

**Marktausblick zur
Lebensversicherung
2015/2016**



**Eine Untersuchung der
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH
Juni 2015**

Zinssituation im Euro-Raum setzt Versicherer unter Druck

Eine wesentliche Einflussgröße für die wirtschaftliche Lage der deutschen Versicherungsindustrie ist die Zinssituation an den Rentenmärkten. Diese wurde seitens der Europäischen Zentralbank (EZB) durch die Senkung des Leitzinses auf 0,05 % im September 2014 sowie den Start des Ankaufprogramms für Wertpapiere (Quantitative Easing) im März 2015 aus Sicht der Versicherer maßgeblich negativ beeinflusst.

Im Rahmen dieser geldpolitischen Maßnahme will die EZB bis September 2016 europäische Staatsanleihen in Höhe von monatlich 60 Mrd. € aufkaufen. Diese werden im Wesentlichen von Finanzinstituten und -dienstleistern gehalten. Ziel der EZB ist es, den Banken Liquidität zu verschaffen, die diese dann in Form von günstigen Krediten an Unternehmen und Investoren weitergeben sollen, um das Investitionsklima in der Eurozone zu stimulieren und desinflationäre Tendenzen aufzuhalten bzw. eine nachhaltig höhere Inflationsrate zu erzeugen.

Zwei Monate nach Start des Programms sind bereits erste zaghafte Erfolge im Bezug auf die Inflation zu beobachten. Per 30.04.2015 beträgt die jährliche Inflationsrate für die Eurozone 0,0 % und ist erstmals seit vier Monaten nicht mehr negativ. Zudem lässt sich eine moderat verbesserte Schuldensituation in den europäischen Peripherieländern – abgesehen von Griechenland – festmachen, wenngleich die Staatsschuldenkrise in Südeuropa nach wie vor nicht überwunden ist und notwendige Strukturreformen schleppender verlaufen als von Politik und Notenbank erhofft. Einen möglichen Austritt Griechenlands aus dem Euro erachten Marktteilnehmer hingegen nicht mehr so kritisch wie in der Vergangenheit. Auch Assekurata ist der Meinung, dass ein solches Szenario kurzfristig zwar die Marktvolatilität erhöhen, jedoch keine Marktturbulenzen wie zur Finanzmarktkrise 2008 oder zu Beginn der Staatsschuldenkrise 2010 hervorrufen würde.

In Kombination mit rückläufigen Risikoprämien (Credit Spreads) über sämtliche Asset- und Risikoklassen hinweg führen die ergriffenen Maßnahmen der EZB zu Umlaufrenditen, die sich auf einem noch niedrigeren Niveau als vor Jahresfrist bewegen. Deutsche Staatsanleihen

weisen für kurze Laufzeiten mitunter sogar negative Renditen auf. Auch wenn im April 2015 ein sprunghafter Anstieg der Zinsen und somit auch der Renditen europäischer Staatsanleihen zu beobachten war, befindet sich das Zinsniveau noch immer nahe dem historischen Tiefstand. In einem von einigen Medien derzeit gezeichneten Szenario könnte das Zinsniveau weiter abrupt und stark steigen, so dass die Kurse festverzinslicher Wertpapiere deutlich sinken würden. Dies würde zu einem Abschmelzen der Bewertungsreserven führen, die in der Lebensversicherung oftmals zur Bedienung der Zinszusatzreserve realisiert wurden. Ob der jüngste Anstieg bereits die von der Versicherungsbranche herbeigesehnte sukzessive und nachhaltige Zinswende darstellt, ist jedoch zu bezweifeln.

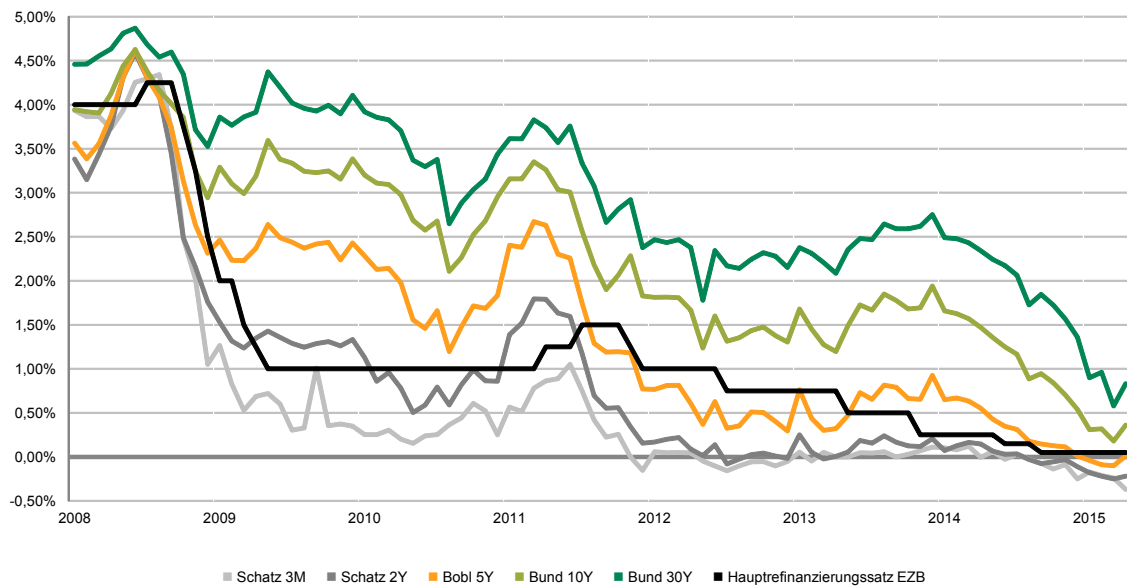
Das allgemein niedrige Zinsniveau und die aktuelle Volatilität auf den Rentenmärkten stellt insbesondere Personenversicherer in der Neuanlage vor große Herausforderungen, da auch höhere Bonitätsrisiken im historischen Vergleich nur wenig über den Spread entlohnt werden. Folglich entwickeln sich die Einstandsrenditen der Versicherer für Neu- und Wiederanlagen im Rentenbereich weiter rückläufig und bewegen sich nach Einschätzung von Assekurata derzeit in einem Korridor von durchschnittlich 1,50 % bis 2,50 %. Merkliche Unterschiede zwischen einzelnen Anbietern ergeben sich aus der jeweiligen Kapitalanlagestrategie in Kombination mit dem individuellen Risikobudget, auch im Hinblick auf Solvency II. Die neuen Solvenzregeln, die 2016 in Kraft treten, sind auch ein Grund dafür, dass Versicherer nur bedingt an der starken Aktienmarktentwicklung partizipieren können, da Aktieninvestitionen im Standardmodell mit umfangreichen Eigenmitteln unterlegt werden müssen. Staatsanleihen aus dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) werden in diesem Modell hingegen als risikolos erachtet und müssen folglich nicht mit Eigenmitteln unterlegt werden. Wie sachgerecht diese Modellannahme ist, darf unter anderem vor dem Hintergrund der europäischen Staatsschuldenkrise kritisch hinterfragt werden.

Aufgrund der aktuellen Konjunkturlage und der weiterhin niedrigen Inflation in der Eurozone rechnet Assekurata im Verlauf des Jahres 2015 nicht mit einem spürbaren Zinsanstieg, auch wenn die allgemein erwartete Leitzinser-

höhung der amerikanischen Notenbank im Sommer den Euro weiter unter Druck setzen dürfte. Dennoch geht Assekurata davon aus, dass die EZB erst dann eine moderate Zinserhöhung in Erwägung zieht, wenn ihre ergriffenen Maßnahmen zum einen das Vertrauen in das europäische Finanzsystem nachhaltig wiederhergestellt haben und zum anderen zu einer stabilen Inflationsrate nahe des avisierten Ziels von knapp 2 % führen. Assekurata rechnet infolgedessen damit, dass sich die Bonitätsstruktur in den Kapitalanlagen der Versicherer weiter verschlechtern wird. Diese suchen zunehmend nach Investitionsalternativen zu klassischen Rentenanlagen, um einen Renditeaufschlag zu erwirtschaften. Häufig diskutiert werden in diesem Zusammenhang Anlagen in Infrastruktur wie Solaranlagen oder Windparks. Hier bestehen jedoch gerade für

kleinere Unternehmen Markteintrittsbarrieren mangels notwendigen Expertenwissens oder Anlagevolumens. Vor diesem Hintergrund kann im Bereich Infrastruktur zum Teil nicht so viel umgesetzt werden, wie von einigen Marktteilnehmern zunächst geplant. Abhilfe schaffen könnte der von der Bundesregierung aktuell zur Diskussion gestellte Infrastrukturfonds. Dieser soll mit privatwirtschaftlichem Kapital den Investitionsstau des Bundes, beispielsweise in Autobahnen, Energie- oder Breitbandnetze, beheben und zugleich den Anlegern eine attraktive Rendite zahlen. Je nach finaler Ausgestaltung seitens der Bundesregierung könnte dies nach Auffassung von Assekurata dazu beitragen, die bestehenden Investitionsbarrieren insbesondere für kleinere Versicherungsgesellschaften zu vermindern.

Renditeentwicklung deutscher Staatsanleihen

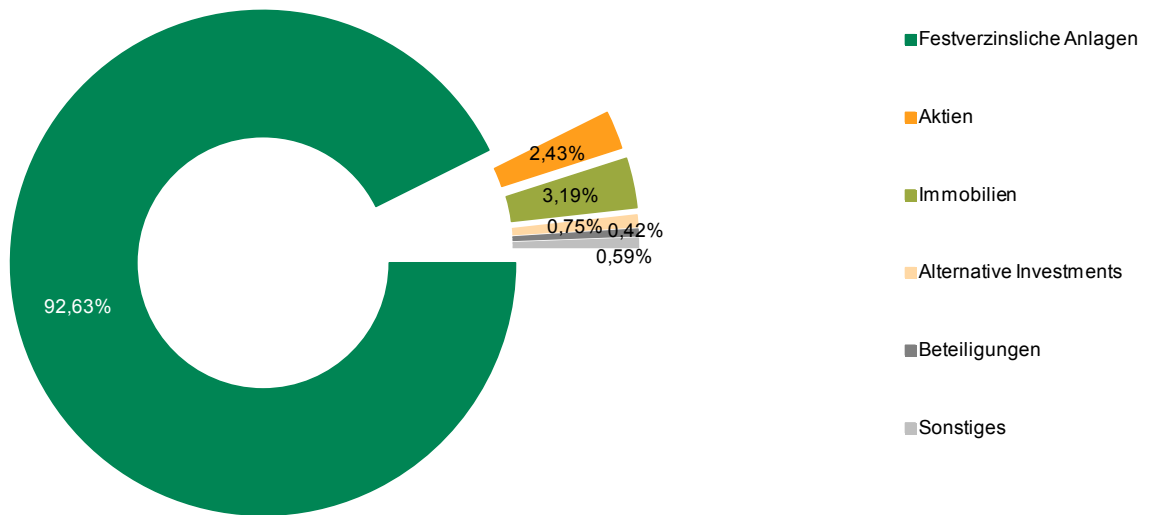


Große Herausforderungen für das Asset Management insbesondere in der Lebensversicherung

Ungeachtet der widrigen Umstände auf dem Rentenmarkt ist Assekurata grundsätzlich der Auffassung, dass die Unternehmen ihre Kapitalanlagepolitik an der individuellen Verpflichtungsstruktur der Passivseite ausrichten soll-

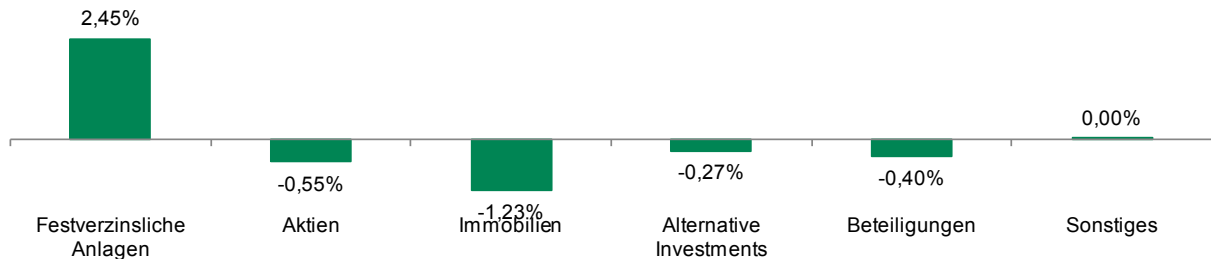
ten („liability driven investment“), anstatt anlagestrategisch auf eine eigene und womöglich spekulativ geprägte Zinsmeinung zu bauen. Insbesondere für Lebensversicherer mit signifikanten Beständen an hohen konventionellen Garantien stellt deren langfristige Finanzierung in dem beschriebenen Zins- und Spreadumfeld eine immer größere Herausforderung dar.

