



# Lehren aus der globalen Kreditkrise

*von Tad Montross, Chairman und CEO*



## Lehren aus der globalen Kreditkrise

Tad Montross

Franklin (Tad) Montross ist Chairman und Chief Executive Officer der General Re Corporation. Er ist seit 1978 im Unternehmen und begann seine Laufbahn als Underwriter in der fakultativen Haftpflichtversicherung. Im Laufe seiner Tätigkeit hatte er, sowohl in den USA als auch in anderen Ländern,

verschiedene Positionen mit wachsender Verantwortung inne. 1992 wurde Tad Montross Chief Underwriter für das Vertragsgeschäft. Seit 2001 ist er Mitglied des Executive Committee der Gen Re und zugleich President und Chief Underwriting Officer der gesamten Gruppe mit Management-

Zuständigkeiten unter anderem für die Bereiche Treaty Underwriting, Versicherungsmathematik und Schadenbearbeitung. 2008 wurde er zum Chairman und CEO ernannt.

fmontros@genre.com  
Tel. +1 203 328 5575





Die weltweite Kreditkrise sowie die schweren Erschütterungen der Finanzmärkte in den Jahren 2008/2009 machen deutlich, welchen Stellenwert Finanzinstitutionen dem Thema Risiko einräumen müssen, ganz gleich, ob es sich dabei um Kredit-, Markt-, Liquiditäts- oder versicherungstechnische Risiken handelt. Durch ihren globalen Charakter und die Verflechtung der Finanzmärkte haben ursprünglich auf kleine Bereiche beschränkte Probleme plötzlich weltweite Auswirkungen. Zwar hat die Versicherungswirtschaft den Sturm bis dato vergleichsweise unbeschadet überstanden, die Ähnlichkeiten der aktuellen mit früheren Krisen in der Versicherungsbranche legen jedoch eine Neubewertung unserer Herangehensweise an die Übernahme, Steuerung und Weitergabe von Risiken nahe.

Die Ursachen der Kreditkrise ähneln sehr den Faktoren, die bereits in der Vergangenheit Probleme für die Versicherungswirtschaft ausgelöst haben, dazu zählen

- Wachstum
- Wunschdenken
- naive Kapazitätsvergabe
- falsche Verhaltensanreize
- komplexe „strukturierte“ Produkte
- Modellabhängigkeit
- falsche Anwendung der Diversifikations- theorie

Aus diesen Faktoren ist ein kurz-sichtiger und irrationaler Ansatz zur Übernahme und Steuerung von Risiken entstanden. In Kombination mit einer enormen Hebelwirkung haben die Banken die Weltwirtschaft beinahe in die Knie gezwungen. Der endgültige Schiffbruch konnte durch Intervention der Regierungen zwar vermieden werden, doch werden wir uns noch auf Jahre in unerforschten und rauen Gewässern bewegen.

Was können wir aus der Bankenkrise lernen?

1. Einem auf der Weitergabe nicht angemessen bewerteter oder strukturierter Risiken beruhenden Geschäftsmodell fehlt es an Nachhaltigkeit.
2. Unsere Herangehensweise an Risiken und deren Transfer muss von Umsicht geprägt sein.
3. Diversifikation ist keine Strategie.
4. Das „Tail-Risk“ darf nicht ignoriert werden.<sup>1</sup>

Einige Anmerkungen zu den einzelnen Punkten:

**1: „Netto-Underwriting vs. Brutto-Underwriting“**  
**„Netto-Underwriting“ ist keine langfristige Strategie**

Alle Finanzinstitute sollten sich wie Bruttozeichner verhalten, d. h. Risiken grundsätzlich so umfassend und professionell bewerten, als würde man sie in den eigenen Büchern behalten. Die Übernahme



untertarifierter Risiken mit dem Ziel, diese an eine andere Partei weiterzugeben oder billig auf den Kapitalmärkten zu platzieren, stellt keine nachhaltige langfristige Strategie dar. In der Versicherungsbranche bezeichnet man diese kurzfristige Strategie des „Netto-Underwriting“ auch als „Pass the Trash“, d. h. der Schwarze Peter wird von einer Partei an die nächste weitergegeben und im Endeffekt haben meist beide hohe Verluste zu beklagen.

