

7. LEBENSVERSICHERUNGEN IN DER ZINSFALLE

Die privaten Lebens- und Rentenversicherungen stellen für viele Bundesbürger einen wichtigen Teil ihrer Altersvorsorge dar. Die Statistik der Deutschen Bundesbank beziffert die »Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen« auf 872 Milliarden Euro.¹⁰⁰ Das entspricht rund 17 Prozent des privaten Geldvermögens in Deutschland.

Nach der Statistik des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) schlossen die Bundesbürger im Jahr 2013 insgesamt fast 2,3 Millionen Kapitallebens- und Rentenversicherungen ab (ohne Kollektivverträge)¹⁰¹. Davon sind ungefähr 760.000 Policen – also rund ein Drittel – fondsgebunden. Bei ihnen fließt der Sparanteil der Versicherungsbeiträge direkt in Fondsanteile. Die Höhe der späteren Leistungen für die Versicherten ist an die Wertentwicklung der Fonds gekoppelt. Das Zinstief hat auf diese Policen daher eine ähnliche Auswirkung wie auf die Fonds an sich. Je nachdem, ob diese in Staats- oder Unternehmensanleihen, Aktien oder Immobilien investieren, sind sie unterschiedlich stark von der Zinsfalle betroffen. Die Schlüsse der vorangegangenen Kapitel zu den unterschiedlichen Anlageklassen sind im Wesentlichen übertragbar. Allerdings können die Fondspolicen erhebliche Kosten verursachen, die zu einer entsprechend niedrigeren Wertentwicklung führen.

Bei den anderen, den »klassischen« Policen übernimmt das Versicherungsunternehmen die Anlage des Sparanteils, der nach Abzug der Kosten von den Beiträgen übrig bleibt. Diese Lebens- und Rentenversicherungen zeichnen sich durch einige Besonderheiten aus, die erhebliche Auswirkungen auf ihr Verhalten in einer Niedrigzinsphase und die Risiken einer Zinsfalle haben.

Die Versicherer legen die Sparanteile aus den Beiträgen ihrer Kunden gesammelt im Sicherungsvermögen an. Einen direkten Anspruch auf die Wertentwicklung der angelegten Gelder haben die Kunden anders als bei einer fondsgebundenen Police nicht. Die Unternehmen müssen jedoch den allergrößten Teil der erzielten Erträge wieder an ihre Kunden ausschütten. Dies erfolgt auf mehreren Wegen:

- Erstens über den Rechnungszins: Bereits bei Abschluss des Vertrages legt der Versicherer fest, wie er die Sparanteile der Kundeneinzahlungen mindestens verzinsen wird. Dieser Zinssatz gilt für die gesamte Laufzeit des Vertrages – also zum Beispiel auch für die Einzahlungen, die der Kunde erst in 25 Jahren leisten wird. Deshalb wird der Rechnungszins auch Garantiezins genannt. Er lag lange Zeit bei 3,5 Prozent oder sogar 4 Prozent p.a., ist durch die starke Talfahrt der Zinsen aber mittlerweile stark gesunken¹⁰². Seit Anfang 2015 dürfen die Versicherer bei neu abgeschlossenen Verträgen nur noch einen Rechnungszins von maximal 1,25 Prozent im Jahr ansetzen (Höchstrechnungszins)¹⁰³. Die Sätze für vorher abgeschlossene Policen bleiben davon unberührt. Der Rechnungszins sollte nicht mit der garantierten Beitragsrendite einer Versicherung verwechselt werden, in die auch die Kosten der Police einfließen. Die garantierte Beitragsrendite ist daher stets niedriger als der Rechnungszins. Dies zeigen auch Erfahrungswerte von Partner in Life, einem Unternehmen, das bestehende Policen von Versicherten aufkauft. Bei Verträgen mit einer Versicherungssumme von mindestens 20.000 Euro liegt die garantierte Beitragsrendite je nach Zeitpunkt des Vertragsabschluss im Durchschnitt um 0,57 bis 0,94 Prozentpunkte niedriger als der jeweils ausgewiesene Rechnungszins. Noch größer ist der Unterschied bei kleinen Verträgen mit einer Versicherungssumme von weniger als 20.000 Euro: Je nach Zeitpunkt des Vertragsabschluss unterschreitet ihre garantierte Beitragsrendite den Rechnungszins im Durchschnitt um 0,84 bis 1,23 Prozentpunkte. Für Verträge, die ab Januar 2015 abgeschlossen wurden, erwartet Partner in Life sogar eine garantierte Beitragsrendite von im Schnitt nur noch -0,20 Prozent bis 0,10 Prozent.¹⁰⁴ Die Zahlen sind allerdings nur Schätzwerte, weil die garantierte Beitragsrendite je nach Lebensversicherer, Tarif und Vertragstyp sehr unterschiedlich ausfallen kann.

Vertragsabschluss	Ausgewiesener Rechnungszins
vor Juli 1986	3,00 Prozent
Juli 1986 bis Juni 1994	3,50 Prozent
Juli 1994 bis Juni 2000	4,00 Prozent
Juli 2000 bis Dezember 2003	3,25 Prozent
Januar 2004 bis Dezember 2006	2,75 Prozent
Januar 2007 bis Dezember 2011	2,25 Prozent
Januar 2012 bis Dezember 2014	1,75 Prozent
ab Januar 2015	1,25 Prozent

Datenquelle: Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.
»5 Fakten zum Höchstrechnungszins«

Entwicklung des Höchstrechnungszinses

- Zweitens über die laufende Überschussbeteiligung: In der Vergangenheit haben die Versicherer bei ihrer Kapitalanlage meistens deutlich höhere Renditen erwirtschaftet als den Rechnungszins. Sie beteiligen ihre Kunden bereits während der Laufzeit des Vertrages an diesen Überschüssen. Die erklärten Überschussbeteiligungen für die Vergangenheit und das laufende Jahr sind den einzelnen Verträgen endgültig zugeordnet. Sie erhöhen damit die garantierte Leistung. Die Versicherer können jedoch die Überschussbeteiligungen für die künftigen Jahre ändern und gegebenenfalls auch ganz streichen.
- Drittens über die Schlussüberschüsse: Einen Teil der Überschüsse schreiben die Versicherer den Kunden nicht sofort gut, sondern versprechen ihn erst für den Zeitraum unmittelbar vor dem Beginn der Auszahlungsphase. Diese Schlussüberschüsse sind zunächst nicht garantiert. Das Unternehmen kann sie unter bestimmten Umständen wieder streichen, sofern der Vertrag das für die endgültige Zuteilung dieser Schlussüberschüsse vorgesehene Alter noch nicht erreicht hat.
- Viertens über die Beteiligung an den Bewertungsreserven: Seit 2008 müssen die Lebensversicherer ihre Kunden bei Beendigung des Vertrages zur

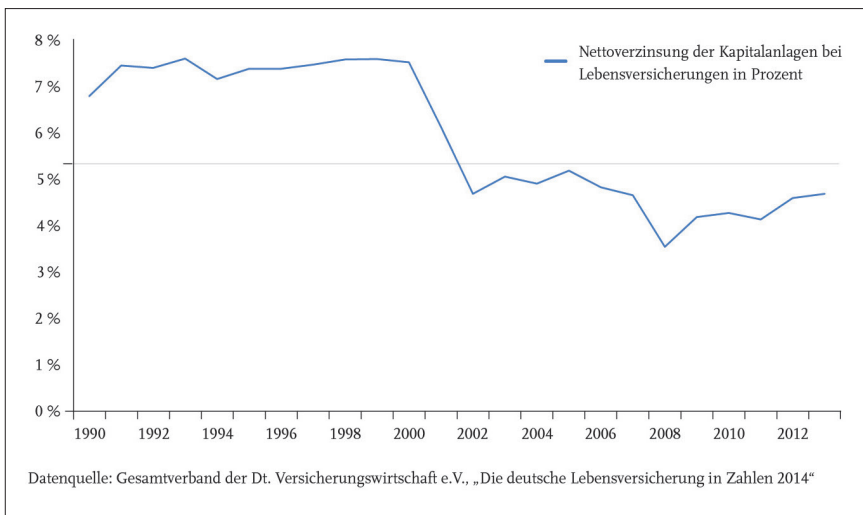
Hälfte an den Bewertungsreserven beteiligen, die zu diesem Zeitpunkt im Sicherungsvermögen bestehen und rechnerisch auf den Vertrag entfallen. Mittlerweile hat die Politik die Beteiligung der Kunden an den Bewertungsreserven wieder eingeschränkt. Dies ist eine Folge der Niedrigzinsphase. Durch den starken Zinsverfall in den vergangenen Jahren stiegen börsennotierte Anleihen erheblich im Kurs – und damit auch die Bewertungsreserven. Die Versicherer sehen diese Anleihen jedoch in den meisten Fällen als dauerhaftes Investment an. Verbleiben die Zinstitel im Sicherungsvermögen, lösen sich ihre Bewertungsreserven bis zur Rückzahlung der Papiere automatisch wieder auf. Die Beteiligung der ausscheidenden Kunden an diesen scheinbaren Reserven zwang viele Versicherer in den vergangenen Jahren zu einem Verkauf lukrativer Zinspapiere, wodurch ihre finanzielle Stabilität für die verbleibenden Kunden geschwächt wurde. Das 2014 verabschiedete Lebensversicherungsreformgesetz (LVRG) sieht deshalb unter bestimmten Bedingungen Ausnahmen an der Beteiligung ausscheidender Kunden an den Bewertungsreserven festverzinslicher Anlagen vor¹⁰⁵.