Asset Allocation von Lebensversicherern (Marktwertbasis) per 31.12.2014



Quelle: Assekurata

Relative Veränderung der Asset Allocation zum Vorjahr



Quelle: Assekurata

Die Lebensversicherer und insbesondere das Asset Management sind gezwungen, Handlungsalternativen zu suchen und Maßnahmen als Reaktion auf die Niedrigzinsphase zu ergreifen. Dies sollte aus Sicht von Assekurata jedoch unter Berücksichtigung der individuellen Risikotragfähigkeit sowie gleichzeitiger Beibehaltung der Stabilität der Kapitalanlageportfolien als restriktiven Nebenbedingungen erfolgen. In diesem Zusammenhang beobachtet Assekurata, dass die gerateten Lebensversicherer besonnen und mit einem gesteigerten Risikobewusstsein auf das widrige Marktumfeld reagieren.

Die beschriebenen Restriktionen führen dazu, dass sich die Asset Allocation der deutschen Lebensversicherer im Zeitverlauf nur wenig verändert. So dominieren die festverzinslichen Anlagen zum Jahresende 2014 mit 92,63 % weiterhin die Portfoliostruktur und stellen nach wie vor den wesentlichen Treiber des Kapitalanlageergebnisses dar. Der relative Anstieg festverzinslicher Anlagen im Vergleich zum Vorjahr und zu den anderen Assetklassen (vgl. Abbildung) kommt zum Großteil durch Marktwerteffekte aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus zustande.

Aufteilung der festverzinslichen Anlagen nach Bonitäten (in %)				
Rating	2011	2012	2013	2014
AAA	44,37	35,70	34,16	34,26
AA	22,36	27,59	25,79	27,80
A	17,15	18,53	19,90	20,91
BBB	6,05	9,11	10,30	9,39
High Yield	1,55	1,79	2,39	2,09
Non Rated	0,36	0,25	0,33	0,37
Hypotheken und Policendarlehen	6,03	5,35	5,13	4,03
Termingelder & Bareinlagen	2,14	1,68	2,00	1,16
Rentenportfolio gesamt	100,00	100,00	100,00	100,00

Quelle: Assekurata

Auf den Rentenmärkten wird es zunehmend anspruchsvoller, Renditen oberhalb der Garantieverpflichtungen zu erwirtschaften. Als Reaktion darauf lässt sich beobachten, dass viele Lebensversicherer versuchen, das Kreditrisiko moderat zu erhöhen sowie eine stärkere Diversifikation des Rentenbestandes zu erzielen. Dies geschieht beispielsweise über vermehrte Investitionen in Unternehmens- oder Staatsanleihen niedrigerer Bonitäten. Einzelne Unternehmen sind hingegen dazu übergegangen, wieder in tendenziell bessere Ratingklassen zu investieren, da Bonitätsrisiken kaum noch über den Spread entlohnt werden und sich die Risikoprämie auch vor dem Hintergrund der dafür notwendigen Kapitalpuffer unter Solvency II kaum rentiert. Im Gegenzug rückt die Beimischung realwertorientierter Investments wie Aktien, Immobilien, Private Equity oder auch alternativer Finanzierungsformen unter Korrelations- und Ertragsaspekten in den Fokus, wenngleich mit großen anbieterindividuellen Unterschieden.

Durationssteuerung anspruchsvoller

Für die festverzinslichen Anlagen sind die Gesellschaften nach Beobachtungen von Assekurata ferner bestrebt, die Duration der Aktivseite über Neuanlagen in Papiere längerer Laufzeiten weiter zu erhöhen bzw. zumindest auf dem Vorjahresniveau zu halten. Die

Anlage erfolgt hierbei meist in Titel höherer Bonität, wie Staats-, Länder- und Kommunalanleihen oder Covered Bonds. Hierüber soll im Rahmen eines auf Sicherheit ausgerichteten Teils des Portfolios ein robuster Anlageertrag zur Finanzierung der Leistungsverpflichtungen generiert werden, der jedoch aufgrund des aktuellen Zinsniveaus auf einem geringeren Niveau liegt als in der Vergangenheit. Zudem kann durch Investitionen in lange Laufzeiten die kapitalintensive „Duration Gap“ zwischen Aktiv- und Passivseite mit Blick auf Solvency II reduziert werden. Hierdurch werden zwar die aktuell niedrigen Coupons auf längere Frist ins Portfolio aufgenommen, gleichwohl ist dies unter den aktuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen eine plausible Vorgehensweise, sofern die Gesellschaften ihre Kapitalanlage konsequent über die Passivseite steuern. Unternehmen, die diesen Weg bereits frühzeitig eingeschlagen haben, dürften zugleich weniger Schwierigkeiten haben, ihn auf Dauer fortzusetzen. Für Lebensversicherer, die erst spät begonnen haben, die Durationslücke zu schließen, wird es bei anhaltenden Niedrigzinsen herausfordernder, lange Laufzeiten mit adäquaten Bonitäten zu kaufen, die mindestens die Garantieverpflichtung erwirtschaften.

Geratete Lebensversicherer - Duration nach Emittenten/Sektoren (in %, exkl. Liquidität)

Assetklasse	Modifizierte Duration			
	2011	2012	2013	2014
Staats-, Länder- und Kommunanleihen	10,50	12,16	11,89	13,73
Pfandbriefe (i.w.S.)	7,40	7,86	7,78	8,87
Schuldverschreibungen von KI	7,93	7,49	7,93	8,31
Unternehmensanleihen	6,53	8,07	8,45	9,78
Asset Backed Securities (i.w.S.)	4,43	3,48	3,11	6,32
Hypotheken- und Policendarlehen	4,91	2,98	4,86	4,32
Rentenportfolio gesamt	8,12	8,59	8,83	10,05

Quelle: Assekurata

Geratete Lebensversicherer - Duration nach Bonitäten (in %, exkl. Liquidität)

Rating	Modifizierte Duration			
	2011	2012	2013	2014
AAA	8,77	9,82	9,87	11,05
AA	8,41	9,63	10,24	12,37
A	7,83	7,06	7,70	8,19
BBB	6,27	7,36	6,56	7,39
High Yield	7,87	6,19	6,19	4,64
Non Rated	9,30	12,80	11,26	8,26
Hypotheken und Policendarlehen	4,91	2,98	4,86	4,32
Rentenportfolio gesamt	8,12	8,59	8,83	10,05

Quelle: Assekurata

Überschussbeteiligung unter Niedrigzins- und LVRG-Bedingungen weiter rückläufig

In Anbetracht der Kapitalmarktverhältnisse sieht Assekurata ein anhaltendes extremes Niedrigzinsniveau als mit Abstand größtes wirtschaftliches Risiko der Lebensversicherer an. Das Ertragsspektrum zinsgebundener Anlagen ist für die Anbieter und mittelbar deren sparende Kunden stark eingeschränkt. Letztere müssen sich in Anbetracht der Renditearmut zinsabhängiger Sparanlagen zunehmend die Frage stellen, ob sie für ihre Altersvorsorge ein höheres Maß an Risiko eingehen können und wollen. Bei den Lebensversicherern wiederum steht die langfristige Risikotragfähigkeit mehr denn je auf dem Prüfstand, weshalb das unternehmerische Risiko-, Kapital- und Produktmanagement einem besonderen Sorgfaltsanspruch genügen muss.

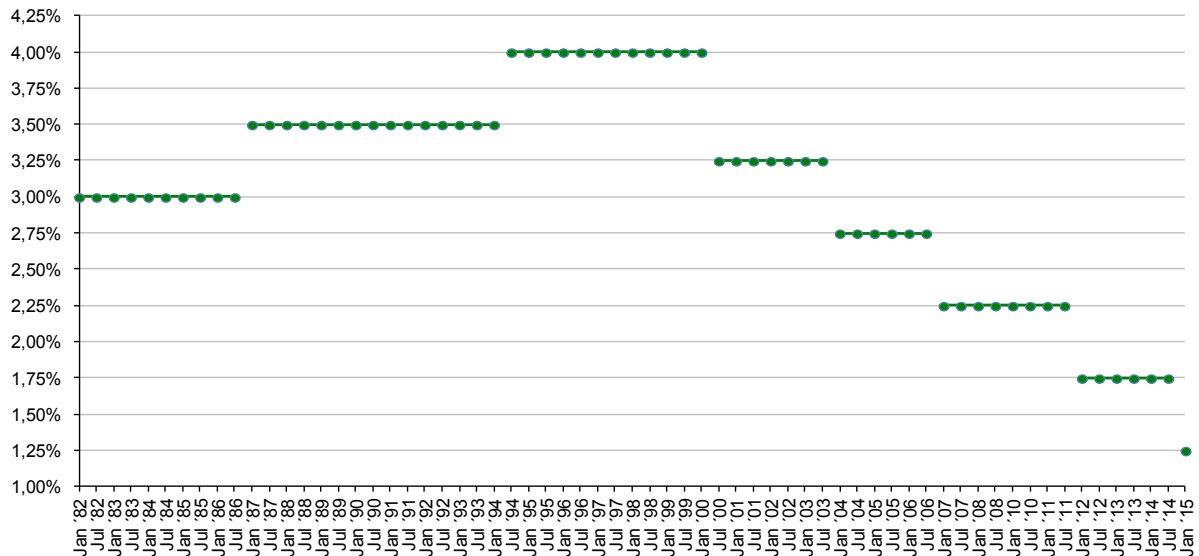
Im letztjährigen Marktausblick zur Lebensversicherung¹ hat Assekurata den Willen der Bundesregierung thematisiert, die deutsche Lebensversicherungsbranche durch verschiedene Reformmaßnahmen zu stabilisieren. Diese wurden schließlich im Gesetz zur Absi-

cherung stabiler und fairer Leistungen für Lebensversicherte (Lebensversicherungsreformgesetz – LVRG) manifestiert, das Anfang August 2014 in Kraft getreten ist. Das LVRG wirkt sich als Artikelgesetz auf eine Vielzahl bestehender Rechtsgrundlagen aus und brachte einen breiten Katalog an Änderungen mit sich. Damit wurde auch der Grad an gesetzgeberischer Regulierung weiter erhöht, was das freie Agieren der Marktakteure in Zeiten limitierter Ertrags- und Solvenzverhältnisse weiter einschränkt. Letztlich hat sich der Gesetzgeber aber von der Notwendigkeit leiten lassen, die Leistungen für Lebensversicherte zu stabilisieren, indem von verschiedenen Beteiligten Zugeständnisse abverlangt werden.

Aus Sicht der Kunden wirkt sich zuvorderst die Absenkung des Höchstrechnungszinses zum 01.01.2015 von 1,75 % auf 1,25 % aus, wodurch das Garantieniveau von deckungsstockgebundenen Produkten weiter zurückgeht. Damit hat der Rückgang des ehemals über Jahre konstanten Höchstrechnungszinses abermals an Dynamik gewonnen, wie folgende Abbildung illustriert.

¹ Vgl. Assekurata-Marktausblick zur Lebensversicherung 2014 vom 16.05.2014.