Die Risikostreuung ist eine entscheidende Grundlage des Versicherungsgeschäfts und die Streuung angemessen tarifizierter Risiken wird auch weiterhin ein wichtiges Instrument zur Steuerung von Risikoportefeuilles gegen eine festgelegte Kapitaldecke sein. Die US-Hypothekenkrise zeigt, dass die Übernahme falsch bewerteter oder untertarifizierter Risiken, ihre Aufteilung in kleine Stücke und deren weltweite Streuung nicht funktioniert, außer für die Zwischenhändler, die bei diesen Geschäften beträchtliche Abschlussgebühren einstreichen.

Die auf spätere Weitergabe abzielende Zeichnung unterbewerteter Risiken ist keine nachhaltige Strategie und wirkt sich katastrophal aus, wenn sich ein systemisches Risiko realisiert.<sup>2</sup>

Rückversicherung wird auch weiterhin ein wichtiges Instrument sein und möglicherweise noch an Relevanz gewinnen, da die Versicherer derzeit in einem Umfeld agieren, in dem Kapital knapp und die Zeichnung von Risiken mit deutlich mehr Unsicherheiten behaftet ist.

**2: Mentalität**

Die Mentalität, mit der wir an den Risikotransfer herangehen, sollte sich vom „Abstoßen einer Verbindlichkeit“ hin zum „Erwerb eines Vermögenswerts“ ändern.

In den letzten zehn Jahren hat sich – bedingt durch Marktzwänge beim Risikotransfer –



eine kurzfristige Denkweise entwickelt, der die oben beschriebene Einstellung des „Abstoßens einer Verbindlichkeit“ zugrunde liegt. Dies fördert eine Mentalität, die die Weitergabe einer Verbindlichkeit zu einem möglichst niedrigen Preis und möglichst weit gefassten Bedingungen anstrebt. Im Extremfall wird hierdurch die Ausnutzung von „Arbitrage-Effekten“ beim Kauf von Erst- oder Rückversicherungen für vernünftig bzw. rational erklärt.

Betrachtet der Käufer den Erwerb einer Erst- oder Rückversicherung stattdessen als „Kauf eines Vermögenswerts“, gelten plötzlich ganz andere Kriterien. Insbesondere gewinnt die sorgfältige Prüfung der Kapitalkraft des Anbieters deutlich an Gewicht. Zwischen einem AAA und einem A- Rating besteht ein wesentlicher Unterschied. In schwierigen Zeiten gewinnt dieser Aspekt noch an Bedeutung. Wie uns die Hypothekenkrise wieder

gezeigt hat, sind Ratings keine exakte Wissenschaft. Daher darf man sich nicht allein auf ein Rating verlassen, sondern muss die Gegenpartei einer umfassenderen Prüfung unterziehen. Entscheidende Fragen sind z. B.: Handelt es sich bei den Eigentümern um „strategische“ Eigentümer, die dem Rückversicherungs- bzw. Versicherungsgeschäft langfristig verbunden sind oder sind es „finanziell orientierte“ Eigentümer, die eine kurzfristige Strategie verfolgen und das Unternehmen möglichst schnell abstoßen möchten? Im Jargon der Investmentbanker würde man fragen: „Haben die Eigentümer eine Ausstiegsstrategie?“

Verfolgt die Unternehmensleitung im Hinblick auf das Geschäft und die Kunden einen konsistenten Ansatz? Ein konsistenter Ansatz ist nicht zu verwechseln mit dem alten Beziehungs- oder „Kontinuitätsmodell“, das fälschlicherweise oft so ausgelegt wurde, dass die Geschäftsbeziehung unter allen Umständen aufrechterhalten werden musste. Ein konsistentes Geschäftsmodell beinhaltet die Verpflichtung gegenüber dem Kunden, die entsprechende Kapazität zu einem den Exposures und Trends angemessenen Preis sowie zu Bedingungen anzubieten, die den Inte-

ressen beider Parteien gerecht werden.



