

**Schriftliche Stellungnahme der Deutschen Bundesbank anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 3. Dezember 2014 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Finanzaufsicht über Versicherungen“ – BT-Drucksache 18/2956**

**1. Gesamtbewertung**

Diese Stellungnahme bezieht sich neben einzelnen Aspekten der VAG-Novelle insbesondere auch auf deren europäische Vorgaben und enthält ökonomische Erwägungen, die im weiteren Regulierungsprozess berücksichtigt werden sollten.

Die zukünftige Regulierung für den europäischen Versicherungssektor bildet Risiken sehr viel besser als bisher ab und ist insofern positiv zu bewerten. Die ursprünglich mit der Rahmenrichtlinie von 2009 vorgesehene und weitgehend auf Marktwerten abstellende Solvenzbilanz zeigt ein deutlich volatileres Bild der Risikotragfähigkeit von Versicherern als es unter Solvency I der Fall ist. Versuchen die Unternehmen in Krisenphasen ihre Solvenzquote zu erhöhen, kann es zu Fire-Sale-Verkäufen kommen, die einen Preisverfall der Aktiva noch beschleunigen könnten. Die daraus resultierende Prozyklizität hat Omnibus II mittels der Maßnahmen zur Bewertung langfristiger Garantien grundsätzlich adressiert. Ob dies ausreichend ist, sollte nach Umsetzung der Maßnahmen überprüft werden.

Aus Sicht der Finanzstabilität könnte sich als kritisch erweisen, dass die Maßnahmen eine erhebliche Kapitalentlastung für die Versicherungsunternehmen zur Folge haben. Es sollte daher sichergestellt werden, dass die Kapitalanforderungen in den Durchführungsmaßnahmen nicht weiter herabgesetzt werden. Insbesondere die Lebensversicherer sollten die Solvabilitätsanforderung bereits frühzeitig erfüllen, ihre Risikotragfähigkeit steigern und damit zur Finanzstabilität beitragen. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass die von den Versicherungsunternehmen genutzten Übergangsmaßnahmen wegen der Offenlegungspflichten transparent gemacht werden.

Fehlanreize, die im neuen Rechtsrahmen enthalten sind, sollten beseitigt werden. Insbesondere die regulatorische Privilegierung von Staatsanleihen unter Solvency II sollte mittel- bis langfristig abgebaut werden. Die Privilegierung von Staatsschuldtiteln beeinflusst die Anlageentscheidung von Finanzintermediären zugunsten von diesen, woraus sich verzerrende Effekte auf die relativen Marktpreise verschiedener Anlageformen und die Finanzierungskosten von Schuldern ergeben können. Ansteckungsgefahren mit potenziell negativen Auswirkungen auf die Finanzstabilität bestehen nicht ausschließlich zwischen Staaten und Banken sondern auch zwischen Staaten und Versicherern. Eine Abschaffung der Privilegien würde die Risiken aus dem Risikoverbund zwischen Staaten und dem Finanzsystem mittelfristig verringern.

Die kürzlich im delegierten Rechtsakt der Kommission zur Durchführung von Solvency II<sup>1</sup> vorgeschlagenen weiteren Absenkungen der Kapitalanforderungen einzelner Anlagekategorien im Vergleich zur ursprünglichen Kalibrierung durch EIOPA – insbesondere für Verbriefungen – sind kritisch zu sehen. Regulatorische Maßnahmen sollten nicht für andere wirtschaftspolitische Ziele, z.B. die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes, herangezogen werden.

Versicherer sollten die Möglichkeit bekommen, neben Aktien auch in andere Formen von Kernkapital von Banken zu investieren. Dazu gehören bestimmte Formen von Darlehen, wie z.B. Contingent-Convertible-Bonds (CoCos). Aus Finanzstabilitätssicht steht dem nichts entgegen, sofern eine dem tatsächlichen Risiko dieser Anlageklasse angemessene Unterlegung mit Eigenkapital gewährleistet werden kann und der Umfang solcher Investitionen begrenzt ist. Ob diese Anforderung erfüllt ist, sollte daher regelmäßig überprüft werden.

