eigentliche operative Versicherungsgeschäft des Versicherungskonzerns und sind mit der Holding durch einen Gewinnabführungsvertrag verbunden. Das bedeutet keinesfalls, dass die Versicherungstöchter immer Gewinne erwirtschaften. Im Bedarfsfall muss die Holding für die Verluste der Töchter einstehen. Klassisches Beispiel einer solchen Konstruktion liefert die Münchener Rück, die ihre Problemtochter

**Ausbau der Allfinanzerträge**

Ergo mit Milliardenbeträgen stützen musste.

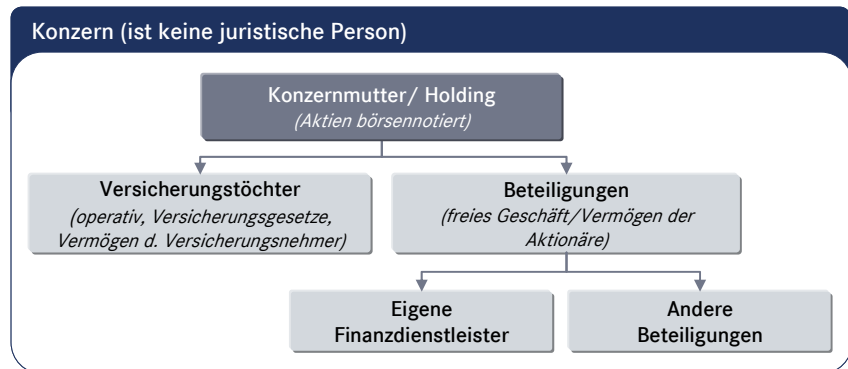
> **Ausbau von Allfinanzaktivitäten**

Viele Versicherungsholdings besitzen zudem weitere Finanzbeteiligungen wie Banken, Vermögensverwaltungen, Kreditkarten- und Fondsgesellschaften oder Finanzvertriebe. Auch Beteiligungen außerhalb des Finanzsektors gehören häufig zum Portfolio. Je nach dem, wie stark die Versicherungen mit den Banken in einem solchen Gebilde verflochten sind, wird vom Allfinanzkonzern (typisches Beispiel AXA) oder von der sog. Bancassurance (Lloyds, ING, vormals die Allianz mit der Dresdner Bank) gesprochen. Im Zuge der aktuellen Finanzkrise wird die Trennung der beiden Bereiche von den Aufsichtsbehörden stark forciert.

Die folgende Grafik veranschaulicht die Struktur eines Versicherungskonzerns, der aus Versicherungstöchtern und anderen Beteiligungen besteht.

**Typische Beteiligungsstruktur eines Versicherungskonzerns**

Starke Verflechtung zwischen Versicherungen und Banken



**Fazit:**

Das Ergebnis und das Vermögen einer Versicherung (inklusive stiller Reserven) sind streng von den analogen Werten der Konzern-Mutter (Holding) zu unterscheiden, die allein den Aktionären gehören. Das versicherungsfremde Geschäft der Holding mit ihren Finanzdienstleistern und anderen Beteiligungen ist das eigentlich Spannende in der Analyse von Versicherungsaktien. Wie stark sich das Geschäft der Versicherungstöchter auf das Ergebnis der Holding auswirkt, wird später noch gezeigt.

## Der Anlagestil: Sind Versicherungen aktienscheu?

Obwohl nur die Versicherten - insbesondere in einer Kapitallebensversicherung - einseitig von der Kapitalanlage profitieren, ist die Performance dieser Anlageaktivitäten aus folgenden Gründen auch für die Aktionäre und damit die Versicherungsaktien interessant:

Vier Gründe warum die Kapitalanlage für den Sektor so wichtig ist

- > Selbst der geringe, unter 10 % liegende Teil der Gewinne und der stillen Reserven, der den Aktionären zusteht, kann beträchtliche Dimensionen erreichen. Das ist der Fall, wenn im Laufe der Jahrzehnte die Versicherungskonzerne keine Zuschreibungen (z. B. bei Immobilien oder bei Aktien) getätigt haben.
- > Da der Konzern die zugesagten Renditen (Garantiezins) und den Kapitalerhalt (Sparanteil) in der Abaufleistung sichert, stellen diese für ihn quasi fixe Kosten dar. Ohne ein gutes Kapitalmarktgeschäft ist diese Zusicherung nicht möglich.
- > Die erzielten Renditen sind das Aushängeschild und die Visitenkarte im Neugeschäft und sichern vordere Ratingplätze. Wer hier schlecht abschneidet, spürt den harten Wettbewerbsdruck, wie z. B. die deutschen Lebensversicherer Anfang der 90er Jahre im Kampf um die Marktanteile mit den britischen Adressen.
- > Schließlich bedeutet gutes Börsengeschäft wegen der geschilderten Finanzdienstleistungen an die Versicherungstöchter immer gutes Zusatzgeschäft für die Holding und für Kursimpulse ihrer Aktie.

Alles im allem kann es der Holding also nicht egal sein, wie das Kapitalmarktgeschäft verläuft, so wie es einer Fondsgesellschaft nicht egal ist, wie sich die Wertentwicklung der Anteile entwickelt, selbst wenn sie auch nicht an den guten Ergebnissen direkt partizipiert.

Dies vorausgeschickt, ist zu fragen, wie die Versicherungen das Dilemma zwischen der geforderten Sicherheit und einer attraktiven Rendite lösen. Welchen Stil bevorzugen sie in der Anlageallokation? Ändert sich ihr Anlageverhalten im Zeitablauf? Ist dieses Verhalten zyklisch oder folgt es einem eingefahrenen Muster? Der Katalog verwandter Fragen könnte beliebig erweitert werden.

Versicherungen investieren langfristig, sie sind dabei ...