Entwicklung der Höchstrechnungszinsen 1982-2015



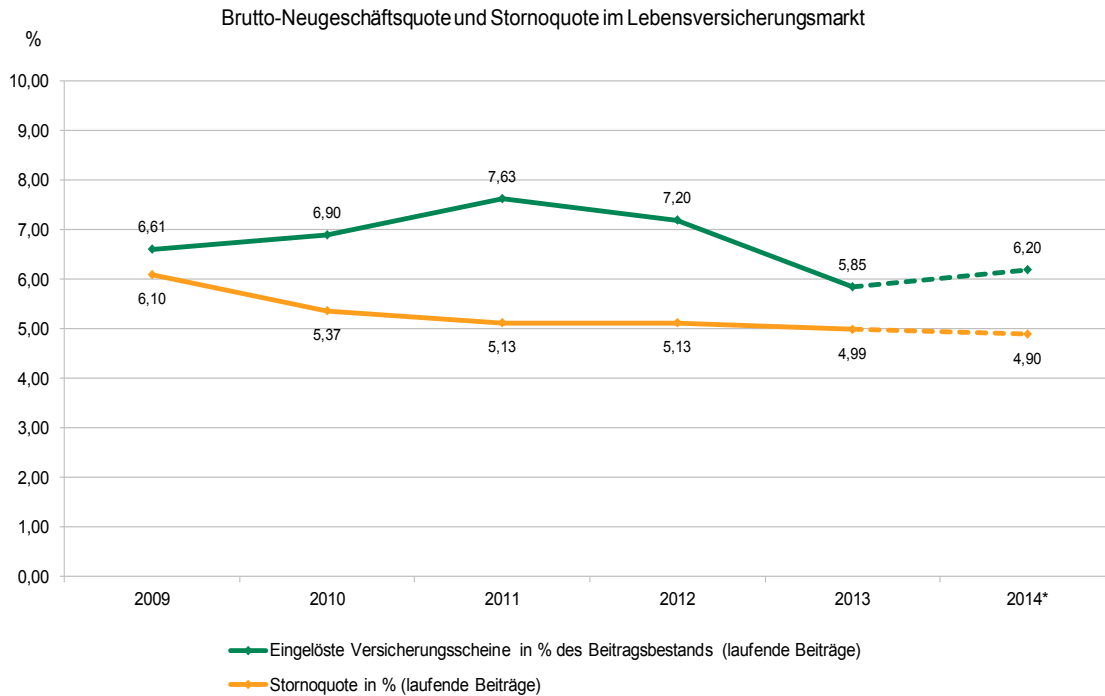
Quelle: Assekurata-Überschussstudie 2015

Mit einer Rechnungszinsänderung ist stets eine Neukalkulation der Tarife verbunden, die mit einem hohen internen Aufwand der Versicherer einhergeht, wobei man angesichts der wiederholten Reduzierungen des Höchstrechnungszinses in den vergangenen Jahren von einer gewissen „praktischen Übung“ ausgehen kann. Nicht zu unterschätzen ist allerdings, dass der Garantiezins in der Außenwirkung einen großen Einfluss auf die wahrgenommene Attraktivität der Lebensversicherung hat. Dies lässt sich nicht zuletzt daran belegen, dass kurz vor Eintreten der Rechnungszinssenkung vielfach ein Schlussverkaufseffekt im Markt einsetzt, bei dem sich Kunden den zuvor höheren Garantiezins noch für die gesamte Vertragslaufzeit sichern wollen. Dies gilt maßgeblich für klassische kapitalbildende Lebens- und Rentenversicherungen, eingeschränkt aber auch für Verträge mit biometrischer Absicherung wie Todesfall- oder Berufsunfähigkeitsversicherungen, sofern sich die Rechnungszinsabsenkung in einer Preiserhöhung niederschlägt. Einige Anbieter haben auf den Schlussverkaufseffekt 2014 durch begleitende Marketing- und Vertriebsmaßnahmen auch aktiv hingearbeitet, was nach aller Erfahrung zu temporären, wenngleich nicht nachhaltigen Wachstumssprüngen im Neugeschäft führt.

Ansehnliches Branchenwachstum im Jahr 2014

Ungeachtet dessen kann das Geschäftsjahr 2014 unter Vertriebs- und Wachstumsaspek-

ten als positives Jahr für die Branche eingestuft werden. Nach Angaben des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) ist das Beitragsaufkommen in der Lebensversicherung 2014 insgesamt (inklusive Pensionskassen und Pensionsfonds) um 3,1 % auf 93,7 Mio. € gestiegen, wobei der Zuwachs vor allem auf ein neuerliches Plus bei Einmalbeitragspolicen (+12,9 % ggü. Vorjahr) zurückgeht, zu einem geringeren Teil aber auch auf das Neugeschäft gegen laufenden Beitrag (+3,8 % ggü. Vorjahr). Auch in Relation zum vorhandenen Bestand geht Assekurata 2014 von einem leichten Anstieg der laufenden Beiträge aus neu eingelösten Versicherungsscheinen (Brutto-Neugeschäftsquote nach laufenden Beiträgen) auf 6,20 % aus, wie in nachstehender Abbildung eingezeichnet. Für 2015 rechnet Assekurata demgegenüber mit einem leichten Rückgang auf rund 6 %, da die Branche ihr Neugeschäft im Schwerpunkt weiterhin über Einmalbeiträge produzieren dürfte und nicht absehbar ist, dass es wie noch 2014 zu Schlussverkaufseffekten bei laufenden Beiträgen kommen könnte. Parallel dazu ist bei der Stornoquote bereits seit einigen Jahren ein Trend nach unten zu erkennen. Somit kündigen tendenziell weniger Kunden ihre Verträge vorzeitig, was als Ausdruck der hohen Wertigkeit von hochverzinsten Altverträgen angesehen werden kann, die in der aktuellen Marktsituation tunlichst nicht vor dem Ablauf aufgegeben werden sollten.



Rechnungszinssenkung macht sich in Garantierendite bemerkbar

Bezogen auf den Neuabschluss einer klassischen kapitalbildenden Versicherung macht sich der seit Jahresbeginn 2015 reduzierte Garantiezins unmittelbar in der garantierten Beitragsrendite bemerkbar. Diese Kennzahl setzt die effektiv aufgewendeten Beiträge der Kunden ins Verhältnis zur garantierten Auszahlung. Gemäß der Assekurata-Marktstudie 2015 zur Überschussbeteiligung² liegt die garantierte Beitragsrendite 2015 für einen Mus-

tervertrag der privaten Rentenversicherung mit 25-jähriger Aufschubzeit im arithmetischen Marktdurchschnitt bei 0,42 % und damit rechnungszinsbedingt unter dem Vorjahreswert (0,93 %). Sollte die geringere Garantierendite auch die generelle Altersvorsorgebereitschaft der Kunden hemmen, hätte dies wegen der Gefahr von verbreiteter Altersarmut nicht zuletzt gravierende sozialpolitische Folgewirkungen, die allein von der gesetzlichen Rentenversicherung nicht aufgefangen werden können.

Garantierte Beitragsrendite	Mustervertrag* Private Rente	
	2015	2014
Deklarationsjahr	2015	2014
Tarifgeneration	1,25%	1,75%
Anzahl betrachteter VU	54	63
Marktanteil betrachteter VU	82,78%	89,38%
Garantierte Beitragsrendite (arithmetischer Durchschnitt)	0,42%	0,93%
Garantierte Beitragsrendite (gewichteter Durchschnitt)	0,36%	0,87%
Höchster beobachteter Wert	1,19%	1,69%
Niedrigster beobachteter Wert	-0,06%	0,44%

*) Private Rentenversicherung; garantierte Leistung bei Ausübung des Kapitalwahlrechts: 50.000 €; Versicherungsdauer: 25 Jahre; Beitragszahlungsdauer: 25 Jahre; jährlicher Beitrag (unrabattierter Normaltarif); Alter bei Vertragsbeginn: 35 Jahre; männlich; 5-jährige Rentengarantiezeit; Beitragsrückerstattung bei Todesfall in der Ansparphase; monatliche Rentenzahlung

Quelle: Assekurata-Überschussstudie 2015

Allerdings gibt Assekurata zu bedenken, dass ein Leistungsvergleich klassischer Policen auf Basis der Garantierendite zu kurz greift, da die Gesamtauszahlung in der Regel deutlich über den reinen Garantiezins hinausgeht. Gleichwohl wirkt sich das LVRG über die reduzierte Beteiligung der Versicherungsnehmer an den

Bewertungsreserven auch auf die gesamte Ablaufleistung aus. Denn mit dem Konstrukt des im § 56a VAG verankerten Sicherungsbedarfs setzt das Reformgesetz den Gedanken um, die ausscheidenden Kunden nicht mehr an den Bewertungsreserven auf festverzinsliche Anlagen zu beteiligen, solange in Zeiten

² Vgl. Assekurata-Marktstudie 2015 zur Überschussbeteiligung in der Lebensversicherung, „Deklaration 1.25 – Drahtseilakt zwischen LVRG und Solvency II“, Januar 2015.

niedriger Zinsen die langfristige Finanzierung der Garantien für das gesamte Kundenkollektiv gefährdet sein könnte. In Anbetracht der beständigen Niedrigzinsverhältnisse übersteigt der Sicherungsbedarf die tatsächlichen Reserven auf festverzinsliche Wertpapiere selbst bei konservativen Schätzungen derzeit deutlich. Dies hat zur Konsequenz, dass vielfach und auf absehbare Zeit keine Bewertungsreserven auf Zinsanlagen auszuschütten sind.

Auswirkungen des Sicherungsbedarfs deutlich erkennbar

Parallel zur Änderung der Bewertungsreservenbeteiligung hat der Gesetzgeber den Sicherungsbedarf im LVRG an eine Ausschüttungssperre der Bilanzgewinne der Unternehmen gekoppelt, um dadurch sicherzustellen, dass die Gesellschaften die erhöhte Reserve substanz nicht durch Aktionärsabführungen schmälern. Was auf den ersten Blick solidarisch im Sinne der Kunden anmutet, birgt jedoch den Nachteil, dass Investitionen in einen Lebensversicherer für Kapitalgeber bzw. Konzernobergesellschaften unattraktiver werden. Dies kann sich als Stolperstein für den unter Solvency II nötigen Eigenkapitalausbau ein-

zelner Lebensversicherer erweisen, wird aber in der Praxis durch die Möglichkeit entschärft, dass die Ausschüttungssperre keine Kapitalströme über einen konzerninternen Beherrschungs- bzw. Gewinnabführungsvertrag erfasst. Liegt ein solcher vor, kann demnach weiterhin eine Dividende gezahlt werden, auch wenn der Sicherungsbedarf die Ausschüttung ansonsten mindern oder ganz verhindern würde. Derzeit besitzen gut 20 Lebensversicherer einen Gewinnabführungsvertrag, wobei Assekurata in Zukunft von einer stärkeren Verbreitung ausgeht, auch wenn oder gerade weil das LVRG an dieser Stelle nur eingeschränkt zielführend erscheint.

Die Wirkungen des Sicherungsbedarfs auf die Überschussbeteiligung lassen sich für 2015 daran nachvollziehen, dass nur noch wenige Gesellschaften endfällig bestimmte Bewertungsreserven ausschütten. Lag im Vorjahr der marktweite Durchschnitt noch bei 0,21 %, entfallen im Neugeschäft 2015 nur noch 0,03 % der Gesamtverzinsung auf diese Überschusskomponente. Die Mindestbeteiligung (Sockelbeteiligung) an den Bewertungsreserven trägt demgegenüber aber noch zu 0,22 % zur Gesamtverzinsung bei.

Überschussbeteiligung: Arithmetische Marktdurchschnittswerte am Beispiel der privaten Rentenversicherung	Neugeschäft 2015	Neugeschäft 2014	Neugeschäft 2013	Neugeschäft 2012	Neugeschäft 2011	Neugeschäft 2010	Neugeschäft 2009
Garantiezins	1,25%	1,75%	1,75%	1,75%	2,25%	2,25%	2,25%
Laufender (Zins-) Überschuss	1,91%	1,65%	1,86%	2,16%	1,82%	1,95%	2,03%
Konventioneller Schlussüberschuss	0,42%	0,31%	0,36%	0,40%	0,43%	0,54%	0,54%
Sockelbeteiligung	0,22%	0,33%	0,28%	0,26%	0,21%	0,10%	0,09%
Sonstige Gewinnanteile (Kosten- und Risikoüberschuss)	0,06%	0,06%	0,06%	0,07%	0,06%	0,05%	0,05%
Endfällige bestimmte Bewertungsreserven	0,03%	0,21%	0,36%	0,10%	0,26%	0,10%	-

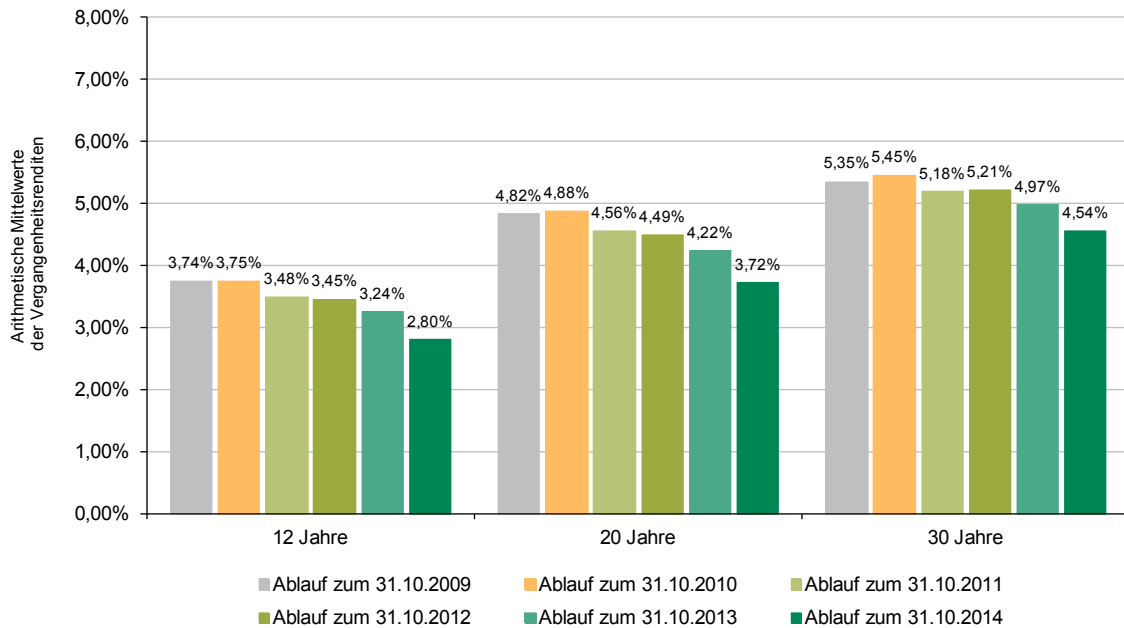
Quelle: Assekurata-Überschussstudie 2015

Ohne das LVRG hätten die Lebensversicherer aufgrund des Rekordzinstiefs sogar höhere Bewertungsreserven als im Vorjahr ausschütten müssen, was aus Sicht von Assekurata im Sinne einer generationengerechten Risikoteilung unsachgemäß gewesen wäre. Somit hat das LVRG an dieser Stelle zu einer wirksamen und zielgerichteten Korrektur geführt. Zwar kann die Neuregelung für einzelne Kunden einen spürbaren Einschnitt der vertraglichen Leistung gegenüber dem vorherigen Beteiligungsmechanismus bedeuten, allerdings stärkt sie die Gemeinschaft der verbleibenden Kunden und damit das Kollektivprinzip der Lebensversicherung, um die Leistungsfähigkeit gegenüber der Mehrheit der Versicherungsnehmer nicht über Gebühr zu strapazieren. Im

Übrigen bleibt die hälftige Beteiligung der Kunden an Bewertungsreserven auf nicht-festverzinsliche Anlagen wie Aktien oder Immobilien erhalten, was in Anbetracht des abweichenden Investitionscharakters nachvollziehbar ist. Insgesamt geht die Überschussbeteiligung 2015 inklusive der sonstigen Gewinnanteile und der endfällig bestimmten Beteiligung an den Bewertungsreserven um 0,41 Prozentpunkte auf rund 3,90 % zurück.

