

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
A. Einleitung	21
I. Gegenstand der Arbeit	21
II. Gang der Untersuchung	24
B. Grundlagen und Historie der Verbriefungstechnik	27
I. Begriffliche Grundlagen	27
1. Grundmodell der Verbriefungstechnik	28
2. Verbriefungen in der Versicherungswirtschaft	30
3. Die Verbriefung von Versicherungsrisiken durch eine Anleiheemission	32
II. Die Entwicklung der Verbriefung von Versicherungsrisiken	33
1. Die Entstehung der Verbriefung von Forderungen und ihre Vorteile	33
a) Entstehungsgeschichte und Bedeutung von <i>ABS</i> -Transaktionen	33
b) Die ökonomischen Vorteile von <i>ABS</i> -Transaktionen	35
2. Die Historie der Verbriefung von Versicherungsrisiken	37
III. Alternativer Risikotransfer	38
1. Der herkömmliche Risikotransfer durch die traditionelle Versicherung	38
a) Der Begriff der Versicherung	39
b) Der mit dem Abschluss eines Versicherungsvertrages eintretende Risikotransfer	41
2. ART-Geschäfte als Instrumente versicherungstechnischer Risikopolitik	43
a) Exkurs: Der Risikotransfer durch die traditionelle Rückversicherung	44
aa) Begriffsbestimmung und Inhalt der Rückversicherung	44
bb) Ziele der Rückversicherung	46
b) Investoren als neue Risikoträger	48
3. Alternative Risikofinanzierungsinstrumente	50
a) Bedingte Kapitalaufnahme	50

b) Finanzrückversicherung	52
aa) Erscheinungsformen und Eigenschaften	52
bb) Rechtlicher Rahmen für die Finanzrückversicherung in Deutschland	55
cc) Das Erfordernis des „hinreichenden Risikotransfers“ ...	56
c) Versicherungsderivate	60
aa) Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten von Fi- nanzderivaten	60
bb) Eigenschaften von Versicherungsderivaten	62
cc) Bedeutung in der Praxis	64
 C. Beweggründe und Absichten der an einer Versicherungsverbriefung beteiligten Parteien	 67
I. Mögliche Initiatoren von versicherungstechnischen Verbriefungen	67
1. Versicherungsunternehmen	67
2. Nicht-Versicherungsunternehmen	68
II. Gründe für den Einsatz der <i>Securitization</i> in der Versicherungs- wirtschaft	68
1. Verbriefungen zum Zwecke der Kapazitätsausweitung von Versicherungsunternehmen durch die Erweiterung der Gren- zen der Versicherbarkeit	69
2. Verminderung von Ausfallrisiken für risikotransferierende Versicherungsunternehmen durch Verbriefungen	71
3. Versicherungsverbriefungen als Instrument des Risiko- und Kapitalmanagements zur Optimierung der Solvabilitäts- und Rentabilitätskennzahlen	73
4. Höhe der Transaktionskosten als potentieller Nachteil der Verbriefung von Versicherungsrisiken	75
III. Beweggründe der Investoren	76
1. Relevante Anlegerklassen	76
a) Institutionelle Investoren	77
b) Privatanleger	78
2. Gründe für ein Investment in versicherungstechnische Zinstitel	79
a) Portfoliodiversifikation	80
b) Ertragsprofil und Renditeeigenschaften von versiche- rungstechnischen Zinstiteln	81
c) Weitere Vorteile.....	83
 D. Die Grundstruktur der Verbriefung versicherungstechnischer Risiken ..	 85
I. Die Verbriefung von Versicherungsrisiken durch die Emission versicherungstechnischer Zinstitel	85