In welche Assetklassen deutsche Versicherer in den letzten zehn Jahren investiert haben, zeigt die folgende Tabelle. Im Mittelpunkt des Aktionärinteresses steht die Prüfung, ob die Versicherungen tatsächlich so aktienscheu

sind, wie behauptet wird. Wäre das der Fall, könnten ihnen enorme langfristige Renditechancen entgehen, die der Aktienmarkt bietet. Laut dem Deutschen Aktieninstitut betrug der jährliche Renditevorsprung der DAX-Rendite gegenüber einer 10-jährigen Staatsanleihe im 60-Jahresvergleich etwa 5 % bis 6 % p. a. Die langfristig investierende Versicherungswirtschaft – ein klassischer Kapitallebensversicherungsvertrag hat eine durchschnittliche Laufzeit von etwa 20 Jahren - wäre dazu prädestiniert, diese Renditechance zu nutzen. Nutzt die Assekuranz diese Chancen?

... aber aktienscheu und rentenfreundlich

Die offiziellen Statistiken bestätigen die unterstellte Aktienaversion, obwohl sie etwas irritieren. Sie basieren auf Bilanzwerten und berücksichtigen bei den Aktieninvestments nicht die indirekten Anteile in Fonds. Wird der Einfachheit halber ein Aktienanteil in den Fonds von 50 % unterstellt, ergibt sich eine Anlagestruktur wie unten dargestellt.

#### Struktur der Kapitalanlagen in der deutschen Versicherungswirtschaft

Jahr	Aktien*	Festverzinsliche	andere
1998	11 %	63 %	26 %
2000	13 %	57 %	30 %
2002	12 %	52 %	36 %
2004	11 %	57 %	32 %
2006	11 %	57 %	32 %
2007	12 %	58 %	30 %

\*direkt und indirekt in Fonds,  
Quelle: GdV

Unter Berücksichtigung der vorgenannten Restriktionen lassen sich folgende Generalaussagen gewinnen:

Seit Jahrzehnten herrscht ein defensiver Anlagestil, der vom ...

- > Die Aktienquote bewegte sich in der Dekade 1998-2007 im Intervall zwischen 11 % bis 13 % und fällt damit im internationalen Sektorvergleich (über 20 %) sehr niedrig aus. Sie entspricht in etwa dem Anteil, den deutsche Privatanleger an Dividendenpapieren halten. Der defensive Anlagestil ist ebenfalls am Anteil der festverzinslichen Wertpapiere ablesbar, der bis dato zwischen 52 % und 63 % lag.
- > Sowohl die Aktienquoten als auch die Quoten anderen Anlagen schwanken nur geringfügig, was auf wenig veränderte Anlagegewohnheiten des Managements hindeutet.

... Desaster in der Ära der Internetblase unterbrochen wurde

- > Aus Unternehmensangaben ist bekannt, dass die Aktienquote während der Internetblase (Neue Markt-Ära 2000 bis 2003) bei vielen Gesellschaften die aufsichtsrechtlich zulässige 30 %-Marke fast erreichte. Diese Steigerung ist in der vorherigen Tabelle nicht sichtbar, da diese auf Bilanzwerten (Anschaffungskosten) aufbaut und keine Marktwerte berücksichtigt und zudem den Sektordurchschnitt umfasst. Durch den Ausflug in eine für sie fremde Anlagewelt gerieten damals einige Gesellschaften in eine existenzbedrohende Lage. Glücklicherweise haben sie diesen Fehler in der aktuellen Finanzkrise nicht wiederholt.

### Fazit:

Deutsche Versicherer verfolgen seit Jahrzehnten eine defensive Anlagepolitik und sind nur einmal innerhalb von 60 Jahren von dem Pfad der Tugend abgewichen. Vor dem Hintergrund dieser Risikoaversion sind die Versicherungsaktien im Vergleich zu den Bankaktien als die sichere Kategorie unter den Finanzwerten einzustufen. Die Kehrseite der Medaille ist die magere Rendite in Haussephasen, wenn an den Aktienmärkten alle verdienen. Sicherheit oder Dividende ist hier die Frage!

## Börsenrelevantes Wissen über Versicherungsbilanzen

Studium der Bilanzgrundlagen lohnt sich für den Anleger immer

Anleger, die die Bewertung einer Aktie - nicht nur im Versicherungssektor - besser verstehen wollen, sollten sich ein Minimum an börsenrelevantem Bilanzwissen aneignen. Zwar ist dieses Studium nicht so spannend wie das Ausloten von Kurspotenzialen in der Charttheorie oder die Lektüre von raffinierten Anlagestrategien, nicht desto trotz notwendig. Zu der ohnehin trockenen Bilanzmaterie kommt bei Banken und Versicherungen leider noch hinzu, dass deren Rechenwerke atypisch sind und sich vom Industriestandard unterscheiden. Zur Beruhigung des Lesers sind an dieser Stelle zwei aufbauende Anmerkungen zu machen: Zum einen wird die Darstellung auf der Folgeseite auf das Börsennotwendigste reduziert. Zum anderen werden des besseren Verständnisses wegen die Zusammenhänge anhand einer verkürzten Musterbilanz und Erfolgsrechnung (Gewinn- und Verlustrechnung) demonstriert.

Versicherungsbilanzen sind nicht komplizierter sondern ...

So wie der Mensch zu 70 % aus Wasser besteht, so besteht die Bilanz einer Kapitallebensversicherung auf der Aktivseite zu 95 % aus Kapitalanlagen und auf der Passivseite zu 90 % aus versicherungstechnischen Rückstellungen. Die in der Industrie bedeutsamen Posten wie Anlagevermögen, Umlaufvermögen, Forderungen (Aktivseite) oder Verbindlichkeiten aus Lieferungen und

### Börsenrelevantes Wissen über Versicherungsbilanzen

Leistungen sowie Darlehen (Passivseite) sind hier nicht vorzufinden oder haben eine marginale Bedeutung. In einer Sachversicherung sind die Anteile der Kapitalanlagen und der versicherungstechnischen Rückstellungen geringfügig niedriger, weil hier der vorgenannte Sparanteil fehlt.

... anders aufgebaut

Die folgenden beiden Grafiken zeigen Musterbilanzen nach HGB (deutsche Rechnungslegung), getrennt für die Sach- und die Lebensversicherung, in denen die üblichen prozentualen Anteile der wichtigsten Posten aufgeführt werden. Auf die Abweichungen nach IFRS (Internationale Rechnungslegung) wird hier nicht eingegangen.

Unterschiede zwischen Sach- und Lebensversicherern sind ...

