

**Mannheimer Manuskripte zu Risikotheorie,
Portfolio Management und Versicherungswirtschaft**

Nr. 155

**Sicherheit mit Dividende – auch heute
noch eine realistische Charakterisierung?**

von
Peter Albrecht

Mannheim 12/2003

Sicherheit mit Dividende – auch heute noch eine realistische Charakterisierung?

Prof. Dr. Peter Albrecht, Mannheim

Sicherheit mit Dividende – mit diesem Slogan warben einst die deutschen Lebensversicherer für ihre Produkte, insbesondere ihr traditionelles Hauptprodukt, die Kapitallebensversicherung, und charakterisierten damit zugleich die zentralen Qualitätsmerkmale ihres Produktangebots. Vor dem Hintergrund der Entwicklungen auf dem deutschen Lebensversicherungsmarkt in jüngerer Vergangenheit erscheint es daher als eine interessante Fragestellung, ob eine entsprechende Produktcharakterisierung auch heute noch in begründeter Weise Bestand haben kann.

Die hauptsächliche Einflussgröße für die angesprochenen Entwicklungen auf dem deutschen Lebensversicherungsmarkt ist der Niedergang der Aktienmärkte im Zeitraum 2000 – 2002 und daher nehmen wir diesen Sachverhalt zum Ausgangspunkt unserer Erörterungen.

Die Krise der Aktienmärkte

Betrachten wir also die Entwicklung des Deutschen Aktienindex (DAX) im Verlauf der Jahre 2000 - 2002, so wie sie in Abbildung 1 festgehalten ist.

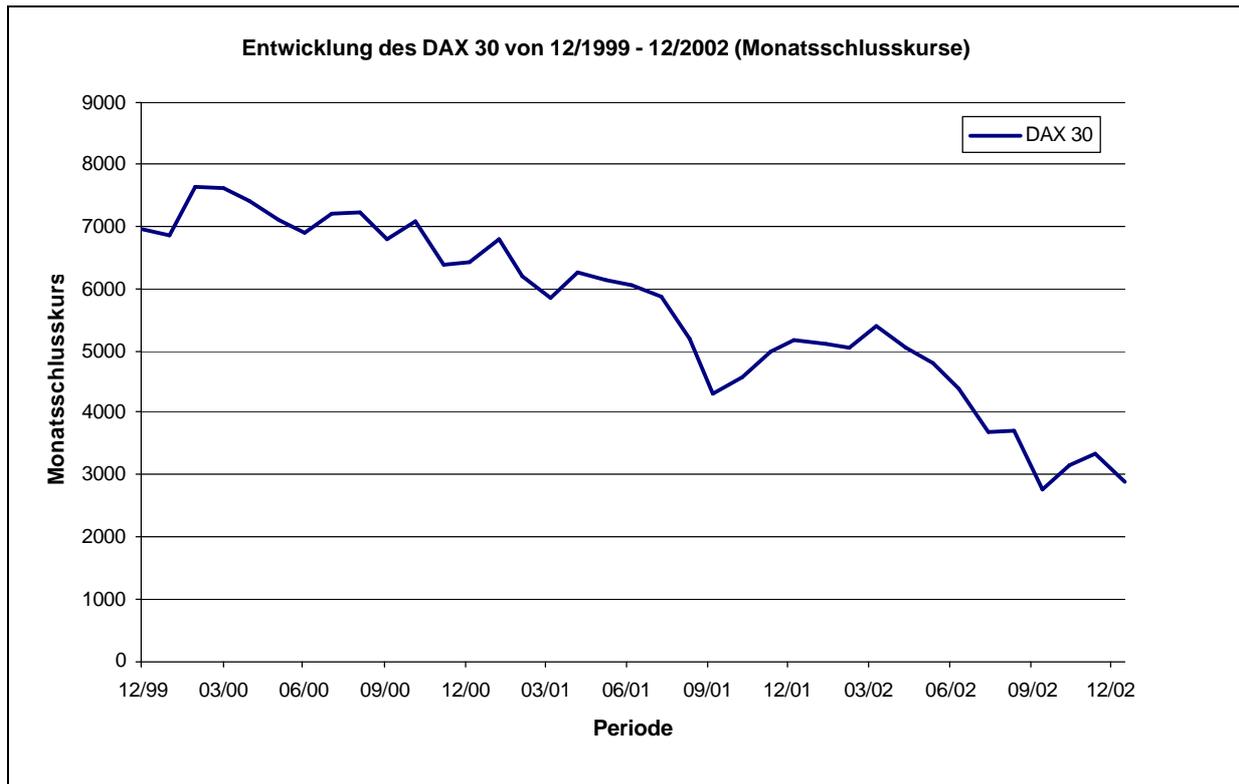


Abbildung 1: Entwicklung des DAX 30 von 12/1999 – 12/2002 (Monatsschlusskurse)

Der durch Abbildung 1 visualisierte Kursverfall des DAX ist dramatisch und man muss in historischer Sicht bis zur Weltwirtschaftskrise zurückgehen, um auf eine vergleichbare Entwicklung zu stoßen. Markante Punkte dieser Kursentwicklung sind nochmals in Tabelle 1 zusammengestellt.