## **2. Würdigung von Solvency II - Finanzstabilität nachgeordnetes Ziel**

Die Umsetzung der EU-Richtlinien Solvency II und Omnibus II mit der nun vorliegenden Neufassung des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) trägt dazu bei, Risiken für die Solvenz der Unternehmen besser als bisher abzubilden.<sup>2</sup> Aktiva und Passiva der Versicherer werden dabei möglichst marktkonsistent, risikoadäquat und transparent bewertet. So zeigen sich etwa Probleme bei der Erfüllung risikoadäquater Eigenmittelanforderungen aufgrund lang anhaltender Niedrigzinsen unter Solvency II deutlich früher als im bisherigen Regime. Darüber hinaus wird das derzeit vorhandene Nebeneinander divergierender nationaler Regelungen zum großen Teil beseitigt.

Solvency II dürfte allerdings dazu führen, dass künftig ein volatileres Bild der Solvenzsituation von Versicherern entsteht. Risiken können sich auch aus der enormen Komplexität der Risikomodule und einem übermäßigen Vertrauen in statistische Modelle ergeben. Die Verlagerung von Geschäften und Risiken zwischen verschiedenen Sektoren des Finanzsystems stellt ein weiteres Problem dar. Regulierungsarbitrage in diesem Sinne, etwa zwischen dem Banken-, Versicherungs- und Schattenbankensektor, kann systemische Risiken befördern. Deshalb sind ähnliche Sachverhalte ähnlich zu regeln.<sup>3</sup>

Während für den Bankensektor mittels der europäischen Eigenkapitalrichtlinie und -verordnung (CRD IV/CRR) rechtliche Grundlagen für konkrete makroprudenzielle Instrumente, wie z.B. einen antizyklischen Kapitalpuffer oder einen Systemrisikopuffer, geschaffen worden sind, ist unter Solvency II ein Spielraum für makroprudenzielles Handeln kaum vorhanden. Die Kapitalanforderungen im neuen Versicherungsaufsichtsrecht sind von daher nicht darauf ausgelegt, von Versicherungsunternehmen ausgehende Risiken für das Finanzsystem direkt einzubeziehen.

Dennoch berücksichtigt Omnibus II einige Punkte, die einen Einfluss auf die Einschätzung systemischer Risiken haben können. Die Aufsichtsbehörden sind danach gehalten, potenzielle

---

<sup>1</sup> Vgl.: EU-Kommission, Commission Delegated Regulation (EU) No .../.. of 10.10.2014 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II).

<sup>2</sup> Omnibus II regelt insbesondere den Übergang von Solvency I zu Solvency II.

<sup>3</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), Finanzstabilitätsbericht 2013, November 2013.

Einflüsse ihrer Entscheidungen auf die Finanzstabilität in Betracht zu ziehen und gegebenenfalls ohne Verstoß gegen das primäre Gesetzesziel – den Schutz der Versicherungsnehmer – zu berücksichtigen. Es ist insofern zu begrüßen, dass die Aufsicht die prozyklischen Effekte von mikroprudenziellen Aufsichtsmaßnahmen im Fall „außergewöhnlicher Bewegungen an den Finanzmärkten“ berücksichtigen soll.<sup>4</sup>

### **3. Risiken einer zu schwachen Kapitalausstattung der Versicherungsunternehmen und Fehlanreize von Regulierung**

#### **a. Prozyklizität durch Omnibus II dämpfen – Unterkapitalisierung vermeiden**

Die ursprünglich mit der Rahmenrichtlinie von 2009 vorgesehene, weitgehend auf Marktwerten abstellende Solvenzbilanz zeigte ein deutlich volatileres Bild der Risikotragfähigkeit von Versicherern als unter Solvency I. Versuchen die Unternehmen in Krisenphasen ihre Solvenzquote zu erhöhen, kann es zu Fire-Sale-Verkäufen kommen, die einen Preisverfall der Aktiva noch beschleunigen könnten. Ein solches prozyklisches Verhalten stellt eine Gefahr für die Finanzstabilität dar. In der Folge hat die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA) im Frühjahr 2013 im Rahmen des Long-Term Guarantees Assessments (LTGA) verschiedene Maßnahmen getestet und ihre Entlastungswirkung analysiert.<sup>5</sup>