#### Musterbilanz Sachversicherung

Aktiva		Passiva	
Kapitalanlagen	95	Eigenkapital	20
davon:			
- Aktien	10	versicherungstechnische Rückstellungen	75
- Renten	70		
- sonstige	15		
sonstige <i>(andere Forderungen, sonst. Vermögen)</i>	5	sonstige <i>(andere Verbindlichkeiten oder Rückstellungen)</i>	5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100</b>	<b>Bilanzsumme</b>	<b>100</b>

... am Sparaspekt erkennbar

#### Musterbilanz Kapitallebensversicherung

Aktiva		Passiva	
Kapitalanlagen	95	Eigenkapital	5
davon:			
- Aktien	10	versicherungstechnische Rückstellungen	90
- Renten	70		
- sonstige	15		
sonstige <i>(andere Forderungen, sonst. Vermögen)</i>	5	davon:	
		- Deckungsstock <i>(kumulierter Sparanteil)</i>	75
		- Gewinnbeteiligung der Versicherten	15
		sonstige <i>(andere Verbindlichkeiten oder Rückstellungen)</i>	5
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100</b>	<b>Bilanzsumme</b>	<b>100</b>

Versicherungen bilden ganz legal hohe Rückstellungen

Versicherungen dürfen anders als Industrieunternehmen ihrem Vorsorgecharakter entsprechend hohe Rückstellungen bilden.

Auch in der Erfolgsrechnung, die musterhaft für beide Versicherungen unten vorgestellt wird, gibt es andere Posten als in der Industrie. In verkürzter Form enthält diese Rechnung Prämien und das Ergebnis aus Kapitalanlagen auf der Ertragsseite sowie Schadensregulierungen (Zahlungen plus Rückstellungen) und Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb (Betriebskosten) auf der Aufwandsseite.

**Gewinn- und Verlustrechnung einer Musterversicherung**  
(typische Werte in Mrd. Euro bei etwa 100 Mrd. Euro Bilanzsumme)

Kapitalanlageerträge und Prämien sind Hauptposten auf der Ertragsseite

Prämien*	14
+ Ergebnis Kapitalanlagen	4
– Versicherungsleistungen	12
– Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	2
<hr/>	
Ergebnis (brutto)	4
Ergebnis (netto)	2

*\* enthalten bei der Lebensversicherung den Sparanteil*

Im Folgenden werden die in den Versicherungsbilanzen und Erfolgsrechnungen nicht sichtbaren Lücken und Reserven grob erläutert, weil sie einen entscheidenden Einfluss auf die Bewertung der Sektoraktien ausüben.

**Bilanzlücken und stille Reserven in Kapitalanlagen (Aktivseite)**

Was sind Bilanzlücken, was stille Reserven?

Unter Bilanzlücken sind unterlassene Abschreibungen auf Kapitalanlagen (Aktivseite) oder unterlassene Rückstellungen (Passivseite) zu verstehen. In beiden Fällen wird das Eigenkapital zu hoch ausgewiesen. Häufig geschieht dies, um eine aufsichtsrechtliche Unterdeckung zu verschleiern. Den Gegenpol der Bilanzlücken bilden die stillen Reserven, welche aus einer Unterbewertung der Vermögenswerte (Aktiva) und einer Überbewertung der Schulden (Passiva) resultieren. Bilanzlücken sind demnach negativ und stille Reserven positiv zu beurteilen.

Bilanzlücken signalisieren Eigenkapitalknappheit!

Die Vorstände der Gesellschaft werden im Fall einer Bilanzlücke versuchen, in den Bilanzen legal oder weniger legal zu „tricksen“, was diese Rechenwerke für den Analysten nicht unbedingt transparenter machen. Reicht diese bilanzielle Maßnahme nicht aus, müssen Reserven und Gewinne erhalten und/oder Eigenkapitalmittel im Zuge der Kapitalerhöhung besorgt werden. Das letzte Vorhaben dürfte bei eingetrübter Stimmung an den Börsen nicht

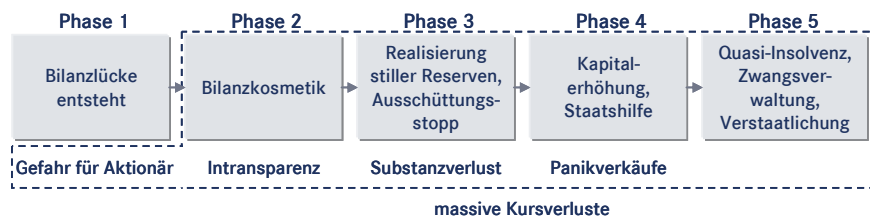
Börsenrelevantes Wissen über Versicherungsbilanzen

immer gelingen. Am Schluss der gescheiterten Sanierungsversuche steht oft nur noch staatliche Hilfe bis hin zur Verstaatlichung, wie wir es von der AIG (USA) und einigen Europäern (ING, AXA) kennen. Auch die seltenen Fälle einer Überschuldung und Quasi-Insolvenz (in Deutschland Mannheimer Lebensversicherung) sind nicht auszuschließen.

Die folgende Grafik zeigt fünf mögliche Eskalationsstufen eines krisenbefallenen Versicherungsunternehmens.

Eskalationsstufen bei einem Krisen-Versicherer

Dauerhafte Bilanzlücken können zur Insolvenz führen!



Zu betonen bleibt, dass die Eskalationsgefahren nur von versteckten Bilanzlücken ausgehen. In der Unternehmenspolitik ergibt sich dann folgendes Dilemma. Einerseits sollten die Lücken nicht explizit betont werden, denn bei offenen Unterdeckungen wäre der Eigenkapitalbedarf direkt ablesbar. Andererseits müssen sie bald geschlossen werden. Wenn die Lücken sofort erkannt werden und gehandelt wird, sind sie ungefährlich, worauf noch eingegangen wird.

Bilanzlücken verschleiern die Abschreibungsnotwendigkeit

Andererseits drohen die Blasen bei „verschleppten Lücken“ irgendwann zu platzen. Die Wirtschaftsgeschichte weiß nicht erst seit heute, dass es Bilanzsündern immer wieder gelingt, ihre Fehler zu verstecken. Nicht immer wird zu diesem Extrem gegriffen. Eine saubere Lösung ist der Ausweis stiller Lasten und ihre aufsichtsrechtliche Duldung. Dann sind Lücken durch unterlassene Abschreibungen zwar bilanziell „nicht existent“, wirtschaftlich existieren sie dennoch und müssen durch zukünftige Gewinne aufgefüllt werden.