Ultimo 1999:	6958.14	
07.03.2000:	8064.97	(absolutes Verlaufshoch)
Ultimo 2000:	6433.61	[Rendite 2000: -7.54%]
21.09.2001:	3787.23	(Verlaufstief 2001)
Ultimo 2001:	5160.10	[Rendite 2001: - 19.79%]
09.10.2002:	2597.88	(Verlaufstief 2002)
Ultimo 2002:	2892.63	[Rendite 2002: -43.94%]

Tabelle 1: DAX 30: Stationen eines Niedergangs

In der Gesamtschau der Jahre 2000 – 2002 ist insgesamt festzuhalten, dass die realisierte (nicht-annualisierte) Gesamtrendite über diese drei Jahre einem Wertverlust von 58.43% entspricht. Nun ist bekannt, dass Aktienmärkte hochvolatil sind, ein solcher Kursverfall lässt sich mit „normaler“ Volatilität aber nicht mehr erklären, sondern er besitzt eine eigene Qualität,

die man nur als Worst Case-Entwicklung apostrophieren kann. Der Kursverfall des DAX in den Jahren 2000 – 2002 macht damit sehr nachhaltig deutlich, dass der Eintritt von Worst Case-Entwicklungen nicht nur ein theoretisches Konstrukt ist, sondern längst ein empirisches Faktum. Dieses Faktum hat zur Konsequenz, dass die Berücksichtigung der Möglichkeit von Worst Case-Entwicklungen im Rahmen einer Analyse von Altersversorgungsprodukten unabdingbar ist. Wenden wir uns daher zunächst den entsprechenden Konsequenzen aus Sicht der Nachfrager von Altersversorgungsprodukten zu.

Notwendigkeit von Investmentgarantien für die private Altersversorgung

Kommen wir somit den Implikationen der Aktienmarktkrise, insbesondere der Möglichkeit des Eintritts von Worst Case-Entwicklungen, für die Nachfrager von Altersversorgungsprodukten. Dabei beschränken wir uns auf einen Bereich, den wir im Weiteren als *Basissicherung* bezeichnen wollen.

Diese Basissicherung dient dabei der Sicherung eines (individuell zu definierenden) *Mindest-Lebensstandards* für die restliche Lebensdauer. Allgemein ist der Umfang der notwendigen Basissicherung dabei sowohl abhängig von den individuellen Versorgungsverhältnissen (z.B. bereits vorhandene gesetzliche oder betriebliche Altersversorgung) sowie von den individuellen Bedürfnissen. Zur Basissicherung gehört dabei insbesondere eine *ergänzende Altersversorgung* im Sinne einer Substitution der (künftig) reduzierten Anteile der gesetzlichen Rentenversicherung. Selbständige und Freiberufler, die in der Regel keine Anwartschaften auf Leistungen aus der gesetzlichen Rentenversicherung besitzen, müssen die Sicherung des Mindest-Lebensstandards im Alter hingegen vollständig privat finanzieren. Es ist dabei einsichtig, dass hinsichtlich einer solchermaßen definierten Basissicherung primär der Sicherheitsgedanke, insbesondere daher die Investmentsicherheit, und nicht die potenzielle (!) maximale Rendite im Vordergrund stehen sollte. Im Bereich dieses Kernbedarfs der privaten Altersversorgung gilt somit das Prinzip „Safety first!“, die Leistungen aus der privaten Altersversorgung sollten auch im Falle adverser Entwicklungen auf den Kapitalmärkten möglichst nicht tangiert werden. Eine starke Konzentration auf den Gesichtspunkt einer weitgehenden Ausschaltung von Risiken erscheint für den Bereich dieser Basissicherung daher als problemadäquat.

Diese mehr grundsätzliche Charakterisierung wird auch durch die ökonomische Theorie gestützt. Hier hat man das Prinzip der Habit Formation¹ (Gewohnheitsbildung) eingeführt, um zu erfassen, dass sich Wirtschaftssubjekte bei den von ihnen angestrebten Konsumniveaus

stark an den in früheren Perioden realisierten Konsumniveaus orientieren. *Bodie* (2003, S. 26) folgert hieraus:

"Habit formation provides a strong rationale for financial products that guarantee that future consumption will not fall below a level established by prior consumption as a minimal acceptable standard of living."

Vor dem Hintergrund eines angestrebten Mindest-Lebensstandards im Alter sollten sich die Nachfrager von Altersversorgungsprodukten daher primär an vorhandenen Produktgarantien orientieren. Produktgarantien umfassen dabei zum einen biometrische Garantien (z.B. im Falle von Tod, Invalidität, Langlebigkeit) sowie zum anderen Investmentgarantien (d.h. Rendite- bzw. Zinsgarantien). Nur Investmentgarantien beinhalten insbesondere einen weitestgehenden Schutz vor Worst Case-Entwicklungen an den Kapitalmärkten.

Hieraus leiten wir die These ab, dass im Bereich der Basissicherung bzw. unter der Perspektive der Gewährleistung eines Mindest-Lebensstandards im Alter Produkte der privaten Altersversorgung sowohl im Rahmen der Ansparphase als auch im Rahmen der Entsparphase unbedingt Mindest-Investmentgarantien enthalten sollten, nicht zuletzt, um den Nachfrager vor Worst Case-Entwicklungen zu schützen. Dies umso mehr dann, wenn diese Produkte eine steuerliche Förderung erfahren bzw. erfahren sollen.

Notwendigkeit von Investmentgarantien für die betriebliche Altersversorgung

Diese These gilt dabei nicht nur für den Bereich der individuellen Altersversorgung, sondern auch für die betriebliche Altersversorgung. Hier sollten Defined Benefit-Produkte, die solche Investmentgarantien enthalten, ein zentrales Produktangebot bleiben. Defined Contribution-Produkte beinhalten keinerlei Schutz gegen Worst Case-Entwicklungen auf den Kapitalmärkten.

Ein aktuelles Anschauungsbeispiel bietet die infolge der Aktienmarktkrise zur Zeit zu beobachtende Unterdeckung der internationalen Pensionsfonds. Offenbar sind nur im Rahmen von Defined Benefit-Produkten die Pensionsansprüche der Mitarbeiter gegen solche Einbrüche infolge einer nicht risikogerechten, zu stark aktienlastigen Kapitalanlagepolitik weitestgehend geschützt, z.B. durch Nachschusspflichten seitens der Arbeitgeber oder bestehenden Sicherungseinrichtungen. Die wachsende Verbreitung von Defined Contribution-Pensionsplänen zu Lasten der traditionellen Defined Benefit-Pläne wird auch im internationalen Schrifttum zunehmend durchaus kritisch gesehen². So schreibt z.B. *Bodie* (2003, S. 26):

"Traditional DB pension plans have been on the decline in the United States, eclipsed by cash-balance plans and defined-contribution (DC) plans. From a social welfare perspective, this development might actually be a step backward. Risk is being transferred to those who are least qualified to manage it."