Handelt es sich bei dem Vermögenswert (der Rückversicherungsforderung) um eine reine Entschädigungsleistung oder beinhaltet er mehr? Ist das Vorhandensein von Underwriting- und Schadenexpertise Teil der Kaufentscheidung? Falls ja, sind sie tatsächlich vorhanden und kann dadurch die Performance des eigenen Bruttoportefolles verbessert werden? Wer ist mein Ansprechpartner? Liegen ausreichende Informationen zur Einschätzung des Geschäftspartners vor? In Sachen „Underwriting“: Können Audits durchgeführt werden? Sind die angewandten Tarifierungsinstrumente und Annahmen transparent? Werden die Ergebnisse analysiert und im Hinblick auf die erwarteten Ergebnisse besprochen? Werden „Exposures“ analysiert und erörtert? Werden zedierte Schäden aktiv analysiert und Meinungsunterschiede offen besprochen? Wird bei sehr komplexen Schadenfällen die Einbindung zusätzlicher Ressourcen empfohlen?

Steht das Unternehmen im Ruf, Schadenzahlungen zu umgehen oder ist es bereit, alle rechtmäßigen Ansprüche zu begleichen? Erfolgen die Zahlungen fristgerecht oder mit Verspätung? Wird auf Meinungsverschiedenheiten feindselig, legalistisch reagiert oder zeigt sich das Unternehmen offen für Argumente und signalisiert Kompromissbereitschaft?

Im Zusammenhang mit Schäden sollte das Phänomen der Run-off-Gesellschaften nicht unerwähnt bleiben. Diese haben sich zu einem recht großen Geschäftsfeld entwickelt mit einer potenziell noch kurzfristigeren Perspektive sowie einem noch begrenzteren Bekenntnis der Eigentümer und Manager zur Versicherung bzw. Rückversicherung. Beim Run-off-Geschäft wird Ihr Vermögenswert, d.h. die Verbindlichkeit

Ihres Rückversicherers gegenüber Ihrem Unternehmen, an einen Dritten verkauft, dessen Geschäftsmodell grundsätzlich möglichst geringe Zahlungen zu einem möglichst späten Zeitpunkt vorsieht. So soll diese Verbindlichkeit, also Ihr Vermögenswert, in einen Vermögenswert der Run-Off-Gesellschaft umgewandelt werden.

Verschiedene neue Vorschriften seitens der Aufsichtsbehörden haben den Rechtsstatus von Rückversicherungsforderungen verändert: Modelle zur Abwicklung solventer Versicherungsgesellschaften, der Transfer von Portefolles nach Teil VII des britischen Financial Services and Markets Act<sup>3</sup> sowie die EG-Rückversicherungsrichtlinie, die eine Übertragung von Reserven ohne vorherige Genehmigung des Eigentümers des Vermögenswerts, d.h. des betroffenen Versicherungsnehmers oder Rückversicherten, ermöglicht. All diese Veränderungen lassen die Zukunft einer Rückversicherungsforderung ungewisser werden. Daher kommt der Frage, wer die Unternehmen und Personen hinter dem Zahlungsverprechen sind, eine noch größere Bedeutung zu.

In der heutigen Rückversicherungslandschaft, in der zahlreiche Unternehmen, die vor 10 oder 20 Jahren noch am Markt waren, inzwischen verschwunden sind oder sich in Abwicklung befinden, verdient die Herangehensweise an Risikotransfer (als Vermögenswert oder Verbindlichkeit) eine Neubetrachtung.