1.	Exkurs: Zum Begriff der versicherten und der versicherungstechnischen Risiken	85
a)	Versicherte Risiken	85
b)	Versicherungstechnisches Risiko	87
2.	Der Transfer von Versicherungsrisiken in den Kapitalmarkt durch die Emission einer Versicherungsrisikoanleihe.....	89
II.	Wesentliche Gestaltungsmerkmale von versicherungstechnischen Zinstiteln	90
1.	Rückzahlungsmodus	91
a)	Unbedingter Rückzahlungsanspruch	92
b)	Bedingter Rückzahlungsanspruch	92
2.	Zinszahlungsmodus	94
3.	Bestimmung der Bezugsgröße	95
a)	Auswahl der zu übertragenden Risiken	96
b)	Gestaltungsmöglichkeiten des Auslösemechanismus	96
aa)	Parametrischer Auslösemechanismus	97
(1)	Vorteile einer solchen Bezugsgröße	98
(2)	Das Basisrisiko als Nachteil einer solchen Bezugsgröße	99
(3)	Aufsichtsrechtliche Bewertung	100
bb)	Entschädigungsbezogener Auslösemechanismus	101
(1)	Unternehmensübergreifende Bezugsgröße	102
(2)	Unternehmensindividuelle Bezugsgröße	103
cc)	Indexbasierte Auslösemechanismen und Modellschaden-Trigger	104
c)	Zwischenergebnis	105
III.	Das Risikoprofil von versicherungstechnischen Zinstiteln	106
1.	Unvorhersehbarkeit von Versicherungssereignissen	107
2.	<i>Moral Hazard</i> -Problematik	108
3.	Die Problematik der adversen Selektion	109
4.	Weitere spezifische Anlagerisiken	110
IV.	Für eine Verbriefung geeignete versicherte Risiken und daraus resultierende Arten von Versicherungsrisikoanleihen	111
1.	Katastrophenanleihen	112
a)	Katastrophenrisiken als Gegenstand der Verbriefung	112
b)	Gründe für die Entwicklung der Verbriefung von Katastrophenrisiken	114
aa)	Hohe Schadenbelastungen der Versicherungswirtschaft infolge des Anstiegs der Anzahl und Intensität von Naturkatastrophen	114

bb) <i>Securitization</i> als Mittel zur Kapazitätserweiterung des Rückversicherungsmarktes	115
c) Gestaltungsmerkmale von Katastrophenanleihen	117
aa) Strukturierung der zu übertragenden versicherten Risiken	117
bb) Herkunftsgebiete der durch Katastrophenanleihen abgesicherten Risiken	119
cc) Verbreitete Auslösemechanismen	119
d) Risikobewertung sowie Laufzeit von Katastrophenanleihen	120
e) Marktentwicklung	122
2. Verbriefungen im Bereich der Lebensversicherung	123
a) <i>Embedded Value</i> -Verbriefungen	124
aa) Wirtschaftliche Grundlagen des Lebensversicherungsgeschäfts	124
bb) Erstrebter ökonomischer Nutzen für das Lebensversicherungsunternehmen als Initiator	125
cc) Funktionsweise und Strukturierung von <i>Embedded Value</i> -Verbriefungen	126
b) Verbriefungen von Sterblichkeits- und Langlebigkeitsrisiken	128
c) Verbriefungen zur Erfüllung aufsichtsrechtlicher Kapitalanforderungen in den USA	129
3. Verbriefungen sonstiger Klassen von Versicherungsrisiken	130
V. Emissionswege für Versicherungsrisikoanleihen	132
1. Primäre <i>Securitization</i>	132
a) Vor- und Nachteile dieser Emissionsform	133
b) Vereinbarkeit mit dem Verbot versicherungsfreiem Geschäfts gemäß § 7 Abs. 2 Satz 1 VAG und dem Kreditaufnahmeverbot gemäß § 7 Abs. 2 Satz 3 VAG.....	134
aa) Der Betrieb von Versicherungsgeschäften	135
bb) Das Kriterium des „unmittelbaren Zusammenhangs“ ...	135
cc) Das Kreditaufnahmeverbot gemäß § 7 Abs. 2 Satz 3 VAG	136
dd) Stellungnahme zum Kreditaufnahmeverbot	137
ee) Schlussfolgerungen für die aufsichtsrechtlichen Bewertung der primären <i>Securitization</i>	138
c) Vereinbarkeit mit der Beschränkung des zulässigen Geschäftsgegenstands von Rückversicherungsunternehmen gemäß § 120 Abs. 1 Satz 3 VAG	139
2. Sekundäre <i>Securitization</i>	140
a) Vorteile dieser Emissionsform	141