Zu diesen Maßnahmen gehörte erstens die Anpassung der risikofreien Zinsstrukturkurve in Krisenzeiten, die maßgeblich für die Diskontierung der versicherungstechnischen Rückstellungen ist (Volatilitäts-Anpassung). Zweitens ging es um die Extrapolation der Zinsstrukturkurve zur Bewertung langfristiger Verbindlichkeiten. Drittens ist eine Anpassung der Zinsstrukturkurve für ausgewählte Verbindlichkeiten vorgesehen, denen bestimmte Aktiva mit fixen Zahlungsströmen zugeordnet werden können, die bis zur Fälligkeit gehalten werden (Matching-Anpassung). Viertens sollte bei einer Nichterfüllung der Solvenzkapitalanforderungen die Erholungsphase (Recovery Period) ausgeweitet werden. Vor allem aber sollten die Anpassungskosten für die Unternehmen über die schrittweise Einführung der neu definierten Diskontkurve gesenkt werden.

Einige Finanzstabilitätsrisiken wurden durch diese in Omnibus II festgelegten Maßnahmen zur Bewertung langfristiger Garantien (Long Term Guarantee Package / LTGP / LTG-Maßnahmen) adressiert. Vor allem die Anpassungsmöglichkeiten bei der risikofreien Zinsstrukturkurve mittels der Matching-Anpassung und der Volatilitäts-Anpassung können voraussichtlich dazu beitragen, eine übermäßige Volatilität der versicherungstechnischen Rückstellungen zu vermeiden. Die verbleibenden prozyklischen Effekte von Solvency II können angesichts vieler noch zu klärender Details in den technischen Standards lediglich vorläufig betrachtet werden. Weitere Auswirkungsstudien sind nach der endgültigen Kalibrierung von Solvency II durchzuführen.

---

<sup>4</sup> Vgl.: § 294 VAG neu: Teil 6: Aufsicht: Aufgaben und allgemeine Befugnisse, Organisation, Kapitel 1: Aufgaben und allgemeine Vorschriften, Absatz 2.

<sup>5</sup> Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2013), Technical Findings on the Long-Term Guarantees Assessment, Juni 2013 und Deutsche Bundesbank (2013), Finanzstabilitätsbericht 2013, November 2013.

Mit den Maßnahmen war gleichzeitig eine starke Entlastung bei den Kapitalanforderungen verbunden. Einen Anhaltspunkt für den Umfang dieser Entlastung liefert die Untersuchung von EIOPA zu den Auswirkungen der ursprünglichen Ausgestaltung dieser Maßnahmen. Die europäischen Lebensversicherer hätten danach die Kapitalanforderungen nach Solvency II ohne die Anpassungsmaßnahmen um insgesamt 145 Mrd € unterschritten. Eine vollständige Nutzung der Maßnahmen hätte eine Übererfüllung um 80 Mrd € bedeutet. Insgesamt hatte das Maßnahmenpaket damit europaweit eine Entlastungswirkung in Höhe von etwa 225 Mrd €. Das LTGP wurde danach in Teilen angepasst. Gleichwohl zeigen die Zahlen die ungefähre Größenordnung für die Kapitalentlastung der Branche zum Startpunkt von Solvency II Anfang 2016 auf.

Die mit Omnibus II beschlossene schrittweise Einführung von Solvency II durch eine sogar 16-jährige Übergangsphase stellt insbesondere für die deutschen Lebensversicherer eine bedeutende Entlastung dar. Dies haben auch die Ergebnisse der jüngsten BaFin-Erhebung bei allen deutschen Lebensversicherern noch einmal verdeutlicht. Allerdings sollten die Lebensversicherer bereits jetzt ihre Kapitalbasis stärken. Ohnehin ist davon auszugehen, dass die Markttransparenz wegen der Offenlegungspflicht über die genutzten Übergangsmaßnahmen die Unternehmen unter Druck setzt, die Solvabilitätsanforderung frühzeitig zu erfüllen.