### 3: Diversifikation ist keine Strategie

In den letzten Jahren wurde die Diversifikation als eine Art Patentrezept gepriesen. Einigen Geschäftsmodellen in der Rückversicherung lag die Strategie der Risikodiversifikation zugrunde, diese fand dann bei Solvabilitätsberechnungen anhand von Finanzmodellen in erheblichem Maß Berücksichtigung. Im vergangenen Jahr verfiel der Zauber dieses Modells jedoch.

Diversifikation ist lediglich ein Nebenprodukt und keine Strategie an sich.

Wird ein breit gestreutes Risikoportefolles allein aus Gründen der Diversifikation nach Branchen und geografischen Aspekten gezeichnet, übertreffen die daraus resultierenden operationellen Risiken in der Regel die Vorteile.

Die in der Modellierung von Finanzmarktrisiken angewandten Diversifikationsfaktoren waren für die meisten Anlageklassen zu optimistisch angesetzt. Diese Faktoren basierten auf begrenzten Daten und unterschätzten das „Tail Risk“ der Verteilungsfunktionen. Wie die extremen Szenarien im Jahr 2008 jedoch zeigten, sind viele „Tails“ nahezu perfekt korreliert.

Durch die Naturkatastrophen der Jahre 2004 und 2005 wurde die deutliche Risikokonzentration der Bermuda-Rückversicherer auf Katastrophengeschäft offenbar. Diese Unternehmen verloren zwischen 30 und 100 % ihres Eigenkapitals. Es wurde danach populär, die Anzahl der an einem Rückversicherungsprogramm beteiligten Rückversicherer zu erhöhen um das Kreditausfallrisiko zu diversifizieren. Der große Trugschluss hierbei ist jedoch zu übersehen, dass es sich bei dem wirklich großen und unerwartetem Schadenergebnis („Tail Event“) um ein systemisches Ereignis handelt, das die gesamte Branche trifft. Ein weiteres Beispiel für die fehlerhafte Anwendung der Diversifikationsstrategie ist eine vermeintliche Reduzierung des Kreditausfallrisikos durch den Wechsel von einem Rückversicherer mit einem Rating von „AA“ oder „AAA“ zu mehreren Unternehmen mit einem Rating von „A“ oder „A-“. Brancheninsider haben in diesem Zusammenhang den Begriff „Deworsification“ geprägt. Eine solche falsche Anwendung der Diversifikationstheorie ist im aktuellen Umfeld noch gefährlicher, da eine Kapitalbeschaffung nach dem Schadenseintritt nicht mehr möglich ist.

Diversifikation ist zwar mit echten Vorteilen verbunden, sie ist jedoch keine Strategie an sich. Ihre Vorteile sind eher bescheiden und können im Fall von extremen „Tail Events“ gänzlich verschwinden.



#### 4: „Tail Risk“

Das „Tail Risk“ war Ursache für viele der Finanzkrisen der letzten zehn Jahre, da eine Quantifizierung dieses Risikos sehr schwierig ist und seine Identifizierung wesentlich von persönlichen Einschätzungen und emotionalen Aspekten abhängt.

Beim „Tail Risk“ geht es um extreme Ereignisse im hinteren Bereich der Schadenverteilung, d. h. sehr seltene Ereignisse, die den Erwartungswert um ein Vielfaches der Standardabweichung übersteigen. Ereignisse mit einer sehr geringen Eintrittswahrscheinlichkeit, aber einer sehr großen Schadenhöhe können ein Unternehmen in den Ruin treiben. Da diese Ereignisse jedoch so selten sind, ist es verführerisch, sie zu ignorieren. Die der Bewertung der meisten Risiken zugrunde liegenden Datensätze sind durch den beschränkten Beobachtungszeitraum in ihrer Aussagekraft begrenzt. Eine Extrapolation aus diesen Daten erfordert nun ein Urteil oder eine Abschätzung darüber, welche Verteilungsfunktion den Daten am besten angepasst ist. An dieser Stelle kommt das emotionale oder menschliche Element ins Spiel, da eine vollkommen objektive oder realistische Einschätzung sehr schwierig ist. In der Regel sind wir entweder zu optimistisch oder zu pessimistisch, häufig beeinflusst durch kürzlich eingetretene Ereignisse oder deren Ausbleiben. Weiterhin neigen wir zu der Annahme, dass das Modell alle Risikofaktoren oder

