



Garantien im Nullzinsumfeld

Seit Jahren fallen die Zinsen und es wächst in der Bevölkerung zunehmend die Unsicherheit bei der Frage, wie eine private oder betriebliche Altersvorsorge gestaltet werden kann. Wie kann eine junge Frau für ihre Zukunft vorsorgen? Welche Lösung ist für den Familienvater die richtige? Sind Garantien noch sinnvoll? Oder sind Garantien zu kostspielig und „verbrauchen“ sie zu große Teile des Ersparten? Zudem hat die Deutsche Aktuarvereinigung e.V. (DAV) Ende 2019 eine Senkung des Höchstrechnungszinses auf 0,5 Prozent vorgeschlagen. Was heißt das alles für Versicherungen mit Garantien? Kann eine Rentenversicherung den Lebensstandard im Alter noch sichern? Mit diesen Fragen beschäftigt sich der folgende Artikel.

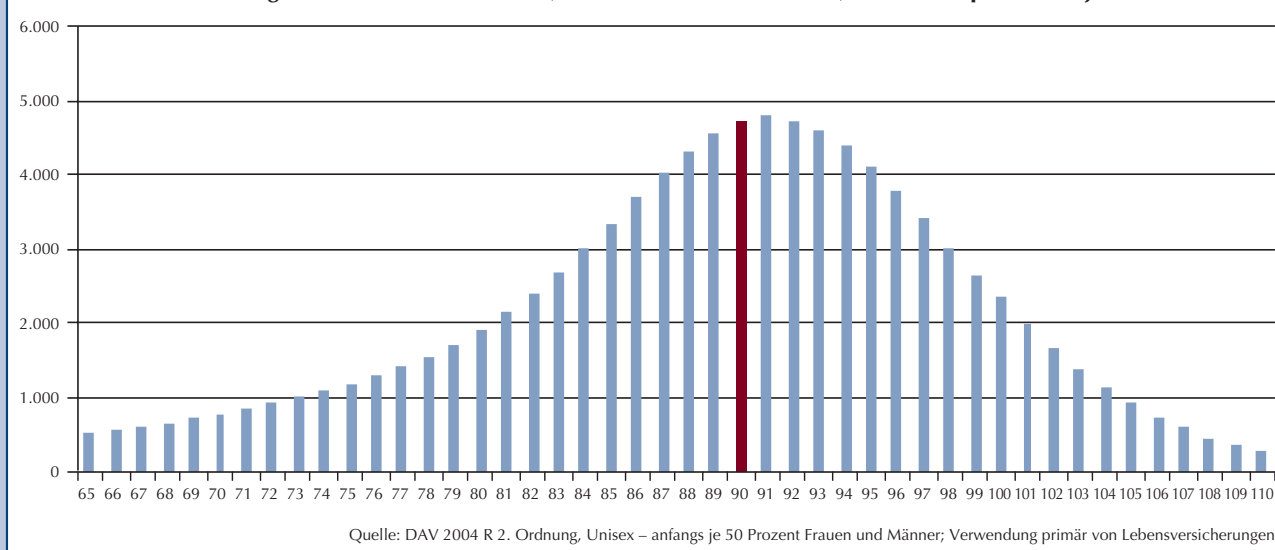
Um über Garantien zu sprechen, ist es zweckmäßig, zunächst festzulegen, was hier mit Garantien gemeint ist. Laut Duden ist eine Garantie unter anderem eine verbindliche Zusage beziehungsweise vertragliche Sicherheit, die einen bestimmten Sachverhalt betrifft. In unserem Kontext ist das eine Altersvorsorgeleistung, die ohne Möglichkeit der nachträglichen Änderung der Konditionen fest versprochen oder zugesagt wird. Dies ist sinngemäß so auch im Versicherungsvertragsgesetz (VVG) festgeschrieben. Diese Leistung hat typischerweise die Form einer Kapitalzahlung oder einer Rente, die für eine bestimmte Zeit beispielsweise bei Berufsunfähigkeit oder lebenslang (Leibrente) gewährt wird. Im Folgenden konzentrieren wir uns daher auf garantierte Renten- und Kapitalzahlungen, die sowohl in der privaten Altersvorsorge als auch bei der betrieblichen Altersvorsorge in Form der Direktversicherung eine wesentliche Rolle spielen.