Die Niedrigzinsphase betrifft die klassischen Lebens- und Rentenversicherungen auch in anderer Hinsicht. Jedes Jahr müssen die Versicherer diesen Policen den Rechnungszins gutschreiben. Sie brauchen daher Jahr für Jahr Kapitalerträge mindestens in Höhe des durchschnittlichen Garantiezinses ihrer Verträge. Andernfalls müssen sie auf die Reserven zurückgreifen, die sie in der Vergangenheit für Notzeiten aufgebaut haben. Deshalb dominieren in der Regel festverzinsliche Anlagen das Sicherungsvermögen. Ihre regelmäßigen Erträge helfen den Versicherern, die Verpflichtungen mit einer hohen Sicherheit zu erfüllen. Doch diese Anlagepolitik macht die klassischen Lebens- und Rentenversicherungen sehr anfällig für die Folgen einer Niedrigzinsphase.

7.1 Klassische Policen leiden unter dem Zinstief

Seit rund 15 Jahren sind die Auswirkungen des sinkenden Zinsniveaus auf die klassischen Lebens- und Rentenversicherungen nicht mehr zu übersehen. Im Jahr 2001 sank die Nettoverzinsung ihrer Kapitalanlagen im Branchenschnitt auf 6,1 Prozent p.a.¹⁰⁶ In der Dekade davor erreichten die Le-

bensversicherer Jahr für Jahr eine 7 vor dem Komma bei dieser Kennzahl. Sie berücksichtigt neben den laufenden Erträgen und Aufwendungen auch Gewinne und Verluste aus dem Verkauf von Kapitalanlagen sowie vorgenommene Abschreibungen auf Wertpapiere, deren Kurs unter den Einstiegspreis gefallen ist. Im Jahr 2002 rutschte die Nettoverzinsung sogar auf 4,7 Prozent. Seitdem schwankte sie zwischen 3,5 Prozent und 5,2 Prozent. Meistens stand eine 4 vor dem Komma.



Nettoverzinsung der Kapitalanlagen bei Lebensversicherungen

Die Überschussbeteiligung sinkt seit Jahren

Die geringere Ertragskraft der Lebensversicherer wirkt sich auf die Höhe der laufenden Überschussbeteiligung aus. Diese folgte mit kurzer Zeitverzögerung der Nettoverzinsung: Lag sie 2001 – inklusive des Rechnungszinses – im Schnitt noch bei 7,1 Prozent, sank sie 2002 auf 6,2 Prozent, 2003 auf 4,9 Prozent und 2004 auf 4,5 Prozent. Nach einigen Jahren mit einer Seitwärtsbewegung rutschte sie 2012 mit 3,9 Prozent erstmals unter die 4-Prozent-Marke. 2014 betrug sie nur noch 3,5 Prozent.¹⁰⁷ Seit einigen Jahren erhalten deshalb Policen, die zwischen dem 1. Juli 1994 und dem

30. Juni 2000 abgeschlossen wurden und dadurch einen Garantiezins von 4,0 Prozent aufweisen, häufig eine höhere laufende Verzinsung als andere klassische Lebens- und Rentenversicherungen.¹⁰⁸

Die niedrigere Überschussbeteiligung wirkt sich drastisch auf die prognostizierten Leistungen der Verträge aus. Sowohl die Kapitalauszahlungen der Lebensversicherungen als auch die Leistungen der Rentenpolicen werden aus heutiger Sicht deutlich niedriger ausfallen als die Versicherer dies bei Abschluss des Vertrages vor einigen Jahren oder Jahrzehnten in Aussicht gestellt haben. Die Höhe der Einbußen hängt von den individuellen Vertragsdaten ab. Eine Prognose der Leistungen auf Basis der aktuellen Überschussbeteiligung können Versicherte der letzten Standmitteilung ihres Vertrages entnehmen oder beim Versicherungsunternehmen anfordern. Allerdings ist auch diese Berechnung unverbindlich.

Vieles spricht dafür, dass die Überschussbeteiligung in einer anhaltenden Niedrigzinsphase weiter sinken wird, auch wenn sich die Nettoverzinsung in den vergangenen Jahren scheinbar verbessert hat: Sie stieg von 4,1 Prozent (2011) auf 4,6 Prozent (2012) und 4,7 Prozent (2013). Diese Entwicklung wurde aber durch einen Sondereffekt verursacht, wie der GDV in seiner Veröffentlichung »Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2014« erläutert: Die Versicherer mussten verstärkt Anleihen mit einem hohen Kurs verkaufen, um ausscheidenden Kunden deren Beteiligung an den Bewertungsreserven auszahlen zu können. Dadurch wurden Kursgewinne realisiert, die sich bis zur Rückzahlung der Zinspapiere von selbst wieder aufgelöst hätten. Insofern täuscht der Anstieg der Nettoverzinsung eine Besserung nur vor. Die Analyse der Anlagepolitik deutscher Lebensversicherer im folgenden Abschnitt deutet vielmehr darauf hin, dass die klassischen Policen noch lange unter der Niedrigzinsphase leiden werden.

Die Lebensversicherer setzen auf Zinsanlagen

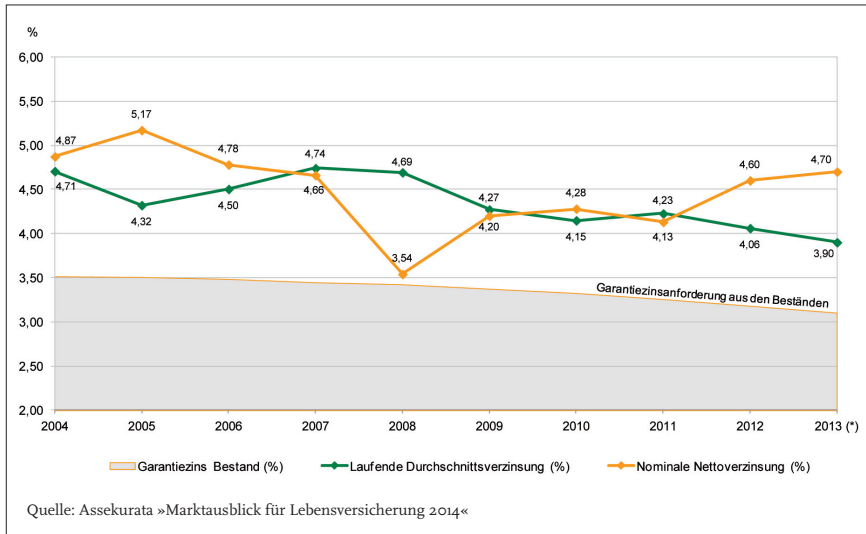
Mit ihrer Kapitalanlage müssen die deutschen Lebensversicherer jedes Jahr ein positives Ergebnis erzielen. Nur so können sie den jährlichen Rechnungszins der klassischen Verträge finanzieren. Stark schwanken-

de Investments wie Aktien zählen deshalb nicht zu ihren Favoriten. Auf sie entfallen nur gut 3 Prozent der Kapitalanlagen. In dieser Zahl sind neben den direkten Investments auch die Aktienbestände aus den Fonds der Lebensversicherer enthalten. Nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen kommen auf einen Anteil von gut 2 Prozent, Immobilien auf knapp 4 Prozent. Das Gros der Kapitalanlagen von insgesamt fast 800 Milliarden Euro steckt in festverzinslichen Papieren. Hypotheken, Namensschuldverschreibungen, Schuldscheinforderungen und andere Darlehen erreichen zusammen einen Anteil von fast 50 Prozent. Handelbare Zinstitel, wie Staats- und Unternehmensanleihen, sowie die entsprechenden Bestände aus Investmentfonds stehen für rund 40 Prozent der Kapitalanlagen (Stand jeweils: 31. Dezember 2013).¹⁰⁹

Die Lebensversicherer profitieren seit vielen Jahren von der hohen Restlaufzeit ihrer festverzinslichen Anlagen. Diese liegt im Branchenschnitt bei rund 10 Jahren. Die Versicherungsunternehmen konnten so die vergleichsweise hohen Zinsen der 1990er-Jahre zu einem erheblichen Teil in die 2000er-Jahre hinüberretten. In den vergangenen 10 Jahren gab es ebenfalls Phasen mit – aus heutiger Sicht – attraktiven Renditen bei den Zinsanlagen. Einer Berechnung des GDV zufolge kam ein typischer Neuanlagekorb festverzinslicher Wertpapiere im Jahresdurchschnitt 2007 auf eine Rendite von gut 4 Prozent. 2008 waren es im Mittel sogar rund 4,5 Prozent.¹¹⁰

Die hohen Zinskupons der Vergangenheit und die langen Laufzeiten der gekauften Rentenpapiere sorgen immer noch für eine ansehnliche Durchschnittsverzinsung in den Portfolios der Lebensversicherer. Diese betrug im Jahr 2013 nach GDV-Angaben 4,0 Prozent.¹¹¹ Anders als bei der Nettoverzinsung fließen in die Durchschnittsverzinsung nur die laufenden Erträge und Aufwendungen ein. Außerordentliche Effekte, wie realisierte Kursgewinne und -verluste oder Abschreibungen auf Wertpapiere, bleiben unberücksichtigt. Einzige Ausnahme sind die Ausschüttungen von Spezialfonds der Lebensversicherer, in denen auch Kursgewinne enthalten sein können. Ansonsten ist die laufende Durchschnittsverzinsung eine Kennzahl, mit der sich die Ertragskraft eines festverzinslichen Portfolios gut abschätzen lässt, sofern es keine Zahlungsausfälle bei den Schuldnern gibt.

Lebensversicherungen in der Zinsfalle



Kapitalanlagerenditen und Zinsanforderung im Lebensversicherungsmarkt

Nach einer Auswertung des auf Versicherungsgesellschaften spezialisierten Analysehauses Assekurata¹¹² ist die laufende Durchschnittsverzinsung bei den untersuchten Lebensversicherern in den vergangenen Jahren bereits deutlich zurückgegangen: Sie fiel von 4,71 Prozent im Jahr 2004 auf 4,06 Prozent im Jahr 2013 (die ursprüngliche Schätzung von 3,90 Prozent wurde später auf 4,06 Prozent korrigiert)¹¹³. Deutlich ist im Verlauf der Kurve zu erkennen, wie die guten Zinsjahre 2007 und 2008 – und eingeschränkt auch 2006 – die Durchschnittsverzinsung wieder ansteigen ließen, nachdem diese zuvor gefallen war. Ein solcher Effekt wird in den nächsten Jahren durch die Niedrigzinsphase fehlen.

