

## Der Anleger als "Rückversicherer"

- Alternativer Risikotransfer mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -

Markus König\*, Osnabrück

### I. Einleitung

Der Grundgedanke des Versicherungsgeschäfts beruht auf der Umlegung eines Risikos auf die Gemeinschaft der Versicherungsnehmer. Dabei wird implizit davon ausgegangen, daß die Risiken nur bei einem geringen Prozentsatz der Versicherten realisiert werden. Droht nun eine Verletzung dieses Gesetzes der großen Zahl, z.B. weil eine entsprechende Diversifizierung nicht durchführbar ist, bedarf es zusätzlicher Formen des Risikotransfers. Diese Aufgabe wird zumeist von Rückversicherungsgesellschaften wahrgenommen. Daß diese traditionelle Form eines Risikotransfers an ihre Grenzen gerät, lassen jüngste Entwicklungen befürchten. Anlaß zu dieser pessimistischen Annahme geben die in den vergangenen Jahren zunehmenden Meldungen über Naturkatastrophen - Überschwemmungen, Erdbeben oder Wirbelstürme -.<sup>1</sup> So verursachte allein der Wirbelsturm "Andrew", der 1992 den Südosten der USA heimsuchte, Versicherungsschäden in Höhe von 16 Mrd. US-\$. Die Prognose, daß damit bei weitem noch nicht der Gipfel möglicher Schäden erreicht war, wurde durch das Erdbeben von Kobe (Japan) bestätigt, bei dem Schäden in Höhe von 100 Mrd. US-\$ entstanden.<sup>2</sup> Schätzungen zufolge würde ein Erdbeben in Kalifornien Schäden in vergleichbarer Größenordnung verursachen. Die daraus resultierende Gefahr für das Versicherungssystem wird erst deutlich, wenn man dieses Schadenspotential mit den zur Abdeckung dieser Schäden vorhandenen Mitteln in Höhe von lediglich 235 Mrd. US-\$ vergleicht.<sup>3</sup> Um nun zu verhindern, daß derartige Risiken nicht mehr versicherbar werden,<sup>4</sup> wurden Modelle eines alternativen Risiko-Transfers entwickelt. Die Suche nach möglichen Strategien für eine Verknüpfung einer Kapitalbeschaffung mit den versicherten Risiken konzentrierte sich dabei auf den Kapitalmarkt. Dies war insoweit naheliegend, als die beschriebenen Defizite nur einem Bruchteil der an den Kapitalmärkten umgesetzten Beträge entsprechen.<sup>5</sup> Hierzu wurde zunächst ein neues Marktsegment an der Chicagoer Börse eingerichtet, das den Handel mit Optionen auf Katastrophen-Indizes zum Gegenstand hat.<sup>6</sup> Im

Zusammenhang mit einer weiteren Erschließung des Kapitalmarkts für den Handel mit Versicherungsrisiken wird zumeist beispielhaft<sup>7</sup> der im März 1996 von der California Earthquake Authority (CEA) geplante sogenannte Catastrophe-Bond angeführt, eine Schuldverschreibung mit Katastrophen-abhängiger Zinszahlung genannt.<sup>8</sup>

Die Problematik der Schadensexpllosion bei Naturkatastrophen ist jedoch nicht auf die USA beschränkt. So können auch in Deutschland Naturkatastrophen beträchtlichen Schaden anrichten. Zu denken ist an das mit zunehmender Regelmäßigkeit auftretende "Jahrhundert"-Hochwasser an Rhein und Mosel.<sup>9</sup> Auch im Zusammenhang mit dem Betreiben bestimmter Anlagen (z. B. Kernkraftwerke) könnte es sinnvoll sein, derartige Konzepte zu entwickeln. Es ist daher keineswegs überraschend, daß auch europäische Versicherungsunternehmen über eine Umsetzung der in den USA entwickelten Konzepte eines alternativen Risiko-Transfers nachdenken.<sup>10</sup> In diesem Zusammenhang ist der Versuch gescheitert, ein Marktsegment für den Handel mit Optionen auf Katastrophen-Indizes auch in Europa einzuführen. Doch zeichnet sich die Tendenz ab, mit der Plazierung von Katastrophen-Anleihen (CAT-Bonds) auch den europäischen und damit den deutschen Kapitalmarkt für alternative Formen des Risiko-Transfers zu erschließen. Diese Annahme stützt sich zunächst auf mehrere Studien, die von verschiedenen Kreditinstituten erstellt wurden.<sup>11</sup> Daß es sich dabei nicht nur um theoretische Planspiele handelt, zeigt die Emission einer die mit "WinCAT-Coupons »Hagel«" ausgestatteten Wandelanleihe durch die Winterthur-Versicherungs-AG.<sup>12</sup> Im folgenden sollen zunächst weitere Gestaltungsformen vorgestellt werden (unten II.). Im Anschluß daran werden relevante rechtliche Fragestellungen erörtert, wobei wertpapierrechtliche (unten III.), aufsichtsrechtliche (unten IV.) sowie im Zusammenhang mit den Allgemeinen Geschäftsbedingungen stehende Fragen (unten V.) im Mittelpunkt stehen.

## II. Gestaltungsformen

Aus den Vorbemerkungen wird deutlich, daß ein steigendes Bedürfnis für einen alternativen Risiko-Transfer und die damit verbundene Integration des Versicherungsgeschäfts in den Kapitalmarkt besteht. In diesem Zusammenhang sind auch die an-

gesprochenen Katastrophen-Anleihen zu sehen. Stellen diese zunächst nur den Versuch dar, die Aufnahmebereitschaft des Kapitalmarkts zu testen, ist zu vermuten, daß nach deren erfolgreicher Platzierung die Kreativität zukünftiger Emittenten dieses Marktsegment durch neue Formen von Katastrophen-Anleihen mit Leben erfüllen wird.

Als Grundlage hierfür dienen Gestaltungselemente, die sich zumindest teilweise auch schon in der aktuellen Emission bzw. den angesprochenen Studien finden lassen. Bei diesen handelt es sich um spezielle Zins- und Rückzahlungsmodi, deren Ausprägungen wiederum von speziellen Bezugsgrößen abhängen.

### 1. Rückzahlungsmodus

Da mit den hier zu betrachtenden CAT-Bonds der Gesellschaft nicht für unbegrenzte Zeit, sondern nur für einen bei Vertragsschluß feststehenden Zeitraum Kapital zur Verfügung gestellt werden soll, bedarf es einer Regelung der Art und Weise der Rückzahlung.

Insoweit stellt sich die Frage, ob die Rückzahlung unbedingt oder abhängig von einer nachfolgend näher zu betrachtenden Bezugsgröße erfolgen soll. Von Interesse ist insbesondere die bedingte Rückzahlung. In diesem Fall sehen die Wertpapierbedingungen vor, daß der Anleger bei Fälligkeit der Anleihe nur dann einen Anspruch auf den gesamten Anlagebetrag hat, wenn eine bestimmte Zahl von Ereignissen nicht eingetreten ist. Wird diese Bedingung dagegen nicht erfüllt, tritt das Schadensereignis also nicht ein, so kommt sowohl der Total- als auch ein Teilverlust des Rückzahlungsanspruchs in Betracht. Möglich ist auch, den Umfang des Verlustes zu staffeln, wie dies nachfolgend beispielhaft dargestellt ist:

Tab. 1: Gestaffelte Verlustbeteiligung

Anzahl der Katastrophen o.ä.	Rückzahlungsbetrag	Verlust
$0 < x \leq 1$	100%	0%
$1 < x \leq 2$	75%	25%
$2 < x \leq 3$	50%	50%
$3 < x \leq 4$	25%	75%
$4 < x$	0%	100%

Die NCI-Note der Ueberseebank<sup>13</sup> sieht eine (teilweise) Verlustbeteiligung vor. Denn mit dem Ende der Laufzeit erwirbt der Anleger nur dann einen Anspruch auf Rück-

zahlung des gesamten eingelegten Kapitals, wenn eine bestimmte Bedingung - hier der Nichteintritt einer Katastrophe - erfüllt ist. Kam es jedoch zu mehr als zwei Katastrophen, reduziert sich der Rückzahlungsanspruch auf 75%, was einem Verlustpotential von 25% entspricht.<sup>14</sup>