Deutlich höher, wenngleich sprunghaft sinkend, fallen die effektiven Ablaufrenditen im Rückblick über einen längeren Zeitraum aus. Hierzu hat Assekurata einen Mustervertrag zur gemischten Kapitallebensversicherung untersucht, der drei unterschiedliche Laufzeiten aufweist und zum 31.10.2014 abgelaufen ist.

Arithmetische Mittelwerte der Vergangenheitsrenditen
unterschiedlicher Laufzeiten in der Kapitallebensversicherung
- Ablaufstichtage 10/2009 bis 10/2014 -



Quelle: Assekurata-Überschussstudie 2015

Der Vergleich der Ablaufwerte in den unterschiedlichen Laufzeiten offenbart, dass die Rendite von Lebensversicherungen stark mit der Vertragslaufzeit korreliert. Während sie bei langlaufenden Verträgen (30 Jahre) in der Breite des Marktes noch oberhalb der 4%-Marke liegt, haben Verträge von mittlerer (20 Jahre) und kurzer Dauer (12 Jahre) deutlich niedriger rentiert. Hier kann aufgrund der kurzen Sparphase und der anfänglichen Kostentilgung der Zinseszinsseffekt nur begrenzt wirken. Zudem konnten 12-jährige Verträge aufgrund ihres jungen Abschlusszeitpunktes von den Hochzinsphasen früherer Jahre kaum mehr profitieren, so dass die niedrigen Überschussdeklarationen der jüngeren Vergangenheit die Vertragsrenditen hier spürbar belasten. Die über alle Laufzeiten deutlich geringeren Ablaufrenditen im Jahr 2014 gehen wiederum auf die mit dem LVRG geänderten Vorgaben zur Ausschüttung von Bewertungsreserven zurück, wodurch deutlich weniger Bewertungsreserven für auslaufende Verträge ausgeschüttet wurden.

Die großen Renditeunterschiede zwischen den Laufzeiten belegen, dass die lebensversicherungsförmigen Grundprinzipien des Ausgleichs im Kollektiv und in der Zeit erst über längere Vertragsdauern ihre Stärke zeigen. Anders ausgedrückt rechnet sich Lebensversiche-

rungssparen vornehmlich für Kunden mit langem Atem, die über viele Jahre vorsorgen und ihren Vertrag bis zum Ende durchhalten. Unter Berücksichtigung der seit Jahren angespannten Marktzinsen und der im Produkt enthaltenen Hinterbliebenenabsicherung haben die Lebensversicherer, gerade im Vergleich zu anderen konservativen Sparformen, aus Sicht von Assekurata noch ein ordentliches Renditeniveau für ihre Kunden erwirtschaftet. Angesichts großer unternehmensindividueller Unterschiede ist jedoch der Auswahl der Anbieter und deren finanzieller Leistungsfähigkeit ein besonderer Stellenwert beizumessen. In der Zukunft wird dies noch deutlich an Bedeutung gewinnen.

LVRG greift in die Kalkulation der Abschlusskosten ein

Der Gesetzgeber hat die Änderungen bei der Bewertungsreservenbeteiligung mit diversen weiteren Reformmaßnahmen verbunden. Hierzu zählt die seit Jahresbeginn 2015 verbindliche Reduzierung des Höchst-Zillmersatzes von 40 auf 25 Promille der Beitragssumme. Dies bedeutet, dass Abschlusskosten zu Beginn der Versicherungslaufzeit in geringerem Umfang als bisher aus den anfänglichen Sparbeiträgen der Kunden gegenfinanziert werden können. Die Regelung wirkt unmittelbar auf die Kalkulationsgrundlagen der Lebensversiche-

rer, indem sie die Zillmerung als Bilanzierungs- und Finanzierungshilfe volumenmäßig begrenzt. Sie ist von dem politischen Motiv geleitet, die Vertriebsvergütungen in ihrer Struktur insoweit zu verändern, dass die bislang stark abschlussprovisionsbezogene Entlohnung reduziert und stärker laufzeitabhängig gestaltet wird. Der Gesetzgeber stellt hierzu in der Begründung zum LVRG fest, dass die Versichertenbestände tendenziell zu stark mit Abschlusskosten belastet seien und weist mit der Neuregelung den Weg in Richtung laufender Provisionen. Mit der Anknüpfung an den Zillmersatz hat er zugleich Raum für eine marktwirtschaftliche Lösung gegeben, ohne die Vergütungsstrukturen über eine Provisionsdeckelung unmittelbar zu limitieren. Dies bedeutet jedoch zugleich, dass ein Zwang zur Änderung nicht besteht, so dass es den Anbietern rechtlich offen steht, die bisherigen Provisionsverhältnisse unverändert zu lassen. Dann jedoch würden die überrechnungsmäßigen Abschlusskosten die ohnehin unter Ertrags- und Reservedruck stehenden Rohüberschüsse weiter belasten. Sofern in einem modellhaften Extremszenario kein einziger Anbieter seine Provisionsstrukturen ändern würde, summiert sich, ausgehend von der derzeitigen Abschlusskostenquote im Markt, die Mehrbelastung branchenweit auf etwa 2,4 Mrd. €. Dies entspräche 2014 einem Anteil am Branchen-Rohüberschuss von grob 20 %. Die Mehrbelastung müsste letztlich durch andere Ergebnisquellen kompensiert werden, was im Niedrigzinsumfeld auf Dauer schwer möglich erscheint. In der Folge würde der dann geringere Rohüberschuss den Spielraum für RfB-Zuführungen und Überschussbeteiligungen, den Jahresüberschuss und letztlich auch die Solvenzbedeckung weiter einschränken.

Diese Rechnung ist freilich hypothetischer Natur, da einige Anbieter bereits Provisionsanpassungen vorgenommen haben, wenngleich die Branche insgesamt recht zögerlich agiert. Assekurata geht davon aus, dass viele Marktteilnehmer erst zum 01.01.2016 ihr Vergütungssystem vollständig umstellen werden, wobei in der Folgezeit von weiteren Nachjustierungen auszugehen ist. Der Mehraufwand für das Jahr 2015 ist somit vielfach noch vollständig oder teilweise aus den Rohüberschüssen zu finanzieren. Unter wirtschaftlichen Aspekten sind die Anbieter daher gut beraten, die

Provisionsgestaltung möglichst zeitnah an den gesetzgeberischen Willen und die individuelle Leistungsfähigkeit anzugleichen. Paradoxiertweise werden dadurch vornehmlich diejenigen Kunden bessergestellt, die ihren Vertrag frühzeitig stornieren, da die Rückkaufwerte besonders in den ersten Vertragsjahren ansteigen. Durch eine Umwidmung auf laufende Provisionen würden aber mittelbar alle Kunden profitieren, sofern sich parallel auch die Betreuungsintensität während der Vertragslaufzeit erhöht, zumal sich die Erwerbs- und Lebensbiographien in der Bevölkerung zunehmend un stetig entwickeln und entsprechende Änderungsbedarfe in den persönlichen Versicherungsportfolios Beratungen nach sich ziehen.

Assekurata geht davon aus, dass die Anbieter bei der Umstellung ihrer Vergütungssysteme ein größeres Maß an Wettbewerbsdifferenzierung als bisher anstreben werden. In der Praxis dürften sich dabei verschiedene Vergütungsmodelle mischen, die sich in ihrer genauen Ausgestaltung voneinander unterscheiden. Teilweise werden sie den Vermittlern auch ein Wahlrecht zwischen bestimmten Varianten ermöglichen. Ein vollständiger Übergang auf laufende Vergütungen ist indes nicht zu erwarten. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Vielfalt wird die Kalibrierung von Provisionsystemen zu einem erweiterten Wettbewerbselement zwischen den Anbietern, wodurch der Provisionswettbewerb verstärkt zu einem Systemwettbewerb wird. Die Handlungsoptionen der Lebensversicherer werden dabei häufig in technischer Hinsicht durch die bestehenden Abrechnungssysteme begrenzt, die zunächst modernisiert und flexibilisiert werden müssen, bevor ein neues Vergütungssystem eingeführt werden kann.

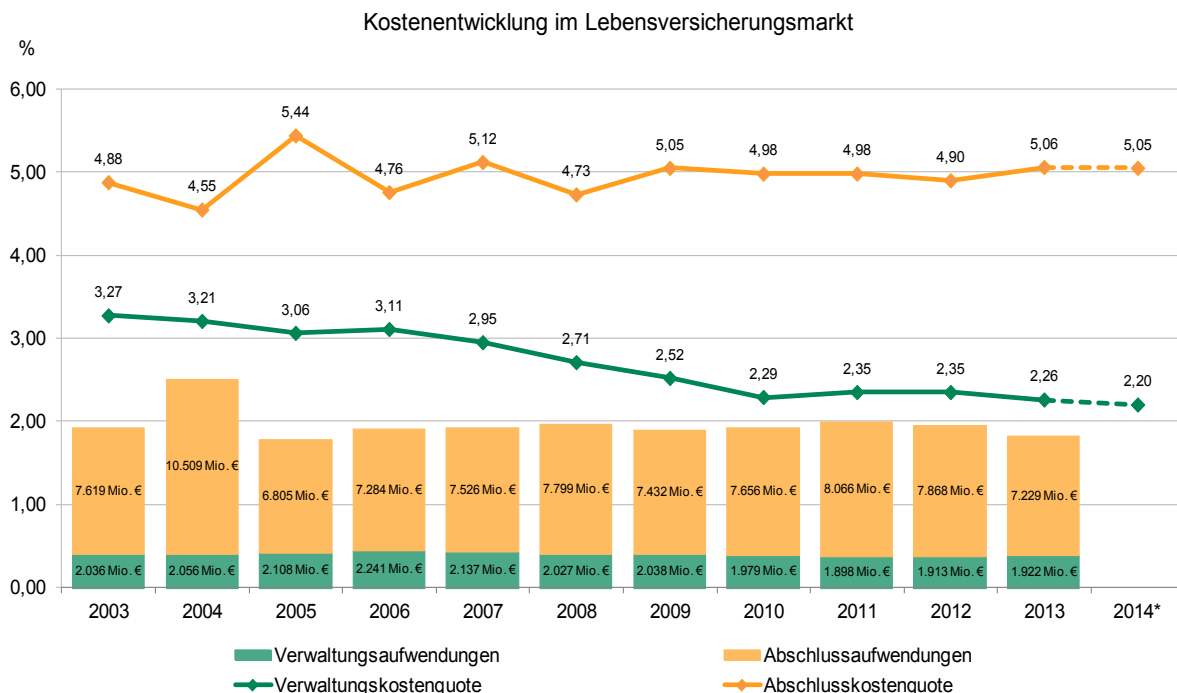
Mit einer Abschlusskostensenkung können die Lebensversicherer neben der eigenen Ertragsentlastung auch der Verbraucherschutzpolitisch motivierten Forderung nach höheren vertraglichen Beitragsrenditen gerecht werden. Für die Vertriebe bedeutet dies freilich eine Zäsur, da der Zeitaufwand für eine qualifizierte Altersvorsorgeberatung tendenziell zunimmt, die Entlohnung hingegen eher abnimmt. Als Reaktion darauf dürften sich Vermittler stärker auf die Pflege und Sicherung von Beständen ausrichten, welche bei höheren laufenden Vergütungen an wirtschaftlichem Wert gewinnen. Andere Vermittler werden dazu überge-

hen, ihren Geschäftsschwerpunkt auf neue Felder auszuweiten oder thematische Nischen zu besetzen. Im Zuge dessen wird sich der Beratermarkt insgesamt konsolidieren. Die Anzahl an Vermittlern und die Betreuungsdichte werden weiter zurückgehen. Für eine Verbreitung des privaten Vorsorgesparens in der Bevölkerung sind dies keine guten Rahmenbedingungen, wobei die Versicherungsberatung zumindest spezialisierter werden dürfte. Nicht zuletzt reduziert eine sensible Provisionsumstellung durch die Versicherer aber die Gefahr, dass die Bundesregierung in absehbarer Zukunft mit einer drastischeren Regelung nachreguliert, sofern sich das Ansinnen nach höheren Vertragsleistungen für die Kunden nicht einstellen sollte. Zugleich wird dadurch der Druck auf die Kostenergebnisse der Unternehmen geringer, die in Zeiten belasteter Zinsergebnisse zunehmend als ein versicherungstechnischer Stabilitätsanker fungieren müssen.