„Tail Events“ berücksichtigt, was schlicht und einfach nicht der Fall ist. Schon ein altes Sprichwort besagt, dass Optimismus häufig nur ein Mangel an ausreichenden Informationen ist. All diese Aspekte führen häufig zu einer Unterbewertung oder Untertarifung des „Tail Risk“ einer Schadenverteilung. Dieses Verhalten ist auf den Finanz- und Versicherungsmärkten tagtäglich zu beobachten.

Finanz- und Versicherungsprodukte, die frei vereinbarte Optionen, Garantien und Besicherungsbestimmungen beinhalten, können die Belastungen durch „Tail Events“ noch verstärken. Die auf dem CDS-Markt (Credit Default Swap) gängigen Downgrade-Bestimmungen, d. h. Regelungen im Fall der Verschlechterung des Ratings, haben in der aktuellen Kreditkrise genau dies getan.

Das Underwriting von sowie der professionelle Umgang mit „Tails Risks“ ist die Königsdisziplin (eines disziplinierten agierenden Versicherers).

<sup>1</sup> Der Financial Services and Markets Act 2000 regelt in Teil VII ein Verfahren zur Überführung von Versicherungsgeschäft

<sup>2</sup> Bei „Tail Risks“ handelt es sich um extreme Ereignisse im hinteren Bereich der Schadenverteilung, d. h. sehr seltene Ereignisse, die den Erwartungswert um ein Vielfaches der Standardabweichung übersteigen.

<sup>3</sup> Ein systemisches Risiko ist ein Risiko, das die Funktion oder sogar das Fortbestehen eines ganzen Systems beeinträchtigen kann.

#### Fazit

Die Übernahme von Risiken sowie deren Bewertung und Steuerung bedürfen einer konservativen Einstellung sowie einer disziplinierten Ausführung. So wird sichergestellt, dass wir abgegebene Versprechen auch halten können.

Hierzu müssen wir die Zeichnung von Risiken auf Bruttobasis betreiben, d. h. Risiken grundsätzlich so behandeln, als würde man sie in den eigenen Büchern halten, den Transfer von Risiken wie den Erwerb eines Vermögenswerts betrachten, die der Diversifikation innewohnenden Grenzen anerkennen sowie beim Underwriting von „Tail Risks“ besonders wachsam sein.

Der Transfer von Risiken sowie die Rolle, die Versicherer im Hinblick auf das reibungslose Funktionieren des Wirtschaftskreislaufs einnehmen, sind für die Weltwirtschaft von zentraler Bedeutung. Individuen und Unternehmen vertrauen gleichermaßen auf unsere Risikoeinschätzung und unser Leistungsversprechen im Schadenfall. In diesem Sinn ist die Versicherungswirtschaft damit nicht der richtige Platz für Optimisten, sondern für Realisten, die einer konservativen Risikoeinschätzung und -übernahme verpflichtet sind.



*The people behind the promise.*

*Diese Informationen wurden von der Gen Re zusammengestellt und dienen als Hintergrundinformationen für unsere Kunden sowie unsere Fachmitarbeiter. Die Informationen müssen eventuell von Zeit zu Zeit überarbeitet und aktualisiert werden. Sie sind nicht als rechtliche Beratung anzusehen. Bitte sprechen Sie mit Ihrem Rechtsberater, ehe Sie sich auf diese Informationen berufen.*