Stille Reserven prägen in der Vergangenheit das Bild vom „reichen“ Versicherungssektor

Der Anleger in Versicherungsaktien soll durch die Lückenexistenz keinesfalls abgeschreckt werden, denn die Bilanzkosmetik kann genau so gut zur Verschleierung der Stärke einer Gesellschaft herangezogen werden. Dann ergeben sich für die Aktionäre wegen der stillen Reserven genauso hohe Kurschancen. Diese Situation war in Deutschland über Jahrzehnte vorherrschende Realität. Die Versicherungen galten in Deutschland bis zu Beginn der 90er Jahre als steinreich, weil sie über Jahrzehnte stille Reserven aufzubauen und



diese erfolgreich in ihren Bilanzen zu verstecken verstanden.

Heute gelten die Versicherungsgesellschaften allenfalls als solide kapitalisiert. Die meisten Konzerne haben zwar ihr Reservepolster weitgehend aufgebraucht, müssen aber in der aktuellen Finanzkrise im Unterschied zu vielen Banken die Abschreibungsnotwendigkeit nicht verheimlichen. Versicherungen leiden nicht unter Kapitalknappheit und haben bis auf einige Ausnahmen – wie bei Adressen, die auch umfangreiche Bankgeschäfte betrieben haben – nicht auf staatliche Rettungspakete zurückgreifen müssen.

Auf diesen wichtigen Unterschied zwischen den beiden Finanzinstitutionen wird später detaillierter eingegangen.

### Exogene und endogene Gründe bei Lücken und Reserven

Die Lücken und Reserven in den Kapitalanlagen können sowohl auf zahlreiche betriebsinterne (endogene) als auch betriebsfremde (exoge) Gründe zurückgeführt werden. Hierfür sollen einige Beispiele genannt werden:

#### > Betriebsinterne (endogene) Gründe

Beispiel: Der Versicherer macht Anlagefehler, da er auf falsche Assetklassen setzt oder die Warnzeichen der Börse ignoriert.

#### > Betriebsfremde (exogene) Gründe

Beispiel: Die Börse haussiert, es werden hohe Gewinne gemacht, aber bilanziell nicht ausgewiesen. Es bilden sich stille Reserven.

### Lücken und Reserven bestehen nicht dauerhaft

Lücken und stille Reserven auf der Aktivseite wiegen zwar folgenschwerer als ihre Pendanten auf der Passivseite (hier sind die Verpflichtungen nicht so genau messbar), dafür sind sie aber häufig nur vorübergehender Natur. Denn so wie die Börsen tief fallen können, so können sie sich auch schnell und stark erholen!

### Lücken und Reserven im Bereich der Rückstellungen (Passivseite)

### Rückstellungen und Bedarf können auseinanderfallen

Wie erwähnt, bilden Versicherungen verschiedene versicherungstechnische Rückstellungen auf der Passivseite ihrer Bilanz. Diese können dem tatsächlichen Bedarf entsprechen, darunter oder darüber liegen. Der Sachverhalt erinnert an die Pensionsrückstellungen. Auch hier müssen die gebildeten Rückstellungen nicht den tatsächlichen Verpflichtungen entsprechen. Sind sie zu niedrig, entsteht eine Lücke. Diese muss nicht sofort geschlossen werden, wenn das Kapital fehlt. Sind dagegen die Pensionsrückstellungen höher als die Verpflichtungen, besitzt der Pensionsfonds stille Reserven. Ganz ähnlich verhält es sich in einer Kapitallebensversicherung.

### Börsenrelevantes Wissen über Versicherungsbilanzen

---

**Auch bei Rückstellungen sind Lücken und stille Reserven möglich!**

Bei den Rückstellungen auf der Passivseite ist darüber hinaus vieles vergleichbar mit den Kapitalanlagen auf der Aktivseite.

- > Bei den Lücken und Reserven lassen sich betriebsinterne (endogene) und betriebsfremde (exogene) Gründe ausmachen. Folgende Faktoren kommen hier in Frage: Gewinnbeteiligungspolitik, gesetzliche Mindestverzinsung in der Lebensversicherung, Sterbetafeln, gesetzliches Renteneintrittsalter, Arbeitsmarktentwicklung.
- > Lücken belasten, Reserven entlasten das Eigenkapital.

**Eine Bilanzlücke ist noch nicht bedrohlich!**

Sind unerkannte und verschleppte Lücken tatsächlich eine ernsthafte - wie vorher in der Eskalationstheorie dargestellt - oder eher eine theoretische Bedrohung für die Versicherungsgesellschaft und die Aktienkurse?

Auch hier ist der potenzielle Anleger in Versicherungsaktien zu beruhigen. Es wird nichts so heiß gegessen, wie es gekocht wird! Wegen einer Bilanzlücke ist bislang noch keine Versicherungsgesellschaft insolvent geworden. Denn der gesellschaftliche Schaden wäre bei solchem rigorosen Vorgehen unangemessen.

Zu erinnern sei an die Lage der deutschen Lebensversicherer während der Jahre 2000 bis 2003. Nach der strengen Bewertungsvorschrift des deutschen Bilanzierungsrechts hätte damals fast ein ganzer Sektor Konkurs anmelden müssen, weil das gesamte Eigenkapital durch fällige Abschreibungen de facto verbraucht war. Die Sektorunternehmen erhielten allerdings eine aufsichtsrechtliche Ausnahmegenehmigung, haben ihre Aktien nicht verkauft, die Verluste ausgesessen und waren in zwei Jahren wieder voll kapitalisiert.

So entstanden aus Verlusten (stillen Lasten) Gewinne (stille Reserven). Bilanzprobleme, wie „Lücken“ oder Unterkapitalisierungen, sind demnach eher ein internes Problem der Unternehmen, der Aufsicht und eventuell der bewertenden Analysten. Sie sind nicht existenzbedrohlich, sofern sie vorübergehender Natur sind.