Stabile Ergebnisse aus der Versicherungstechnik von besonderer Bedeutung

Die Zerlegung des Rohüberschusses der deutschen Lebensversicherer in seine Gewinnquellen offenbart, dass der Anteil des Kapitalanlageergebnisses, gemessen an den in der Branche verdienten Prämien, seit der Finanzmarktkrise 2008 an Bedeutung verloren hat. Im Gegenzug werden die Erfolgsbeiträge aus den originär versicherungstechnischen Quellen zunehmend wichtiger. Für die Ergebnisquelle Kosten verzeichnet die Branche bereits seit einigen Jahren einen kontinuierlich steigenden Trend, der maßgeblich durch massive Einsparungen im Verwaltungskostenbereich getragen ist. Dieser lässt sich auch anhand der im Zeitverlauf sinkenden Verwaltungskostenquote nachvollziehen, wohingegen die Abschlusskostenquote konstant nahe der 5 %-Marke verharrt. Aus Sicht von Assekurata ist eine hohe Kostendisziplin der Anbieter im aktuellen Ertragsumfeld sinnvoll und notwendig, um die Zinsabhängigkeit des Rohüberschusses etwas zu reduzieren und das Bonitätsprofil dadurch langfristig zu stärken.



Quelle: Assekurata; * = Schätzung

Verwaltungskostenquote: in % der gebuchten Bruttoprämien; Abschlusskostenquote: in % der Beitragssumme Neugeschäft

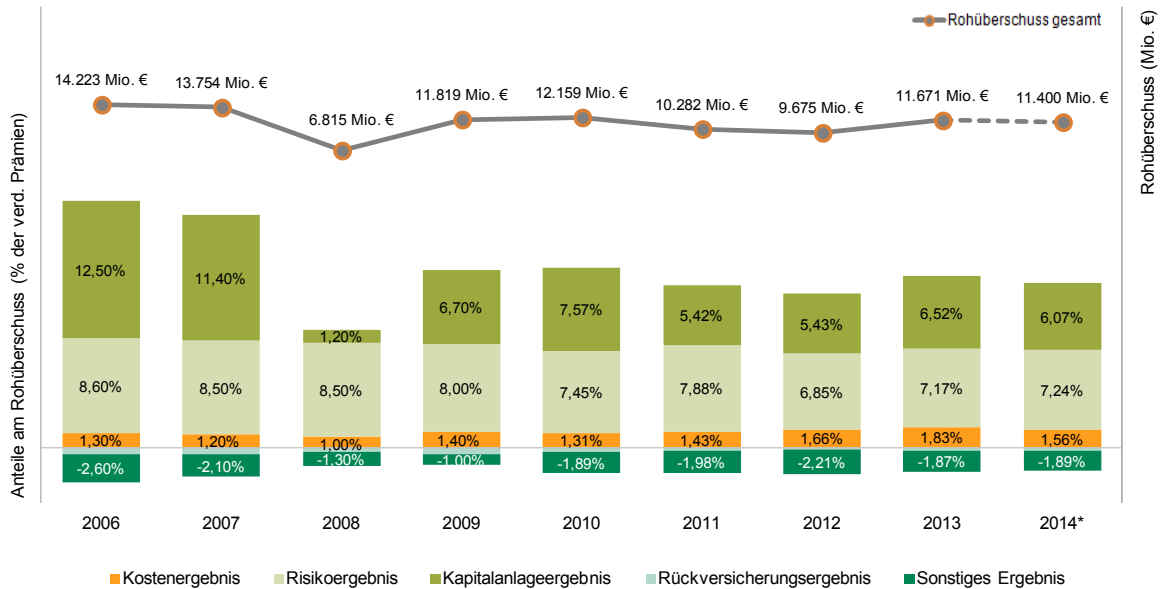
Die bedeutsamste Ergebnisquelle für den deutschen Lebensversicherungssektor ist mittlerweile das Risikoergebnis. Die gesamten verdienten Prämien der Kunden tragen zu mehr als 7 % zum Risikoergebnis bei (siehe nachstehende Abbildung). Dieses liefert damit

seit 2011 durchgehend höhere Ergebnisbeiträge als die Kapitalanlage und verläuft im Zeitverlauf weitgehend stabil. Auf das Kapitalanlageergebnis entfallen aktuell noch gut 6 % der Prämieinnahmen, allerdings nach Beibringung der Garantiezinsen und Zuführung zur

Zinszusatzreserve. Das Kapitalanlageergebnis ist im Zeitverlauf zudem von größeren Marktschwankungen betroffen. Besonders augenfällig wird dies im Finanzmarktkrisenjahr 2008, in welchem das Kapitalanlageergebnis deutlich nach unten abfällt.

lig wird dies im Finanzmarktkrisenjahr 2008, in welchem das Kapitalanlageergebnis deutlich nach unten abfällt.

Branchen-Rohüberschuss gesamt und Zerlegung nach Ergebnisträger



Quelle: BaFin, bezogen auf den Rohüberschuss nach Direktgutschrift; * = Assekurata-Schätzung

Die hohen Risikoergebnisse sind in ihrer unternehmerischen Dispositionsfreiheit allerdings limitiert, da sie auf Basis der geänderten Mindestzuführungsverordnung – als eine weitere Folge des LVRG – rechnerisch nur noch zu 10 % der Versicherersphäre zurechenbar und im Gegenzug zu mindestens 90 % (vorher 75 %) an die Versicherungsnehmer auszusütten sind. Kunden von Anbietern, die bisher einen geringeren Anteil ausgeschüttet haben, werden dadurch besser gestellt. Als Kompensation gesteht das LVRG den Unternehmen zu, ein negatives Kapitalanlageergebnis mit einem positiven Risikoergebnis oder einem positiven übrigen Ergebnis zu verrechnen, was Assekurata in Anbetracht des bestehenden Zinsumfelds und der faktisch bereits zum Teil negativen Zinsergebnisse als folgerichtig wertet. Davon bleibt unberührt, dass etwaige Verluste aus den anderen Ergebnisquellen in voller Höhe von den Unternehmen selbst zu tragen sind. Auch ist dies letztlich als Beleg dafür zu werten, dass das LVRG nicht einseitig das Interesse der Versicherungsbranche bedient, wie es teilweise in der Öffentlichkeit (miss-)verstanden wurde. Vielmehr stellt das LVRG ein Reformpaket dar, das von vielen relevanten Beteiligten – Produktgebern, Kunden und Vermittlern – Einschnitte abfordert

und die Produkt- und Marktgegebenheiten an geänderte Rahmenbedingungen anzupassen versucht. Hierzu passt es auch, dass das LVRG durch verschiedene Änderungen im Versicherungsaufsichtsgesetz der Aufsichtsbehörde BaFin erweiterte Eingriffsbefugnisse gegenüber den Unternehmen zugesteht, beispielsweise mit der Einforderbarkeit langfristiger Prognoserechnungen oder eines Sanierungsplans bzw. der Untersagung bilanzieller Gewinnsteuerungsmaßnahmen im Ernstfall. In Summe dürfte sich das LVRG positiv auf die Finanzstabilität auswirken, kann allerdings nach Überzeugung von Assekurata kein Allheilmittel gegen die aktuelle Zinsrealität sein. Vielmehr sind die Anbieter gefordert, sich unter den geänderten Rahmenbedingungen aktiv (neu) zu positionieren.

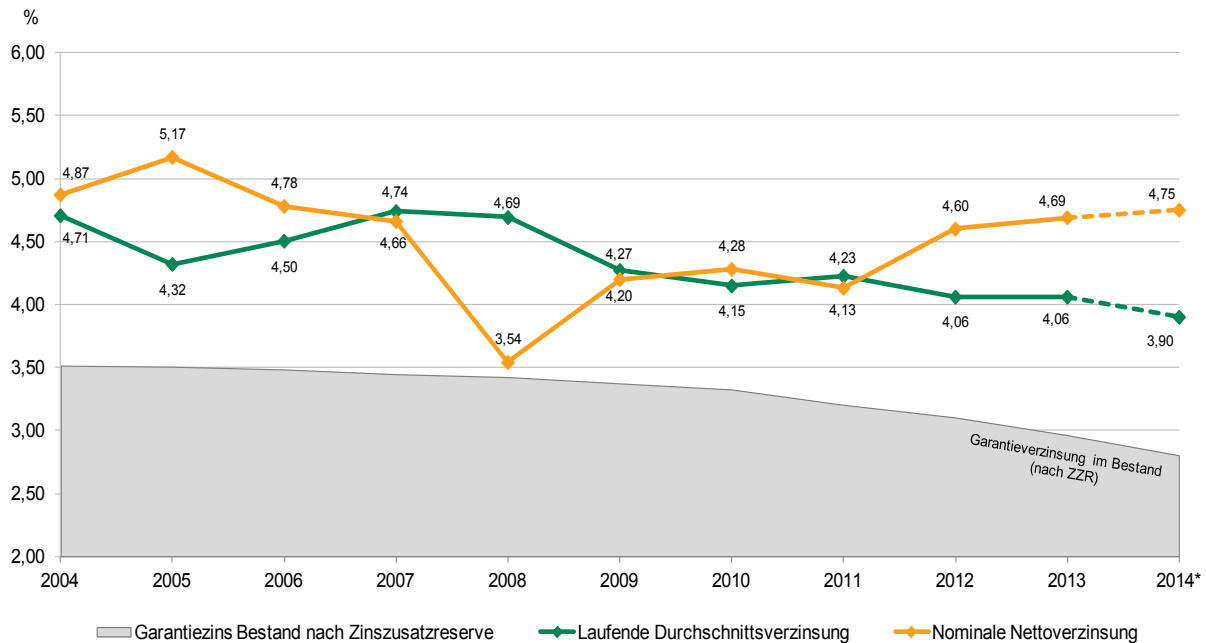
Ertrags- und Verpflichtungsseite im Zinstief nicht homogen

Die niedrigen Zinsen in der Neuanlage wirken sich sukzessive mindernd auf den laufenden Durchschnittsertrag in den Kapitalanlageportfolios der Lebensversicherer aus. Dies wird in nachstehender Abbildung anhand der laufenden Durchschnittsverzinsung deutlich, die als hilfreicher Indikator für das ordentliche Ertragsniveau aus der Kapitalanlage auf externer

Bilanzbasis dient. Unterhalb und weitgehend parallel dazu verläuft die durchschnittliche Garantiezinsanforderung aus den Beständen (Zinszusatzreserve bereits berücksichtigt), die somit noch aus dem laufenden Bestandsertrag der Kapitalanlagen finanziert werden kann, wenngleich der Puffer geringer als in früheren Jahren und anbieterindividuell unterschiedlich

ausfällt. Auch ist bei der Interpretation zu bedenken, dass die Leistungsversprechen an die Kunden in der Regel eine längere Laufzeit als die Kapitalanlagen aufweisen. Dadurch gehen die laufenden Zinserträge bei anhaltendem Niedrigzinsumfeld auf Dauer schneller zurück als die passivseitigen Verpflichtungen.