b) Gesetzliche Anforderungen betreffend die Gründung von Versicherungs-Zweckgesellschaften	142
VI. Darstellung eines Grundmodells der Versicherungsverbriefung und seiner Zahlungsströme	143
 E. Kapitalmarktrechtliche Bewertung von versicherungstechnischen Zinstiteln	149
I. Überblick über die Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung durch die Emission von Effekten	149
1. Exkurs: Zulässige Rechtsformen für Versicherungsunternehmen	149
2. Die Emission von Aktien	150
3. Die Emission von Anleihen	152
a) Die Kapitalaufnahme durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen	152
b) Verschiedene Anleihearten	154
aa) Gewinnschuldverschreibungen	155
bb) Genussscheine	157
(1) Genussscheine als Finanzierungsinstrument	157
(2) Gestaltungsformen von Genussscheinen	158
(3) Genussrechtsemissionen als Mittel zur Erfüllung der aufsichtsrechtlichen Eigenmittelanforderungen	159
(4) Abgrenzung von Gewinnschuldverschreibungen ...	160
II. Die Eigenschaften von versicherungstechnischen Zinstiteln und ihre wertpapierrechtliche Einordnung	161
1. In Betracht kommende Anforderungen an Versicherungsunternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft bei der primären Emission einer Versicherungsrisikoanleihe	161
a) Versicherungstechnische Zinstitel als Erscheinungsform von Inhaberschuldverschreibungen	162
b) Beeinflussung des Gewinnbezugsrechts der Aktionäre durch den bedingten Zinszahlungsanspruch	163
aa) Auffassung von <i>König</i>	165
bb) Bewertung und Stellungnahme	166
c) Bewertung eines bedingten Rückzahlungsanspruchs	167
d) Ergebnis	168
2. Rechtslage bei der primären Emission einer Versicherungsrisikoanleihe durch Versicherungsunternehmen in der Rechtsform eines Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit.....	168
a) Erstreckung des Beschlussfordernisses auf versicherungstechnische Zinstitel	169

aa) Auffassung in der Literatur	170
bb) Stellungnahme	170
F. Auswirkungen der <i>Securitization</i> auf die aufsichtsrechtlich geforderte Solvabilität und die Höhe des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen	171
I. Kapitalausstattung und Vermögensanlage der Versicherungsunternehmen als Schwerpunkte der Finanzaufsicht	171
1. Aufsichtsrechtliche Vorgaben bezüglich der Kapitalausstattung von Versicherungsunternehmen	171
2. Aufsichtsrechtliche Vorgaben bezüglich der Vermögensanlage von Versicherungsunternehmen	172
3. Die Finanzaufsicht in dem Zusammenhang der Verbriefung von Versicherungsrisiken	175
II. Überblick über die geltende Solvabilitätskonzeption	176
1. Bestimmung der aufsichtsrechtlichen Soll-Solvabilität von Versicherungsunternehmen	177
2. Bestimmung der aufsichtsrechtlichen Ist-Solvabilität von Versicherungsunternehmen	178
3. Ansatzpunkte der Kritik an dem geltenden Solvabilitätssystem	180
III. Ausblick auf die künftige Solvabilitätskonzeption (Solvency II) ...	181
1. Die Entwicklung eines neuen Solvenzsystems	181
2. Inhaltlicher Ausblick	182
IV. Möglichkeiten der Steuerung der Solvabilität eines Versicherungsunternehmens	183
1. Denkbare risikopolitische Maßnahmen	183
2. Die Rückversicherung als die Solvabilität beeinflussendes Instrument der Risikopolitik eines Versicherungsunternehmens	184
a) Die Verringerung des versicherungstechnischen Risikos durch die Rückversicherung	185
b) Art und Weise der Berücksichtigung der Rückversicherung bei der Ermittlung der Solvabilitätsspanne	185
aa) Bereich der Nichtlebensversicherung	185
bb) Bereich der Lebensversicherung	186
cc) Die einheitliche Ausrichtung des Rückversicherungsfaktors an der Nettoschadenbelastung	187
c) Die Begrenzung der Anrechnungsfähigkeit der Rückversicherung	187
V. Auswirkungen von Versicherungsverbriefungen auf die Solvabilität eines Versicherungsunternehmens	188