#### **b. Regulatorische Privilegierung von Staatsanleihen beenden**

Unter den geltenden Regelungen von Solvency I werden Kapitalanlagerisiken bei der Festlegung der Eigenmittelanforderungen eines Versicherungsunternehmens nicht direkt berücksichtigt. Gemäß Solvency II müssen Versicherer ihre Kapitalanlagen künftig mit Eigenmitteln unterlegen, deren Höhe sich nach dem Risikogehalt der einzelnen Kapitalanlagen bemisst. In eigener Landeswährung emittierte Staatsanleihen von EWR-Staaten werden – unabhängig von ihrem Rating – im Standardmodell der Solvency II-Regulierung von der Berechnung von Risikokapital für zwei wichtige Marktrisiko-Submodule, das Modul Spreadrisiko sowie das Modul Konzentrationsrisiko, ausgenommen. Bei deutschen Lebensversicherern tragen diese beiden Submodule ca. 26% zu den gesamten Eigenmittelanforderungen bei.<sup>6</sup>

Damit ergeben sich für Staatsanleihen regulatorische Privilegierungen. Diese können in einer marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung nur dann gerechtfertigt werden, wenn sie die Wohlfahrt steigern und das Gemeinwohl fördern, indem sie ein beispielsweise durch externe Effekte verursachtes Versagen des Marktmechanismus korrigieren. Diese Voraussetzungen scheinen bei der bevorzugten regulatorischen Behandlung von Staatsschulden nicht gegeben. Die Privilegierung von Staatsschuldtiteln beeinflusst die Anlageentscheidung von Versicherungsunternehmen zugunsten von Staatsschuldtiteln. Daraus können sich Preiseffekte bei verschiedenen Anlageformen ergeben. Diese beeinflussen die Finanzierungskosten von Schuldner. Forderungen gegenüber staatlichen Schuldnern sollten daher grundsätzlich konsistent zu Forderungen gegenüber anderen Schuldnern behandelt werden.

---

<sup>6</sup> Vgl.: BaFin (2010), Ergebnisse der fünften quantitativen Auswirkungsstudie zu Solvency II (QIS 5).

Laufende Forschungsarbeiten der Deutschen Bundesbank weisen darauf hin, dass Risiken auf den Märkten für Staatsanleihen das Ausfallrisiko für internationale Versicherer erhöhen. Zudem weisen insbesondere Versicherer aus den von der Krise besonders betroffenen Ländern ein ausgeprägtes Übergewicht ihrer Kapitalanlagen in heimischen Staatsanleihen auf (Home Bias). Um Ansteckungsgefahren somit nicht nur zwischen Staaten und Banken, sondern auch zwischen Staaten und Versicherern zu mindern und so die Finanzstabilität zu stärken, sollte die Bevorzugung von Forderungen gegenüber Staaten mittel- bis langfristig beendet werden.

Die privilegierte Behandlung von Staatsanleihen in der Versicherungsregulierung sollte überarbeitet und letztlich abgeschafft werden. Analoge Anpassungen in der Bankenregulierung wären erforderlich. Dies würde die Marktdisziplin für Staaten und eine ausreichende Risikovor-sorge im Versicherungssektor fördern. Staatenrisiken sind in der zukünftigen Regulierung des Versicherungssektors sobald als möglich stärker zu berücksichtigen.

### **c. Absenkung von Kapitalanforderungen für Verbriefungen kritisch zu sehen**

In den Verhandlungen über den kürzlich veröffentlichten delegierten Rechtsakt, der die Durchführungsbestimmungen für Solvency II umfasst, wurde zuletzt eine Vielzahl von Änderungen der Risikofaktoren vereinbart, die größtenteils geringere Kapitalanforderungen zur Folge haben.<sup>7</sup> In diesen Durchführungsbestimmungen ist beispielsweise eine weitere Absenkung der Kapitalanforderungen für Kreditverbriefungen vorgenommen worden. Gegenüber der ursprünglichen Kalibrierung von EIOPA ist nicht erkennbar, welche Beweggründe zu den Änderungen geführt haben. Die ursprüngliche Kalibrierung hat EIOPA transparent dokumentiert.<sup>8</sup> Eine Abweichung ist aus Sicht der Deutschen Bundesbank empirisch nicht fundiert, solange keine Begründung darüber vorliegt, welche Modelle und Daten den modifizierten Risikofaktoren zu Grunde liegen. Insofern ist kritisch zu sehen, dass möglicherweise eine regulatorische Maßnahme für ein wirtschaftspolitisches Ziel – die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes – herangezogen werden soll. Ein risikobasiertes Aufsichtsregime ist vor allem auch aus Finanzstabilitätssicht nicht kompatibel mit unangemessenen Anreizen, in bestimmte Kapitalan-lagekategorien zu investieren.