Kapitalanlagerenditen und Zinsanforderungen im Lebensversicherungsmarkt



Quelle: Assekurata; * = Schätzung

Der Vollständigkeit halber wurde auch die Nettoverzinsung in die Betrachtung aufgenommen, wobei diese für eine Aussage zur nachhaltigen Ertragskraft im derzeitigen Umfeld wenig geeignet ist, weil sie stark durch außerordentliche Verkäufe insbesondere bei festverzinslichen Anlagen beeinflusst ist. Diese dienen in erster Linie der Finanzierung der seit dem Bilanzjahr 2011 zu bildenden Zinszusatzreserven. Die Gewinnrealisationen führen in der HGB-Rechnungslegung der Unternehmen zu einer Bilanzverlängerung, indem stille Reserven der Kapitalanlagen auf der Aktivseite aufgelöst und als Reservemittel in die Deckungsrückstellung auf der Passivseite überführt werden. Durch die damit einhergehende Neuanlage des frei werdenden Kapitals zu einem geringeren Neuanlagezins führt dies letztlich zu einer beschleunigten Verringerung des Durchschnittsertrags in den Kapitalanlagebeständen, was wiederum den Anspruch an alternative Ertragsquellen erhöht und zugleich die Gewinnbeteiligungsfaktoren belastet.

Zinszusatzreserve: Segen und Fluch zugleich?

Mit der verbindlichen Stellung von Zinszusatzreserven sorgen die Lebensversicherer gegen etwaige Finanzierungslücken bei den Altgarantien bilanziell vor. Aus Sicht von Assekurata ist die Zinszusatzreserve ein ökonomisch sinnvolles Instrument, das die Verlässlichkeit von hochverzinsten Leistungszusagen prospektiv untermauert. Mit der bisherigen Höchstzuführung von gut 8,0 Mrd. € im Jahr 2014 ist der Bestand an Zinszusatzreserve mittlerweile auf rund 21 Mrd. € angewachsen, was annähernd drei Prozent der konventionellen bilanziellen Deckungsrückstellungen aller Lebensversicherer entspricht. Demgegenüber beträgt das gesamte bilanzielle Eigenkapital Ende 2014 circa 13,5 Mrd. €. Somit haben die deutschen Lebensversicherer in den vergangenen vier Bilanzjahren bereits mehr als das Anderthalbfache ihres Eigenkapitalbestands als zusätzliche Zinsvorsorge nachreserviert. Dies belegt anschaulich, in welchem Umfang die

Zinszusatzreserve in ihrer grundlegenden Funktion die langfristige Erfüllbarkeit der Garantieverprechen untermauert und dadurch die bilanzielle Widerstandsfähigkeit der Anbieter effektiv stärkt. Jedoch belastet sie die zu verteilenden Rohüberschüsse und damit den finanziellen Spielraum für höhere Überschussbeteiligungen in zunehmendem Maße.

Gemäß ihrer Bestimmung reduziert die Zinszusatzreserve die ökonomische Garantiezinsanforderung in den Beständen der Versicherer. Diese liegt unter Berücksichtigung der Zinszu-

satzreserve im arithmetischen Marktdurchschnitt 2014 bei 2,80 % gegenüber einer nominalen Anforderung von 3,05 %. Bei letzterer sorgten seit 2011 Abläufe, Storni und Neuverträge mit geringerem Rechnungszins für einen natürlichen Rückgang der Anforderungen um etwa 18 Basispunkte. Im Vergleich dazu hat die Zinszusatzreserve seit ihrer Einführung 2011 bereits eine Absenkung um 25 Basispunkte herbeigeführt und somit zu einem stärkeren Rückgang der Garantiezinsanforderungen in den Beständen beigetragen als die natürliche Bestandsveränderung.

Durchschnittliche Garantieverzinsung im Bestand	Vor Zinszusatzreserve		Nach Zinszusatzreserve	
	2014	2013	2014	2013
Anzahl der betrachteten VU	58	60	59	59
Marktanteil der betrachteten VU	77,61%	76,52%	82,64%	81,70%
Garantieverzinsung (arithmetischer Durchschnitt)	3,05%	3,08%	2,80%	2,96%
Garantieverzinsung (gewichteter Durchschnitt)	3,07%	3,12%	2,81%	2,98%
Höchster beobachteter Wert	3,40%	3,45%	3,10%	3,23%
Niedrigster beobachteter Wert	2,32%	2,38%	2,25%	2,38%

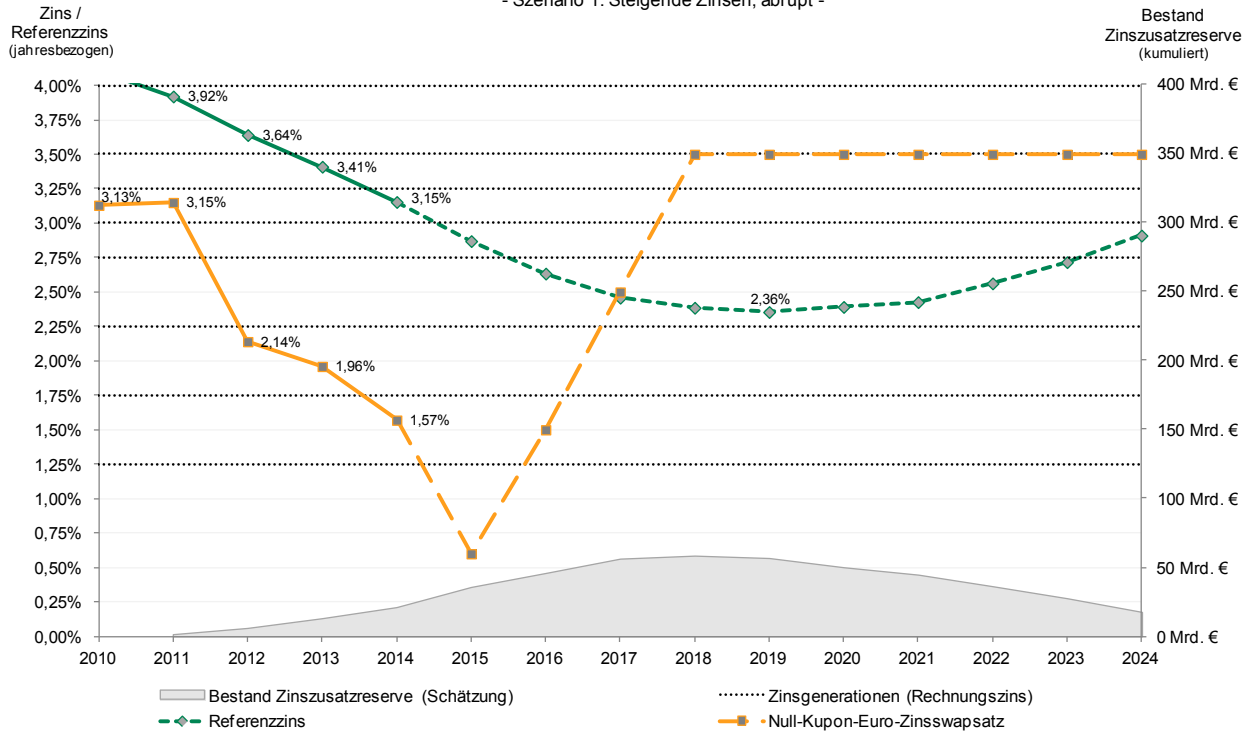
Quelle: Assekurata-Überschussstudie 2015

Auf Basis der zugrunde liegenden Berechnungsmethodik wird die Zinszusatzreserve auch künftig zu äußerst hohen Nachreservierungsvolumina führen, deren Finanzierung die Branche vor große Herausforderungen stellen wird. Legt man das aktuelle Niveau des Bezugszinses (zehnjähriger Null-Kupon-Euro-Zinsswapsatz) in den ersten Monaten 2015 von durchschnittlich rund 0,60 % zugrunde, dürfte sich der Referenzzins für das laufende Jahr bei etwa 2,90 % einpendeln. Auf dieser Basis schätzt Assekurata das Nachreservierungsvolumen der Branche für 2015 in einem Korridor von 12,0 bis 14,0 Mrd. €, was einem neuen Höchstwert an jährlicher Reservezuführung entspricht. Auch für die weiteren Jahre wird der Nachreservierungsbedarf über alle betroffenen Tarifgenerationen sehr hoch bleiben. Nachfolgende modellhafte Projektionen für verschiedene Zinsverläufe verdeutlichen dies. Die simulierten Zinssätze beziehen sich dabei jeweils auf die linke Skala, ebenso wie die grafisch eingezogenen Garantiezinsgenerationen. Der sich approximativ ergebende

Gesamtbestand an Zinszusatzreserve in Mrd. € kann demgegenüber an der rechten Skala abgelesen werden.

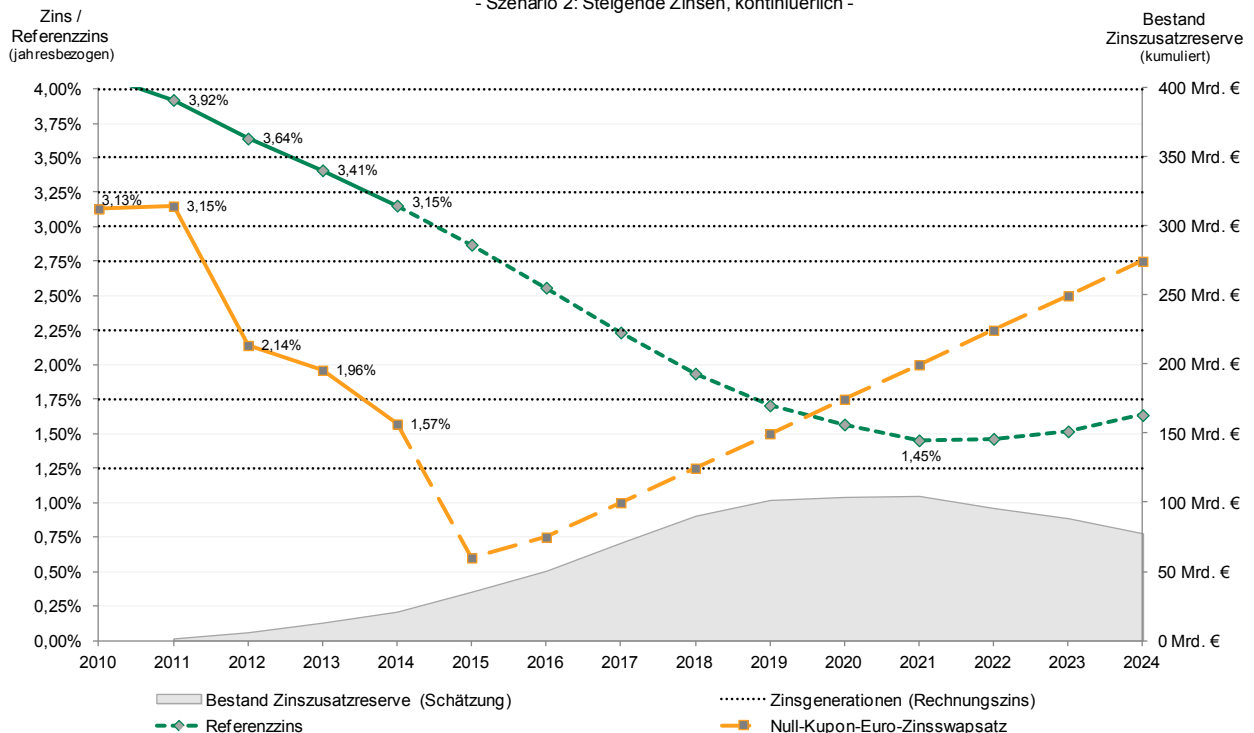
In den ersten drei Szenarien hat Assekurata einen steigenden Bezugszins modelliert, allerdings in unterschiedlicher Ausprägung und Intensität. Szenario 1 geht von einem abrupt anspringenden Zins bis auf ein ab 2018 konstantes Niveau von 3,50 % aus. In den beiden nachfolgenden Szenarien steigt der Bezugszins bis 2024 jeweils auf 2,75 %: In Szenario 2 kontinuierlich und linear um 25 Basispunkte pro Jahr, in Szenario 3 in der Art einer Treppe. In allen drei Modellprojektionen wirkt die gesetzlich verankerte Durchschnittsbildung beim Referenzzins noch lange fort, so dass dieser trotz der getroffenen Zinsanstiegsannahmen sukzessive zurückgeht und erst im Jahr 2019 bzw. 2021 den Tief- bzw. Wendepunkt verzeichnet. Danach würde eine allmähliche Entlastung des Zinsreservebestandes eintreten, was sich in entsprechenden Erträgen aus der Auflösung der Zinszusatzreserve niederschlagen würde.