**Erst bei Illiquidität kann es ernst werden!**

Eine andere Gefahr droht seitens der Illiquidität. Können Banken und Versicherungen ihre Rechnungen nicht mehr begleichen, Löhne bezahlen oder Abhebungen von Kundengeldern und Auszahlungen gekündigter Versicherungsverträge darstellen, käme es schnell zu einer Massenpanik. Kunden würden sprichwörtlich die Bankschalter stürmen. Illiquidität ist sowohl eine interne als auch externe Bedrohung. Ohne Staats- und Notenbankhilfe geht es - so wie in der aktuellen Finanzkrise - dann häufig nicht mehr weiter.

### Was stimuliert die Aktienkurse mehr, die Bilanz oder die Ertragsrechnung?

Die Ertragsrechnung gilt als Basis für die KGV-Ermittlung

Bilanzen sind wichtig und informativ, dennoch dürften starke Bilanzen für einen hohen Kurs von Versicherungsaktien nicht ausreichen. Auch in anderen Branchen schauen Anleger in erster Linie auf die Jahresergebnisse (oder deren Wachstumsraten) und die daraus abgeleiteten KGV-Bewertungen der Aktien, auf die unten eingegangen wird.

Obwohl Bilanzen mehr aussagen, besitzt ...

Die Börsianer interessieren somit Ertragszahlen mehr als die Bilanzzahlen. Folgende Parallele kann diese überraschende Feststellung verdeutlichen: Der Unterschied zwischen der Bilanz und der Ertragsrechnung eines Unternehmens ist der gleiche wie beim Menschen zwischen seinem generellen Gesundheitszustand und der augenblicklichen Verfassung. Der Langfristaspekt, also die Gesundheit, und nicht die Momentaufnahme ist entscheidend. So wie es kerngesunde Menschen gibt, so gibt es kerngesunde Bilanzen. Dennoch wird die Mehrzahl der Befragten ihre augenblickliche Verfassung in den Vordergrund stellen, wenn sie gefragt werden, wie es ihnen geht.

... die Ertragsrechnung eine höhere Kursrelevanz

Daraus folgt: Während Wirtschaftserfolge und -misserfolge in den Bilanzen langfristig zementiert werden, ist das jährlich schwankende Ergebnis in der Erfolgsrechnung für Börsianer kursrelevanter. Die Börse hat ein Kurzzeitgedächtnis!

Bei Finanztiteln ist besonders stark auf die Bilanzkosmetik zu achten

Der Analyst hat bei der Bilanz und der Ergebnisrechnung von Finanzinstitutionen zudem besonders auf die Auswirkungen der verschiedenen Wahlrechte (Bilanzkosmetik) zu achten, die das Gesamtergebnis verfälschen können. Auch hier gilt die alte Börsenweisheit: Die Sektor-Unternehmen werden mit Hilfe solcher Instrumente versuchen, sich in guten Zeiten ärmer, in schlechten Zeiten besser darzustellen.

### Wie werden Versicherungsaktien fundamental bewertet?

Traditionelle Kennzahlen: KGV, KBV und Dividendenrendite

Bewertungen mit klassischen Kennzahlen sehr verbreitet

Obwohl sich das Bilanzwesen der Assekuranz von anderen Sektoren signifikant unterscheidet, werden Versicherungsaktien ähnlich bewertet wie andere Dividentitel. Denn solange diese Unterschiede die Ermittlung der den Aktionären zustehenden Vermögens- und Ertragswerte ermöglichen, kann

### Wie werden Versicherungsaktien fundamental bewertet?

immer ein KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis), ein KBV (Kurs-Buchwert-Verhältnis) oder eine Dividendenrendite ermittelt werden.

Mit Hilfe dieser drei klassischen Kennzahlen kann bereits eine Kurzanalyse für die sechs großen europäischen Versicherungstitel, die im EuroStoxx50 vertreten sind, vorgenommen werden.

#### Aktienbewertung europäischer Großversicherer

Aktie	KGV		KBV	Dividendenrendite
	2009e	2010e	2010e	2009e in %
Aegon	<i>Verlust</i>	10,7	0,7	0,5
Allianz	8,3	7,5	0,9	4,7
Ass. Generali	17,3	12,2	1,8	2,4
AXA	10,3	8,1	0,9	3,2
ING	27,3	7,2	0,8	*
Munich Re	8,8	8,3	0,9	5,1

\* keine Zahlung, Quelle: Datastream, UBS, 25.01.2010

#### Bewertung der Aktien von Allianz, Munich Re und Generali interessant

Die Auswertung zeigt die starke Bewertungsdiskrepanz unter den Einzeltiteln beim KGV und bei der Dividendenrendite. Auffallend ist umgekehrt, dass bis auf Generali alle Titel nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) etwa gleich substanzstark sind. Dieser Widerspruch kann außer mit Kursrückgängen auch mit unterlassenen Abschreibungen auf Kapitalanlagen bei Aegon, AXA und ING – alle drei Konzerne erbaten in der aktuellen Finanzkrise Staatshilfe und Bilanzerverleichterungen - erklärt werden. Wer es grundsätzlich nötig hat, zur Bilanzkosmetik zu greifen, dessen Zahlenwerke sind mit Vorsicht zu genießen. Insofern sollte der vorsichtige Anleger diese drei Titel meiden.

#### Titel in Großbritannien und der Schweiz ebenfalls attraktiv

Eine weitergehende Auswahl unter den globalen Versicherungstiteln bedarf einer tiefgreifenden Analyse, auf die hier nicht eingegangen werden soll. In Europa zählen besonders die Schweiz mit ihren Global Playern (ZFS, Swiss Life oder Swiss Re) sowie Großbritannien (Legal & General, Aviva und Prudential) zu den versicherungsstarken Ländern.

#### Spezifische Bewertungskennzahlen: Das combined ratio und die Verzinsung von Kapitalanlagen

#### Sonderkennzahlen in der Versicherungsaktienanalyse

Neben den klassischen Kennzahlen weist der Sektor viele Sonderkennzahlen aus, von denen die combined ratio in der Sachversicherung und die Verzinsung der Kapitalanlagen für alle Versicherungsarten die wichtigsten sind.