Schließlich ist es noch wichtig, zwischen Garantien und ihrer Konstruktion zu unterscheiden. So werden Garantierenten zwar üblicherweise mithilfe eines Zinses und einer Sterbetafel berechnet. Tatsächlich garantiert wird aber ein Betrag in Euro, der in Form einer Rente über einen definierten Zeitraum, zum Beispiel lebenslang, gezahlt wird.

Garantien vs. Sicherheit

Sofern in der Altersvorsorge (Mindest-)Leistungen und (Höchst-)Beiträge festgelegt werden, wird damit auch ein Verhältnis von Einzahlungen und Auszahlungen fixiert sowie das Verlustrisiko absolut begrenzt. Das Verlustrisiko kann aber auch ohne explizite Garantien begrenzt werden. Bei der kapitalgedeckten Altersvorsorge besteht das zentrale Risiko darin, dass sich der Wert der Kapitalanlagen ungünstig entwickelt. Ebenfalls von hoher Relevanz ist das Langlebkeitsrisiko, das aus individueller Sicht darin besteht, dass man länger lebt, als das eigene Vermögen ausreicht. Sind die Leistungen garantiert, tragen die Anbieter diese Risiken – hierzu zählen Lebensversicherer, Pensionskassen oder auch Pensionsfonds. Sind die Leistungen nicht garantiert, tragen sie die Kunden beziehungsweise die Begünstigten, deren Leistungen geringer als erwartet ausfallen können. Aber auch ohne Garantien können Leistungen durch risikomindernde Techniken, zum Beispiel durch eine kollektive Kapitalanlage und einen biometrischen Risikoausgleich im Kollektiv, mit einer gewissen Sicherheit in Aussicht gestellt werden.

Abbildung 1: Von 100.000 Personen, die heute 65 Jahre alt sind, versterben pro Lebensjahr



Dabei wird der Begriff Sicherheit im Folgenden als das Gegenteil des Begriffs Risiko verstanden. Anders als die in der Altersvorsorge vorherrschenden Garantien, die unabhängig von der Entwicklung der (ökonomischen) Rahmenbedingungen und insofern „robust“ sind, ist Sicherheit damit eine statistische Größe, die von der Verteilung der Zukunftsszenarien abhängt. Deshalb wird hier Sicherheit analog zu Risiko verstanden.

Mechanismen der Garantieabsicherung

Um die oben beschriebenen Garantien anbieten zu können, sind Mechanismen zur Reduktion beziehungsweise zum Ausgleich von Kapitalmarktrisiken auf der einen Seite und zum Ausgleich von biometrischen Risiken auf der anderen Seite erforderlich. Diese werden im Folgenden beschrieben.

Der klassische Rahmen, in dem die Begriffe Rendite und Risiko beziehungsweise Sicherheit zusammen betrachtet und quantifiziert werden, ist die Portfoliotheorie von Markowitz. Auch wenn deren Annahmen teilweise idealtypisch sind und resultierende Aussagen von der ökonomischen Wissenschaft durchaus kritisch bewertet werden, stellt sie einen nützlichen Rahmen bereit, mit dem sich der Trade-off zwischen Chancen und Risiken, aber auch Sicherheit analysieren lässt.

Wichtigster Punkt für das hier infrage stehende Thema der Sicherheit und Planbarkeit der Erträge ist zunächst, dass es außerhalb des risikolosen Zinses keine sichere Ertragsquelle gibt. Für ein effizientes Portfolio wird eine

höhere Rendite immer durch ein Mehr an Risiko erkaufte. Auch in der Realität ist davon auszugehen, dass höhere Renditen mit höherem Risiko einhergehen, sodass umgekehrt mehr Sicherheit durch eine Reduktion zukünftiger Renditechancen erkaufte wird.