Zu erwarten ist ein weiteres Absinken der laufenden Durchschnittsverzinsung. Die gut verzinsten Papiere aus den 1990er- und 2000er-Jahren laufen allmählich aus und eine Wiederanlage ist nur zu deutlich niedrigeren Sätzen möglich. Bereits 2013 war es für die Versicherungsunternehmen schwierig, bei neu erworbenen Zinspapieren noch eine 3 vor dem Komma zu erreichen. Im Mai 2014 schätzte Assekurata die durchschnittliche Einstandsrendite der Lebensversicherer im Rentenbereich auf 2,5 bis

3,0 Prozent¹¹⁴. Diese Bandbreite war zum damaligen Zeitpunkt durchaus realistisch: Die Münchener Rückversicherung, zu der auch der Lebensversicherer Ergo gehört, legte im Zeitraum von April bis Juni 2014 beispielsweise zu durchschnittlich 2,7 Prozent neu in festverzinsliche Wertpapieren an. Dieser Wert war allerdings schnell überholt. Durch den starken Zinsrutsch kam die Münchener Rück im 3. Quartal 2014 nur noch auf eine Neuanlage Rendite von 2,2 Prozent.¹¹⁵

Den Versicherten droht eine Zinsfalle

Die Versicherten mussten durch die Niedrigzinsphase bereits erhebliche Leistungseinbußen bei ihren Lebens- und Rentenpolicen hinnehmen. Dabei hat sich die Zinsfalle bei ihnen noch nicht einmal voll ausgewirkt. Die langen Laufzeiten der festverzinslichen Anlagen in den Portfolios der Lebensversicherer dämpften die Effekte des aktuellen Renditetiefs bisher stark ab. Das ändert sich jetzt: Mehr und mehr niedrig verzinsten Anlagen ersetzen die alten Papiere mit einem hohen Kupon. Im Branchenschnitt haben die neuen Titel ebenfalls lange Laufzeiten. Sie werden dadurch die laufende Durchschnittsverzinsung mindestens ein Jahrzehnt lang nach unten ziehen. Das bringt zwei negative Effekte mit sich: Erstens geht die Ertragskraft der Lebensversicherer weiter zurück – und dadurch auch die Überschussbeteiligung der Kunden. Zweitens wird das Zinstief in den Portfolios der Lebensversicherungen viel länger anhalten als am Kapitalmarkt. Selbst wenn Anleihen und Bankeinlagen bereits wieder deutlich höhere Renditen aufweisen, wird bei den Policen von dieser Zinswende noch kaum etwas zu sehen sein.

Die Versicherten sollten sich deshalb auf ein zeitlich verschobenes Renditetief bei ihren Policen einstellen. Sie müssen sich aber auch mit einem anderen Aspekt der Zinsfalle auseinandersetzen: Kann ihr Versicherer in einer langen Niedrigzinsphase überhaupt all seine Verpflichtungen erfüllen? Der durchschnittliche Garantiezins aller klassischen Lebens- und Rentenversicherungen in Deutschland betrug 2013 immerhin 3,1 Prozent.¹¹⁶ Weil ältere Policen mit einem hohen Rechnungszins auslaufen und neu abgeschlossene Verträge mit einem niedrigeren Rechnungszins hinzukommen, sinkt dieser Wert von Jahr zu Jahr leicht. 2014 dürfte er bei rund 3,0 Prozent ge-

legen haben. Die laufende Durchschnittsverzinsung in den Portfolios der Lebensversicherer – 2013 rund 4 Prozent – reicht im Branchenschnitt also noch gut aus, um die Verpflichtungen zu erfüllen. Der durchschnittliche Neuanlagezins liegt allerdings derzeit bei weniger als 3 Prozent. Dadurch wird es in den nächsten Jahren enger werden.

Welche Versicherer besonders hohe Garantiezinsen erwirtschaften müssen

Wie stark ein Versicherungsunternehmen von den früheren Tarifgenerationen mit einem hohen Rechnungszins betroffen ist, zeigt der Anteil dieser Tarifgenerationen an der gesamten konventionellen Deckungsrückstellung des Versicherers. Die Tabelle ist nach der Höhe des aufsummierten Anteils der Tarifgenerationen mit mehr als 3,00 % Rechnungszins sortiert (absteigend).

Versicherungsunternehmen	Anteil an der Deckungsrückstellung für den Rechnungszins von								
	4,00 %	3,50 %	3,25 %	2,75 %	2,25 %	1,75 %	0,00 %	anderer Satz	Summe für > 3,00 %
Heidelberger Leben	51,50 %	0,70 %	26,90 %	18,10 %	2,60 %	0,20 %	0,00 %	0,00 %	79,10 %
Stuttgarter Leben	14,32 %	54,41 %	10,15 %	6,06 %	9,44 %	5,39 %	0,00 %	0,23 %	78,88 %
HDI Leben	37,90 %	23,20 %	16,80 %	9,90 %	6,90 %	0,80 %	0,20 %	4,30 %	77,90 %
Barmenia Leben	24,40 %	38,80 %	12,90 %	10,80 %	11,40 %	1,70 %	0,00 %	0,00 %	76,10 %
Familienfürsorge Leben	31,37 %	33,29 %	10,63 %	7,89 %	6,11 %	0,89 %	0,00 %	9,81 %	75,29 %
AXA Leben	37,06 %	22,91 %	14,96 %	5,98 %	5,79 %	3,17 %	0,00 %	10,13 %	74,93 %
Debeka Leben	20,37 %	41,02 %	13,41 %	13,54 %	9,55 %	1,89 %	0,00 %	0,22 %	74,80 %
Concordia Leben	24,40 %	35,55 %	13,86 %	12,38 %	9,18 %	1,46 %	0,00 %	3,17 %	73,81 %
Hannoversche Leben	40,00 %	25,00 %	8,00 %	5,00 %	9,00 %	3,00 %	0,00 %	10,00 %	73,00 %
Mecklenburgische Leben	23,40 %	37,30 %	11,20 %	12,30 %	12,50 %	3,30 %	0,00 %	0,00 %	71,90 %
Deutsche Ärzteversicherung	26,29 %	18,20 %	25,79 %	10,93 %	8,65 %	1,94 %	0,00 %	8,20 %	70,28 %
Iduna Leben	29,39 %	30,99 %	9,16 %	6,72 %	8,03 %	2,27 %	0,00 %	13,44 %	69,54 %
LVM Leben	32,86 %	21,29 %	14,31 %	11,09 %	12,99 %	2,62 %	0,00 %	4,84 %	68,46 %
HUK-Coburg Leben	35,57 %	21,51 %	10,85 %	14,55 %	6,59 %	1,20 %	0,00 %	9,73 %	67,93 %
Inter Leben	33,28 %	20,11 %	14,33 %	9,66 %	8,47 %	1,07 %	0,02 %	13,06 %	67,72 %
Basler Leben	16,23 %	39,66 %	11,68 %	7,89 %	7,12 %	0,43 %	0,00 %	16,99 %	67,57 %
Württembergische Leben	21,01 %	33,66 %	11,70 %	10,33 %	9,51 %	4,01 %	0,00 %	0,00 %	66,37 %
Swiss Life	38,89 %	12,01 %	14,69 %	14,50 %	10,59 %	2,39 %	0,22 %	6,70 %	65,59 %
Alte Leipziger Leben	20,19 %	16,79 %	28,16 %	11,97 %	10,95 %	2,70 %	0,30 %	8,94 %	65,14 %
InterRisk Leben	12,00 %	45,00 %	8,00 %	15,00 %	11,00 %	8,00 %	0,00 %	1,00 %	65,00 %
Süddeutsche Leben	22,42 %	23,39 %	18,14 %	16,52 %	16,41 %	3,12 %	0,00 %	0,00 %	63,95 %
Itzehoe Leben	27,85 %	17,37 %	18,39 %	19,92 %	15,00 %	1,41 %	0,00 %	0,06 %	63,61 %