### **d. Adäquate Modellierung von Risiken in (internen) Modellen sicherstellen**

Die Verwendung interner Risikomodelle für Regulierungszwecke kann Fehlanreize für die Versicherer setzen. Zwar können interne Modelle die Risiken einzelner Versicherer individuell erfassen und somit besser abbilden als die regulatorische Standardformel. Die Versicherungsaufsicht muss aber überwachen, dass Versicherer ihre internen Modelle auch tatsächlich so ausgestalten. Die Modelle sollten die Risiken eines Versicherers möglichst realistisch erfassen und nicht etwa zur Verringerung der regulatorischen Anforderungen eingesetzt werden.

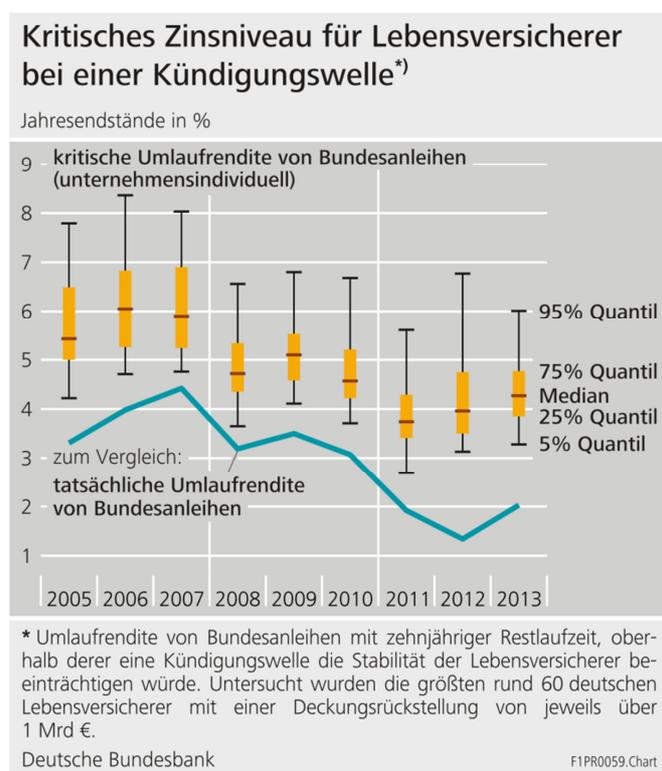
---

<sup>7</sup> Am 10. Oktober 2014 hat die EU-Kommission den delegierten Rechtsakt erlassen. Er tritt in Kraft, sobald er vom Europäischen Parlament und vom Rat geprüft und gebilligt worden ist. Für die Prüfung steht ein Zeitraum von maximal 6 Monaten zur Verfügung.

<sup>8</sup> Vgl.: EIOPA (2013), Discussion Paper on Standard Formula Design and Calibration for Certain Long-Term Investments, Dezember 2013.

Die Versicherungsaufsicht sollte dabei die Erfahrungen aus der Finanzkrise mit den internen Risikomodellen der Banken berücksichtigen. Dort haben sich zahlreiche mathematische Annahmen in Krisenzeiten als unzutreffend erwiesen. So ist die Interdependenz von Risiken in normalen wirtschaftlichen Perioden fundamental verschieden von der in Krisenzeiten. Beispielsweise sind Zins- und Stornorisiken von Lebensversicherern nicht separat sondern gemeinsam zu modellieren. Denn steigende Zinsen erhöhen den Anreiz für Versicherte, ihre Verträge zu kündigen und sich den Rückkaufswert auszahlen zu lassen. Gerade gegen Ende einer längeren Niedrigzinsphase kann die Anlage des Rückkaufswertes am Kapitalmarkt eine höhere Rendite versprechen als eine Fortführung des Versicherungsvertrages.<sup>9</sup> Bei leichten Zinsanstiegen steigt dieser Anreiz für Vertragsstornos nur geringfügig, ab einem gewissen Zinsanstieg dagegen erheblich. Eine Kündigungswelle könnte dann die Stabilität von Lebensversicherern beeinträchtigen.