Die Portfoliotheorie geht dabei von einer individuellen, marktwertbasierten Kapitalanlage in einem vollkommenen Markt aus. In der Altersvorsorge sind dagegen kollektive Modelle und Pufferbildungen üblich. Diese ermöglichen es, unter gleichen Kapitalmarktbedingungen zum Wohle aller Kunden im Kollektiv höhere Risiken einzugehen als im individuellen Fall. Denn dadurch, dass aus dem Kollektiv neue Beiträge zur Anlage hinzukommen, müssen Wertpapiere nicht unnötig veräußert werden, wenn der Zeitpunkt dazu vielleicht ungünstig ist. Außerdem ist eine Glättung von Risiken über die Zeit durch die Bildung von Puffern möglich. So können kaum gehandelte Wertpapiere, wie besondere Inhaberschuldverschreibungen, mit höherer Rendite gekauft werden, weil es Freiräume bei der Haltedauer gibt. Außerdem können kritische Marktphasen, zum Beispiel an den Aktienmärkten, eine Zeit lang ohne Veränderung der Anlagestruktur beobachtet werden, ohne Aktien mit Kursverlusten verkaufen zu müssen.

In der Altersvorsorge spielt naturgemäß die in der Regel lebenslange Rentenphase eine zentrale Rolle, da in dieser die Alterseinkommen ausgezahlt werden. Nur der Ausgleich biometrischer Risiken im Kollektiv – namentlich die finanziellen Folgen der Langlebigkeit – ermöglicht eine Stabilität des Einkommens über die gesamte

Hintergrund

Rentenphase hinweg. Für das einzelne Individuum ist die Dauer der Rentenphase nämlich ungewiss, während die Verteilung der Rentenzahlungsdauern im hinreichend großen Kollektiv – abgesehen von Änderungs- und Irrtumsrisiken – relativ stabil ist. Die Abbildung 1 zeigt die Verteilung der Lebensdauern von Menschen, die im Jahr 2018 ein Alter von 65 Jahren erreicht hatten. Offenbar streuen die Lebensdauern sehr stark und die mittlere, restliche Lebenserwartung von ca. 24,9 Jahren entspricht nur für eine sehr geringe Anzahl von Personen der individuellen Lebenserwartung. Ungefähr die Hälfte der heute 65-jährigen Lebensversicherten wird mindestens 90 Jahre alt und etwa ein Drittel erreicht ein Alter von 95 Jahren und mehr. Die kollektive Absicherung der Altersleistungen ist daher für die meisten Personen sinnvoll, da sich die individuelle Lebenserwartung nicht verlässlich einschätzen lässt.

Bewertung von Garantien

Nachdem wir nun wissen, was Garantien sind und wie sie dargestellt werden können, wollen wir die Frage beantworten, was sie wert sind beziehungsweise kosten. In der Finanzmathematik werden Kosten von Garantien üblicherweise als die Kosten der (vollständigen) Absicherung für ein konkretes Investmentportfolio definiert. Dies ist auch sinnvoll, weil sich damit für Garantien, die an Märkten gehandelt werden können, beobachtbare Marktpreise reproduzieren lassen.

Beispiel: Wir betrachten ein Produkt, bei dem die Beiträge des Kunden in Fondsanteile mit Wert F investiert werden, und das eine Mindestleistung M bei Ablauf zum Zeitpunkt n garantiert. Mathematisch gilt damit zum Ablaufzeitpunkt n

$$\text{Leistung}(n) = \max(F(n), M) = F(n) + \max(M - F(n), 0)$$

Die Rechnung zeigt, dass die Leistung in zwei Komponenten zerlegt werden kann. Dabei entspricht die erste Komponente einer Fondsanlage mit Wert F und die zweite einer sogenannten Put-Option auf diesen Wert, mit einem Ausübungspreis M in Höhe der Garantie (Mindestleistung). Die Put-Option gleicht den Differenzbetrag zwischen Fondswert und Mindestleistung aus, falls der Fondswert zum Ablaufzeitpunkt unter der Mindestleistung liegt. Da die Put-Option der Unterschied zwischen dem Garantieprodukt und der reinen Fondsanlage ist, entspricht der Wert der Garantie (die Garantiekosten) folgerichtig dem Preis der Put-Option. Dabei gilt: Je riskanter das Portfolio ist, desto höher sind die Garantiekosten. Gleichzeitig gilt jedoch: Die Put-Option liefert in negativen Szenarien für ihren Käufer einen