Lachance et al. (2003) berichten sogar von Plänen mehrerer US-Bundesstaaten, z.B. Florida, den Beteiligten an ihren öffentlichen DC-Plänen gegen die Zahlung eines Preises ein Optionsrecht einzuräumen, in einen entsprechenden (vor dem Übergang auf einen DC-Plan bestehenden) DB-Plan zurückzuwechseln.

Die vorstehenden Ausführungen und Überlegungen unterstreichen die zentrale Bedeutung von Investmentgarantien im Rahmen von Produkten der privaten Altersversorgung. Insofern soll an dieser Stelle noch ein kurzer Exkurs über mögliche grundlegende Ausprägungen von Investmentgarantien durchgeführt werden. Hierzu unterscheiden wir zunächst im Rahmen der privaten Altersversorgung die Phase des Ansparprozesses, die dem Aufbau und der Sicherung von Vermögen zu Zwecken der Altersversorgung dient, von der Phase des Entsparprozesses, die den planmäßigen Abbau des angesammelten Altersversorgungskapitals beinhaltet.

Arten von Investmentgarantien

Im Rahmen des Ansparprozesses können Investmentgarantien zunächst in Form einer "endfälligen Nominalgarantie" ausgestaltet sein, d.h. es erfolgt eine Sicherung der Summe der eingezahlten Beiträge in nominalen Termen am planmäßigen Ende des Ansparprozesses. Ein Beispiel hierfür sind die Produkte der sog. Riester-Rente.

Ein solchermaßen ausgestatteter Mindestschutz weist allerdings als zentralen Problempunkt auf, dass hierbei die Wirkung der Inflation vernachlässigt wird. Tabelle 2 dokumentiert die Wirkung von Inflationsraten unterschiedlicher Höhe und über verschiedene Zeithorizonte in Termen des damit einhergehenden Wertverlustes in Kaufkrafttermen.

Jahre Infla- tionsrate	5	10	15	20	25	30
2%	9.42%	17.97%	25.70%	32.70%	39.05%	44.79%
2.5%	11.61%	21.88%	30.95%	38.97%	46.06%	52.33%
3%	13.74%	25.59%	35.81%	44.63%	52.24%	58.80%

Tabelle 2: Wertverluste in Kaufkrafttermen

Bezogen auf die erste Einzahlung ergibt sich beispielsweise bei einem – im Rahmen der privaten Altersversorgung keinesfalls untypischen – Zeithorizont von 30 Jahren bei Annahme einer Inflationsrate von 2% ein Wertverlust in Kaufkrafttermen von ca. 45% und bei Annahme einer Inflationsrate von 3% sogar ein Wertverlust von fast 60%.

Insgesamt erscheint damit aus der Perspektive eines Nachfragers nach privaten Altersversorgungsprodukten der Ausgleich von inflationsbedingten Wertminderungen in Kaufkrafttermen als eine natürliche Anforderung an die Mindestrentabilität eines solchen Produktes. Der Schutz des Anlegers bzw. Kunden in der Ansparphase durch Gewährleistung einer nominalen Kapitalerhaltung entpuppt sich damit als eine monetäre Illusion. Ein wirklicher Sicherungsmechanismus in Kaufkrafttermen würde nur in der Gewährleistung einer realen Kapitalerhaltung bestehen, was auf eine Zinsgarantie von ca. 2% - 3% in nominalen Termen hinausläufe.

Eine entsprechende "endfällige Realgarantie" als zweite elementare Gestaltungsvariante einer Investmentgarantie würde daher die Sicherung der Summe der eingezahlten Beiträge in realen Termen (oder "äquivalenten" nominalen Termen) am planmäßigen Ende des Ansparprozesses beinhalten. Die Problematik einer solchen Konstruktion besteht allerdings darin, dass endfällige Garantien nicht vor (ggf. auch erheblichen) temporären Wertverlusten des aufgebauten Vermögens während der Ansparphase schützen. Der Eintritt einer solchen Entwicklung kann das Vertrauen des Anlegers bzw. des Nachfragers nach Altersversorgung massiv beeinträchtigen und als Reaktion darauf eine Desinvestition auslösen, d.h. zu einer Stornierung des Produktes führen. Dies wiederum würde den eigentlichen Produktzweck, den Aufbau von Altersversorgungskapital, konterkarieren.

Als dritte Gestaltungsvariante einer Investmentgarantie betrachten wir daher die Gewährleistung einer periodischen (z.B. jährlichen) Zinsgarantie verbunden mit der Garantie der Siche-

rung (lock-in) zusätzlich erwirtschafteter und zugewiesener Überschüsse aus der Anlage des Altersversorgungskapitals. Eine solche Ausgestaltung einer Investmentgarantie beinhaltet für den Nachfrager von Altersversorgungsprodukten eine geradezu ideale Schutzwirkung

Im Rahmen des an den Ansparprozess zeitlich anschließenden Entsparprozesses ist die periodische Entnahme von typischerweise konstanten Anteilen an dem angesammelten Altersversorgungskapital zu gewährleisten. Die Notwendigkeit der Sicherung einer jährlichen Performance mindestens in Höhe der Inflationsrate verbunden mit einem Gewinnsicherungsmechanismus ist daher im Rahmen des Entsparprozesses von noch größerer Bedeutung und Dringlichkeit als in der Phase des Ansparprozesses.

Insgesamt können wir damit festhalten, dass Produkte, die die Gewährleistung jährlicher realwertsichernder Zinsgarantien verbunden mit einem Mechanismus zur Sicherung von zuge teilten Überschüssen beinhalten, den Bedürfnissen eines Nachfragers nach Altersversorgungsprodukten im Bereich seiner Basissicherung geradezu ideal entgegen kommen.