Die Deutsche Bundesbank hat hierzu einen Stresstest durchgeführt. So wären Ende 2013 bei rund der Hälfte aller größeren deutschen Lebensversicherer die Puffer aus Bewertungsreserven, Eigenmitteln und Zinszusatzreserve bei einem abrupten Anstieg der Umlaufrendite börsennotierter Bundesanleihen mit einer zehnjährigen Restlaufzeit um rund 2,2 Prozentpunkte auf 4,3% aufgebraucht gewesen (s. Abbildung).<sup>10</sup> Die steigenden Zinsen hätten den Marktwert der Aktiva dann soweit reduziert, dass die Puffer im Extremfall einer Stornierung aller Verträge vollständig aufgebraucht gewesen wären.



Es ist somit sicherzustellen, dass die internen Modelle die Zusammenhänge zwischen einzelnen Risikoarten korrekt erfassen.

<sup>9</sup> So profitieren die Kunden bei einer Vertragskündigung unmittelbar von den gestiegenen Kapitalmarktzinsen. Bei einer Fortführung ihrer Verträge partizipieren sie dagegen weiter am Portfolio der Lebensversicherer, dessen Rendite durch den Altbestand gering verzinsten Wertpapiere belastet wird.

<sup>10</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), Finanzstabilitätsbericht 2014, November 2014. Als größere Lebensversicherer werden dabei Unternehmen mit kumulierten Deckungsrückstellungen von jeweils mehr als 1 Mrd € bezeichnet.

#### 4. Investitionen von Versicherern in Kernkapital von Banken – angemessene Risikounterlegung notwendig

Es wurde vorgeschlagen, dass Versicherer die Möglichkeit bekommen sollen, neben Aktien auch in andere Formen von Kernkapital von Banken zu investieren. Dazu gehören bestimmte Formen von Darlehen, wie z.B. Contingent-Convertible-Bonds (CoCos). CoCos sind Schuldverschreibungen, die von Banken ausgegeben werden und beim Eintreten zuvor festgelegter Verlustkriterien („Trigger“) in haftendes Eigenkapital umgewandelt oder in ihrem Wert herabgesetzt werden. Unter bestimmten Voraussetzungen werden CoCos in der Bankenregulierung (CRD IV/CRR) als zusätzliches Kernkapital (Additional Tier 1 / AT1) anerkannt. AT1-CoCos spielen zudem eine wichtige Rolle bei den kürzlich verabschiedeten Vorschlägen des Finanzstabilitätsrats (FSB) zur Stärkung der Gesamtverlustabsorptionsfähigkeit (Total Loss Absorption Capacity, TLAC).

Ein Vorteil von CoCos besteht darin, dass Risiken aus dem Bankensektor auf die Inhaber dieser Instrumente transferiert werden. Die Wahrscheinlichkeit wird damit geringer, dass im Krisenfall eine staatliche Unterstützung notwendig wird. Auch müssen Versicherer im Krisenfall ihre Aktiva weniger schnell auflösen als Banken, denn die Passiva von Versicherern haben eine längere Duration als die Passiva von Banken.<sup>11</sup> Grundsätzlich würden CoCos die Anlagemöglichkeiten von Versicherern erweitern, was möglich sein sollte, ein adäquates Risikomanagement vorausgesetzt. Insoweit kann der Erwerb von CoCos durch Versicherer die Stabilität des Finanzsektors erhöhen.