### Combined ratio (Kostenquote)

Diese Kennzahl erinnert stark an die cost income ratio (Aufwand-Ertrags-Quote) im Bankenbereich und wird definiert als:

$$\text{Combined ratio} = \frac{\text{Schadensaufwendungen} + \text{Betriebsaufwendungen}}{\text{verdiente Prämien für eigene Rechnung}}$$

Wie kostengünstig arbeitet eine Versicherung?

Die langfristige combined ratio informiert, ob die Gesellschaft ihre Zahlungsverpflichtungen im Normalfall erfüllen kann. Die Quote muss also im Betrachtungszeitraum unter 100 % liegen. Wenn sie in einigen Jahren diese Marke überschreitet, muss sie dieses Minus in den anderen aufholen. So logisch die Kennzahl auf den ersten Blick erscheinen mag, in der analytischen Praxis wird es einige Interpretationsprobleme geben:

Viele Störfaktoren erschweren eine klare Interpretation ...

> Das Ergebnis aus Kapitalanlagen stört

Auch wenn die combined ratio im Versicherungsgeschäft permanent unter 100 % liegt, kann die Gesellschaft insgesamt Verluste machen, wenn sie bei der Kapitalanlage immer schief liegt.

> Veränderter Spartenmix erschwert einen sinnvollen Zeitvergleich

Historisch gewachsene Assekuranzkonzerne zeichnen sich heute durch einen stark variierenden Spartenmix aus. Jede Sparte hat spezifische Kostenquoten. Angesichts des ruinösen Wettbewerbs versuchen viele Marktneulinge mit starkem Konzernhintergrund, Marktanteile durch Dumpingpreise zu gewinnen, was eine Quersubventionierung durch die Gewinn-Sparten bedeutet. Daher können hohe Kostenquoten während solcher Marktoffensiven kurzfristig falsche Signale senden.

> Rückversicherungen weisen niedrigere Kostenquoten aus:

Schließlich zeichnen sich Rückversicherungen aufgrund fehlender kostenintensiver Vertriebsapparate durch niedrige Quoten aus.

Weite Verbreitung der Kennzahl combined ratio

Die Kennzahl combined ratio ist weit verbreitet, obwohl bereits die skizzierten Fälle zeigen, wie interpretationsbedürftig die Ergebnisse sind und wie problematisch es wäre, mit ihrer Hilfe gute Versicherungsaktien zu finden.

Wie werden Versicherungsaktien fundamental bewertet?

Laufende und Gesamtrendite sind zu unterscheiden!

### Die Verzinsungen (Renditen) der Kapitalanlagen

In diesen Kennzahlen kommt das Können der Portfoliomanager zum Ausdruck. Analysten vergleichen die laufende und die Gesamtverzinsung. In beiden Fällen wird das Ergebnis in % der Kapitalanlage ausgedrückt. Bei der Gesamtrendite kommen neben laufenden Erträgen und Aufwendungen noch das Ergebnis aus verkauften Kapitalanlagen und die Bewertungsänderung hinzu. Die entsprechenden Definitionen lauten wie folgt:

$$\text{Laufende Rendite aus Kapitalanlagen} = \frac{\text{laufende Nettoerträge}^*}{\text{Bestand Kapitalanlagen}}$$

*\* z. B. Zinsen, Pachten, Dividenden, Leasingverträge nach Abzug entspr. Aufwendungen*

Trotz ähnlicher Anlagestile unterschiedliche Renditen!

Es verwundert, dass die deutschen Marktführer bei der laufenden Verzinsung hohe Unterschiede ausweisen, obwohl sie einen ähnlichen Investitionsstil haben. Wegen der starken Rentenlastigkeit der Portfolien wäre eine Rendite in der Höhe der 10-Jahresrendite für Staatsanleihen zu erwarten. Die Unterschiede in der Gesamtrendite lassen sich mit Kursverlusten bzw. -gewinnen, die die Einzelunternehmen an der Börse erzielen, erklären.

### Laufende und Gesamtrendite aus Kapitalanlagen börsennotierter deutscher Versicherungskonzerne

Lebensversicherer brauchten 3,4 % p. a. Rendite für ihre Kundenverpflichtungen

Versicherung	Jahr	laufende Rendite	Gesamtrendite
Allianz	2005	4,3 %	4,5 %
Munich Re	2008	4,6 %	3,4 %
Hannover Rueck	2008	4,1 %	1,3 %
Generali Deutschland	2008	4,6 %	1,1 %

*Quelle: Hoppenstedt*

Die laufende Rendite in einer Kapitallebensversicherung gibt darüber Auskunft, ob z. B. ein Versicherungsunternehmen seine Garantiezinsen gegenüber Kunden erfüllen kann. In 2007 betragen diese (Soll-Zins) 3,4 % bei einer Durchschnittsrendite von 3,6 % (Ist-Zins) für die 10-jährigen Staatsanleihen.

Aktuelles Niedrigzinsszenario ist für den Sektor ungünstig!

Das ist ein ernstes Alarmzeichen. Im Falle eines lang anhaltenden Niedrigzinsszenarios könnte somit der Ist-Zins unter den benötigten Soll-Zins fallen. Die Versicherungsgesellschaften wären dann gezwungen, am Kapitalmarkt höherverzinsliche, aber dafür riskantere Anlageengagements einzugehen. In schlechten Börsenjahren oder bei unglücklicher Anlagestrategie kann die

Viele Kennzahlen sind nur für Spezialisten interessant!

Gesamtrendite sogar negativ ausfallen oder mindestens unter der laufenden Rendite liegen (siehe Tabelle). Bei den Sachversicherungen, die keine Garantieprodukte anbieten, ist das Renditedenken dagegen nicht so entscheidend.

Neben den vorgestellten verwendet der Versicherungssektor – und nicht nur der – viele andere Sonderkennzahlen, die nicht nur fremdartig klingen (Auswahl: technischer Deckungsgrad, embedded value, economic value added, return on equity, risk adjusted return of capital), sondern vornehmlich nur von Spezialisten verstanden werden.