Klassische Policen leiden unter dem Zinstief

	4,00 %	3,50 %	3,25 %	2,75 %	2,25 %	1,75 %	0,00 %	anderer Satz	Summe für > 3,00 %
Gothaer Leben	28,30 %	17,30 %	17,60 %	13,00 %	12,70 %	3,60 %	0,00 %	7,50 %	63,20 %
Aachen Münchener Leben	22,33 %	23,43 %	16,77 %	10,68 %	11,72 %	5,46 %	0,00 %	9,61 %	62,53 %
HanseMerkur Leben	6,58 %	45,83 %	8,94 %	8,79 %	18,12 %	11,74 %	0,00 %	0,00 %	61,35 %
Asstel Leben	12,80 %	16,20 %	32,20 %	24,40 %	5,30 %	0,90 %	0,00 %	8,20 %	61,20 %
WGV Leben	30,52 %	18,11 %	12,46 %	29,45 %	7,90 %	1,56 %	0,00 %	0,00 %	61,09 %
Credit Leben (ehem. Ontos)	32,80 %	25,88 %	2,28 %	11,51 %	13,44 %	0,85 %	0,00 %	13,24 %	60,96 %
Continental Leben	28,09 %	24,20 %	8,24 %	11,85 %	8,00 %	1,97 %	0,08 %	17,57 %	60,53 %
Lebensversicherung v. 1871	26,80 %	10,90 %	20,10 %	20,00 %	10,10 %	4,10 %	2,90 %	5,10 %	57,80 %
DEVK Allgemeine Leben	17,75 %	26,87 %	12,97 %	13,98 %	17,40 %	5,70 %	0,00 %	5,33 %	57,59 %
DEVK Eisenbahn Leben	18,89 %	24,94 %	13,17 %	12,27 %	12,12 %	2,96 %	0,00 %	15,65 %	57,00 %
SV Lebensversicherung	26,08 %	14,41 %	15,83 %	13,01 %	14,74 %	5,11 %	0,00 %	10,82 %	56,32 %
Ergo Leben	14,90 %	25,41 %	15,66 %	10,37 %	13,82 %	2,46 %	0,00 %	17,38 %	55,97 %
Ergo Direkt Leben	24,89 %	15,68 %	14,40 %	13,85 %	10,41 %	1,69 %	19,08 %	0,00 %	54,97 %
Allianz Leben	19,69 %	19,25 %	15,29 %	12,66 %	15,96 %	4,62 %	3,64 %	8,89 %	54,23 %
Bayern-Versicherung Leben	15,95 %	22,05 %	15,42 %	11,88 %	16,71 %	10,38 %	0,00 %	7,61 %	53,42 %
Europa Leben	21,56 %	15,46 %	15,96 %	28,41 %	10,72 %	2,30 %	0,00 %	5,59 %	52,98 %
Provinzial Rheinland Leben	20,23 %	14,44 %	17,00 %	16,17 %	17,25 %	5,11 %	0,00 %	9,80 %	51,67 %
Neue Leben	28,21 %	6,47 %	16,71 %	19,08 %	18,72 %	9,07 %	0,00 %	1,74 %	51,39 %
Öffentliche Leben Braunschweig	23,64 %	14,56 %	13,03 %	10,91 %	18,99 %	12,92 %	0,00 %	5,96 %	51,23 %
Volkswohl-Bund Leben	27,84 %	9,26 %	13,44 %	21,74 %	22,84 %	3,36 %	0,00 %	1,52 %	50,54 %
Karlsruher Leben	3,02 %	14,93 %	32,53 %	27,82 %	12,70 %	5,67 %	0,00 %	3,33 %	50,48 %
Nürnberg Leben	18,10 %	22,64 %	9,18 %	12,14 %	10,75 %	3,64 %	0,00 %	23,55 %	49,92 %
PB Leben	21,18 %	3,24 %	21,96 %	19,87 %	23,72 %	10,03 %	0,00 %	0,00 %	46,38 %
Ideal Leben	5,29 %	34,22 %	6,18 %	18,50 %	18,61 %	3,99 %	0,00 %	13,21 %	45,69 %
ÖSA Leben	18,70 %	3,80 %	20,30 %	16,30 %	30,10 %	10,00 %	0,00 %	0,80 %	42,80 %
Öffentl. Leben Berlin-Brandenburg	14,11 %	10,45 %	16,13 %	14,24 %	26,20 %	6,06 %	0,00 %	12,81 %	40,69 %
Sparkassen Vers. Leben Sachsen	18,00 %	2,60 %	18,60 %	20,80 %	30,40 %	9,60 %	0,00 %	0,00 %	39,20 %
Oeco Capital Leben	9,92 %	8,51 %	20,33 %	29,25 %	26,57 %	4,04 %	0,00 %	1,38 %	38,76 %
Cosmos Leben	18,43 %	7,91 %	11,93 %	20,13 %	11,91 %	17,86 %	0,00 %	11,82 %	38,27 %
Delta Direkt Leben	0,40 %	26,00 %	6,20 %	48,30 %	18,90 %	0,20 %	0,00 %	0,00 %	32,60 %
myLife Leben	19,10 %	4,90 %	4,20 %	6,80 %	41,10 %	23,90 %	0,00 %	0,00 %	28,20 %
Neue Bayerische Beamten Leben	1,93 %	21,17 %	1,82 %	22,23 %	31,85 %	12,37 %	0,00 %	8,63 %	24,92 %
Targo Leben	5,83 %	3,42 %	11,61 %	17,95 %	30,29 %	30,45 %	0,00 %	0,45 %	20,86 %
Nürnberg Beamten Leben	3,02 %	5,60 %	1,87 %	15,79 %	64,23 %	9,37 %	0,00 %	0,12 %	10,49 %
VHV Leben	0,00 %	0,00 %	0,00 %	36,00 %	58,00 %	6,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Quelle: Assekurata-Studie zur Überschussbeteiligung 2014

Garantieversprechen im Bestand der Lebensversicherungen

Manche Gesellschaften haben außerdem viele Verträge mit einem höheren Rechnungszins in ihrem Bestand. Die Tabelle zeigt den Anteil der Verträge mit einem bestimmten Rechnungszins (»Tarifgeneration«) an den Deckungsrückstellungen verschiedener Lebensversicherer. Sie basiert auf einer Auswertung von Assekurata.¹⁷ Mit 57 Unternehmen enthält die Tabelle die Mehrzahl der Lebensversicherungsgesellschaften in Deutschland. Sie ist nach dem aufsummierten Anteil der Tarifgenerationen mit mehr als 3 Prozent Garantiezins sortiert. Bei diesen Verträgen wirkt sich die Zinsfalle bereits eklatant aus.

Ein Beispiel dafür: Ein 35-jähriger Mann hat am 1. Januar 2000 eine Kapitallebensversicherung abgeschlossen. Diese läuft bis zu seinem 65. Geburtstag. Der Versicherer kalkulierte die Police mit dem damals gültigen Höchstrechnungszins von 4 Prozent auf den Sparanteil des Versicherungsbeitrags. Langlaufende Anleihen mit einer erstklassigen Bonität bringen jedoch inzwischen zu wenig Ertrag, um diesen Rechnungszins zu erwirtschaften.

Für den Versicherten ist diese Police im aktuellen Kapitalmarktumfeld dagegen vergleichsweise attraktiv. Er wird sie daher weiter besparen, sofern er das Geld dafür hat. Sollte er beim Abschluss eine Beitragsdynamik vereinbart haben, wird er diese vermutlich wahrnehmen, um die gute Verzinsung des Vertrages zu nutzen. Bei einer jährlichen Dynamik von 5 Prozent hat sich der Beitrag allein bis heute ungefähr verdoppelt, zum Beispiel von 100 Euro auf rund 200 Euro im Monat. Bis zum letzten Jahr der Laufzeit kann sich sogar eine Vervierfachung auf rund 400 Euro im Monat ergeben. Dieser lawinenartige Effekt zeigt die Brisanz einer solchen Beitragsdynamik für Lebensversicherer in einem Niedrigzinsumfeld.

Dennoch lässt sich allein aus dem Anteil der Verträge mit einem hohen Rechnungszins im Bestand eines Lebensversicherers nicht ohne weiteres ableiten, ob dieses Unternehmen besonders gefährdet ist. Es kommt zum Beispiel auch auf die laufende Durchschnittsverzinsung und Restlaufzeit der festverzinslichen Papiere an, die vorhandenen Reserven, die Anlagepolitik und die Dynamik des Neugeschäftes. Auch die verbleibende Laufzeit des Vertrages bis zum Leistungsbeginn und die Frage, ob es sich um

eine Lebens- oder Rentenpolice handelt, spielen eine Rolle. Bei der Lebensversicherung endet der Vertrag mit der Auszahlung der Kapitalleistung. Bei der Rentenversicherung müssen die Unternehmen den Rechnungszins auch noch in der Leistungsphase erwirtschaften – im Schnitt also gut zwei Jahrzehnte länger.

Abwicklungsplattform für alte Policen

Die Versicherungsgesellschaft mit dem größten Anteil hoch verzinsten Verträge in der Tabelle, Heidelberger Leben, hat zum 1. Juli 2014 das Neugeschäft eingestellt.¹¹⁸ Das 1991 als MLP Lebensversicherung gegründete Unternehmen wird nur noch die vorhandenen Verträge abwickeln. Diesen Service will sie auch für andere Versicherungsgesellschaften übernehmen, die keine Zukunft mehr für ihr Geschäft sehen. Einen ersten Kunden hat sie bereits: die auf fondsgebundene Policen spezialisierte Skandia Lebensversicherung Deutschland.¹¹⁹

7.2 Die Ausfallsrisiken klassischer Policen

Bisher gab es in der Bundesrepublik nur wenige Schieflagen von Lebensversicherern. In den Jahren 2002 und 2003 – am Ende der langen Aktien-Baisse – war die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bei 14 Unternehmen mit der finanziellen Situation unzufrieden.¹²⁰ Die meisten von ihnen konnten die Probleme intern lösen – zum Beispiel durch Kapitalspritzen der Eigentümer. Bei drei Gesellschaften war jedoch Hilfe von außen erforderlich: Die VHV Vereinigte Haftpflichtversicherung übernahm die Hannoversche Leben, die HUK-Coburg die Familienfürsorge. Bei der Mannheimer Leben kam zum ersten Mal Protektor zum Einsatz. Die Auffanggesellschaft der Branche führte alle Verträge ohne eine Kürzung der garantierten Leistungen fort. Allerdings fielen zunächst keine Überschüsse aus Kapitalerträgen an. Die später gewährte Überschussbeteiligung wurde inzwischen aufgrund der Niedrigzinsphase wieder eingestellt.¹²¹

Hohe Stabilität in den vergangenen Krisen

Die klassischen Policen haben eine beeindruckende Stabilität angesichts des schwierigen Umfeldes zur Jahrtausendwende gezeigt. In der 2. Hälfte der 1990er-Jahre hatten die Lebensversicherer ihre Aktienquoten massiv ausgebaut. Diese erreichten im Branchendurchschnitt 2-stellige Prozentzahlen.¹²² Von März 2000 an fielen die Aktienkurse 3 Jahre lang: der Deutsche Aktienindex (DAX) zum Beispiel von rund 8.000 auf ungefähr 2.200 Punkte. Er verlor also rund 70 Prozent seines Wertes. Gemessen an diesem massiven Verlust sind drei Schieflagen von Lebensversicherern vergleichsweise wenig.