## 2. Zinszahlungsmodus

Nicht nur der Rückzahlungsanspruch kann abhängig von dem Eintritt oder Nichteintritt einer Katastrophe gestaltet werden. Vielmehr kann auch die Verpflichtung zur Zinszahlung bedingt sein, wobei zunächst zwei Gestaltungsformen zu unterscheiden sind. So kann ein fester Basiszinssatz mit einer Bonus-Verzinsung gekoppelt werden, wobei letztere nur dann gewährt wird, wenn die entsprechende Bedingung - beispielsweise der Nichteintritt einer Katastrophe - erfüllt ist. Auch ist es denkbar, den gesamten Zinszahlungsanspruch abhängig von dem (Nicht-) Eintritt der Bedingung zu gestalten. Unabhängig hiervon ist es ferner möglich, eine Staffelung des Zinses bzw. der Bonusverzinsung zu vereinbaren. Diese kann beispielsweise wie folgt aussehen:

Tab. 2: Gestaffelte Zinszahlung

Anzahl der Katastrophen o.ä.	Festzins mit Bonus	ausschließlich variable Verzinsung
$0 < x \leq 1$	2%+2,0%	7,0%
$1 < x \leq 2$	2%+1,5%	5,0%
$2 < x \leq 3$	2%+1,0%	3,0%
$3 < x \leq 4$	2%+0,5%	1,0%
$4 < x$	2%+0,0%	0,0%

Von der letztgenannten Möglichkeit, also der ausschließlich variablen Verzinsung, haben sowohl die Winterthur-Versicherungs AG als auch die Ueberseebank Gebrauch gemacht. So sehen die Anleihebedingungen der Wandelanleihe der Winterthur AG vor, daß ein konstanter, über dem marktüblichen Niveau liegender Zins stets dann gezahlt wird, wenn die entsprechende Bedingung nicht eintritt. Demgegenüber sehen die Bedingungen der NCI-Note eine Staffelung vor. Diese verspricht einen weit über dem gewöhnlichen Satz liegende Verzinsung, sofern kein entsprechendes Schadensereignis festzustellen war. Sobald dieses aber auftritt, reduziert sich der Zins auf ein unterdurchschnittliches Niveau. Bei mehr als einer Katastrophe greift dann die bereits angesprochene Verlustbeteiligung.

### 3. Bezugsgröße

Die bisher beschriebenen Merkmale stellen - isoliert betrachtet - noch kein neues Anleihe-Konzept dar. Dieses resultiert vielmehr aus der Verknüpfung dieser Rück- und Zinszahlungsvarianten mit einer speziellen Bezugsgröße. Erst die Formulierung dieser speziellen Bedingung macht aus einer Anleihe eine Katastrophenanleihe. Wie eine derartige Bedingung aussehen kann, zeigen exemplarisch die genannten Anleihen. So enthält die Bedingung für die Wandelanleihe der Winterthur folgende Formulierung:

*“Die Zahlungen auf den Zinscoupon entfallen, wenn die Winterthur während der Beobachtungsperiode, die jeweils vom 1. November bis zum 31. Oktober des Folgejahres dauert, als Folge mindestens eines großen Hagel- oder Sturmereignisses für mehr als 6.000 Motorfahrzeuge ihrer Motorfahrzeug-Kaskoversicherung Leistungen erbringt. Dabei werden Schäden, die innerhalb eines Kalendertages auftreten, dem gleichen Schadensereignis zugeordnet.”*

Im Gegensatz zu einer derartigen gesellschaftsspezifischen Katastrophen-Bedingung enthält die NCI-Note eine gesellschaftsübergreifende Katastrophen-Definition. Dies wird dadurch erreicht, daß nicht an das Volumen der der Emittentin gemeldeten Schäden, sondern an den Gesamtschaden angeknüpft wird. Ein weiterer Unterschied ist darin zu sehen, daß die Betrachtung weder auf ein begrenztes Schadensereignis (z.B. Sturm, Überschwemmung, Erdbeben) noch eine spezifische Region beschränkt wird.

Ein in diesem Sinne relevantes Schadensereignis liegt demnach dann vor, wenn die nachfolgend dargestellten Grenzen überschritten werden:

Tab. 3: Definition des relevanten Schadensereignisses

Region	Schadensvolumen
USA	US-\$ 6,3 Mrd.
West-Europa	US-\$ 3,0 Mrd.
Japan	US-\$ 3,0 Mrd.
Karibik	US-\$ 1,25 Mrd.
Australien /Neuseeland	US-\$ 1,0 Mrd.

Quelle: Anleihebedingungen der NCI-Note

Zusammenfassend kann man feststellen, daß als mögliche Bezugsgrößen einer Katastrophen-Anleihe zunächst gesellschaftsspezifische Werte in Betracht kommen. Hierzu zählen insbesondere die Höhe der erbrachten Versicherungsleistungen sowie die Zahl der bei der Emittentin versicherten Objekte, die bei einem bestimmten Ereignis beschädigt oder zerstört wurden. Daneben ist es ferner möglich, an die Höhe des durch ein bestimmtes Ereignis verursachten Gesamtschadens anzuknüpfen, also die Summe aller beschädigten bzw. zerstörten Objekte, unabhängig ob dieser bei der Emittentin versichert sind oder nicht. Ebenfalls denkbar - aber bislang noch nicht verwirklicht - ist eine Anknüpfung an Katastrophen-Indizes<sup>15</sup>, die auch Grundlage des Options-Handels sind.

### III. Wertpapierrechtliche Fragestellungen

Die Darstellung der möglichen Gestaltungsformen, bei denen die Höhe der Zinszahlung und/oder der Umfang der Rückzahlung des Kapitals von dem Eintritt bzw. dem Nichteintritt eines oder mehrerer Naturereignisse abhängt, wirft mehrere rechtliche Fragen auf. Hierzu zählt u.a. die wertpapierrechtliche Einordnung dieser neuen Anlageform. Wie Berichten über Fallstudien zu entnehmen ist, werden auch in Deutschland vergleichbare Strategien entwickelt.<sup>16</sup> Es ist demnach geboten, sich mit der einstweilen noch theoretischen Frage auseinanderzusetzen, ob diese Finanzinnovationen nach deutschem Recht eine neuartige Wertpapiergattung verkörpern oder aber lediglich eine Variation bereits bekannter Formen darstellen.<sup>17</sup> Um diese Betrachtung zu erleichtern, sind die beschriebenen Gestaltungsformen auf die jeweils charakteristischen Merkmale zu reduzieren, nämlich eine katastrophenabhängige Verzinsung mit bzw. ohne katastrophenabhängigen Rückzahlungsmodus.

#### 1. Katastrophenabhängige Verzinsung

Zu betrachten ist zunächst allein die katastrophenabhängige Verzinsung. Diese Gestaltungsform entspricht grundsätzlich der Legaldefinition des § 793 Abs. 1 S. 1 BGB und stellt damit eine Inhaber-Schuldverschreibung dar. Daran ändert sich nichts, wenn die dem Inhaber in der Urkunde versprochene Leistung unter einer Bedingung

steht. Dies gilt folglich auch dann, wenn - wie hier - die Leistungspflicht unter der auflösenden Bedingung steht, daß ein bestimmtes Schadensereignis eingetreten ist. Daß man es nicht bei dieser allgemeinen zivilistischen Feststellung belassen kann, sondern vielmehr zu bestimmen hat, ob die beschriebene Gestaltungsform einer gesetzlich normierten Variante der "gewöhnlichen" Schuldverschreibung entspricht, verdeutlicht ein Verweis insbesondere auf die Vorschrift des § 221 AktG. Demnach bedarf die Ausgabe von Gewinnschuldverschreibungen durch eine Aktiengesellschaft der Zustimmung der Hauptversammlung (§ 221 Abs. 1 AktG). Gleiches gilt für Genußrechte (§ 221 Abs. 3 AktG). Hinzu kommt, daß die Aktionäre sowohl bei der Ausgabe von Gewinnschuldverschreibungen als auch von Genußrechten einen Anspruch auf Bezugsrechte haben (§ 221 Abs. 4 AktG). Diese Norm gilt zwar nur für Aktiengesellschaften, doch ist zu berücksichtigen, daß die überwiegende Zahl der in Deutschland ansässigen Schadens- und Rückversicherungsunternehmen in dieser Rechtsform betrieben werden.<sup>18</sup> Auf die korrespondierende Vorschrift für Gesellschaften in der Rechtsform des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit (§ 36 S. 4 VAG) wird erst in der sich anschließenden Betrachtung der Verlustbeteiligung näher einzugehen sein.<sup>19</sup>

Aufgrund der identischen Anforderungen ist eine exakte Trennung zwischen einem ("obligationsähnlichen" bzw. "obligations-gleichen") Genußrecht und einer Gewinnschuldverschreibung in der Praxis entbehrlich. Auch in der Literatur wird vielfach keine exakte Trennung vorgenommen.<sup>20</sup> Soweit also im folgenden die Gewinnschuldverschreibung betrachtet wird, gilt stets gleiches für die Einordnung als Genußrecht.