Entsprechende Produkte müssen nicht neu erfunden werden, sondern sie sind bereits auf dem Markt. Die traditionellen Produkte der Kapitallebensversicherung sowie der Leibrentenversicherung erfüllen die vorstehend definierten Produkthanforderungen und weisen damit zentrale Qualitätsmerkmale³ aus Sicht eines privaten Nachfragers nach Altersversorgungsprodukten auf.

Noch eine Anmerkung am Rande. Die steuerliche Förderung der Kapitallebensversicherung ist angesichts der vorstehend durchgeführten Analyse kein "Privileg" im Sinne einer einseitigen Vorteilsgewährung, sondern ist die gezielte Förderung einer Alterssicherung auf der Basis eines Produktes, das hohen Qualitätsanforderungen in bezug auf die vorhandenen Garantieelemente genügt. Ein Privileg wäre dies nur dann, wenn andere Produkte, die dieselben hohen Qualitätsanforderungen aus Sicht eines Nachfragers nach Altersversorgung erfüllen, nicht entsprechend gefördert werden würden.

Implikationen für den Verbraucherschutz

Stellen wir nun noch eine Verbindung der Analysen des vorangehenden Abschnitts zu dem Gebiet des Verbraucherschutzes her. Nach unserer Überzeugung sollten Verbraucherschützer, die wirklich im Sinne der Verbraucher – hier den Nachfragern nach Altersversorgungsprodukten – handeln wollen, die Bedeutung und die Notwendigkeit von Mindest-Investment-

garantien ebenfalls anerkennen. Ansonsten würden sie die vitalen Schutzbedürfnisse ihres Klientels ignorieren und dieses Worst Case-Entwicklungen an den Kapitalmärkten schutzlos ausliefern.

Vor diesem Hintergrund erweist sich beispielsweise die zu Zeiten des Aktienbooms aus Verbraucherschutzkreisen zu hörende Empfehlung, statt einer "Lebensversicherung von der Allianz" besser Allianzaktien zu erwerben, nicht nur ex ante als eine Fehlberatung, da bei dieser Empfehlung Kapitalmarktrisiken einfach ignoriert wurden. Ex post hat sich diese Empfehlung als geradezu verheerend herausgestellt, insbesondere dann, wenn ein Versicherungsnehmer aufgrund dieser Empfehlung ggf. sogar seinen Kapitallebensversicherungsvertrag gekündigt, und mit dem Rückkaufswert Allianzaktien erworben hat.

Kunden mit Kapitallebensversicherungsverträgen erhielten auf ihr Sparvermögen bei jeder Gesellschaft zumindest den Garantiezins in Höhe von (je nach Produktgeneration) 3% - 4% gutgeschrieben. Hinzu kam noch eine laufende Überschussbeteiligung, was sich im Marktdurchschnitt laut Assekurata im Jahr 2001 auf 6.12% und im Jahr 2002 auf 4.74% addierte. Zusätzlich wurden von den Versicherungsunternehmen noch Schlussüberschussanteile erwirtschaftet, die zu einer späteren Erhöhung des Sparkapitals der Kunden führen werden. Auf der anderen Seite steht die Kursentwicklung der Allianzaktie. Im Jahr 2001 war hier ein Kursverlust von 33.74% zu verzeichnen, im Jahr 2002 sogar ein nochmaliger Kursverlust von 66.06%. Die Konsequenzen der angesprochenen Empfehlung erweisen sich damit im Rückblick als in der Tat verheerend.

Nachdem durch die vorangegangenen Erörterungen die zentrale Bedeutung von Produktgarantien, insbesondere Investmentgarantien, für die Nachfrager von Altersversorgungsprodukten klar und deutlich artikuliert wurde und damit die Bedarfsseite hinreichend beschrieben ist, wenden wir uns nunmehr der Angebotsseite, den (deutschen) Lebensversicherungsunternehmen zu. Investmentgarantien in Altersversorgungsprodukten sind aus Sicht der Nachfrager nur dann wertvoll, wenn sie substanzhaltig sind und insbesondere auch im Falle von Worst Case-Entwicklungen ihre Garantiewirkung entfalten. Wie sicher sind also die gewährten Renditegarantien?

Wie sicher sind die Renditegarantien?

Im Folgenden soll diese Fragestellung in der Weise angegangen werden, dass aufgezeigt wird, dass die Investmentgarantien auf der Basis eines umfassenden Systems von Sicherheitsmechanismen sowohl traditioneller als auch mehr aktueller Natur gewährleistet werden.

Vorab ist zunächst anzumerken, dass dieses System an Sicherheitsmechanismen in seiner traditionellen Form durchaus angemessen war zur Gewährleistung von Investmentgarantien im Rahmen einer normalen Volatilität auf den Kapitalmärkten. In Zeiten von Worst Case-Entwicklungen waren diese traditionellen Elemente jedoch nicht mehr ausreichend und mussten systematisch weiterentwickelt werden.

Die Abbildung 2 gibt zunächst einen Überblick über das bestehende Gesamtsystem an Sicherheitsmechanismen.

<p>Sicherheitsmechanismen Stufe 1</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Bedeckung von Garantien mit Kapital▪ Kapitalanlageregulierung▪ Asset/Liability-Management▪ Stress-Tests als Frühwarnsystem <p>Sicherheitsmechanismen Stufe 2 Rahmenbedingungen und Instrumente zur Vornahme einer Volatilitätsglättung, z.B.</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Bewertungsreserven▪ Rückstellung für Beitragsrückerstattung▪ Par. 341 b HGB <p>Sicherheitsmechanismen Stufe 3</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Finanzielle Stützung durch die Eigentümer <p>Sicherheitsmechanismen Stufe 4 Branchenlösungen</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Unternehmensbeteiligungen▪ Protektor
--