Die globale Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 überstanden die Lebensversicherer ebenfalls gut. Externe Hilfe benötigte damals nur die Kirchliche Pensionskasse Verka¹²³, die in der betrieblichen Altersversorgung tätig ist. Dabei waren auch in dieser Krise die Aktienkurse massiv eingebrochen. Der DAX fiel beispielsweise um rund 55 Prozent von gut 8.000 auf ungefähr 3.600 Punkte. Die Lebensversicherer hatten ihre Aktienquoten damals jedoch schon deutlich abgebaut. 2007 kamen sie im Branchenschnitt nur noch auf 8,5 Prozent.¹²⁴

Beim Stresstest der BaFin im Jahr 2014 schnitten die 88 Lebensversicherer ebenfalls gut ab: Kein Unternehmen fiel durch. Dagegen verfehlten 11 der 131 Pensionskassen und 7 der 180 Schaden- und Unfallversicherer das Klassenziel.¹²⁵

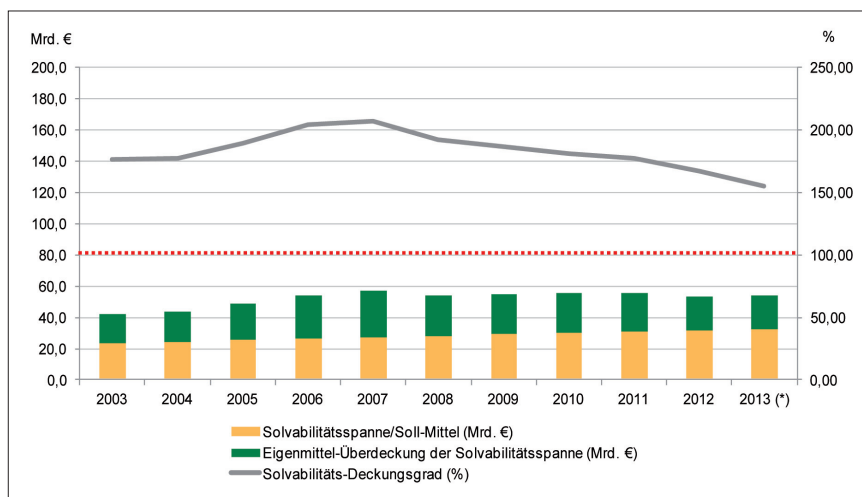
Die klassischen Policen haben die Kapitalmarktkrisen der vergangenen Jahrzehnte und auch den aktuellen Stresstest der BaFin gut überstanden. Grund für eine Entwarnung gibt es dennoch nicht. Die Erfahrungen aus Japan zeigen, dass eine ausgedehnte Niedrigzinsphase den Lebensversicherern mehr zusetzen kann als das Platzen einer Aktien- und Immobilienblase.

Neue Herausforderungen in der Niedrigzinsphase

Anfang der 1990er-Jahre platzte in Japan eine große Aktien- und Immobilienblase. Die japanische Notenbank senkte in der Folge die Zinsen und

läutete damit eine ausgedehnte Niedrigzinsphase ein, die bis heute anhält. Während die Lebensversicherer den Einbruch bei den Immobilienpreisen und Aktienkursen überstanden, setzten ihnen die niedrigen Zinsen erheblich zu. 1997 brach das erste Versicherungsunternehmen zusammen, 1999 das zweite, 2000 folgten dann fünf weitere.¹²⁶

Für die deutschen Lebensversicherer könnte eine lange Niedrigzinsphase ebenfalls gefährlicher werden als die beiden starken Einbrüche an den Aktienmärkten in den vergangenen 15 Jahren. Einen Hinweis darauf gibt die Solvabilitätsquote. Diese Kennzahl misst die Fähigkeit eines Versicherers, seine Verpflichtungen zu erfüllen. Die Solvabilitätsquote muss mindestens 100 Prozent betragen. Zugleich zeigt die Kennzahl an, wie viel Anlagerisiko ein Versicherer eingehen kann: Je höher ihr Wert ist, desto chancenreicher kann er investieren. Im Branchenschnitt ist die Solvabilitätsquote in den vergangenen Jahren deutlich gefallen: von etwas mehr als 200 Prozent in den Jahren 2006 und 2007 über 188 Prozent Ende 2009 auf knapp über 150 Prozent im Jahr 2013.¹²⁷ Die Niedrigzinsphase hat bei ihr also schon deutliche Spuren hinterlassen.



Solvabilitätsausstattung im deutschen Lebensversicherungsmarkt

Quelle: Assekurata »Marktausblick Lebensversicherungen 2014«

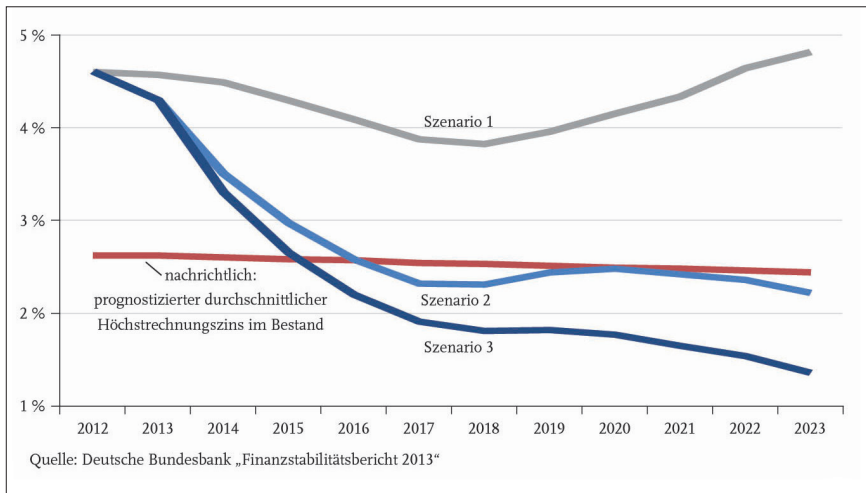
Das allgemeine Renditeniveau ist außerdem schon so weit gesunken, dass die Lebensversicherer Zinszusatzreserven aufbauen müssen, um auch künftig ihre Verpflichtungen aus den alten Verträgen mit einem höheren Garantiezins erfüllen zu können¹²⁸. Die jährlichen Zuführungen zu dieser Reserve sind erheblich: Sie stiegen von 1,5 Milliarden Euro (2011) über 5 Milliarden Euro (2012) auf 7 Milliarden Euro (2013). Für das Jahr 2014 rechnet Assekurata mit einem Aufwand von 8 bis 10 Milliarden Euro. Damit wird die Zinszusatzreserve insgesamt ein Volumen von 22 bis 23 Milliarden Euro erreicht haben. Zum Vergleich: Das Eigenkapital der Lebensversicherer beträgt insgesamt ungefähr 13 Milliarden Euro.¹²⁹

Der Aufbau der Zinszusatzreserve stellt für viele Unternehmen einen großen Kraftakt dar. Das Geld fließt in die Deckungsrückstellung und fehlt den Gesellschaften daher für die Stärkung der Eigenmittel. Diese ist jedoch häufig dringend erforderlich, weil die neuen Regulierungsvorschriften für die Versicherungsbranche ab dem Jahr 2016 – Solvency II genannt – eine stärkere Unterlegung vieler Anlagen mit Eigenkapital vorsehen. Nur Staatsanleihen etablierter Länder sind davon ausgenommen. Ist ein Lebensversicherer durch die hohen Zinszusatzreserven nicht in der Lage, die eigenen Mittel ausreichend zu stärken, verwehrt ihm das in einigen Jahren möglicherweise eine chancenorientierte Anlagepolitik.

Die neue Regulierung wird unabhängig davon in den nächsten Jahren zu einer Herausforderung für die Lebensversicherer werden. Nach einer Erhebung der BaFin aus dem Jahr 2014¹³⁰ erfüllt jedes 4. Unternehmen noch nicht die künftigen Anforderungen an die Eigenmittel unter Solvency II. Die Finanzaufsicht schätzt, dass den Lebensversicherern ungefähr 15 Milliarden Euro Eigenmittel fehlten. Da die neuen Kapitalvorschriften schrittweise über einen Zeitraum von 16 Jahren eingeführt werden, hat diese Lücke für die meisten deutschen Lebensversicherer noch keine Konsequenzen. Für einige Unternehmen reichen aber selbst die Übergangsvorschriften nicht aus. Die BaFin kündigte an, mit diesen Gesellschaften umgehend die nötigen Schritte zu erörtern. Entwarnung gibt es aber auch für die anderen Unternehmen nicht. »Dauert die Niedrigzinsphase weiter an, müssen die Lebensversicherer in der 16-jährigen Übergangsphase erhebliche Anstrengungen unternehmen, um ihre Kapitalbasis zu stärken«, mahnt Felix Hufeld, Exekutivdirektor der Versicherungsaufsicht.