Die Definition der Gewinnschuldverschreibung ist unmittelbar dem Gesetz zu entnehmen. So bestimmt § 221 Abs. 1 AktG, daß diese stets dann vorliegt, wenn bei einer Schuldverschreibung die Rechte der Gläubiger mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht werden. Diese Definition setzt sich aus zwei Komponenten zusammen, dem Begriff des Gewinnanteils und der speziellen Verknüpfung. Betrachtet man zunächst den Gewinnanteilsbegriff, läge bei wortgetreuer Auslegung eine Gewinnschuldverschreibung nur bei einer unmittelbaren Anknüpfung an die Dividende vor. Diese Sichtweise ließe jedoch die Entstehungsgeschichte dieser Norm unberücksichtigt. So enthielten weder das ADHGB noch das HGB Bestimmungen über Gewinnschuldverschreibungen. Daß diese dann im Aktiengesetz von 1937 Be-

rücksichtigung fanden, war eine Reaktion auf die zunehmende Bedeutung dieses Finanzierungsinstruments.<sup>21</sup> Da sich die bis zu diesem Zeitpunkt kreierten Gewinnschuldverschreibungen ausnahmslos an der von der Gesellschaft ausgeschütteten Dividende orientierten, ist davon auszugehen, daß der Gesetzgeber eine allgemeinere Definition nicht für erforderlich hielt.<sup>22</sup> Obwohl in der Praxis inzwischen auch Anleihen entwickelt wurden, die an andere Größen anknüpfen, wurde die ursprüngliche Definition der Gewinnschuldverschreibung unverändert in das AktG übernommen. Die damit verbundenen Probleme wurden von der Literatur überwunden. So wird nach inzwischen allgemeiner Ansicht auch eine Bezugnahme auf den Bilanzgewinn bzw. den Jahresüberschuß der Gesellschaft als ausreichend angesehen, um die Voraussetzungen der § 221 Abs. 1 AktG zu erfüllen.<sup>23</sup> Ob dagegen eine Anknüpfung an andere Tatbestände als diese das Vorliegen einer Gewinnschuldverschreibung begründen können, ist umstritten.

So würde eine weite Interpretation des Begriffs "Gewinn-Anteil" zwangsläufig dazu führen, daß weitere Schuldverschreibungen den aktienrechtlichen Sonderbestimmungen unterworfen wären. Um beurteilen zu können, ob dies im Einzelfall systemgerecht ist, bedarf es der Betrachtung der mit dieser Regelung bezweckten Zielsetzung. Diese wird in der amtlichen Begründung zum Aktiengesetz von 1937 zumindest angedeutet, indem zunächst allgemein auf die Gefahr hingewiesen wird, "daß die Ausgabe derartiger Papiere die Rechte der Aktionäre erheblich beeinflussen kann"<sup>24</sup>. Eine Konkretisierung dieser Gefahr enthält die amtliche Begründung dagegen nicht. Da jedoch eine Verwässerung des Stimmrechts durch die Gewinnschuldverschreibung ausgeschlossen ist,<sup>25</sup> könnte allenfalls das sich aus § 58 Abs. 4 AktG ergebende Recht des Aktionärs auf Partizipation am Gewinn der Gesellschaft beeinträchtigt sein. Berücksichtigt man nun, daß letztlich sämtliche Zahlungen der Gesellschaft, also auch Zinszahlungen an Gläubiger, zugleich auch den Gewinn schmälern, müßte eigentlich jede Form der Anleihe der Sonderregelung des § 221 AktG unterfallen. Dies entspricht offensichtlich jedoch weder dem gesetzgeberischen Willen noch der Ansicht in der Literatur. Es müssen daher zusätzliche Kriterien erfüllt sein, um eine Anwendung des § 221 AktG zu rechtfertigen. Einer rein wirtschaftlichen Betrachtungsweise folgt in diesem Zusammenhang *Karollus*, der auf das Kriterium der überproportionalen Gewinnbeeinträchtigung abstellt. Dieses liegt nach seiner Ansicht immer dann vor, wenn der Zinssatz über dem liegt, den der Markt für

eine gewöhnliche Anleihe dieser Gesellschaft zu zahlen bereit wäre.<sup>26</sup> Nicht zwingend ist dabei, daß der entsprechende Aufschlag sich auch auf ein spezielles Risiko der jeweiligen Gesellschaft bezieht oder zumindest in einem Zusammenhang mit diesem steht. Geht man nun davon aus, daß letztlich jede Abhängigkeit der Zinszahlung von einem bestimmten Ereignis durch eine entsprechende Risiko-Prämie auszugleichen ist, würde dies den Anwendungsbereich des § 221 AktG stark ausdehnen. Insbesondere wären sämtliche variable Verzinsungen letztlich auch als Gewinn-Schuldverschreibungen anzusehen. Die mit dieser weiten Interpretation verbundene Konsequenz, daß nämlich § 221 Abs. 1 AktG immer dann anzuwenden wäre, wenn bei einer Schuldverschreibung vom Normaltypus des Festzinses abgewichen wird, wird von der Gegenansicht vermieden. Deren Vertreter sehen eine Anwendung des § 221 AktG jedenfalls dann als geboten an, wenn die Bezugsgröße zumindest von dem Gewinn der Gesellschaft mitbestimmt wird oder umgekehrt. Dabei ist dieses Kriterium auch dann erfüllt, wenn auf einen Branchen- oder Konzerngewinn abgestellt wird.<sup>27</sup> Gleiches gilt für die Verwertung einzelner Vermögensgüter, wie z.B. Lizenzen.

Überträgt man nun diese allgemeinen Erkenntnisse auf die Beurteilung der Katastrophen-abhängigen Verzinsung, ist nunmehr die Frage zu stellen, ob und in welchem Umfang die gewählte Basisgröße den Gewinn der Gesellschaft oder des jeweiligen Konzerns beeinflussen kann. Betrachtet man zunächst die Anknüpfung an gesellschaftsspezifische Größen, liegt deren gewinnbeeinflussende Wirkung auf der Hand. Als derartige Referenzgrößen kommen, wie oben dargestellt, beispielsweise das Volumen der gemeldeten Versicherungsschäden oder die Anzahl der betroffenen Versicherungsnehmer bzw. der versicherten Objekte in Betracht. Bleiben nun diese Schäden aus, gilt gleiches für die der Versicherungsgesellschaft drohende Inanspruchnahme durch die Versicherungsnehmer. Selbst bei einer vereinbarten Beitragsrückerstattung wird in diesem Fall die Ertragssituation der Versicherungsgesellschaft positiv beeinflusst. Weniger eindeutig ist dieser Zusammenhang in den Fällen, wo entweder auf ein gesellschafts-übergreifendes Schadensereignis oder aber auf einen allgemeinen Index abgestellt wird. Denn aus der Tatsache, daß eine oder mehrere Schadensereignisse ausgeblieben sind oder der Index gefallen ist, läßt sich nicht zwingend schließen, daß auch der Gewinn der Gesellschaft dadurch erhöht wird. Dies ist vielmehr nur dann der Fall, wenn das durch die Referenzgröße

abgebildete Risiko auch zu den von der emittierenden Gesellschaft versicherten Risiken zählt. Diese Tatsache wäre allerdings dann unerheblich, wenn man auch die Anknüpfung an den Gewinn einer beliebigen dritten Gesellschaft zur Begründung einer Gewinnschuldverschreibung genügen ließe. Kann man doch davon ausgehen, daß sich stets eine Versicherungsgesellschaft finden lassen wird, deren Gewinn von dem Index beeinflusst ist. Von der überwiegenden Auffassung<sup>28</sup> wird eine derartige Sichtweise jedoch zu Recht abgelehnt.<sup>29</sup> Hieraus folgt nun die Notwendigkeit, immer dann eine Einzelfall-Betrachtung vorzunehmen, wenn nicht auf eine gesellschaftsspezifische Größe Bezug genommen wurde. Regelmäßig wird jedoch auch in diesen Fällen dem Erfordernis des Gewinnbegriffs genügt werden. Der Grund hierfür ist darin zu sehen, daß insbesondere international tätige Rück-/Versicherungsgesellschaften als potentielle Emittenten in Frage kommen. Gerade diese Gesellschaften aber sind regelmäßig sowohl hinsichtlich der versicherten Risiken als auch der Regionen in einem Maße diversifiziert, daß sich auch das Ausbleiben eines internationalen Großschadensereignisses positiv auf den Gewinn zumindest einer Konzerngesellschaft auswirken wird.