Abbildung 2: Sicherheitsmechanismen zur Gewährleistung der Renditegarantien

Die Stufe 1 dieses Systems an Sicherheitsmechanismen besteht sowohl aus Elementen traditioneller Natur als auch aus Elementen aktuellerer Natur. Traditionell ist die Bedeckung der gewährten Renditegarantien mit Kapital im Rahmen der Solvabilitätsvorschriften ebenso wie die Regulierung der Kapitalanlagetätigkeit von Lebensversicherungsunternehmen. Neben diese unternehmensexternen Elemente tritt hinzu das unternehmensinterne Asset/Liability-Management⁴ (ALM). Auch das ALM ist durchaus traditioneller Natur, doch unzweifelhaft

sind die Anforderungen an das ALM unter dem Zeichen von Worst Case-Entwicklungen deutlich gestiegen. Eine Ausprägung dieser Entwicklung ist die Durchführung von Stress-Tests. Methodisch erfolgt dabei die Überprüfung der Wirkung von Stress-Szenarien am Kapitalmarkt auf die Erreichung der im Rahmen der Kapitalanlagepolitik⁵ angestrebten Ziele, z.B. die Erwirtschaftung des Garantiezinses, und Kennziffern, z.B. das Ausmaß der Bewertungsreserven. Der Charakter von Stress-Tests ist derjenige eines Frühwarnsystems (und nicht derjenige eines öffentlichen Krisenbarometers⁶ oder eines Marketinginstruments).

Die Stufe 2 des Systems an Sicherheitsmechanismen beinhaltet die bestehenden Rahmenbedingungen und Instrumente zur Vornahme einer Glättung der Volatilität des Kapitalanlageergebnisses infolge der zugrundeliegenden Volatilität der Kapitalmärkte. Traditionelle Elemente sind hier etwa⁷ die Möglichkeit der Etablierung von Bewertungsreserven oder die Rückstellung für Beitragsrückerstattung.

Aber auch im Rahmen der Stufe 2 sind systematische Weiterentwicklungen im Zeichen der Worst Case-Entwicklungen auf den Kapitalmärkten erfolgt. Die Einführung des Par. 341 b HGB ist hierfür das zentrale Beispiel. Aktieninvestments eines Lebensversicherungsunternehmens, die dazu bestimmt sind, dauerhaft dem Geschäftsbetrieb zu dienen, sind demgemäß nach den für das Anlagevermögen geltenden Vorschriften des HGB zu bewerten. Damit müssen sie, dem gemilderten Niederstwertprinzip folgend, nur bei einer voraussichtlich dauerhaften Wertminderung zum Bilanzstichtag abgeschrieben werden.

Die Stufe 3 des Systems an Sicherheitsmechanismen beinhaltet Maßnahmen zur finanziellen Stützung seitens der Eigentümer des Lebensversicherungsunternehmens. Dies können zunächst direkt die Aktionäre des Unternehmens sein, die im Wege von (aus empirischer Sicht z.T. substanziellen) Kapitalerhöhungen an einer solchen finanziellen Stützung teilnehmen. Oder es sind die Konzernmütter, typischerweise Holding-Gesellschaften, die den Töchtern mit massiven Kapitalspritzen unter die Arme greifen. Damit finanzieren in Krisenzeiten wesentlich auch die Aktionäre die Renditegarantien für die Lebensversicherungskunden, es liegt in diesem Falle somit kein Shareholder Value vor, sondern ein Stakeholder Value.

Die Stufe 4 des Systems besteht schließlich in unternehmensübergreifenden Lösungen. Typischerweise sind dies Beteiligungen seitens anderer Versicherungsunternehmen. Auch dieses Instrument ist nicht nur aktueller Natur, sondern kam z.B. bereits im Jahr 1929 bei der Rettung der Frankfurter Allgemeine Versicherungs-Aktiengesellschaft (Favag) zum Einsatz⁸. Schlussbaustein in dem mehrstufigen System der Sicherheitsmechanismen ist schließlich die

Branchenauffanglösung in Form der Gesellschaft Protektor, deren Inanspruchnahme als Ultima Ratio zur Sicherung der Renditegarantien der Versicherungskunden anzusehen ist. Als Fazit dieser Überlegungen ist festzuhalten, dass die Renditegarantien für die Versicherungsnehmer nicht nur "auf dem Papier stehen", sondern dass diese äußerst werthaltig sind, da sie durch massive Sicherungsmechanismen und ein engmaschiges Sicherheitsnetz gewährleistet werden.

Während damit der Sicherheitsaspekt hinreichend geklärt ist, stellt sich dann die Anschlussfrage, ob diese extrem hohe Sicherheit nicht zu stark zu Lasten der erzielten Rendite geht.

Wie hoch ist die "Dividende"?

Diese Frage beantworten wir unter Rückgriff auf einen methodischen Ansatz, dessen sich der Verfasser der vorliegenden Arbeit bereits bei früheren Veröffentlichungen⁹ bedient hat, der Methodik der risikobereinigten Performanceanalyse auf der Basis der Sharpe-Ratio. Dabei werden diese früheren Untersuchungen fortgeschrieben und auf den Zeitraum 1981 – 2002 erweitert. Tabelle 3 enthält zunächst die Risiko/Performanceprofile der marktdurchschnittlichen Nettoverzinsung der Lebensversicherungsunternehmen auf der einen Seite, und des Deutschen Aktienindex (DAX) sowie des REX-Performanceindex (REXP) als Standardrepräsentanten für die Performance des deutschen Aktien- bzw. Rentenmarktes auf der anderen.

1981 – 2002	Renditemittelwert	Schwankungsausmaß
LVU	7.55%	14.83%
DAX	9.19%	551%
REXP	7.76%	100%

Tabelle 3: Risiko/Performanceprofile 1981 – 2002

Das Risiko/Performanceprofil wird dabei hinsichtlich der Performancekomponente jeweils quantifiziert durch den Renditemittelwert¹⁰. Hinsichtlich der Risikokomponente wird das Schwankungsausmaß betrachtet, gemessen durch die statistische Kennziffer (Rendite-)Standardabweichung. Zwecks besserer Interpretierbarkeit der Zahlen wurde das Schwankungsausmaß des REXP als Referenzgröße (100%) gewählt¹¹.