Allerdings nimmt im Falle, dass Versicherer ihre übrigen Kapitalanlagen im Bankensektor nicht reduzieren, mit CoCos die Verflechtung zwischen Banken und Versicherern zu. Die Risiken der Versicherer aus CoCos müssen adäquat bepreist werden. Dies stellt aufgrund der komplexen Struktur von CoCos und bisher kaum vorhandener Erfahrungswerte, gerade zu Zeiten erhöhten Marktstresses, hohe Anforderungen an das Risikomanagement der Versicherungsunternehmen.<sup>12</sup> So hängt das Wandlungsrisiko (trigger level risk) von CoCos sowohl von ihrem spezifischen Wandlungsniveau, als auch vom Kapital und den risikogewichteten Aktiva der Bank ab.<sup>13</sup> Die beiden letztgenannten Komponenten reagieren auf die wirtschaftliche Situation des Finanzinstituts, so dass das Wandlungsrisiko im Regelfall einen hohen systematischen<sup>14</sup> Anteil aufweisen dürfte. Bei AT1-CoCos kann zudem die übliche Haftungskaskade von Eigen- und Fremdkapital außer Kraft gesetzt sein. Denn gemäß CRR darf die Aussetzung von Zahlungen auf AT1-CoCos nicht an die Aussetzung von Zahlungen an Eigenkapitalgeber geknüpft sein, d.h. Kuponzahlungen auf AT1-CoCos können eingestellt werden, obwohl Dividendenzahlungen erfolgen. Weitere Risiken entstehen für diese CoCos aus der prinzipiell unendlichen Laufzeit, die bei Liquiditätsbedarf eine Veräußerung erforderlich macht. Das gilt insbesondere im Zusammenhang mit den unklaren Preiseffekten zwischen CoCos verschiedener

---

<sup>11</sup> Vgl.: J.-P. Krahen (2014), Bail-in jetzt richtig umsetzen. SAFE Policy Letter No. 34, Goethe-Universität Frankfurt.

<sup>12</sup> Vgl.: A. Admati und M. Hellwig (2013), Des Bankers neue Kleider, S. 290f.

<sup>13</sup> Vgl.: ESMA (2014), Potential risks associated with investing in contingent convertible instruments, Statement ESMA/2014/944.

<sup>14</sup> Als systematisches Risiko bezeichnet man in der Portfoliotheorie das bei perfekter Diversifikation verbleibende Risiko. Je höher das systematische Risiko eines Wertpapiers ist, desto höher sollte seine Risikoprämie ausfallen. Das systematische Risiko ist nicht zu verwechseln mit systemischen Risiken, d. h. Risiken für das Finanzsystem.

Emittenten, wenn tatsächlich einzelne CoCos gewandelt werden. Wegen der insgesamt hohen Intransparenz von CoCos sind gute Daten für das Risikomanagement und auch für die Aufsicht erforderlich.

Insgesamt sollte Versicherungsunternehmen Investitionen in Contingent-Convertible-Bonds (CoCos) ermöglicht werden. Aus Finanzstabilitätssicht steht dem nichts entgegen, sofern eine dem tatsächlichen Risiko dieser Anlageklasse angemessene Unterlegung mit Eigenkapital gewährleistet werden kann und der Umfang solcher Investitionen begrenzt ist. Es ist sicherzustellen, dass das Risikomanagement eines Investors in der Lage ist, all diese Risiken korrekt zu bepreisen und die Risikotragfähigkeit zu garantieren. Zudem sollten regulatorische Anreize vermieden werden, die eine übermäßige Risikoübernahme fördern. Daher sollten die entsprechenden europäischen Vorgaben zur Risikounterlegung von Kapitalanlagen in Solvency II gemäß dem spezifischen Risikoprofil dieser Anlageklasse angepasst werden. Für die Übergangszeit bis zum Inkrafttreten von Solvency II sollten Anlagen in CoCos unter die Risikokapitalanlagequote fallen, unter die auch Aktien fallen. Es wäre inkonsistent, würden Aktien als Anlageform zugelassen, CoCos hingegen nicht.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Die Risikokapitalanlagequote darf gemäß Anlageverordnung nicht größer als 35% des gebundenen Vermögens sein. Ende des Jahres 2013 lag sie für alle Versicherungssparten bei durchschnittlich 11,3%.