Als Zwischenergebnis kann man daher feststellen, daß - abgesehen von einigen, wenig praxisrelevanten Fällen - bei einer Anleihe mit einer Katastrophenabhängigen Verzinsung regelmäßig eine Anknüpfung an den Gewinn im Sinne des § 221 Abs. 1 AktG gegeben sein wird.

Wendet man sich nun dem zweiten Element der Definition zu, der Verknüpfung des Rechts (auf Zinszahlung) mit dem Gewinn, wird teilweise zwischen "gewinnabhängiger" und "gewinnorientierter" Verzinsung unterschieden.<sup>30</sup> Erstere liegt dann vor, wenn die Höhe der Zinsen feststeht, deren Zahlung aber nur dann erfolgt, wenn ein Gewinn festgestellt wurde.<sup>31</sup> Demgegenüber wird mit dem Begriff der Gewinnorientierung eine Gestaltung beschrieben, bei der sich die Höhe des Zinses nach der Höhe des Gewinns richtet.<sup>32</sup> Diese Differenzierung ist notwendig, weil teilweise vertreten wird, daß die gewinnabhängig verzinsten Papiere nicht der Regelung des § 221 Abs. 1 AktG zu unterwerfen sind, sondern vielmehr "gewöhnliche" Schuldverschreibungen darstellen.<sup>33</sup> In ihrer Argumentation verweisen die Vertreter dieser Ansicht darauf, daß diese Papiere zwar über dasselbe "vermögensmäßige Risiko" verfügen, dem auch Aktionäre ausgesetzt sind, jedoch nicht in Konkurrenz zu deren "Vermögensrechten" treten. Nur in der Übernahme des Risikos, ob nämlich ein Gewinn er-

zielt wird oder nicht, könne aber keine Rechtfertigung dafür gesehen werden, diese den aktienrechtlichen Sonderbestimmungen zu unterwerfen. Zu Recht wird dieser Ansicht entgegengehalten, daß sie in der Praxis wenig praktikabel ist<sup>34</sup> und wirtschaftlich vergleichbare Sachverhalte willkürlich trennt.<sup>35</sup> Lehnt man also die Differenzierung zwischen "gewinnabhängiger" und "gewinnorientierter" Verzinsung ab, folgt hieraus für die vorliegend zu betrachtenden Verzinsungs-Arten, daß sämtliche der in Abschnitt II. 2. beschriebenen Gestaltungsformen dem in § 221 Abs. 1 AktG beschriebenen Erfordernis der Gewinnverknüpfung genügen.

Damit kann abschließend festgestellt werden, daß es sich bei Wertpapieren mit einer katastrophenabhängigen Verzinsung regelmäßig um Gewinnschuldverschreibungen bzw. "obligationsähnliche/-gleiche" Genußrechte handelt. Für Versicherungsgesellschaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft folgt hieraus, daß bei deren Emission die Voraussetzungen des § 221 AktG zu erfüllen sind, insbesondere also ein entsprechender Hauptversammlungsbeschluß erforderlich ist sowie entsprechende Bezugsrechte einzuräumen sind.

## 2. Katastrophenabhängiger Rückzahlungsmodus

Fraglich ist, ob sich an dieser Einordnung dann etwas ändert, wenn bei Eintritt eines oder mehrerer Schadensereignisse nicht nur der Anspruch auf Zinszahlung entfällt, sondern auch das Kapital angegriffen wird. Insbesondere könnte es sich dann um ein (aktienähnliches) Genußrecht handeln.<sup>36</sup>

Jedenfalls unter wertpapierrechtlichen Gesichtspunkten ist die Beantwortung dieser Frage von nur untergeordneter Bedeutung, da in jedem Fall die Voraussetzung des § 221 AktG erfüllt ist. Demnach bedarf auch bzw. gerade die Emission einer "Anleihe" mit einem katastrophenabhängigen Rückzahlungsanspruch der Zustimmung der Hauptversammlung. Auch haben die Aktionäre grundsätzlich einen Anspruch auf entsprechende Bezugsrechte.

## IV. Aufsichtsrechtliche Fragestellungen

Sofern ein Unternehmen Versicherungsgeschäfte betreibt, unterliegt es der Aufsicht nach dem VAG (§ 1 Abs. 1 S.1 VAG).<sup>37</sup> Zu dessen zentralen Aufgaben zählt die Finanzaufsicht. Diese dient dem Ziel, die dauernde Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge zu gewährleisten (§ 53c Abs. 1 VAG). Hierzu ist es notwendig, daß den versicherten Risiken stets ausreichende Mittel gegenüberstehen. In diesem Zusammenhang stellt sich nun die Frage, wie sich die Emission von Katastrophen-Anleihen auf die Beurteilung der Kapitalausstattung von Versicherungsunternehmen auswirkt.

### 1. Katastrophen-Anleihen als Eigenmittel

Die Voraussetzungen, denen das der Liquiditätssicherung dienende Kapital - § 53c Abs. 1 VAG spricht von "freien unbelasteten Eigenmitteln" - zu genügen hat, werden in § 53c Abs. 3 VAG näher beschrieben. Grundsätzlich kann hierzu auch Genußrechtskapital gezählt werden.<sup>38</sup> Für diesem Fall beschreibt das Gesetz<sup>39</sup> ein detailliertes Anforderungsprofil, dem ein Genußrecht zu genügen hat, um zu den Eigenmitteln gezählt zu werden.

Hierzu zählt zunächst die vollständige Verlustteilnahme (§ 53c Abs. 3a Nr. 1 VAG). Eine Konkretisierung des Verlustbegriffs enthält das Gesetz nicht. Im Gegensatz zu der Diskussion um den spiegelbildlichen Begriff des Gewinns wird die Definition des Verlusts in der Literatur äußerst restriktiv gehandhabt. So wird allenfalls diskutiert, ob eine Anknüpfung an das Ergebnis der Gewinn- und Verlustrechnung zulässig ist.<sup>40</sup> Bislang wurde es jedoch als nicht ausreichend erachtet, an einen Vorgang "jenseits" des Bilanzverlusts abzustellen. Fraglich ist, ob an dieser Einschätzung auch dann festzuhalten ist, wenn auf eine der beschriebenen Größen Bezug genommen wird. Unter Einbeziehung der Zielsetzung des § 53c VAG kann dieses Problem nun dahingehend präzisiert werden, daß zu fragen ist, ob die Anknüpfung an eine der beschriebenen Bezugsgrößen das Ziel der Liquiditätssicherung zumindest in gleichem Umfang verwirklichen kann, wie dies bei der gewöhnlichen Verlustbeteiligung erreicht wird. Kennzeichnend für diese ist, daß sie nur bei einem Verlust des gesamten Versicherungsunternehmens wirksam wird. Tritt dagegen ein Verlust nur in einer Abteilung (Division) auf und kann dieser durch Überschüsse aus Versicherungsverträgen über andere Risiken ausgeglichen werden, würde die gesellschaftsübergreifende Verlustbeteiligung nicht einsetzen. In diesem Fall würde aber

sowohl bei Anwendung eines divisionalisierten Verlustbegriffs, also der unmittelbaren Anknüpfung an den Verlust einer Abteilung (Division), wie auch einer katastrophabhängig erfolgenden Rückzahlung eine Verlustbeteiligung eingreifen. Insoweit wäre die gesetzliche Zielsetzung, nämlich die Erhaltung der Zahlungsbereitschaft, sogar deutlich besser erfüllt. Allerdings darf der umgekehrte Fall nicht übersehen werden. Denn es ist ebenfalls möglich, daß eine Abteilung Überschüsse erwirtschaftet, weil keine entsprechenden Schäden aufgetreten sind, gleichzeitig aber eine andere Sparte große Verluste erleidet. Bei dieser Konstellation kann der Fall eintreten, daß trotz eines Verlusts der Gesamtgesellschaft sogar Zinsen an die Inhaber der entsprechenden Genußrechte zu zahlen wären. Angesichts dieser Gefahr, die ungleich schwerwiegender ist, als die genannten Vorteile, kann eine Anknüpfung an gesellschaftsspezifische und erst recht an gesellschaftsübergreifende Bezugsgrößen zumindest dann nicht als ausreichend für eine Verlustbeteiligung im Sinne des § 53c Abs. 3a Nr. 1 VAG angesehen werden, wenn es sich um ein diversifiziertes Versicherungsunternehmen handelt. Etwas anderes kann gelten, sofern die emittierende Gesellschaft lediglich ein bestimmtes Katastrophen-Risiko versichert. Erfolgt in diesem Fall die Rückzahlung abhängig von dem (Nicht-) Eintritt der jeweiligen Katastrophe, ist dies der unmittelbaren Anknüpfung an den Bilanzverlust gleichzusetzen. Sofern die weiteren Kriterien (§ 53c Abs. 3a Nr. 2-5 VAG) erfüllt sind, kann ein Genußrecht mit katastrophabhängiger Verlustbeteiligung damit als Mittel zur Eigenmittelbeschaffung genutzt werden.<sup>41</sup> Abgesehen von dieser Konstellation wird eine Anknüpfung der Rückzahlung an eine der beschriebenen Bezugsgrößen den Anforderungen des § 53c Abs. 3a VAG jedoch nicht genügen.