Gegenüber den früheren entsprechenden Untersuchungen fällt vor allem auf, dass sich der Renditemittelwert des DAX in erheblichem Ausmaß verringert und die Volatilität weiter erhöht hat. Dies ist die unmittelbare Konsequenz der Entwicklung der Aktienmärkte in den Krisen Jahren 2000 – 2002. Ansonsten erweist es sich einmal mehr, dass die deutschen Lebens-

versicherungsunternehmen im Rahmen ihrer Kapitalanlagetätigkeit sowohl eine extrem schwankungsarme Nettoverzinsung erzielen, als auch – gerade vor diesem Hintergrund – eine absolute Performance darstellen können, die eindrucksvoll ist. Noch deutlicher wird das einzigartige Risiko/Performanceprofil der Kapitalanlage der Lebensversicherer bei Betrachtung der risikoadjustierten Performance in Termen der Sharpe-Ratio¹². Die entsprechenden Ergebnisse sind in Tabelle 4 dargestellt.

1981 – 2002	Sharpe-Ratio
LVU	2.04
DAX	0.11
REXP	0.34

Tabelle 4: Sharpe-Ratios 1981 – 2002

Auch hinsichtlich der Sharpe-Ratio ist der DAX im Vergleich zu früheren Untersuchungen deutlich zurückgefallen. Einmal mehr wird zudem deutlich, dass die Lebensversicherer im Vergleich zu den Marktperformanceindizes mit deutlichem Abstand die höchste risikobereinigte Rendite, d.h. *pro eingegangener Risikoeinheit* die höchste mittlere Rendite erzielen. Auch die durchaus vorhandenen Auswirkungen der Krise der Aktienmärkte in den Jahren 2000 – 2002 auf die Kapitalanlage der Lebensversicherer haben an diesem Charakteristikum nichts geändert.

Tendenzen bei der "Dividende"

Abschließend wollen wir uns noch einem Themenkomplex zuwenden, der für die künftig erzielbaren Nettoverzinsungen eine entscheidende Rolle spielt. Abbildung 3 stellt hierzu zunächst einmal die Entwicklung der Umlaufrendite auf dem deutschen Kapitalmarkt von Januar 1991 bis Januar 2003 dar.

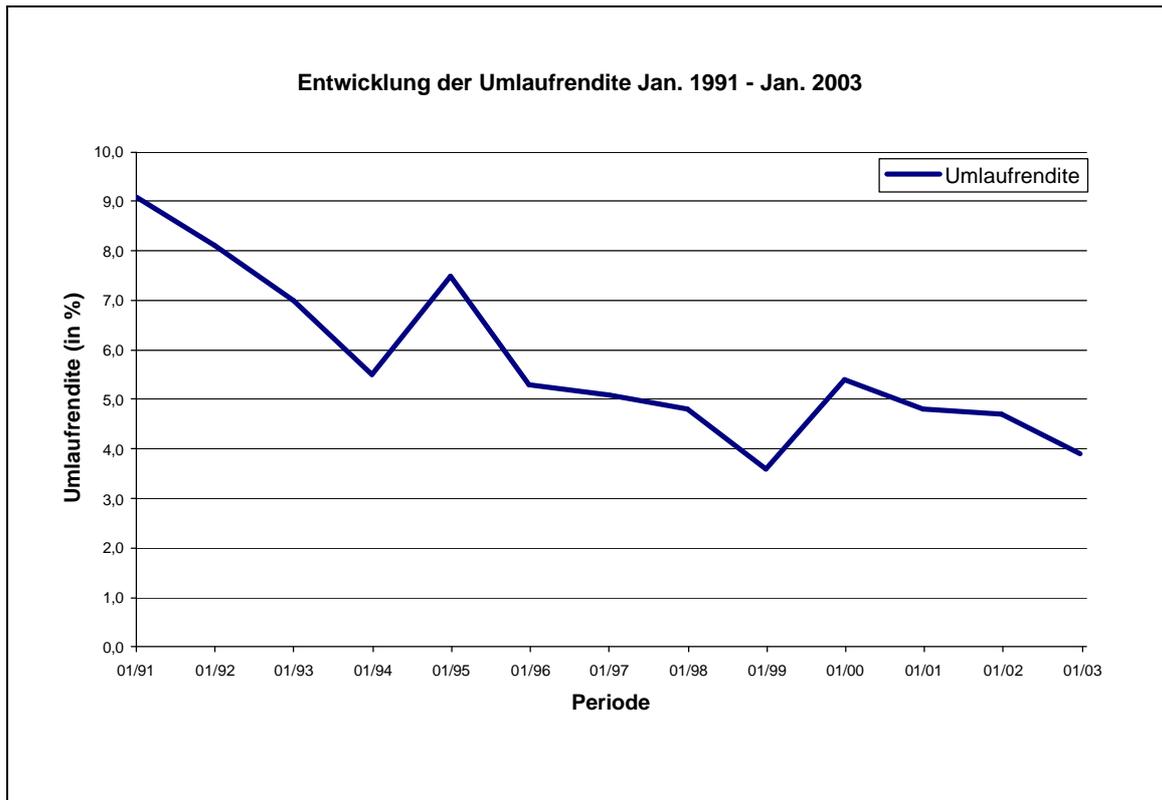


Abbildung 3: Entwicklung der Umlaufrendite Januar 1991 – Januar 2003
(Quelle: Deutsche Bundesbank)

Abbildung 3 macht deutlich, dass seit Anfang der 90er Jahre die Umlaufrendite, d.h. der langfristige Kapitalmarktzins kontinuierlich gesunken ist und sich in dieser Zeit mehr als halbiert hat. Diese Entwicklung bei der Rendite einer Langfristanlage in festverzinsliche Wertpapiere, der Haupt-Anlagekategorie der deutschen Lebensversicherer, schlägt sich aufgrund der bestehenden Mechanismen zur Vornahme einer Volatilitätsglättung, der langen Haltedauer sowie des Aktienbooms Ende der 90er Jahre nur sehr stark verzögert in der Nettoverzinsung bzw. in der Überschussbeteiligung der Lebensversicherer nieder. Letztlich kann sich aber kein Kapitalanleger dieser strukturellen Änderung der Anlagebedingungen auf Dauer entziehen. Geht man realistischere davon aus, dass sich die dargestellte Entwicklung der Umlaufrendite auf absehbare Zeit nicht nachhaltig umkehren wird, so ist klar, dass die Nettoverzinsung bzw. die Überschussbeteiligung nicht auf den vormaligen Höhen gehalten werden kann, sondern zwangsläufig (deutlich) sinken muss und wird. Die Höhe der "Dividende" wird sich also konsequenterweise (deutlich) vermindern.