Projektion des Referenzzinses für die Zinszusatzreserve gem. § 5 Abs. 3 DeckRV
- Szenario 1: Steigende Zinsen, abrupt -



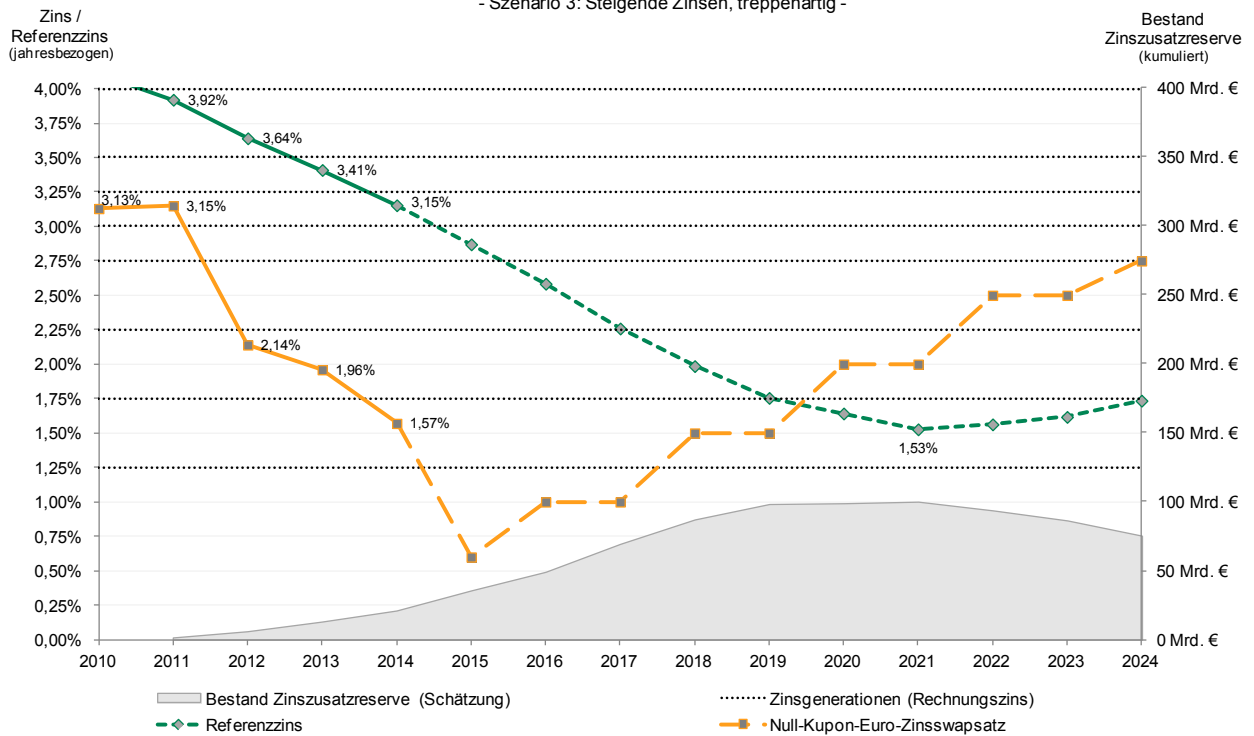
Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, Deutsche Bundesbank, Assekurata-Berechnungen

Projektion des Referenzzinses für die Zinszusatzreserve gem. § 5 Abs. 3 DeckRV
- Szenario 2: Steigende Zinsen, kontinuierlich -



Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, Deutsche Bundesbank, Assekurata-Berechnungen

Projektion des Referenzzinses für die Zinszusatzreserve gem. § 5 Abs. 3 DeckRV
- Szenario 3: Steigende Zinsen, treppenartig -

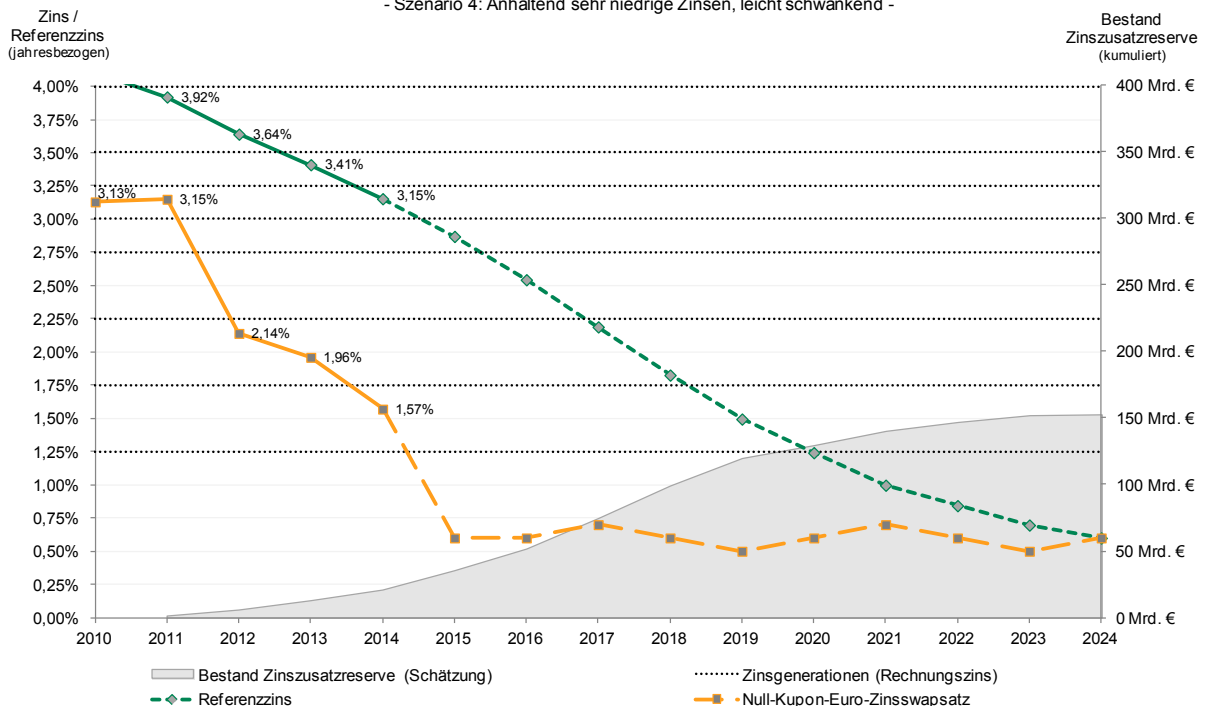


Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, Deutsche Bundesbank, Assekurata-Berechnungen

Im folgenden Szenario 4, das ein anhaltendes extremes Niedrigzinsniveau mit nur leichten Schwankungen für die nächsten Jahre unterstellt, ist der Druck auf den Referenzzins im Zeitverlauf noch deutlich größer und länger anhaltend, nämlich bis weit über das Jahr

2020 hinaus. Infolgedessen wäre die modellhafte Branchen-Deckungsrückstellung im Jahr 2024 auf ein Referenzzinsniveau deutlich unter ein Prozent nachreserviert, so dass letztlich alle Garantiegenerationen von der Nachreservierung betroffen wären.

Projektion des Referenzzinses für die Zinszusatzreserve gem. § 5 Abs. 3 DeckRV
- Szenario 4: Anhaltend sehr niedrige Zinsen, leicht schwankend -



Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, Deutsche Bundesbank, Assekurata-Berechnungen

Trotz ihrer hypothetischen Natur liefern die Modellrechnungen valide Anhaltspunkte dafür, dass auch bei steigenden Zinsen (Szenarien 1 bis 3) noch signifikante Nachreservierungsbeiträge in die Zinszusatzreserve zu stellen wären. Assekurata geht selbst in dem sehr unwahrscheinlichen Szenario 1 von einem Anwachsen auf das Dreifache des bisherigen Reservebestandes aus, also auf rund 60 Mrd. €. Für die Szenarien 2 und 3 wäre in der Spitze mit einem Gesamtreservierungsbedarf von über 100 Mrd. € zu rechnen. Ein steigender Marktzins würde aber über kurz oder lang zu einer Minderung der vorhandenen Bewertungsreserven auf festverzinsliche Anlagen führen, so dass die Zinszusatzreserve dann mitunter nicht mehr aus Gewinnrealisierungen bei Altpapieren finanzierbar wäre. Für das extreme Szenario lang anhaltender Niedrigzinsen (Szenario 4) ist der Ertragsbedarf noch deutlich höher, da zwar eine etwaige Finanzierungslücke aufgrund der Bewertungsreservesituation mitunter später eintritt, dafür aber in Summe noch gravierender zu Buche schlägt. Für dieses Szenario würde sich ein Nachreservierungsvolumen von schätzungsweise mehr als 150 Mrd. € für die Branche einstellen. Die branchenweite Deckungsrückstellung wäre dann auf ein äußerst niedriges Zinsniveau nachfinanziert und hätte sich gegenüber ihrem Ursprungswert (ohne Zinszusatzreserve) um etwa ein Viertel erhöht. Dies dürfte allerdings ein Großteil der Branche nicht mehr aus den Erträgen stemmen können.

Vor diesem Hintergrund ist die derzeit von der Deutschen Aktuarvereinigung (DAV) und dem GDV geäußerte Forderung, die zeitliche Struktur der Reservierungsvorgaben zu überarbeiten, aus Sicht von Assekurata nachvollziehbar und vertretbar. Angesichts des nochmaligen signifikanten Zinsverfalls in den Monaten bis April 2015 und den daraus entstehenden Folgewirkungen erscheint eine Streckung der Reservierungslast folgerichtig, um diese an die veränderten Zinsrealitäten anzupassen. Dabei ist der Gesetzgeber im Zusammenspiel mit der Aufsichtsbehörde gefordert, die zugrunde liegende Methodik der Zinsvorsorge neu zu justieren, um einerseits die Ertragsfähigkeit der Lebensversicherer nicht durch eine schwer umsetzbare Vorgabe zur Bilanzstärkung überzustrapazieren, andererseits aber dennoch eine gebührende Reservedisziplin bei den

Unternehmen aufrechtzuerhalten. Nicht unerwähnt darf dabei bleiben, dass eine zeitliche Streckung die Ertragswirkung aus einer etwaigen Auflösung der Zinszusatzreserve (noch) weiter in die Zukunft verlagern würde. Dem ist allerdings das Argument entgegenzusetzen, dass die Zinszusatzreserve ansonsten fast zwangsläufig zu Leistungsengpässen bei einzelnen Lebensversicherern auf Kosten der Kunden gehen würde. Dies läuft nach Ansicht von Assekurata aber ihrem eigentlichen Zweck, nämlich die Finanzierungsmittel für Garantien langfristig im Interesse der Versicherten zu erhalten, zuwider.

Neue Aufsichtsregeln unter Solvency II ab 2016

Die individuelle Finanzierbarkeit von Versicherungsleistungen unter schwierigen Marktbedingungen wird überdies ab 01.01.2016 auch aufsichtsrechtlich unter Solvency II einer neuartigen, ökonomisch angelegten Belastungsprobe unterzogen. Bei dieser müssen EU-Versicherer gegenüber der Versicherungsaufsicht nachweisen, dass sie selbst unter extremen marktwertbasierten Modellbedingungen über eine ausreichende Kapitalbasis zur langfristigen Risikotragung verfügen. Der Branche kommen dabei verschiedene Erleichterungen aus der Omnibus-II-Richtlinie als Folge des EIOPA Long-Term Guarantee Assessments (LTGA) zugute. Hierbei verschaffen den deutschen Lebensversicherern besonders die Optionen zum Uplift der Zinsstrukturkurve („Volatility Adjustment“) und zur Anwendung von statischen oder dynamischen 16-jährigen Übergangsmaßnahmen („Transitional Measures“) zumindest temporär eine Erleichterung. Ohne diese dürfte für einige Marktteilnehmer die Kapitalanforderung derzeit nur schwer zu stemmen sein. Untersuchungen der BaFin und der EIOPA per 31.12.2013 haben dies bereits angedeutet, eine weitere Vollerhebung der BaFin unter den noch deutlich niedrigeren Zinsbedingungen zum 31.12.2014 befindet sich aktuell in der Erhebungsphase und wird weitere Erkenntnisse liefern.