## 2. Katastrophen-Anleihen und Solvabilitätsspanne

Wenn die Emission von Katastrophen-Anleihen allenfalls in engen Grenzen der Beschaffung zusätzlicher Eigenmittel dienen kann, ist nunmehr zu fragen, ob in den verbleibenden Fällen nicht zumindest das mit Eigenmitteln abzudeckende Risiko gemindert werden kann. Dahinter steht die Überlegung, daß der Anleger der Versicherungsgesellschaft ein Teil des Risikos abnimmt.

Maßgebend für den Umfang der erforderlichen Eigenmittel ist die sogenannten Solvabilitätsspanne.<sup>42</sup> Für die Sach- und Schadensversicherungssparte bestimmt sich die Berechnung nach § 1 Kapitalausstattungs-VO<sup>43</sup>. Unterschieden werden grund-

sätzlich zwei Berechnungsformen, die sich entweder am Schadens- oder am Beitragsindex orientieren. In beiden Fällen werden die ermittelten Werte mit dem sogenannten Eigenbehaltsquotienten multipliziert. Dieser drückt das Verhältnis der Schäden für eigene Rechnung zu dem Gesamtschadensbetrag aus. Mit anderen Worten reduziert sich der Umfang der erforderlichen Eigenmittel um maximal 50%, sofern eine Versicherung einen Teil der Risiken weitergibt. Regelmäßig wird dies durch die Einschaltung eines Rückversicherungsunternehmens erreicht. Gleiches müßte auch für den Anleger gelten, sofern dessen Stellung der eines Rückversicherers gleichzusetzen wäre. Betrachtet man zunächst den Umfang der Risikoübernahme, so spricht für eine Gleichbehandlung, daß die Art und Weise des Risikotransfers auf das Rückversicherungsunternehmen in vielfältigster Weise gestaltet sein kann.<sup>44</sup> Angesichts dieser Gestaltungsfreiheit ist es grundsätzlich möglich, Rückversicherungsverträge und Anleihebedingungen so zu formulieren, daß diese hinsichtlich der Risikoübernahme identisch sind.

Dennoch weisen Rückversicherungsverträge und Katastrophen-Anleihen einen gravierenden Unterschied auf. Dies wird unmittelbar deutlich, sofern man die Art und Weise der Abwicklung im Fall der Risiko-Realisierung betrachtet. Ist nämlich ein Rückversicherungsvertrag abgeschlossen worden, erwirbt die Versicherungsgesellschaft einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen das Rückversicherungsunternehmen. Umgekehrt verhält es sich bei einer Absicherung der Risiken durch die Ausgabe einer Katastrophen-Anleihe. Denn bei dieser Konstellation entfällt die Zins- oder/und die Rückzahlungsverpflichtung gegenüber den Gläubigern. Das Versicherungsunternehmen erlangt also die Befreiung von einer Verbindlichkeit.

Für den Mittelzufluß folgt hieraus, daß dieser beim Rückversicherungsvertrag erst nach und bei einer verlustbeteiligten Katastrophenanleihe bereits vor dem Eintritt des Schadensereignisses erfolgt. Demgegenüber sind bei einer Anleihe, bei der nur die Zinszahlung bedingt ist, keine risikobezogenen Zahlungsströme gegeben.

Die Konzeption des § 53c VAG, die sich maßgeblich an den Elementen Eigenkapital und Rückversicherung orientiert, geht nun offensichtlich davon aus, daß Verträge, die zu einem dauerhaften und Risiko-unabhängigen Kapitalzufluß führen (Eigenkapital), allenfalls zu den Eigenmitteln zu zählen sind. Wird dagegen die Übernahme eines Risikoanteils durch die Zahlung einer bestimmten Summe nach dem Eintritt des Schadensereignisses vereinbart, beeinflußt dies gegebenenfalls den Umfang

der Solvabilitätsspanne. Damit ist zugleich das Problem der Behandlung von verlustbeteiligten Katastrophenanleihen charakterisiert. Denn diese Wertpapiere sind zwar risikobezogen, führen aber zu einem Kapitalzufluß bereits vor dem Schadensereignis. In diesem Zusammenhang stellt sich nun die zentrale Frage, wie nämlich die vorzeitige Zahlung unter dem Aspekt der Liquiditätssicherung zu beurteilen ist. Berücksichtigt man insoweit, daß dadurch das Insolvenz-Risiko des Rückversicherers ausgeschaltet werden kann, wirkt sich die vorzeitige Zahlung zumindest nicht negativ aus. Damit steht auch der Gesetzeszweck einer Gleichbehandlung von Rückversicherungsverträgen und katastrophenabhängig verlustbeteiligter Anleihen nicht entgegen, so daß ein Versicherungsunternehmen mit deren Emission den Umfang der Solvabilitätsspanne verringern kann. Etwas anderes gilt jedoch für Anleihen, bei denen lediglich die Zinszahlung abhängig von dem (Nicht-) Eintritt eines bestimmten Schadensereignisses erfolgt.

## V. AGB-rechtliche Probleme von Katastrophen-Anleihen

Bei der Formulierung der Anleihebedingungen ist insbesondere die Einhaltung der AGB-rechtlichen Bestimmungen zu beachten.<sup>45</sup> Insoweit ergeben sich zwei spezifische Problembereiche, die letztlich zu der Umwirksamkeit der spezifischen Katastrophen-Bedingungen führen können. Da dem AGB-Gesetz eine geltungserhaltende Reduktion fremd ist,<sup>46</sup> hätte dies zur Folge, daß ein unbedingter Zins- und Rückzahlungsanspruch verbliebe.

### 1. Verstoß gegen § 9 Abs. 1 AGB-Gesetz

Unter dem Gesichtspunkt einer unangemessenen Benachteiligung des Anlegers, die gemäß § 9 Abs. 1 AGB-Gesetz die Unwirksamkeit der Vertragsklausel zur Folge hätte, kommen maßgeblich zwei Aspekte in Betracht, das bestehende moralische Risiko ("Moral Hazard") sowie die Bezugsgrößenbestimmung.

#### a) Gefahr des moralischen Risikos ("Moral Hazard")

Mit dem Begriff des “Moral Hazard” wird in der modernen Institutionenökonomie eine Verhaltensweise umschrieben, die dadurch gekennzeichnet ist, daß ein Vertragspartner einen Anreiz hat, nach Vertragsabschluß ein zunächst von beiden Seiten nicht gewünschtes Ereignis eintreten zu lassen, während der andere zu hohe Kosten für eine Überwachung und Kontrolle aufzuwenden hat. Der Versicherungsmarkt ist das klassische Beispiel für eine derartige Beziehung. Bislang wurden allerdings stets die Versicherungsgesellschaften als benachteiligte Vertragspartner angesehen.<sup>47</sup> Dieses Verhältnis kann sich jedoch dann umkehren, wenn eine der hier betrachteten Katastrophen-Anleihen emittiert wurde. Dieser Effekt ist nicht auf den ersten Blick ersichtlich, zumal eine Naturkatastrophe ein nicht von der Versicherungsgesellschaft beherrschbares Ereignis darstellt. Allerdings haben die Ausführungen zu möglichen Bezugsgrößen gezeigt, daß auch eine gesellschaftsspezifische Bezugsgröße gewählt werden kann. Bei dieser Konstellation aber wird aus dem nicht beherrschbaren Naturereignis eine beeinflussbare Größe. Denn es obliegt den Schadensgutachtern der Versicherung, festzustellen, ob ein Schaden aufgrund des jeweiligen Ereignisses eingetreten ist oder nicht. Am Beispiel der Anleihe der Winterthur läßt sich der hieraus resultierende Konflikt illustrieren, indem man die bei 6000 bzw. bei 6001 Versicherungsfällen anfallenden Kosten gegenüberstellt. So hat die Winterthur AG bei bis zu 6000 Schadensfällen sowohl die entsprechenden Ansprüche der Versicherungsnehmer als auch der Anleihegläubiger zu erfüllen. Erhöht sich die Zahl der Schadensfälle nun auf 6001, entfällt die Verpflichtung zur Zinszahlung, was bei der Anleihe der Winterthur einer Summe von SFR 897.750 entspricht. Dieses Beispiel verdeutlicht den bestehenden finanziellen Anreiz, die relevante Schwelle von Schadensfällen zu überschreiten. Dieses Ziel kann durch verschiedene Maßnahmen erreicht werden. Bleibt man insoweit beim Beispiel des Hagelschadens, kann man an folgende Möglichkeiten denken:

- ◆ *“Großzügige Schadensanerkennung”*

Aufnahme auch solcher Schäden in die Statistik, die nicht durch Hagel hervorgerufen wurden (z.B. sonstige Blechschäden), bzw. die durch vorherige oder spätere Hagelschauern verursacht wurden.