Die Bundesbank sieht große Risiken für die Lebensversicherer

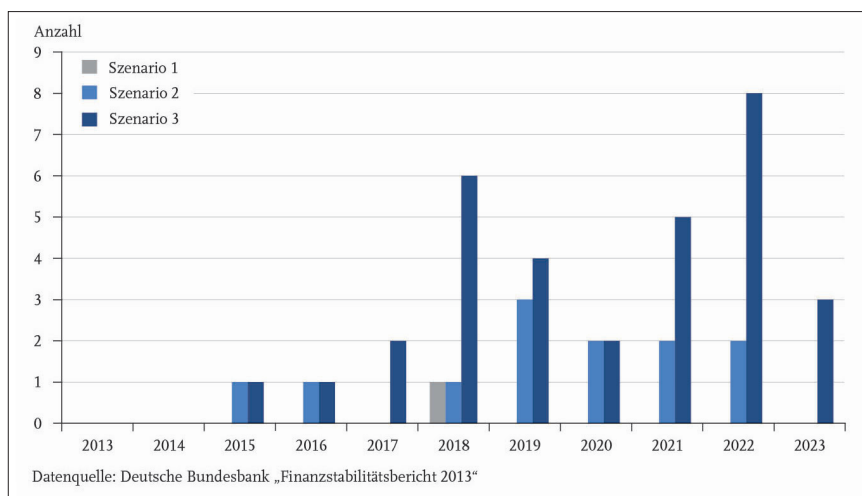
»Im Lebensversicherungssektor haben sich infolge des lang anhaltenden Niedrigzinsumfelds hohe Risiken aufgebaut«, stellt die Deutsche Bundesbank in ihrem Monatsbericht Juli 2014¹³¹ fest. »Den Unternehmen fällt es zunehmend schwer, eine hinreichende Rendite auf ihre Kapitalanlagen zu erzielen, um die in der Vergangenheit garantierten Leistungen erfüllen zu können.« Eine ausgedehnte Niedrigzinsphase könnte sogar dazu führen, dass zahlreiche Lebensversicherer in eine Schieflage geraten, so das Ergebnis einer Analyse der Bundesbank über die Auswirkungen von drei verschiedenen Niedrigzins-Szenarien auf die finanzielle Stabilität der deutschen Lebensversicherer. Sie nahm diese Analyse erstmalig Mitte 2013 vor.¹³²



Prognostizierte Nettoverzinsung der Kapitalanlagen

Grundlage für die Entwicklung der Szenarien ist die Rendite deutscher Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 6 Jahren. Diese weise den höchsten Erklärungsgehalt für den Verlauf der Nettoverzinsung auf, so die Bundesbank. Zusätzlich berücksichtigt sie bei der Simulation der künftigen Nettoverzinsung einen Renditezuschlag, den die Lebensversicherer zum Beispiel durch die Anlage in höher verzinsten Papieren erzielen.

- Im **Szenario 1 (»Basisszenario«)** errechnet die Bundesbank die künftige Nettoverzinsung aus den Terminzinssätzen für die 6-jährige Bundesanleihe und dem Renditezuschlag. Die unternehmensindividuelle Überrendite schmilzt dabei langsam auf ihren historischen Mittelwert ab und wird mit diesem bis zum Jahr 2023 fortgeschrieben.
- Im **Szenario 2 (»mildes Stressszenario«)** verwendet die Bundesbank ab Mitte 2013 eine Rendite von 0,75 Prozent. Diese steigt nicht wie die Terminzinssätze aus Szenario 1 in den Folgejahren an, sondern bleibt wie in der japanischen Niedrigzinsphase auf demselben Niveau. Hinzu kommt wieder der Renditezuschlag. Die unternehmensindividuelle Überrendite schmilzt dabei langsam auf ihren historischen Mittelwert ab und wird mit diesem bis zum Jahr 2023 fortgeschrieben.
- Im **Szenario 3 (»verschärftes Stressszenario«)** schmilzt die Überrendite schneller ab als im Szenario 2. Sie wird zudem nicht mehr mit ihrem historischen Mittelwert, sondern nur noch mit ihrem historischen Minimum fortgeschrieben. Dies soll eine Verschärfung der Niedrigzinsphase im gesamten Kapitalmarkt simulieren, bei der etwa auch die Renditen von Unternehmensanleihen stark sinken.



Lebensversicherer mit einer Bedeckungsquote unter 100 Prozent

Die Auswirkung dieser Niedrigzins-Szenarien auf die Lebensversicherer misst die Bundesbank anhand der schon erwähnten Solvabilitätsquote, die sie »Bedeckungsquote« nennt. Diese muss mindestens 100 Prozent betragen. Im Szenario 1, das bei der künftigen Zinsentwicklung den Markterwartungen von Mitte 2013 folgt, sinkt sie nur bei einem Unternehmen unter 100 Prozent. Im Szenario 2 mit einer ausgedehnten Niedrigzinsphase wie in Japan ist dies bis zum Jahr 2023 bereits bei 12 Unternehmen der Fall. Wenn die Zinsfalle voll zum Tragen kommen sollte, wie in Szenario 3 unterstellt, werden sogar 32 der untersuchten 85 Lebensversicherer mit einem gemeinsamen Marktanteil von rund 43 Prozent die aktuellen gesetzlichen Anforderungen nicht mehr erfüllen.

Ab dem Jahr 2016 gelten neue Vorschriften für die Solvabilität, Solvency II genannt. Diese fallen strenger aus und zeigen Probleme früher auf. »Unter Solvency II wären somit tendenziell schlechtere Ergebnisse zu erwarten«, schreibt die Bundesbank.¹³³

Noch dramatischer fallen die Zahlen aus, wenn zwei Annahmen der Simulationsrechnung variiert werden.¹³⁴ Die Bundesbank ging bei ihrer Berechnung davon aus, dass die Lebensversicherer alle Überschüsse den Reserven für Beitragsrückerstattung (RfB) zuführen. Von dort aus werden sie an die Versicherten verteilt. Zweitens unterstellte sie, dass keine Ausschüttungen an die Anteilseigner stattfinden. Beide Annahmen sind unrealistisch. Geht man umgekehrt davon aus, dass die Unternehmen den RfB nur das gesetzlich vorgeschriebene Minimum der Überschüsse zuführen und zugleich maximale Ausschüttungen an ihre Anteilseigner vornehmen, verschlechtern sich die Ergebnisse deutlich. In diesem Fall unterschreiten im Basisszenario 3 Lebensversicherer bis zum Jahr 2023 die Solvabilitätsquote von 100 Prozent. Im milden Stressszenario steigt die Zahl dramatisch von 12 auf 36 Unternehmen an. Im verschärften Stressszenario trifft es sogar 56 statt 32 Lebensversicherer und damit fast 80 Prozent des Marktes der privaten Lebens- und Rentenversicherungen.

Diese Ergebnisse haben dazu beigetragen, dass 2014 das Lebensversicherungsreformgesetz (LVRG) verabschiedet wurde. Es schränkt unter bestimmten Bedingungen die Beteiligung ausscheidender Kunden an den Bewertungsreserven ein. Wenn diese Regelung greift, verhindert das LVRG

ebenfalls Ausschüttungen an die Anteilseigner. Beides erhöht die Stabilität der Lebensversicherer, wie eine aktualisierte Berechnung der Bundesbank zeigt¹³⁵: Im Szenario 3, der verschärften Niedrigzinsphase, rutschen nun 13 statt 32 Unternehmen bis zum Jahr 2023 unter eine Solvabilitätsquote von 100 Prozent. Der davon betroffene Marktanteil sinkt von 43 auf 17 Prozent. Im Szenario 2 scheitern 3 statt 12 Lebensversicherer an der gesetzlichen Vorgabe zur Solvabilität. Für das Basisszenario bleibt es beim Ausfall einer Gesellschaft.

Trotz dieser deutlichen Verbesserung bleibt damit die Gefahr bestehen, dass einige Lebensversicherer durch die Niedrigzinsphase in eine Schieflage geraten und ihre Verpflichtungen gegenüber den Kunden nicht mehr erfüllen können. Die Bundesbank schlägt in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2014 deshalb eine weitere Maßnahme zur Stärkung der Lebensversicherer vor: »Eine Senkung der Überschussbeteiligung auf null könnte die Eigenmittel der Lebensversicherer bis Ende 2017 um zusätzliche 28,4 Milliarden Euro erhöhen.«¹³⁶ Eine weitere Verringerung der Überschussbeteiligung würde die Risikotragfähigkeit in einem Niedrigzinsumfeld deshalb »signifikant erhöhen«. Zugleich reduziert dies aber auch die Attraktivität der Policen mit einem niedrigen Garantiezins. Deshalb senkt die Branche die Überschussbeteiligung bislang nur in kleinen Schritten weiter ab.

Die Folgen einer Schieflage für die Versicherten

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) wird weiterhin versuchen, Pleiten von Lebensversicherern in Deutschland zu vermeiden. Sie führt deshalb regelmäßig Tests zur finanziellen Leistungsfähigkeit der Unternehmen durch. Sollte sich dabei herausstellen, dass ein Lebensversicherer in eine Schieflage zu geraten droht, wird die BaFin einschreiten und versuchen, möglichst frühzeitig gegenzusteuern. Sie kann zum Beispiel auf eine Änderung der Anlagepolitik drängen oder auf Kapitalspritzen der Eigentümer. Reichen die internen Anstrengungen nicht aus, um die Schieflage abzuwenden, wird die BaFin vermutlich wie in der Vergangenheit prüfen, ob es andere Gesellschaften gibt, die diesen Lebensversicherer übernehmen wollen. Angesichts des schwierigen Marktumfeldes sind die Chancen dafür heute allerdings geringer als früher. Die BaFin kann

aber auch direkt eine Sanierung des Unternehmens vornehmen. Der § 89 des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG)³⁷ räumt ihr dafür umfangreiche Eingriffsrechte ein. Hier die wichtigsten Auszüge der Bestimmungen:

»Ergibt sich bei der Prüfung der Geschäftsführung und der Vermögenslage eines Unternehmens, dass dieses für die Dauer nicht mehr imstande ist, seine Verpflichtungen zu erfüllen, die Vermeidung des Insolvenzverfahrens aber zum Besten der Versicherten geboten erscheint, so kann die Aufsichtsbehörde das hierzu Erforderliche anordnen.«

»Alle Arten Zahlungen, besonders Versicherungsleistungen, Gewinnverteilungen und bei Lebensversicherungen der Rückkauf oder die Beleihung des Versicherungsscheins sowie Vorauszahlungen darauf, können zeitweilig verboten werden.«

»(...) kann die Aufsichtsbehörde, wenn nötig, die Verpflichtungen eines Lebensversicherungsunternehmens aus seinen Versicherungen dem Vermögensstand entsprechend herabsetzen.«

»Dabei kann die Aufsichtsbehörde ungleichmäßig verfahren, wenn es besondere Umstände rechtfertigen, namentlich wenn bei mehreren Gruppen von Versicherungen die Notlage des Unternehmens mehr in einer als in einer anderen begründet ist.«

»Die Pflicht der Versicherungsnehmer, die Versicherungsentgelte in der bisherigen Höhe weiterzuzahlen, wird durch die Herabsetzung nicht berührt.«

Versicherte müssen also im schlimmsten Fall damit rechnen, dass

- ihre Police illiquide wird, sie also zeitweilig nicht mehr an das Geld kommen,
- die garantierten Leistungen herabgesetzt werden,
- sie aber dennoch die Versicherungsbeiträge in gleicher Höhe weiterzahlen müssen.