Der erhebliche quantitative und qualitative Umsetzungsaufwand von Solvency II ist dabei mit umfangreichen Reporting-Anforderungen im Rahmen von Säule 3 verbunden, die nach Einschätzung von Assekurata hohe Ansprüche an die Datenintegrität und das Schnittstellen-

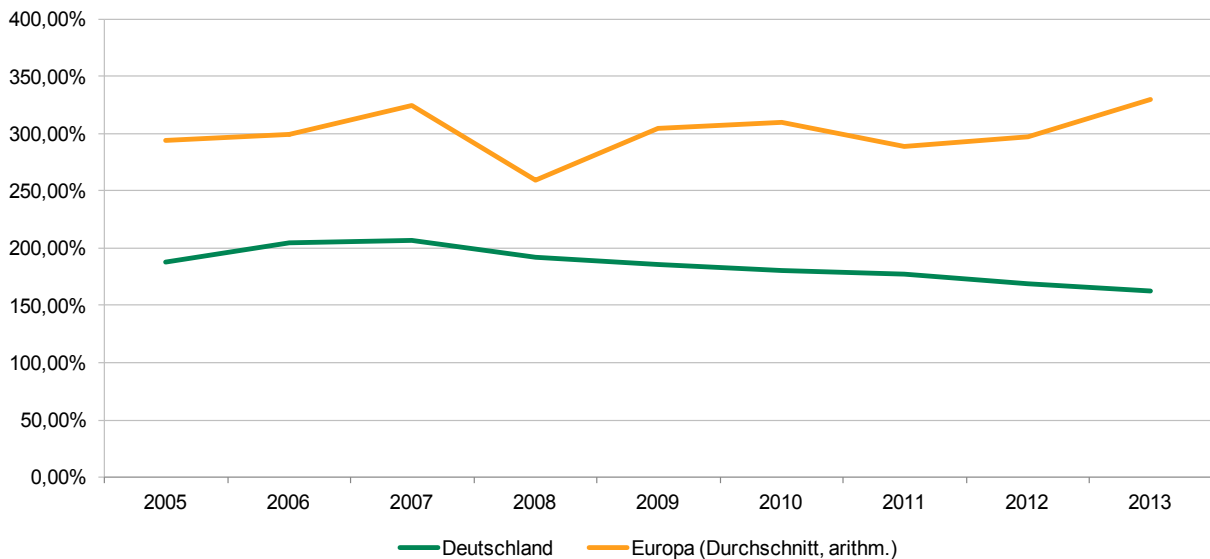
management in den Unternehmen stellen. Daneben ist das ohnehin sehr umfangreiche Mengengerüst an Informationen mit einer großen Meldefrequenz bei den Quantitative Reporting Templates (QRT) sowie mit engen Zeitvorgaben bei allen Berichtsformaten verbunden. Dies erfordert Fast-Close-Prozesse, die insbesondere kleine und mittelgroße Anbieter zu einschneidenden Effizienzmaß-



nahmen in der Prozesslandschaft zwingen dürften, zumal die bis dato gültigen Aufsichtsregularien unter Solvency I eine derartige Reporting-Disziplin nicht vorsehen.

In quantitativer Hinsicht ist die Solvabilitätsausstattung der Lebensversicherer unter Solvency I, anders als im europäischen Durchschnitt, bereits seit 2008 rückläufig und liegt im Branchenmittel bei knapp 160 %.

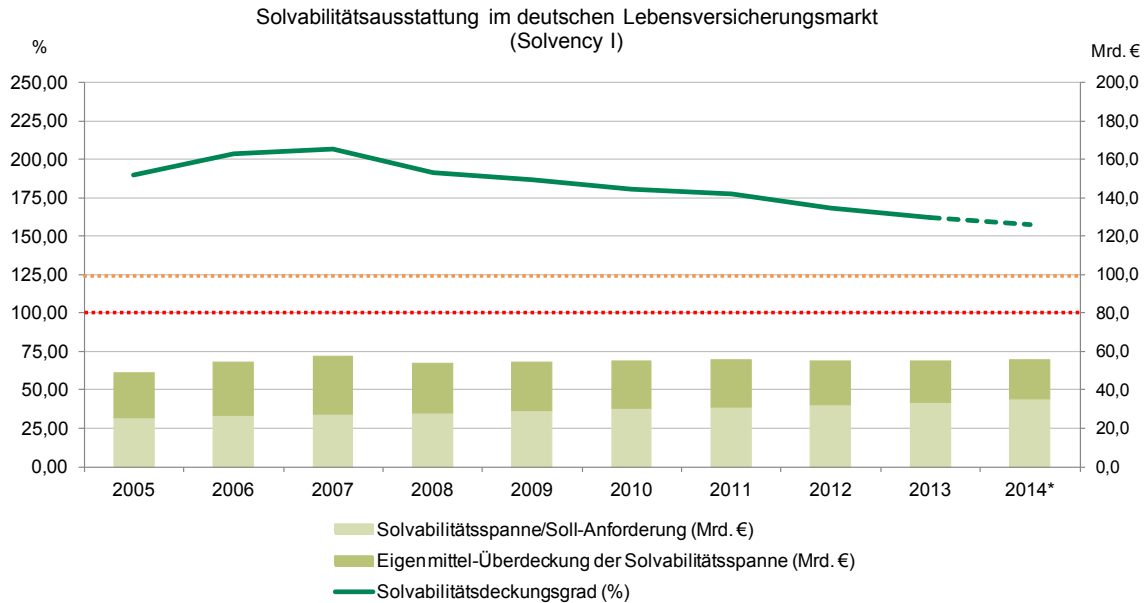
Solvabilitätsdeckungsgrad im europäischen Vergleich (Solvency I)



Quelle: EIOPA

Der Rückgang ist maßgeblich darauf zurückzuführen, dass die regulatorische Sicherheitsmitelanforderung (Solvabilitätsspanne) insbesondere für das deutsche Geschäftsmodell in seiner traditionellen Prägung zunimmt (vgl. nachfolgende Abbildung). Dies liegt unter anderem an den seit 2011 zu bildenden Zinszusatzreserven, die die Deckungsrückstellungen erhöhen und entsprechendes Solvenzkapital abfordern, was aus Sicht von Assekurata ökonomisch widersprüchlich ist, da die Reserven

ihrerseits eine spezifische Form der Bilanzvorsorge darstellen und die Verpflichtungsseite wirtschaftlich entlasten. Dennoch stehen gerade die deutschen Lebensversicherer mit einem hohen Anteil an deckungsstockförmigen Garantien in der Verantwortung, weiteres Sicherheitskapital aufzubauen, weil die marktwertorientierte Solvenzbilanzierung unter Solvency II in Zeiten historisch niedriger Zinsen eine deutlich höhere Eigenmittelunterlegung der eingegangenen Risiken abfordern wird.



Strategische Geschäftsausrichtungen müssen hinterfragt werden

In Anbetracht der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sieht Assekurata die Lebensversicherer vor der Herausforderung, das eigene Geschäftsmodell auf eine langfristig verlässliche, finanzierbare und glaubwürdige Basis zu stellen. Mit Blick auf ihre strategische Produktausrichtung lassen sich viele Anbieter von dem Bestreben leiten, die Zinsabhängigkeit und damit den Eigenmittelanpruch des Produktportfolios zu reduzieren und die eigene Risikotragfähigkeit im Gegenzug zu erhöhen. Entsprechenden Markterfolg vorausgesetzt, kann sich dies langfristig bonitätsfördernd auswirken. Hierfür kommen etwa biometrische Produkte in Betracht, um über einen möglichst ausgewogenen Risikoergebnisbeitrag die Ertragslage langfristig zu stabilisieren. Beispielsweise dürften hier Alternativeangebote zur Berufsunfähigkeitsversicherung mit reduziertem Leistungsumfang an Bedeutung gewinnen, um verstärkt auch Kunden mit erhöhtem Berufsrisiko anzusprechen, für die ein Vollschutz häufig nicht bezahlbar ist.

Im Bereich der Altersvorsorge richten die Anbieter ihr Hauptaugenmerk auf neue Produkte mit modifizierten Kapitalgarantien im Sinne einer nicht-traditionellen und kapitaleffizienten Gestaltung. Bei diesen stehen die Lebensversicherer vor der Aufgabe, Garantien zu konstruieren, die in ihrem Niveau reduziert sind und damit weniger ökonomische Kosten abfor-

dern, andererseits aber dennoch von den Kunden hinreichend wertgeschätzt und nachgefragt werden. Einige neue Produktlinien sind dazu bereits am Markt, viele weitere dürften folgen. Assekurata beobachtet, dass die nominelle Tarifvielfalt dabei nicht nur zahlenmäßig zunimmt, sondern auch hinsichtlich der inhaltlichen Detailkonstruktion der Garantieelemente und Anlagemechanismen. Dies stellt hohe Anforderungen an die Produkttransparenz. Zumindest für die Kostendarstellung hat das LVRG mit der Angabe der Effektivkosten (Reduction in Yield) einen verpflichtenden Kennzahlenausweis vorgegeben, diesen aber in Ermangelung standardisierter Berechnungsvorgaben bislang nicht hinreichend präzisiert. In der Konsequenz ist ein unmittelbarer Policenvergleich in puncto Kosten trotz des eigentlichen politischen Willens auf dieser Basis nicht möglich.

Der Trend zur Sortimentsverlagerung wird auch dazu führen, dass die Produktauswahl und die damit einhergehende Beratung individueller und komplexer werden. Auf der anderen Seite werden die Kunden zunehmend selbstbestimmter und stellen hohe Anforderungen an den persönlichen Nutzen der Produkte und die Solidität der dahinter stehenden Anbieter. Sie erwarten Qualität auf allen Kommunikationskanälen, was in zunehmendem Maße für digitale Informationen und Interaktionen über Webseiten, soziale Medien und mobile Endgeräte gilt. Dies führt zu einer größeren Vernetzung von analoger und digitaler

Kommunikation, die jedoch nicht zwangsläufig bedeutet, dass der Bedarf nach persönlicher Beratung vollständig wegfällt. Vielmehr ergeben sich aus der wachsenden Vielfalt an Produktangeboten – gepaart mit einer höheren Unübersichtlichkeit – neue Chancen für Vermittler, sich über ein hohes Maß an Know-how, Beziehungsqualität und Individualität als Begleiter des Kunden zu positionieren. Kompetente persönliche Vermittler dürften damit auch künftig ein wichtiges Bindeglied zwischen Anbieter und Kunden bleiben. Dies gilt insbesondere für die Lebensversicherung mit ihren zunehmend komplexen und flexibel gestaltbaren Absicherungslösungen. In diesem Zusammenhang rechnet Assekurata mit einer (nur) bedingt stärkeren Verbreitung der Honorarberatung, wobei regulatorische Eingriffe und laufende Regulierungsinitiativen in der EU, beispielsweise die Umsetzung der neuen Finanzmarktrichtlinie MiFID II in nationales Recht oder die Neufassung der Insurance Distribution Directive (IDD, ehemals IMD II), in diese Richtung weisen. Für eine honorarbaasierte Beratung kommen allerdings vornehmlich Kunden aus höheren Einkommensschich-

ten in Frage, während die provisionsgebundene Vermittlung eine universellere Kundenansprache ermöglicht und damit weiterhin ihre Daseinsberechtigung behalten dürfte. Dies betrifft speziell die Themen rund um die Altersversorgung, die der aktiven Sensibilisierung in der Bevölkerung bedürfen.

Demgegenüber rechnet Assekurata damit, dass auch die Produktgeber auf die sich wandelnden Kundenansprüche reagieren und vermehrt dazu übergehen werden, ihre Absatzkanäle breiter anzulegen und einen erweiterten Mix aus Provisions-, Honorar- und Internetvermittlung anzubieten. Zugleich sieht Assekurata die Leistungsfähigkeit der IT-Systeme von Versicherern als einen wesentlichen Wettbewerbsfaktor der Zukunft an. In Anbetracht des wirtschaftlichen Umfelds und der bisweilen abwartenden Haltung der Bundesregierung, erweiterte Anreize zur privaten oder betrieblichen Altersversorgung in der Bevölkerung zu schaffen, dürfte der Druck auf Produktion und Margen im Neugeschäft der Lebensversicherer auch in den kommenden Jahren hoch bleiben.

Assekurata-Ratings (Stand Juni 2015)

Unternehmensrating (Lebensversicherer)		Bonitätsrating (Lebensversicherer)	
Alte Leipziger Leben	A+	Canada Life	AA-
Cosmos Leben	A++	INTER Leben	A
Debeka Leben	A++	VGH Provinzial Leben Hannover	A+
Hannoversche Leben	A++		
HUK-COBURG Leben	A+		
IDEAL Leben	A+		
IDUNA Leben	A		
LVM Leben	A+		
neue leben	A+		
PB Leben	A		
Swiss Life	A		
SDK-Leben	A		
TARGO Leben	A+		
Nicht freigegebene Unternehmensratings Lebensversicherer:		Nicht freigegebene Bonitätsratings:	
7 mit Ergebnissen von A+ bis B+ (Stand Juni 2015)		2 mit Ergebnissen von A bis BBB+ (Stand Juni 2015)	

Disclaimer

Die in dieser Untersuchung verwendeten Daten wurden sorgfältig recherchiert. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Untersuchungsinhalte sowie für zwischenzeitliche Änderungen übernimmt die ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH keine Gewähr.

Die ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH haftet nicht für unsachgemäße Weiterverwendung der Informationen. Nachdruck und Vervielfältigung nur mit schriftlicher Genehmigung der ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH. Das gilt auch für die Aufnahme in öffentlich zugängliche Datenbanken und Vervielfältigungen auf CD-Rom oder ähnlichen Datenträgern.

Copyright

Die Untersuchung ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH, Köln, zulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Kontakt

ASSEKURATA
Assekuranz Rating-Agentur GmbH
Venloer Str. 301-303
50823 Köln
Telefon: 0221 27221-0
Telefax: 0221 27221-77
E-Mail: info@assekurata.de
Internet: www.assekurata.de