- ◆ *“Manipulation der Statistik”*

Aufnahme fiktiver Schäden.

Im Fall der großzügigen Schadensanerkennung läßt sich der finanzielle Anreiz durch die Differenz der ersparten Aufwendungen und der Kosten durch die erhöhte Inanspruchnahme berechnen. Dieser Anreiz besteht ab einem bestimmten kritischen Wert, der sich aus dem gerundeten Quotienten von Zinsaufwand und durchschnittlicher Schadenshöhe berechnet, und hat sein Maximum unmittelbar vor Überschreiten der relevanten Schwelle. Bei Berücksichtigung einer Manipulation der Statistik berechnet sich der Anreiz aus der Differenz der ersparten Zinszahlungen und den Kosten der Manipulation bzw. deren Verschleierung.

Diese Ausführungen mögen illustrieren, welche Anreize bestehen, die gesellschaftsspezifische Schadensgröße zu Lasten der Anleihegläubiger zu manipulieren, und welche Möglichkeiten der Manipulation zur Verfügung stehen. Da es dem einzelnen Anleger zumindest wirtschaftlich unmöglich sein wird, die der Zinsberechnung zugrunde gelegten Größen zu überprüfen, bedarf es spezieller vertraglicher Vereinbarungen, um einem möglichen Mißbrauch vorzubeugen. Verzichtet die Emittenten auf eine derartige Klausel, setzt sie sich der Gefahr aus, daß ein Gericht die besondere Bedingung für die Zins- bzw. Rückzahlung aufgrund eines Verstoßes gegen § 9 Abs. 1 AGB-Gesetz für unwirksam erklärt.

Für eine solche Klausel bieten sich nun mehrere Möglichkeiten an. Insbesondere könnte man daran denken, die Gefahr einer Manipulation dadurch auszuschließen, daß man die Schadensfeststellung vollständig auf eine externe Institution überträgt.<sup>48</sup> Diese Lösung ist jedoch dann nicht praktikabel, wenn die Bezugsgröße nicht auf die Höhe des Schadens an den versicherten Objekten, sondern auf die zu erbringende Versicherungsleistung abstellt. Denn die Beurteilung dieser Größe zählt zu den originären Aufgaben des Versicherers. Wie auch in einem solchen Fall dieses Problem gelöst werden kann, zeigt die entsprechende Gestaltung der Anleihe der Winterthur. Deren Bedingungen sehen vor, daß die Schadensaufnahme zwar von eigenen Mitarbeitern durchgeführt wird, diese Ergebnisse anschließend aber von einer "unabhängigen Revisionsstelle"<sup>49</sup>, also einem Wirtschaftsprüfer, kontrolliert werden. Mit Hilfe dieser Kontrolle durch eine unabhängige Institution ist gewährleistet, daß trotz der Bezugnahme auf eine gesellschaftsspezifische Größe eine Objektivität gegeben ist, wie sie auch bei einem Index vorliegt. Abgesehen hiervon

wird mittels des eingeräumten Wandelungsrechts darüber hinaus eine Partizipation an einem möglichen Kostenvorteil geboten. Wird also eine Manipulation nicht durch die Revision erkannt, und geht man davon aus, daß sich die Kostenvorteile für die Gesellschaft in einer positiven Entwicklung des Börsenkurses niederschlagen, kann durch die Ausübung des Wandlungsrechts zumindest ein Teil des Zinsverlusts ausgeglichen werden. Gleichwohl darf diese Kompensationswirkung nicht überschätzt werden. Entscheidend bei der Anknüpfung an eine gesellschaftsspezifische Größe ist demnach eine effektive Kontrolle. Wird diese nun nicht durch die Einschaltung einer externen Institution in ausreichendem Umfang gewährleistet, so besteht zumindest die Gefahr einer unangemessenen Benachteiligung der Anleger mit der Folge, daß die Klausel nach § 9 Abs. 1 AGB-Gesetz unwirksam wäre.

b) Problem der Bezugsgrößen-Bestimmung

Eine unangemessene Benachteiligung der Anleger könnte sich auch unter dem Gesichtspunkt der Bezugsgrößen-Bestimmung ergeben, da diese maßgeblich für die Bestimmung des Kurswertes dieser Wertpapiere ist.

Abgesehen von den Anleihen, bei denen ein täglich veröffentlichter Index die Grundlage der Zins- bzw. Rückzahlungssummenbestimmung bildet, können sowohl gesellschaftsspezifische als auch -übergreifende Bezugsgrößen zumeist nur mit erheblicher Zeitverzögerung bestimmt werden. Besonders deutlich wird dies bei der Anknüpfung an die tatsächlich erbrachten Versicherungsleistungen. Denn in diesem Fall sind zunächst die Schäden von den Mitarbeitern der Versicherung aufzunehmen. Erst nach einer sich anschließenden internen und externen Prüfung stehen dann die Bezugsgrößen und damit die Zins- bzw. Rückzahlungshöhe fest. Diese Zeitverzögerung<sup>50</sup> und damit die Benachteiligung der Anleger kann jedoch verhindert werden, indem man den Referenzzeitraum entsprechend vor dem Laufzeitende oder dem Zinszahlungstermin enden läßt. Wie kann nun eine entsprechende Gestaltung in der Praxis aussehen? Betrachtet man insoweit den problematischeren Fall, daß eine entsprechende Naturkatastrophe nämlich während des gesamten Jahres auftreten kann, bieten sich zwei alternative Lösungen an. So könnte man die Zinszahlung am Ende der Laufzeit vorsehen und den Referenzzeitraum entsprechend vorher enden zu lassen. Bei einer beabsichtigten jährlichen Zinszahlung dagegen be-

darf es einer Verschiebung des Referenzzeitraumes, wobei der erste entsprechend kürzer sein muß. Für eine fiktive 5-jährige Anleihe kann dies wie folgt aussehen:

Tab. 4: Beispiel für ein versetzten Referenzzeitraum

Beginn des Referenzzeitraumes	Ende des Referenzzeitraumes	Termin der Zinszahlung
01.01.01	31.10.01	31.12.01
01.11.01	31.10.02	31.12.02
01.11.02	31.10.03	31.12.03
01.11.03	31.10.04	31.12.04
01.11.04	31.10.05	31.12.05

Diese Ausführungen zeigen, daß auch das Problem einer zeitverzögerten Bestimmung der Bezugsgrößen zu lösen ist. Gleichwohl darf die zwischen Katastropheneintritt und der endgültigen Bestimmung der Bezugsgrößen verbleibende Zeit und die während dessen bestehende Unsicherheit nicht unberücksichtigt bleiben. Dies gilt insbesondere für den börsenmäßigen Handel während dieser Zeit. Diesbezüglich ist zudem sicherzustellen, daß das interessierte Anleger-Publikum durch entsprechende Veröffentlichungen Kenntnis vom Wert der gesellschaftsspezifischen Bezugsgrößen erlangt. Wird dies nicht gewährleistet, setzt sich die Emittentin der Gefahr aus, daß ein Gericht darin einen Verstoß gegen § 9 Abs. 1 AGB-Gesetz sieht.