## Was ist attraktiver: Bank- oder Versicherungsaktie?

Sektor börsenrelevant, aber nur wenige Aktien bekannt

Die 30 größten börsennotierten Versicherungsgesellschaften der Welt sind im Global Sector Titans-Subindex zu finden. Die Sektorkapitalisierung betrug per 31.12.2009 über 475 Mrd. Euro und lag damit ungefähr im Mittelfeld der 19 Subindizes. Sie übertraf allerdings die bekannteren Automobil- und Chemiebranche und lag gleichauf mit den Konsumwerten und Versorgern.

Versicherungssektor größer als Automobile und Chemie

Bankaktien wogen zu diesem Zeitpunkt mit 1.410 Mrd. Euro etwa dreimal schwerer. Zudem gibt es in der Finanzbranche einen dritten Subindex Financials (Börsengesellschaften, Kreditkarten, Broker) mit einer Kapitalisierung von 362 Mrd. Euro. Summa summarum machen Versicherungsaktien damit gut 20 % der Finanzbranche aus.

Zu den größten Versicherungstiteln im Global Sector Titan Index zählten per 31.12.2009:

Versicherung	Index in Mio. Euro	Schlusskurs	Währung
Allianz	39.422	87,15	Euro
AXA	30.306	16,76	Euro
Marsh & McLennan	26.821	22,14	USD
ING	26.902	6,97	Euro
Zürich Fin.	22.486	227,50	CHF

Quelle Börsenzeitung, Stand: 31.12.2009

Nicht die Allianz ist teuerste Versicherung der Welt ...

Die Liste wird mit einem Index-Gewicht von 8,3 % von der deutschen Allianz angeführt, die zum Stichtag 39 Mrd. Euro wert war. Auch die Munich Re lag mit über 21 Mrd. Euro in der Spitzengruppe. Unter den 30 größten Gesellschaften kam die Hälfte der Adressen aus dem angelsächsischen Bereich.

Was ist attraktiver: Bank- oder Versicherungsaktie?

... sondern die China Life Insurance

Die teuerste Versicherung der Welt ist dennoch nicht die Allianz, sondern der im Index nicht enthaltene chinesische Lebensversicherer China Life Insurance mit einer Marktkapitalisierung von etwa 84,6 Mrd. Euro (25.01.2010).

Geringe Auswahl bei deutschen Versicherungsaktien

Die Auswahl bei deutschen Versicherungsaktien war niemals groß. Zwar waren in den deutschen Indizes DAX und MDAX in der Vergangenheit niemals mehr als sechs bis acht Versicherungstitel vertreten. Heute ist jedoch die Konzentration noch weiter fortgeschritten. Neben den DAX-Titeln Allianz und Munich Re gibt es aktuell noch im MDAX die Hannover Rück.

Haben Versicherungsaktien Nachholbedarf weil ...

Gleichlauf oder Eigenleben? - eine kurze Bestandsaufnahme

Eingangs wurde die Anlageidee aufgestellt, Versicherungsaktien könnten im Finanzsektor eine gute Alternative zu den Bankaktien darstellen. Die Aktienkurse der Banken sind 2009 bereits kräftig vorgelaufen, und die fundamentalen Bewertungen sind bedenklich. So hat sich der Kurs der Deutschen Bank binnen Jahresfrist mehr als verdreifacht. Die These wäre besonders dann vielversprechend, wenn sich empirisch belegen ließe, dass Assekuranzaktien im Langfristvergleich ein von den Banktiteln losgelöstes Eigenleben führen.

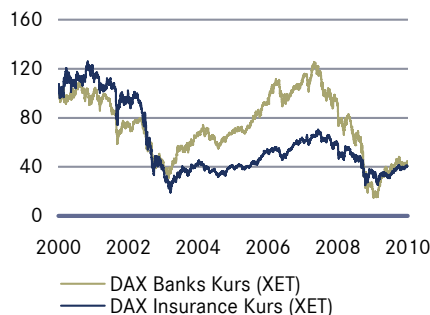
... die Kurse der Bankaktien stark vorgelaufen sind?

Denn auch die Gegenthese, dass wegen der sektoralen Verflechtung und der Dominanz des Banksektors die Versicherungsaktien am Schlepptau des großen Bruders hängen, wäre vertretbar.

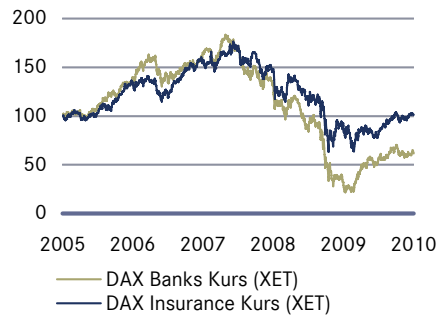
Was sagte die Empirie zu diesen Alternativen? Untersucht wird diese Fragestellung anhand von zwei einfachen Grafiken.

Verlauf Bank- und Versicherungsaktien

2000 - 2010



2005 - 2010



Quelle: Datastream



### Versicherungsaktien weniger volatil als Bankaktien

Diese Grafiken lassen auf den ersten Blick einen groben Gleichlauf erkennen. Insofern sind die Kursverläufe beider Sektoraktien nicht ganz isoliert voneinander zu betrachten. Dennoch ist ersichtlich, dass die Versicherungsaktien (insbesondere im 5-Jahresverlauf 2005-2010) weniger schwanken als die Bankaktien. Geringere Schwankungen bedeuten kleineres Kursrisiko. Wenn gleich also nicht von einem ausgeprägten Eigenleben der Versicherungsaktien gesprochen werden kann, sind sie unter Risikogesichtspunkten sicherer.

Wovon hängen die Kurse der Versicherungsaktien ab?

### Was spricht konkret für die Versicherungsaktien?

Wer hier eine fundierte Prognose der Kursentwicklung erstellen will, muss die Frage nach den Fundamentalfaktoren des Sektors beantworten. Denn kursrelevante nicht-fundamentale Sonderfaktoren wie Großakquisitionen, Fusionen der Einstieg von Großinvestoren oder neue Rechnungslegung (Solvency II) sind hier in absehbarer Zeit nicht zu erwarten.