1. Auswirkungen auf die Ist-Solvabilität eines Versicherungsunternehmens	189
a) Sekundäre Emission von versicherungstechnischen Zinstiteln	190
b) Primäre Emission von versicherungstechnischen Zinstiteln	190
aa) Die Voraussetzungen der aufsichtsrechtlichen Anerkennung von Genussrechtskapital als Eigenmittel in Bezug auf versicherungstechnische Zinstitel	191
bb) Die Voraussetzungen der aufsichtsrechtlichen Anerkennung von nachrangigen Verbindlichkeiten als Eigenmittel in Bezug auf versicherungstechnische Zinstitel	192
cc) Zwischenergebnis	193
2. Auswirkungen auf die Soll-Solvabilität eines Versicherungsunternehmens	193
a) Sekundäre Emission von versicherungstechnischen Zinstiteln	194
aa) Voraussetzungen der aufsichtsrechtlichen Berücksichtigung	194
bb) Art und Weise der aufsichtsrechtlichen Berücksichtigung	194
cc) Zwischenergebnis	197
b) Primäre Emission von versicherungstechnischen Zinstiteln	197
aa) Mögliche Differenzierung auf Grund konzeptioneller Unterschiede zwischen der Rückversicherung und der <i>Securitization</i>	198
bb) Folgerungen für die aufsichtsrechtliche Behandlung der primären <i>Securitization</i>	199
VI. Auswirkungen der Emission von versicherungstechnischen Zinstiteln auf die Berechnung der Höhe des gebundenen Vermögens ..	201
1. Aufsicht über Erstversicherungsunternehmen	201
2. Aufsicht über Rückversicherungsunternehmen	203
 G. Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und regulatorische Vorgaben für Versicherungs-Zweckgesellschaften in Deutschland	205
I. Merkmale und Eigenschaften einer Versicherungs-Zweckgesellschaft i.S.v. § 121g VAG.....	205
1. Wesentliche Vorgaben für eine Versicherungs-Zweckgesellschaft gemäß § 121g Abs. 1 Satz 1 VAG.....	206
a) Kein bestehendes Erst- oder Rückversicherungsunternehmen	206

aa)	Abweichende Ansicht in der Literatur	206
bb)	Analyse und Stellungnahme	206
	(1) Fehlender polypersonaler Bezug	207
	(2) Kein planmäßiger und unternehmerisch ausgerichteter Betrieb von Versicherungsgeschäften	208
	(3) Mangelndes Schutzbedürfnis	210
cc)	Ergebnis	211
b)	Kapital- oder Personengesellschaft mit Sitz oder Hauptverwaltung im Inland	212
c)	Vollständige Absicherung der von Erst- oder Rückversicherungsunternehmen übernommenen Schadenrisiken durch die Emission von Schuldtiteln	212
2.	Anforderungen für die Erteilung der Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb sowie weitere aufsichtsrechtliche Vorgaben	215
a)	Qualifikation der Geschäftsleiter von Versicherungs-Zweckgesellschaften	216
	aa) Inhaltsgleiche Übertragung der Anforderungen des § 7a Abs. 1 VAG auf Versicherungs-Zweckgesellschaften	216
	bb) Inhaltlich modifizierte Übertragung der Anforderungen des § 7a Abs. 1 VAG auf Versicherungs-Zweckgesellschaften	217
	cc) Stellungnahme	218
b)	Anforderungen an die Inhaber von Versicherungs-Zweckgesellschaften	221
3.	Die Solvabilitätsanforderungen an Versicherungs-Zweckgesellschaften	222
II.	Bewertung des Rechtsrahmens sowie der steuerlichen Behandlung von Versicherungs-Zweckgesellschaften in Deutschland	224
	Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlussbetrachtung	227
	Executive Summary and Conclusion	241
	Literaturverzeichnis	253