## 2. Verstoß gegen § 9 Abs. 2 Nr. 2 AGB-Gesetz

Vertragsklauseln, die wesentliche Rechte oder Pflichten, die sich aus der Natur des Vertrages ergeben, so einschränken, daß die Erreichung des Vertragszwecks gefährdet ist, sind unwirksam (§ 9 Abs. 2 Nr. 2 AGB-Gesetz). Der Begriff der Vertragsgefährdung erfaßt dabei nicht die unmittelbar vertragsspezifischen Risiken.<sup>51</sup> Auszublenen ist demnach das geradezu vertragstypische Risiko des Katastropheneintritts. Abgesehen hiervon ist das Interesse des Anlegers auf eine regelmäßige Zinszahlung sowie die Rückzahlung des Anleihebetrages am Ende der Laufzeit gerichtet. Diese ordnungsgemäße Vertragsabwicklung wäre aber gefährdet, sofern sich die Anleiheschuldnerin angesichts des spekulativen Charakters darauf beruft, daß es sich um eine unvollkommene Verbindlichkeit im Sinne des § 762 BGB han-

delt und sie deshalb nicht zur Zahlung verpflichtet ist. Es gilt jedoch zu beachten, daß infolge der Abhängigkeit von dem Eintritt eines (unerwünschten) Ereignisses Versicherungsverträge stets einem spekulativen Aspekt beinhalten. Angesichts der grundsätzlichen Vorteilhaftigkeit eines Versicherungsvertrages wäre es wirtschaftlich aber auch sozialpolitisch wenig wünschenswert, durch die Einordnung als unvollkommene Verbindlichkeit Versicherungsverträge einer Wette oder einem Spiel gleichzusetzen. Sofern also der dahinter stehende Zweck wirtschaftlich billigenswert ist, besteht keine Notwendigkeit für eine Anwendung des § 762 BGB.<sup>52</sup>

Kehrt man nun zu der Beurteilung von Katastrophen-Anleihen zurück, so wird man einen billigswerten Zweck zumindest dann annehmen können, wenn das in den Anleihebedingungen benannte Schadensereignis zu den Risiken zählt, die auch von der Emittentin versichert werden. Umgekehrt wird eine unvollkommene Verbindlichkeit dann vorliegen, wenn die Anleihebedingung in keinstem Zusammenhang mit der Tätigkeit der Emittentin steht, wobei dies unter Berücksichtigung der obigen Argumente<sup>53</sup> allenfalls in wenigen Ausnahmefällen denkbar ist. Nur in diesem Fall aber kommt ein Verstoß gegen § 9 Abs. 2 Nr. 2 AGB-Gesetz in Betracht.

## V. Zusammenfassung und Ausblick

Der alternative Risikotransfer mittels Katastrophen-Anleihen befindet sich noch in den Anfängen seiner Entwicklung. Ziel der vorangegangenen Ausführungen war es daher zunächst, mögliche Gestaltungsformen derartiger Anleihen vorzustellen. Aus der Darstellung resultierten spezifische rechtliche Probleme, wobei die versicherungsaufsichtsrechtliche Betrachtung von besonderer Relevanz war. So konnte insbesondere aufgezeigt werden, daß Katastrophen-Anleihen ein innovatives Produkt darstellen, mit dessen Hilfe die Anforderung an die Kapitalausstattung von Versicherungsunternehmen positiv beeinflusst werden kann.

Die Vorteilhaftigkeit derartiger Wertpapiere beschränkt sich jedoch nicht auf die Erweiterung des unternehmerischen Spielraums von Versicherungsunternehmen. Sofern es gelingt, den Anleger für diese Finanzinnovation zu gewinnen,<sup>54</sup> könnte es von ungleich größerer Bedeutung sein, daß diese Form des alternativen Risi-

kotransfers letztlich dazu beitragen kann, daß die Zahl der Risiken, die als nicht oder nur schwer versicherbar gelten, weiter reduziert wird.

- \* Markus König, wiss. Mitarbeiter am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück.
- <sup>1</sup> Vgl. *Dlugolecki, Nutter*, in: Leggett (Hrsg.) *Climate Change and the Financial Sector* 1996, 64 ff.
- <sup>2</sup> Vgl. *McGhee*, *Viewpoint Winter* 1995, 1 ff.; *Jakobi* VW 1995, 408 ff.
- <sup>3</sup> Diese Summe setzt sich zusammen aus Mitteln der US-amerikanischen Erstversicherer in Höhe von 195 Mrd. US-\$, einem Rückversicherungs-Volumen von 30 Mrd. US-\$ sowie 10 Mrd. US-\$ der Londoner Versicherungsgesellschaft Lloyds (*Leander*, *Global Finance*, March 1996).
- <sup>4</sup> Es ist zwar grundsätzlich möglich, diese Deckungslücke durch eine zusätzliche Akquisition von Kapital (z.B. durch die Ausgabe von -gewöhnlichen- Schuldverschreibungen) zu schließen. Es gilt jedoch zu beachten, daß in diesem Fall die Rückzahlungsverpflichtung auch dann bestehen bliebe, wenn die Gesellschaft aufgrund eines Großschadensereignisses in Anspruch genommen wird.
- <sup>5</sup> So wird das tägliche Handelsvolumen aller Kapitalmärkte auf 900 Mrd. US-\$ geschätzt. Sogar allein die Dividenden-Ausschüttungen aller an der New York Stock Exchange notierten Aktien beliefen sich auf 130 Mrd. US-\$. (*Froot/Murphy/Stern/Usher* *The Emerging Asset Class: Insurance Risk* 1995, 2 f.; vgl. auch "Risiko-Transfer über Finanzmärkte: Neue Perspektiven für die Absicherung von Katastrophenrisiken in den USA" in *Schweizer Rück sigma* 5/96, 4 f.).
- <sup>6</sup> Vgl. *Albrecht/König/Schradin* *ZVersW* 1994, 633 ff.; *Hasekamp* VW 1994, 261 ff.; *Canter/Cole/Sandor* *Financial Derivatives and Risk Management* 7/96, 13; *Geman*, *Financial Derivatives and Risk Management* 7/96, 21.
- <sup>7</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang auch die "Rückversicherungsverträge" (standby term loans) sowohl des Hawaiian Hurricane Relief Fund als auch der California Earthquake Authority (vgl. "Rückversicherungen besser als Erdbeben-Anleihe" in HB Nr. 228 v. 25.11.1996, 18), sowie den von der texanischen Versicherungsgesellschaft USAA emittierten Hurricane Bond (vgl. "Disastrous bonds" in *The Economist* v. 31.8. 1996, 68). Grundlegend zu Rückversicherungsverträgen *Heß* VW 1995, 1328 ff.
- <sup>8</sup> Die Gestaltung dieser Anleihe mit einer Laufzeit von 10 Jahren sah eine Platzierung des Gesamtvolumens in Höhe von 3,5 Mrd-US-\$ in drei Tranchen vor. Die Zinszahlung sollte halbjährlich erfolgen, wobei der Anspruch auf Zinszahlung dann entfallen sollte, wenn in der Region ein Erdbeben passiert. Aufgrund der

geringeren Kosten zog es die CEA jedoch vor, diese Anleihe nicht zu plazieren und vielmehr einen Rückversicherungsvertrag mit einem Privatmann zu schließen (vgl. "Rückversicherungen besser als Erdbeben-Anleihe" in HB Nr. 228 v. 25.11.1996, S. 18).

- <sup>9</sup> Vgl. *Chmilelorz/Metzger* VW 1995, 935 ff.
- <sup>10</sup> Beispielhaft zu nennen ist das Engagement der Hannover Rückversicherungs-AG ("Hannover Rück kauft Kapazität am Kapitalmarkt" in Börsen-Zeitung vom 27.11.1996, S. 5; "Hannover Rück nutzt Kapitalmarkt für Rückversicherung" in FAZ Nr. 282 v. 3.12.1996, S. 23; *Booth*, reactions, January 1997, 8). Vgl. auch *Wetzel*, *The McKinsey Quarterly* 4/96, 161 (162).
- <sup>11</sup> Es handelt sich hierbei um eine Studie der Ueberseebank zu einer NCI-Note (insoweit unrichtig "Uebersee Bank begibt Katastrophen-Anleihe" in SZ Nr. 195 v. 24./25.8. 1996, S. 27, da der Studiencharakter übersehen wird) sowie eine nicht veröffentlichte Studie der Investmentbank Goldman Sachs & Co. zu einer Katastrophenanleihe mit 10-jähriger Laufzeit (vgl. "Disastrous bonds" in *The Economist* v. 31.08. 1996, S. 68).
- <sup>12</sup> Vgl. "Bei Hagel keine Zinsen" in FAZ Nr. 14 v. 17.1. 1997, S. 27.
- <sup>13</sup> Hierbei handelt es sich um eine Null-Kupon-Anleihe mit zweijähriger Laufzeit, die zu 80% des Nominalwertes ausgegeben wird.
- <sup>14</sup> Entsprechend würden in diesem Fall nur 60% des Nominalwertes ausgezahlt.
- <sup>15</sup> Bis zum 28. September 1995 basierten die an der Chikagoer Börse (CBOT) gehandelten Kontrakte auf Indizes der Insurance Services Office (ISO). Seitdem werden die zugrunde gelegten Indizes von der Gesellschaft Property Claims Services (PCS) berechnet, wobei als Grundlage die Daten von 25 Versicherungsgesellschaften dienen, die wiederum 23% des gesamten Sachversicherungsvolumens repräsentieren (*Canter/Cole/Sandor* *Financial Derivatives and Risk Management* 7/96, 13 (14)). Insgesamt werden 9 verschiedene Indizes unterschieden, einen landesweiten, fünf regionale (Eastern, Northeastern, Southeastern, Midwestern und Western) sowie drei Staaten-Indizes (Florida, Texas und California).
- <sup>16</sup> S.o. Fn. 11.
- <sup>17</sup> Von dieser rein rechtlichen Problematik ist die Frage zu trennen, ob es sich unter wirtschaftswissenschaftlichen Gesichtspunkten bei diesen Papieren um eine neue Klasse handelt (so *Litzenberger/Beaglehole/Reynolds*, *Journal of Portfolio Management* Dec. 1996, 76 ff.).