realen Wert. Es gibt damit nicht nur Kosten der Garantie, sondern auch einen Wert der Garantie. Je riskanter eine abgesicherte Anlage ist, umso höher kann der Verlust dieser Anlage vor Absicherung ausfallen, und umso höher ist der Wert der durch die Option gelieferten Garantie. Nach dem Optionspreismodell ist dieser Wert der Garantie gerade gleich den Kosten der Garantie.

Garantien aus Sicht des Kunden

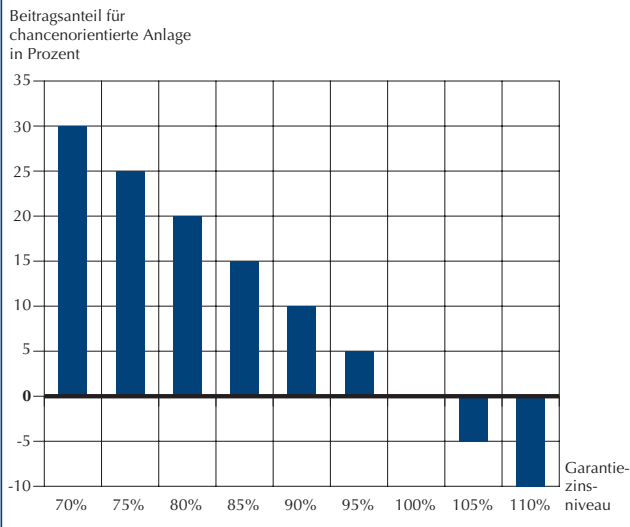
Als Nächstes betrachten wir Garantien aus Sicht des Kunden. Dabei ist es wichtig, zu erwähnen, dass die verschiedenen Kunden unterschiedliche Risikoneigungen haben und damit auch unterschiedliche Erwartungen an sichere Renditen oder mögliche Verluste. Renditechancen können deutlich steigen, wenn Kunden gewisse Schwankungen in den möglichen Leistungsentwicklungen hinnehmen oder geringere Garantien akzeptieren. Deshalb ist es für Kunden wichtig, den Zusammenhang zwischen Renditechancen und Risiken zu verstehen. Das folgende Beispiel illustriert diesen Zusammenhang auf einfache Weise.

Beispiel: Wir betrachten Altersvorsorgeverträge mit einer Laufzeit von 30 Jahren. Wir nehmen an, dass nach Kosten eine sichere Verzinsung von 0,0 Prozent erzielt werden kann. Weiter nehmen wir stark vereinfachend an, dass die Garantie vollständig durch sichere Kapitalanlagen abgesichert wird und nur die nicht dafür benötigten Beitragsanteile für chancenreiche Investments, zum Beispiel in Aktien, zur Verfügung stehen. In der Praxis ist es bei kollektiver Kapitalanlage möglich, die Garantie nicht vollständig abzusichern, sodass ein höherer Anteil der Beiträge für chancenreiche Investments zur Verfügung steht. Durch dynamische Garantieabsicherung kann dieser Anteil noch weiter erhöht werden.

Die Abbildung 2 zeigt den Anteil der Beiträge, der nach Absicherung der Garantie für chancenreiche Investments zur Verfügung steht, in Abhängigkeit vom Garantieniveau.

Offenbar wird der Spielraum für chancenreiche Investments mit steigender Garantie immer weiter eingeschränkt. Damit sinkt zwar das Verlustrisiko, aber auch die Aussicht auf Leistungen, die über die Garantie hinausgehen. Bei einem Garantieniveau von 100 Prozent – die Mindestablaufleistung entspricht dann den gezahlten Beiträgen – kann ohne die Nutzung von Eigenmitteln nur noch die Garantie dargestellt werden. Damit ergibt sich bei positiver Inflationsrate ein sicherer, realer Verlust. Eine noch höhere Garantie oder eine riskantere Kapitalanlage wäre nicht vollständig aus den Beiträgen finanzierbar und würde dann zulasten des Anbieters gehen.