Die Aufsichtsbehörde könnte dabei die garantierten Leistungen aus den Verträgen mit einem hohen Rechnungszins besonders stark herabsetzen.

Bevor es zu einem solchen Eingreifen nach § 89 VAG kommt, wird die BaFin vermutlich die Übertragung der Verträge auf den Sicherungsfonds für die Lebensversicherer bei der Protektor Lebensversicherungs-AG prüfen. Diese Möglichkeit besteht, wenn die betroffene Gesellschaft Mitglied des Sicherungsfonds ist. Ihm gehören alle Unternehmen an, die in der Bundesrepublik Deutschland das Lebensversicherungsgeschäft betreiben. Ausnahmen bestehen nur für Niederlassungen von Unternehmen, die ihren Sitz in einem anderen Land der Europäischen Union (EU) oder des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) haben. Deutsche Pensionskassen können dem Sicherungsfonds freiwillig beitreten.

Der Sicherungsfonds verfügt aktuell über ein Vermögen von rund 800 Millionen Euro. Erfordert die Sanierung einen höheren Betrag, kann der Fonds von seinen Mitgliedern Sonderbeiträge erheben, die sich ebenfalls auf rund 800 Millionen Euro summieren können. »Reichen auch diese Mittel nicht zur Sanierung aus, setzt die BaFin die Verpflichtungen aus den Verträgen um bis zu 5 Prozent der vertraglich garantierten Leistungen herab«, erläutert der Sicherungsfonds auf seiner Internetseite.¹³⁸ Genügt dies immer noch nicht, haben sich die Mitglieder des Sicherungsfonds auf freiwilliger Basis verpflichtet, ihre Finanzmittel auf bis zu 8,1 Milliarden Euro zu erhöhen (inklusive der bereits aufgebrauchten Beträge). Dies erfolgt aber schrittweise, um die jährlichen Belastungen der Mitglieder zu begrenzen. Die genannten Grenzen sind jeweils an die versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen gekoppelt, die genauen Werte können sich also im Laufe der Jahre erhöhen oder verringern.

Damit dürften die Mittel des Sicherungsfonds ausreichen, um ein kleineres oder mittleres Unternehmen aufzufangen, das beispielsweise eine verfehlte Anlagepolitik verfolgt hat. Geraten durch eine ausgedehnte Niedrigzinsphase jedoch viele Lebensversicherer in eine Notlage, dürfte das den Sicherungsfonds überfordern.

7.3 Die Gegenmaßnahmen der Lebensversicherer

Wenn die Zinsfalle bei den klassischen Lebens- und Rentenpolicen erst einmal voll zugeschlagen hat, wird es zu spät sein, um einen Ausweg zu

suchen. Das ist auch den Lebensversicherern bewusst. Sie versuchen deshalb, auf verschiedene Art und Weise gegenzusteuern. Dadurch ergeben sich zum Teil neue Probleme.

Neue Tarife

Einige Lebensversicherer bieten inzwischen auch Tarife ohne einen jährlichen Rechnungszins an. Diese beinhalten stattdessen oft eine Garantie auf den Erhalt der Beiträge zum anvisierten Zieltermin, also dem Datum der Kapitaleistung oder dem Beginn der Rentenzahlung. Die Unternehmen erhalten so mehr Flexibilität bei der Kapitalanlage. Sie müssen nicht mehr jedes Jahr darauf achten, ob die erzielten Erträge für den Rechnungszins ausreichen. Dadurch können sie Anlagen mit langfristig hohen Renditeaussichten wie Aktien stärker berücksichtigen. Deren kurzfristige Wertschwankungen fallen bei den neuen Tarifen weniger ins Gewicht. Den Kunden stellen die Lebensversicherer bei diesen Policen eine höhere Überschussbeteiligung in Aussicht.¹³⁹

Durch die Absenkung des Höchstrechnungszinses auf 1,25 Prozent ab Januar 2015 werden kürzer laufende klassische Lebensversicherungen ohnehin oft nicht mehr als den Erhalt der gezahlten Beiträge garantieren können. Der Rechnungszins gilt nur für den Sparanteil, der sich aus dem Abzug der oft erheblichen Kosten vom Versicherungsbeitrag ergibt. Er muss also zunächst die Kosten der Police ausgleichen. Bei einer kürzeren Laufzeit wird das teilweise erst zum anvisierten Zieltermin gelingen.

Bei einer längeren Ansparphase kann sich das Fehlen des Rechnungszinses jedoch deutlich auswirken. Ebenso bei Rentenpolicen: Bei ihnen erhöht er häufig die garantierten Leistungen im Ruhestand. Dazu kommt: Eine Beitragsgarantie über mehrere Jahrzehnte wird durch die Inflation real stark entwertet. Sie ist deshalb kein starker Anreiz für den Abschluss einer Lebens- oder Rentenversicherung. Ob sich die neuen Policen durchsetzen werden, ist daher offen.

Änderung der Anlagepolitik

Die meisten Lebensversicherer haben auf die Niedrigzinsphase durch eine Änderung ihrer Anlagepolitik reagiert.¹⁴⁰ Sie

- verlängern die Laufzeit der festverzinslichen Papiere,
- bauen die Immobilienfinanzierung aus,
- diversifizieren die Schuldner (bisher vor allem Staaten und Banken),
- berücksichtigen mehr Anleihen von Unternehmen, die außerhalb des Finanzsektors tätig sind,
- investieren zum Teil auch in (Hartwährungs-)Anleihen von Schwellenländern und
- wenden sich neuen Anlageklassen zu, zum Beispiel erstrangig besicherten Unternehmensdarlehen (Senior Secured Loans), Investitionen in Infrastruktur, Erneuerbare Energien, Flugzeuge, Landwirtschaft oder Waldflächen.

Ihnen kommt dabei zugute, dass die Banken sich aufgrund ihrer neuen Regulierung (Basel III) zunehmend aus langfristigen Finanzierungen zurückziehen müssen. Dies eröffnet den Versicherern neue Anlagefelder und Chancen. Ein Beispiel dafür ist die Finanzierung eines Immobilienkaufes der Stadt Wiesbaden durch die R+V Versicherung im Jahr 2011 mit einer Laufzeit von 20 Jahren und einen Zinssatz von 4,25 Prozent.¹⁴¹

Viele der Änderungen in der Anlagepolitik sind sinnvoll. Sie reichen aber möglicherweise nicht aus. Zum Beispiel ist der Anteil der Unternehmensanleihen an den Kapitalanlagen bis Mitte 2014 auf rund 7 Prozent gestiegen. Hochwertige Unternehmensanleihen aus dem Euroraum bieten mittlerweile aber oft nicht mehr genügend Rendite, um den durchschnittlichen Garantiezins der Lebensversicherer zu erwirtschaften. Papiere mit einer schlechteren Bonität, deren Anteil in den vergangenen Jahren ebenfalls zugenommen hat, können eine Alternative sein, erfordern aber eine gute Kreditanalyse und damit ein ausgeprägtes Know-how bei der Auswahl der Emittenten. Gleiches gilt für die erstrangig besicherten Unternehmensdarlehen (Senior Secured Loans).¹⁴² Zudem ist die Quote für Hochzinsanleihen auf maximal 5 Prozent der Kapitalanlagen begrenzt.

Unter den neuen Anlageklassen werden Investitionen in die Infrastruktur häufig als eine vielversprechende Möglichkeit für die Lebensversicherer genannt: Sie weisen oft eine lange Laufzeit auf und bieten in der Regel eine höhere Rendite als die meisten Staatsanleihen. Im Gegenzug bringen sie aber auch neuartige Risiken für die Versicherer mit sich. Der Allianz etwa drohen hohe Verluste bei einer Gaspipeline in Norwegen, an der sie eine Beteiligung für 1,3 Milliarden Euro erworben hat. Eine vom norwegischen Energieministerium geplante Absenkung der Durchleitungsgebühren könnte eine Wertminderung von 500 Millionen Euro verursachen.¹⁴³ Infrastrukturanlagen sind zudem in den meisten Fällen kaum liquide. Auf Liquidität zumindest in einem Teil ihrer Anlagen sind Lebensversicherer aber angewiesen, weil ihre Kunden die meisten privaten Lebens- und Rentenversicherungen jederzeit kündigen und die Auszahlung des Rückkaufswertes verlangen können. Sollte es nach der Niedrigzinsphase zu einem raschen Zinsanstieg kommen, könnte eine größere Stornowelle zur neuen Herausforderung für die Unternehmen werden.

Das Risiko einer Kündigungswelle

Durch die langen Laufzeiten der festverzinslichen Anlagen werden die klassischen Lebens- und Rentenversicherungen erst mit einer langen Verzögerung von einem Anstieg der Zinsen profitieren. Ziehen die Renditen nach der Niedrigzinsphase jedoch schnell und stark an, könnten die Policen gegenüber anderen Anlageformen massiv an Attraktivität verlieren. Sollten etwa Bankeinlagen und Anleihen wieder Zinsen um die 4 Prozent bieten, dürften viele Versicherte über eine Kündigung ihrer Policen nachdenken, die nach einer langen Niedrigzinsphase vermutlich nur eine laufende Verzinsung von 2 oder 3 Prozent auf den Sparanteil bringen. Bezogen auf den gesamten Versicherungsbeitrag wäre die Rendite sogar noch niedriger. Für Versicherte, die ihre Police in erster Linie als Kapitalanlage sehen, wäre eine Kündigung dann sinnvoll.