- 18 Nach Angaben des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen wurden 1995 69% der Schadens- bzw. Rückversicherungsgesellschaften in der Rechtsform der AG betrieben (BAV, Geschäftsbericht 1995 Teil B, S. A 11 ff.).
- 19 Diese Aufteilung ist trotz der differierenden Ansichten zu dem Verhältnis von Gewinnschuldverschreibung und Genußrechten gerechtfertigt, da von § 36 S. 4 VAG jedenfalls nur solche Genußrechte erfaßt werden, die eine Verlustbeteiligung vorsehen.
- 20 Nach *Karollus* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG, § 221, Rdn. 478 handelt es sich bei der Gewinnschuldverschreibung um eine "Unterart" der Genußrechte. Zumindest hinsichtlich der Gewinnbeteiligung liegt jedenfalls kein Unterschied vor. Ebenso *Lutter* in Köln. Komm. zum AktG, § 221 Rdn. 447.
- 21 *Karollus* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG, § 221, Rdn. 1.
- 22 *Gadow* in Großkomm. zum AktG (1937), § 174, Anm. 3.
- 23 *Karollus* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG, § 221, Rdn. 446; *Lutter* in Köln.Komm. zum AktG, § 221, Rdn. 446; *Krieger*, Münch Hdb AG (1988) § 63, Rdn. 25.
- 24 Amtl. Begründung zu § 174 AktG (1937), abgedruckt bei *Klausing*, AktG (1937), 155.
- 25 Diese Gefahr besteht dagegen bei der Wandel- und Optionsschuldverschreibung.
- 26 *Karollus* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG, § 221, Rdn. 474.
- 27 *Hüffer*, AktG, § 221, Rdn. 8; *Godin/Wilhelmi*, AktG, § 221, Anm. 4; *Lutter* in Köln. Komm. zum AktG, § 221, Rdn. 446.
- 28 *Hüffer*, AktG, § 221, Rdn. 8; *Godin/Wilhelmi*, AktG, § 221, Anm. 4; *Lutter* in Köln. Komm. zum AktG, § 221, Rdn. 446.
- 29 Insoweit konsequent *Karollus*, Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG, § 221, Rdn. 474. Unrichtig dagegen der Verweis auf die "bisher ganz herrschende Meinung". Die Ansicht von *Krieger*, aaO (Fn. 23) § 63, Rdn. 25 beruht wohl auf einer Fehlinterpretation des Urteils RGZ 118, 152 (155), in dem auf den Durchschnittsgewinn von drei Konzerngesellschaften und nicht auf eine beliebige dritte Gesellschaft abgestellt wurde.
- 30 Vgl. *Wohlfahrt/Brause* WM 1997, 397 (403).
- 31 *Sethe*, AG 1994, 342 (344).
- 32 *Gehling* WM 1992, 1093 (1094).

- 33 Vgl. *Lutter* in Köln. Komm. zum AktG, § 221, Rdn. 218; *Gehling* WM 1992, 1093 (1094), die dieses Problem allerdings im Zusammenhang mit dem Begriff des (“obligationsähnlichen”) Genußrechts erörtern.
- 34 Vgl. *Hüffer*, AktG, § 221, Rdn. 25b.
- 35 *Karollus*, Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG, § 221, Rdn. 297.
- 36 Vgl. *Karollus*, Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG, § 221, Rdn. 278 ff.
- 37 In diesem Zusammenhang könnte man die Frage aufwerfen, ob der Anleger mit dem Erwerb einer Katastrophen-Anleihe eine Versicherung übernimmt und demnach ebenfalls der Aufsicht nach dem VAG unterliegt. Abgesehen davon, daß es sich allenfalls um eine Rückversicherung handelt, die ohnehin nur eingeschränkt der Aufsicht unterworfen ist, wird trotz der grundsätzlich weiten Verständnisses (vergl. Schmidt, in Prölss, VAG (1997), § 1, Rdn. 5) jedenfalls das Tatbestandsmerkmal “Unternehmen” nicht erfüllt sein.
- 38 § 53c Abs. 3 Nr. 3a VAG
- 39 Vgl. § 53c Abs. 3a VAG
- 40 So zu der parallelen Vorschrift des § 10 Abs. 5 S. 1 KWG, *Schick* BB 1985, 2137 (2138).
- 41 Zu beachten ist, daß in diesem Fall die Emission auch bei einer Versicherungsgesellschaft in der Rechtsform des VVaG der Zustimmung der Mitglieder- (Vertreter-) versammlung bedarf (§ 36 S.4 VAG).
- 42 § 53c Abs. 1 VAG
- 43 Verordnung über die Kapitalausstattung von Versicherungsunternehmen vom 13. 12. 1983 (BGBl. I S. 1451).
- 44 *Farny*, Versicherungsbetriebslehre (1989), S. 433.
- 45 Zur Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes auf Anleihebedingungen v. *Radow*, ZBB 1994, S. 23 ff.
- 46 *Lindacher* in Wolf/Horn/Lindacher, AGB-Gesetz (1994), § 6 Rdn. 29; *Ulmer/H. Schmidt* in Ulmer/Brandner/Hensen, AGB-Gesetz (1987), § 6, Rdn. 20 m.w.N.
- 47 Vgl. *Milgrom/Roberts*, Economics, Organization & Management 1992, 168 f.; *Pindyck/Rubinfeld*, Microeconomics 1995, 604 f.; *Sexton*, Microeconomics 1995, 584.
- 48 *Etzel* VW 1995, 1563 ff.
- 49 Verkaufsprospekt der Winterthur AG, S. 7.

<sup>50</sup> Im Bewußtsein, daß mögliche Zeitverzögerungen die Aufnahmebereitschaft des Marktes hemmen könnten, wird explizit auf die schnelle Abwicklung der Schadensbegutachtung mittels eines sogenannten mobilen "Drive-In" hingewiesen. Hierbei handelt es sich um eine "Zeltstadt", mittels der es möglich ist, bis zu 300 Fahrzeuge pro Tag zu begutachten. Hieraus folgt aber auch, daß es der Nutzung von 20 dieser Einrichtungen bedarf, um sicherzustellen, daß bei 6.000 Schadensfällen diese innerhalb einer Woche begutachtet sind. Vgl. allgemein *Forstmann/Scholz* VW 1995, 193 ff.

<sup>51</sup> *Wolf* in *Wolf/Horn/Lindacher*, aao (Fn. 46), § 9, Rdn. 82.

<sup>52</sup> RGZ 129 (134 (141 f.)); *Staudinger/Engel*, BGB § 762 Rdn. 7; *Pecher* in *Münchn. Komm. zum BGB* § 762 Rdn. 9.

<sup>53</sup> S.o. III. 1.

<sup>54</sup> Der entscheidende Vorteil dieser Anlageform wird in der fehlenden Korrelation zu der Entwicklung der Aktien- bzw. Rentenmärkte gesehen. Kann dieser Ansicht zwar grundsätzlich zuge stimmt werden, ist jedoch zu beachten ist jedoch, daß auch bislang schon Wertpapiere zur Verfügung stehen, die zumindest ansatzweise ein Katastrophen-Risiko abbilden (z.B. Aktien von (Rück-) Versicherungsunternehmen) (vgl. "Risikotransfer über Finanzmärkte: neue Perspektiven für die Absicherung von Katastrophenrisiken in den USA" in *Schweizer Rück*, sigma 5/96, S. 16). Möglicherweise kann es sich positiv auf die Entwicklung dieser Finanzinstrumente auswirken, daß in dem vergangenen Jahr deutlich weniger Schäden durch Naturkatastrophen verursacht wurden (vgl. "Für Versicherungen war 1996 kein teures Jahr" in *FAZ* Nr. 72 v. 26.3.1997, S. 18).