Abbildung 2:
Chancenorientierte Kapitalanlage in
Abhängigkeit vom Garantieniveau



Fazit

Im Nullzinsumfeld sollten Garantien reduziert werden

Garantien, insbesondere biometrische (garantierte Renten!) haben auch im Nullzinsumfeld eine Berechtigung. Aber das Niveau ist mit Bedacht zu wählen – sowohl aus Sicht der Anbieter als auch aus Sicht der Kunden. Ab einem gewissen Garantieniveau, das vom vorherrschenden Zinsumfeld abhängt, reduzieren sich einerseits die Ertragschancen für die Kunden und erhöhen sich andererseits die Risiken und damit die Kapitalkosten für die Anbieter. Im Nullzinsumfeld ist insbesondere eine Garantie der gezahlten Beiträge nicht mehr sinnvoll, da bei positiver Inflationsrate eine Entwertung der Beiträge droht. Um eine realistische Chance auf einen Inflationsausgleich und damit einen Erhalt des Wertes der Beiträge zu haben, ist eine Reduktion der Garantien erforderlich. Zur Bestimmung sinnvoller Garantieniveaus können Aktuar*innen einen Beitrag leisten. Während sich das Kapitalmarktumfeld sehr dynamisch entwickelt und die Veränderungen erheblichen Einfluss auf die Garantiekonzepte haben, sind die Anbieter jedoch an gesetzliche Rahmenbedingungen gebunden, die sich nicht in der gleichen Geschwindigkeit mitentwickeln. Diese Situation wirkt sich auf die Gestaltung und die Geschwindigkeit aus, mit der Anbieter in der letzten Zeit neue Garantiekonzepte vorgestellt und zur Verfügung gestellt haben.

Die teilkollektive RfB

Die teilkollektive Rückstellung für Beitragsrückerstattung ist Teil der Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB), die den Verträgen insgesamt zugeordnet ist. Sie enthält Mittel, die innerhalb der RfB dem gesamten Bestand zur Verfügung stehen. Dadurch wird das Kollektiv stabilisiert und ein angemessener Interessenausgleich innerhalb der Versichertengemeinschaft sowie zwischen dem regulierten und deregulierten Bestand ermöglicht.

Woher stammen die Mittel der teilkollektiven RfB?

Die teilkollektive RfB wird durch die verfügbare RfB gespeist. Dazu werden die verfügbaren Mittel der Teilbestände oberhalb einer einmalig gewählten, unternehmensindividuellen Grenze entnommen und den kollektiven Teilen zugeführt. Sobald die Mittel der teilkollektiven RfB eine bestimmte Obergrenze überschreiten, werden sie wiederum mit einem verursachungsorientierten Schlüssel in die RfB der Teilbestände zurückgeführt.

In der Regel dürfen diese Mittel aber nur für die Überschussbeteiligung der Versicherungsnehmer verwendet werden. Die Höhe der Überschussbeteiligung wird daher nicht von der Bildung oder der Größe der kollektiven RfB beeinflusst.

Wie groß ist die teilkollektive RfB?

Die Obergrenze der teilkollektiven RfB beträgt 60 Prozent der Solvabilitätsspanne. Da diese Grenze unternehmensindividuell gewählt wird, kann sie auch niedriger liegen. Eine Änderung der Obergrenze darf ausschließlich mit Zustimmung der Versicherungsaufsicht BaFin erfolgen.

Wann wurde die teilkollektive RfB eingeführt?

Ab dem Geschäftsjahr 2014 durften Lebensversicherungsunternehmen erstmals eine teilkollektive RfB einführen. Bei der erstmaligen Einrichtung konnten mehrere teilkollektive Teile gebildet werden. Die Lebensversicherungsunternehmen mussten die Obergrenze für die kollektiven Teile sowie die Obergrenze der verfügbaren RfB der Abrechnungsverbände und der Bestandsgruppen festlegen und bei der BaFin zur Genehmigung einreichen. Eine Änderung ist nur mit Genehmigung der BaFin zulässig.