Entscheiden sich viele Versicherte für einen solchen Schritt, müssen die Unternehmen einen bedeutenden Teil ihrer Kapitalanlagen veräußern. Das ist jedoch nur eingeschränkt möglich, weil im Branchenschnitt ak-

tuell fast die Hälfte des Geldes in Darlehen investiert ist, die nicht kurzfristig zurückgefordert werden können. Nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen und Immobilienanlagen sind ebenfalls schwer in liquide Mittel zu verwandeln.

Für die Rückzahlung an die Kunden bleiben kurzfristig also nur die Bestände an Fondsanteilen, Anleihen und Aktien. Sie machen im Branchenschnitt derzeit ungefähr 45 Prozent der Kapitalanlagen aus. Allerdings werden sich auch diese Anlagen mit einem Volumen von rund 350 Milliarden Euro unter Zeitdruck nicht veräußern lassen, ohne die Kurse zu beeinflussen. Die börsennotierten Anleihen würden außerdem durch den Zinsanstieg schon vorher an Wert verlieren. Die Deutsche Bundesbank hat in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2014 ausgerechnet, wie stark die Zinsen maximal anziehen dürfen, bevor die Lebensversicherungsbranche als Ganzes ihre Verpflichtungen möglicherweise nicht mehr erfüllen könnte. Bei einer Bewertung zu Marktpreisen verfügten die Unternehmen Ende 2013 in ihrer Kapitalanlage über Reserven von rund 15 Prozent. »Bei einem abrupten Anstieg des Zinsniveaus um 2,1 Prozentpunkte wäre dieser Puffer (...) aufgebraucht«, schreibt die Bundesbank. Die Rede ist dabei aber vom Durchschnittswert für die gesamte Branche. Die einzelnen Lebensversicherer verfügen über unterschiedlich hohe Reserven. Bei manchen Gesellschaften kann eine Kündigungswelle daher schon bei einem geringeren Zinsanstieg die Stabilität des Unternehmens gefährden.

Neben einem Zinsanstieg können auch Ausfälle bei den Anlagen die Reserven verringern. »Im Falle einer Korrektur an den Finanzmärkten könnten sich für Versicherer aus ihrer gestiegenen Risikobereitschaft Belastungen ergeben«, betont die Bundesbank. »Dies trifft insbesondere für das Segment der Unternehmensanleihen zu.«¹⁴⁴ Gerade im Anlagesegment der Hochzinsanleihen ist ein Zahlungsausfall kein ungewöhnliches Ereignis, weil diese von finanziell schwächer aufgestellten Unternehmen ausgegeben werden (siehe Kapitel 3).

Altersversorgung in der Niedrigzinsphase

Die Ansprüche der privaten Haushalte aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen summieren sich auf 728 Milliarden Euro.¹⁴⁵ Sie erreichen damit fast den Wert der privaten Lebens- und Rentenversicherungen von 867 Milliarden Euro (siehe Kapitelanfang). Insgesamt entfallen rund 15 Prozent des Geldvermögens der Bundesbürger auf diese Ansprüche gegenüber berufsständischen Versorgungswerken, Zusatzversorgungskassen, Pensionskassen, Pensionsfonds oder Unternehmen, die Zusagen über Betriebsrenten erteilt haben.

Die Altersversorgungseinrichtungen leiden ebenfalls unter der Niedrigzinsphase, unterscheiden sich aber in zwei wichtigen Punkten von den privaten Policen. Zum einen ist bei ihnen das Ausfallrisiko niedriger: teils, weil sie die Leistungen flexibler anpassen können – teils, weil sich die Leistungen ohnehin nach den eingezahlten Beiträgen und den erzielten Kapitalerträgen richten. Zum anderen besteht bei ihnen kein Stornorisiko: Auszahlungen gibt es erst im Ruhestand oder beim Eintreten des Versicherungsfalls. Das gibt mehr Spielraum bei der Kapitalanlage und ermöglicht stärkere Investitionen in illiquide oder schwankungssensitive Anlagen mit einer höheren Renditeerwartung – wie Infrastrukturprojekte, Aktien oder Schwellenländeranleihen. Die Zinsfalle wirkt sich bei diesen Formen der Altersvorsorge daher nicht so stark aus wie bei den privaten Lebens- und Rentenversicherungen. In den meisten Fällen wird es aber auch bei ihnen eine Anpassung der Leistungen im Vergleich zu früheren Prognosen geben. Diese kann schmerzhaft sein, denn zum Teil kalkulierten die Versorgungseinrichtungen mit weitaus höheren Kapitalerträgen als in einer Niedrigzinsphase möglich sind.

7.4 Fazit

Die klassischen Kapitallebens- und Rentenversicherungen sind durch die Niedrigzinsphase stark betroffen: Die Lebensversicherer investieren zu rund 90 Prozent in verzinsliche Anlagen. Die Kapitalerträge gingen daher in den vergangenen 15 Jahren deutlich zurück – ebenso die Überschussbeteiligungen für die Versicherten.

Dabei ist die Zinsfalle bei den Policen noch nicht einmal voll zum Tragen gekommen. Die lange Laufzeit der festverzinslichen Anlagen – im Branchenschnitt rund 10 Jahre – dämpfte bisher die Auswirkungen des Renditetiefs. Das wird sich ändern: Mehr und mehr hochprozentige Anlagen laufen aus, die Versicherer können das Geld nur zu deutlich niedrigeren Zinssätzen reinvestieren. Durch die lange Laufzeit werden diese Anlagen die Verzinsung der Policen mindestens ein Jahrzehnt lang nach unten ziehen. Die Folgen: Erstens wird das Renditetief künftig stärker auf die Verzinsung der Policen durchschlagen. Zweitens wird die Niedrigzinsphase bei den Policen viel länger andauern als etwa bei Anleihen und Bankeinlagen.

Die Niedrigzinsphase erhöht zudem die Ausfallrisiken der klassischen Lebens- und Rentenversicherungen. Bei ihnen müssen die Versicherer Jahr für Jahr einen garantierten Rechnungszins erwirtschaften. Sie legen ihn bei Abschluss des Vertrages für die gesamte Laufzeit fest – bei einer Rentenpolice im Extremfall also für 50, 60 oder sogar 70 Jahre. Dieser Rechnungszins liegt zwischen 1,25 und 4 Prozent, je nach dem Zeitpunkt des Vertragsabschlusses. Im Branchenschnitt müssen die Lebensversicherer Kapitalerträge von mindestens 3 Prozent im Jahr erwirtschaften, um ihren Garantiezusagen gerecht zu werden.

Bei der Neuanlage kamen die Unternehmen 2014 jedoch nach Expertenschätzungen nur auf eine Einstandsrendite zwischen 2 und 3 Prozent bei den festverzinslichen Anlagen. Die Gesellschaften leben derzeit von den höher verzinsten Altbeständen und den Reserven, die sie in besseren Zeiten aufgebaut haben. Dies ist jedoch keine dauerhafte Lösung. Irgendwann werden die Reserven erschöpft sein.

Die Analyse bis in das Jahr 2023 der Deutschen Bundesbank im Finanzstabilitätsbericht 2013 zeigt, dass eine langanhaltende Niedrigzinsphase wie in Japan auch deutsche Lebensversicherer überfordern könnte. Die Schieflage einzelner kleiner bis mittlerer Gesellschaften kann der Sicherungsfonds der Branche, Protektor, auffangen. Sollten jedoch zahlreiche Lebensversicherer in eine Zinsfalle geraten, könnte § 89 des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) zum Einsatz kommen. Dieser ermöglicht unter anderem die Verhängung eines Verbotes von Auszahlungen an die Versicherten und die Herabsetzung der garantierten Leistungen.

Die Lebensversicherer versuchen, eine solche Situation zu vermeiden. Einige von ihnen bringen neue Tarife ohne jährliche Garantieverzinsung auf den Markt. Die meisten Gesellschaften passen ihre Anlagepolitik an das Niedrigzinsumfeld an, indem sie zum Beispiel in Unternehmensdarlehen, Schwellenländeranleihen oder Infrastruktur investieren. Das beinhaltet aber auch neue Risiken.

Nach dem Ende der Niedrigzinsphase stellt sich den Lebensversicherern eine neue Herausforderung: Sollten die Zinsen für Bankeinlagen und Anleihen dann rasch und stark anziehen, könnte es zu einer Kündigungswelle bei den privaten Policen kommen. Dann müssen die Unternehmen einen Teil ihrer Kapitalanlagen verkaufen. Derzeit ist im Branchenschnitt jedoch fast die Hälfte der Kapitalanlagen in verschiedenen Formen von Darlehen investiert. Dazu kommen andere Anlagen, die ebenfalls nicht leicht und schnell zu liquidieren sind. Für schwächere Lebensversicherer könnte eine solche Kündigungswelle deshalb zu einem Problem werden.

Klassische Kapitallebens- und Rentenversicherungen haben ihre Vorteile. Dazu zählen die Berechenbarkeit der garantierten Leistungen, die Stabilität in den beiden großen Aktienmarktkrisen der vergangenen 15 Jahre und die Möglichkeit, über eine Rentenpolice ein langes Leben finanziell abzusichern. Durch ihren hohen Anteil festverzinslicher Anlagen sind die Policen aber besonders anfällig für die negativen Auswirkungen einer langen Niedrigzinsphase. Werden sie als reine Kapitalanlage gesehen, spricht im derzeitigen Umfeld deshalb wenig für einen Neuabschluss. Bei bestehenden Policen hängt es von den individuellen Umständen ab, welche Strategie sich empfiehlt. Das abschließende Kapitel gibt dazu einige Hinweise.