### Konjunktur, Zinsen und das Vorsorgegeschäft sind die fundamentalen Kurstreiber

Zu den wichtigsten fundamentalen Faktoren zählen wiederum die Konjunktur, die Zinsentwicklung und das Geschäft mit der Altersvorsorge und den Pensionsfonds. Wer in dieser Hinsicht allerdings viel Fantasie erwartet, wird schnell enttäuscht. Der Einfluss der Konjunktur wird in Deutschland durch eine gewisse Sättigung mit Versicherungsprodukten und den Vormarsch der Kollektivversicherungen („Zwangsversicherungen“ des Sozialstaates) gebremst. Zudem erweist sich das Versicherungsgeschäft eher als konjunkturreisistent. An dem derzeit niedrigen Zinsniveau dürfte sich aus unserer Sicht kurz- und mittelfristig auch nur wenig ändern. Also auch hier keine gute Nachricht. Schließlich kommt der vormalige Hoffnungsträger der Branche, das Geschäft mit der privaten Altersvorsorge, nicht so richtig in Schwung. Summa summarum sind die fundamentalbasierten Argumente für ein Engagement in Versicherungsaktien nicht besonders einladend.

Ungeachtet dessen gibt es mehrere Argumente, warum Versicherungsaktien attraktiver als Bankaktien sein könnten und schon vor diesem Hintergrund gekauft werden sollten. Gerade für jemanden, der in dem Finanzsektor noch nicht vertreten ist und einen Einstieg in der (erwarteten) Konsolidierungsphase wagt, bietet sich hier eine günstige Einstiegsgelegenheit.

## Zusammenfassung

---

### Versicherungsaktien im Vergleich zu Bankaktien attraktiv?

#### Warum könnten Versicherungsaktien attraktiver als Bankaktien sein?

Was sind die Gründe, die für die Priorität der Versicherungsaktien gegenüber den Bankaktien sprechen?

- > Die Aktienkurse dieser Branche haben im Unterschied zu Banktiteln an der letzten Börsenhausse nur proportional partizipiert.
- > Die Versicherungsbilanzen bergen im Durchschnitt wenig risikoreiche Wertpapiere. Nach Verbandsangaben des GDV betragen in Deutschland die strukturierten Anlagen gerade 3 % der gesamten Kapitalanlagen.
- > Die Branche leidet kaum unter der Eigenkapitalknappheit, braucht nur in Ausnahmefällen Staatshilfe und muss daher keine „Bad-Versicherung“ oder irreführende Bilanzkosmetik anstreben.
- > Die guten Bewertungskennzahlen der Versicherungsaktien sind daher zuverlässiger als bei den Banken. Sie basieren nicht nur auf einer sicheren Datenbasis, sondern fallen mit 2010er KGV-Werten von oft unter 10 - historisch gesehen - sehr günstig aus.
- > Versicherungsgesellschaften liefern bis auf wenige Skandale deutlich weniger Negativmeldungen als Banken, in denen die Subprime-Zeit zum Teil erst aufgearbeitet wird (Untersuchungsausschüsse, Schadenersatzklagen, neue Boni-Diskussionen, staatliche Regulierungspläne).

#### Zusammenfassung

- > Obwohl Versicherungsaktien weder besonders bekannt noch populär sind, haben sie mit etwa 500 Mrd. Euro Marktkapitalisierung im Euroraum, - was etwa der Hälfte des Bankenbereiches entspricht - ein hohes Börsengewicht.
- > Der Sektor ist zudem als Anleger von Geldern der Kapitallebensversicherung neben den Banken und der Fondswirtschaft die drittgrößte institutionelle Adresse am Kapitalmarkt. Er verwaltet allein in Deutschland ein Anlagevolumen von über 1 Billion Euro.
- > Die Rechnungslegung der Versicherungswirtschaft (Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung) erscheint einem Nicht-Fachmann äußerst kompliziert und wenig transparent. Sie ist nicht zuletzt für ein gewisses Misstrauen

gegenüber den Versicherungsaktien verantwortlich.

- > Dennoch ist diese Aversion unbegründet. Denn im Endeffekt wird die Bewertung der Versicherungsaktien mit bekannten Kennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), dem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) oder der Dividendenrendite vorgenommen. Als spezifische Kennzahlen sind zusätzlich die Aufwand-Kosten-Quote (combined ratio) und die Rendite der Kapitalanlagen zu nennen.
- > Aktuell weisen Versicherungsaktien viele noch unerkannte Stärken gegenüber den Bankaktien aus. Hierzu zählen: die zurückgebliebenen Kurse, solide Bilanzen, geringe Verwicklung in die Subprime-Krise oder die historisch sehr günstige Bewertung.

Versicherungsaktien eignen sich derzeit als gute Depotbeimischung für Anleger, die in der Konsolidierung weiter einen Einstieg in die Finanztitel suchen. Versicherungsaktien sind keine exotischen sondern solide Aktienanlagen.



## Eine gute Vermögensverwaltung ist wertvoll. Eine sehr gute unschätzbar.

„Sehr gut“. Die Vermögensverwaltung der apoBank.

Das beste Argument ist ein überzeugendes Ergebnis: Im Bankentest von Focus Money und n-tv erhielt die apoBank im Oktober 2009 die Auszeichnung „Sehr gute Vermögensverwaltung“.

Diese Auszeichnung bestätigt uns in unserer Arbeit und ist ein großer Ansporn: Auch in Zukunft werden wir all unsere Erfahrung und Kompetenz nutzen, um für Sie bestmögliche Ergebnisse zu erzielen. Im Bereich der Vermögensverwaltung – und natürlich auch in allen anderen finanziellen Belangen. Weil uns mehr verbindet.



Weil uns mehr verbindet.

 deutsche apotheker-  
und ärztebank

## Versicherungsaktien – eine „exotische“ Kapitalanlage?

---

Deutsche Apotheker- und Ärztebank  
Hauptverwaltung

apoResearch  
Richard-Oskar-Mattern-Straße 6  
40547 Düsseldorf

Telefon: (0211) 5998-0  
Internet: <http://www.apobank.de>

V.i.S.d.P.:  
Uwe Zeidler

Layout und Produktion:  
AMPK Publikationsmanagement

Druck:  
Service-Druck Kleinherne GmbH & Co. KG  
Bussardweg 5  
41468 Neuss