Doch die Betrachtung der Umlaufrendite in ihrer nominalen Höhe enthüllt nur eine Seite der Medaille. Abbildung 4 illustriert aus diesem Grunde die Entwicklung der Inflationsrate im gleichen Zeitraum.

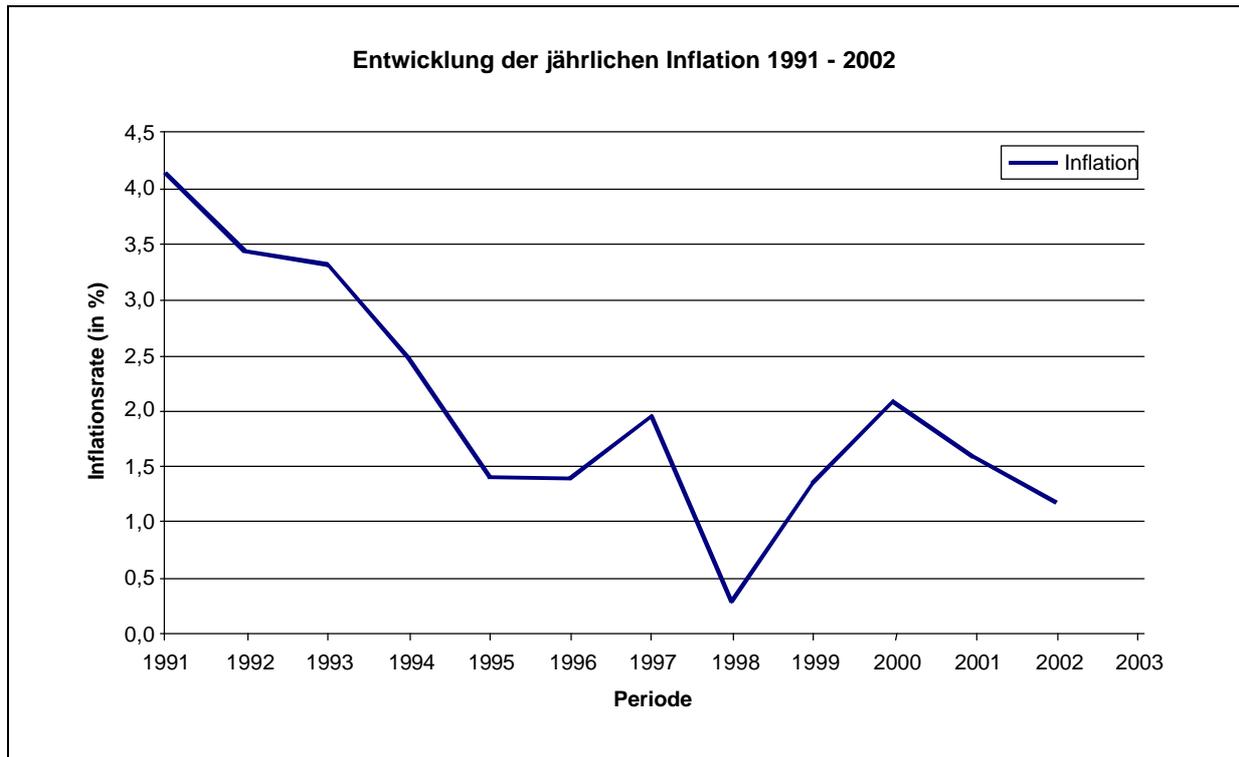


Abbildung 4: Entwicklung der jährlichen Inflationsrate 1991 – 2002
(Quelle: Deutsche Bundesbank)

Abbildung 4 macht deutlich, dass sich im gleichen Zeitraum auch die Inflationsrate mehr als halbiert hat. Dieser strukturelle Rückgang der Inflationsrate ist die eigentliche Ursache für den Rückgang der Umlaufrendite. Zentral für eine angemessene Beurteilung sowohl der Umlaufrendite als auch der Entwicklung der Nettoverzinsung bzw. der Überschussbeteiligung der deutschen Lebensversicherer ist daher die Einnahme einer an der Kaufkraft orientierten Sichtweise. Oder etwas vereinfacht formuliert: Eine Gewinnbeteiligung von 4.74%¹³ bei einer Inflationsrate von 1.5% ist soviel wert wie eine Gewinnbeteiligung von 6.74% bei einer Inflationsrate von 3.5%. Wie schon in dem vorangegangenen Abschnitt "Arten von Investmentgarantien" ist eine Sichtweise nur in nominalen Termen trügerisch und beinhaltet eine monetäre Illusion. Einen zuverlässigen Aufschluss über die bestehenden Verhältnisse erlaubt nur eine Sichtweise in "Kaufkrafttermen".

Halten wir also fest: Die darstellbare Gesamtrendite ("Dividende") der deutschen Lebensversicherer ist nach wie vor äußerst wettbewerbsfähig. Ihr Niveau wird jedoch absinken müssen. Dies ist aber nur eine logische Konsequenz aus der Halbierung der Kapitalmarktzinsen seit Anfang der 90er Jahre. In einer Kaufkraftperspektive (reale, nicht nominale Sichtweise) wird sich das Niveau der Gesamtrendite jedoch nicht wesentlich ändern.

Resümee

Die zentralen Folgerungen aus der vorliegenden Untersuchung sollen abschließend nochmals in Thesenform zusammengefasst werden:

- Im Rahmen eines Risikomanagements von Altersversorgungseinrichtungen und von Altersversorgungsprodukten ist die Möglichkeit von Worst Case-Entwicklungen auf den Kapitalmärkten in theoretischer wie in praktischer Hinsicht zu berücksichtigen.
- Sowohl vor dem Hintergrund der Gewährleistung eines angestrebten Mindest-Lebensstandards im Alter als auch der Möglichkeit des Eintretens von Worst Case-Entwicklungen sind für Produkte der privaten Altersversorgung sowohl für die Ansparphase als auch für die Entsparphase Mindest-Investmentgarantien unbedingt vorzusehen.
- Auch im Bereich der betrieblichen Altersversorgung sollten Defined Benefit-Produkte ein zentrales Produktangebot sein bzw. bleiben. Defined Contribution-Produkte beinhalten insbesondere keinerlei Schutz gegen Worst Case-Entwicklungen.
- Produkte mit jährlichen (realwertsichernden) Zinsgarantien und einer Gewinnsicherung bereits realisierter Zuwächse kommen den Bedürfnissen eines Nachfragers nach Altersversorgungsprodukten geradezu ideal entgegen.
- Die Renditegarantien für die Versicherungsnehmer stehen nicht nur auf dem Papier, sondern sind unbedingt werthaltig, da sie durch massive Sicherungsmechanismen und ein engmaschiges Sicherheitsnetz gewährleistet werden.
- Im Rahmen ihrer Kapitalanlage erzielen die Lebensversicherer mit Abstand die höchste „Rendite pro Risikoeinheit“ im Vergleich zu alternativen Anlageformen.
- Zwar wird das nominale Niveau der Gesamtrendite von Lebensversicherungsprodukten infolge des substanziellen Rückgangs der Kapitalmarktzensen absinken, in einer Kaufkraftperspektive (reale, nicht nominale Sichtweise) wird sich das Renditeniveau aber nicht wesentlich ändern.

Der Autor: Prof. Dr. Peter Albrecht ist Geschäftsführender Direktor des Instituts für Versicherungswissenschaft der Universität Mannheim

Anmerkungen

- ¹ Vgl. etwa *Bodie* (2003, S. 26).
- ² Eine weitere aktuelle Untersuchung ist *McCarthy* (2003), der auf einer modelltheoretischen Basis die hohe Bedeutung von DB-Plänen im Rahmen eines Lebenszyklusansatzes nachweist.
- ³ Zu den Qualitätsmerkmalen ausgewählter Lebensversicherungsprodukte vgl. eingehender *Albrecht/Mauer/Schradin* (1999, Abschnitt 2.2).
- ⁴ Vgl. hierzu aktuell etwa *Albrecht* (2003)
- ⁵ Im vorliegenden Kontext beschränken wir uns auf den Bereich der Kapitalanlagepolitik. Das Einsatzspektrum von Stress-Tests ist jedoch weitergehend, so können beispielsweise die Implikationen von Stress-Szenarien auf die Solvabilitätsposition des Versicherungsunternehmens überprüft werden.
- ⁶ Vgl. hierzu aktuell etwa *Kellenbenz* (2003, S. 20 f.).
- ⁷ Vgl. hierzu eingehender und ausführlicher *Albrecht/Maurer/Schradin* (1999, S. 57 ff.).
- ⁸ Vgl. hierzu aktuell etwa *Koch* (2003, S. 1232).
- ⁹ Vgl. etwa *Albrecht/Maurer/Schradin* (1999, S. 54 ff.), *Albrecht* (2000, S. 1760 f.) sowie *Albrecht* (2001, S. 1544 f.).
- ¹⁰ Korrekterweise gemessen durch die geometrisch annualisierte Rendite.
- ¹¹ Der absolute Wert dieser Referenzgröße beträgt 5.54%.
- ¹² Vgl. näher zur Sharpe-Ratio *Albrecht/Maurer/Schradin* (1999, S. 35 f.).
- ¹³ Dies entspricht der Deklaration der laufenden Überschussbeteiligung per Januar 2003 im Marktdurchschnitt der deutschen Lebensversicherer.

Literatur

- Albrecht, P. (2000): Die Anlageperformance des Lebensversicherers messen, vergleichen, beurteilen (I), *Versicherungswirtschaft* 22/2000, 1758 – 1762.
- Albrecht, P. (2001): Ergebnisglättung schafft den Vorsprung, *Versicherungswirtschaft* 19/2001, 1542 – 1546.
- Albrecht, P. (2003a): Asset Liability Management bei Versicherungen, in: Leser, H., M. Rudolf (Hrsg.): *Handbuch Institutionelles Asset Management*, Wiesbaden, 427 - 446.
- Albrecht, P., R. Maurer, H.R. Schradin (1999): Die Kapitalanlageperformance der Lebensversicherer im Vergleich zur Fondsanlage unter Rendite- und Risikoaspekten, Karlsruhe.
- Bodie, Z. (2003): Thoughts on the Future: Life-Cycle Investing in Theory and Practice, *Financial Analysts' Journal*, January/February 2003, 24 – 29.
- Kellenbenz, P. (2003): Stresstest bereitet weniger Stress, *Versicherungsmagazin* 11/2003, 20 – 23.
- Koch, P. (2003): Krisen in der deutschen Versicherungswirtschaft, *Versicherungswirtschaft* 16/2003, 1228 – 1235.
- Lachance, M.-E., O.S. Mitchell, K. Smetters (2003): Guaranteeing Defined Contribution Pensions: The Option to Buy Back a Defined Benefit Promise, *Journal of Risk and Insurance* 70, 1 – 16.
- McCarthy, D. (2003): A Life-Cycle Analysis of Defined Benefit Pension Plans, *Journal of Pension Economics and Finance* 2, 99 – 126.