
**Schriftliche Stellungnahme
für die Öffentliche Anhörung
des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages
zum Schwarmfinanzierungs-Begleitgesetz
am 19.4.2021**

- Diese Stellungnahme bezieht sich ausschließlich auf den Entwurf einer Verordnung zur Senkung des Höchstrechnungszinses in der Lebensversicherung.

- Prof. Dr. Jochen Ruß

Geschäftsführer | Gesellschaft für Finanz- und Aktuarwissenschaften mbH | Lise-Meitner-Str. 14, 89081 Ulm | t +49 (731) 20 644-0 | @ j.russ@ifa-ulm.de | web www.ifa-ulm.de

apl. Professor für Aktuarwissenschaften am Institut für Versicherungswissenschaften der Universität Ulm | Lehrbeauftragter an der Ludwig-Maximilians-Universität München | Beirat des Munich Risk and Insurance Center

Kurzzusammenfassung der Stellungnahme

Die Absenkung des Höchstrechnungszinses in der Lebensversicherung auf 0,25% ist im aktuellen Zinsumfeld grundsätzlich angemessen.

Konsequenz dieser Absenkung des Höchstrechnungszinses ist jedoch, dass Lebensversicherungsprodukte mit einer Garantie von 100% der eingezahlten Beiträge faktisch nicht mehr angeboten werden können. Die erforderliche Mindestgarantie bei der Riesterrente und der Beitragszusage mit Mindestleistung (BZML) in der betrieblichen Altersversorgung muss daher spätestens zum Zeitpunkt der Absenkung des Höchstrechnungszinses ebenfalls reduziert werden.

Im aktuellen Zinsumfeld sind Altersvorsorgeprodukte mit Garantien, die signifikant unterhalb 100% der eingezahlten Beiträge liegen, auch für sicherheitsorientierte Verbraucher bedarfsgerecht. Denn solche Produkte sind deutlich chancenreicher als Produkte mit hohen Garantien. Sie sind aber nur geringfügig (wenn überhaupt) riskanter, sofern man die für Verbraucher relevanten inflationsbereinigten Chancen und Risiken betrachtet (also Chancen und Risiken in Bezug auf die Kaufkraft der Leistung).

Sicherheitsorientierte Verbraucher sollten auf Garantien jedoch nicht komplett verzichten. Sofern es das Ziel des Gesetzgebers ist, dass Riesterprodukte und BZML-Produkte sicherheitsorientiert sind, wäre im aktuellen Zinsumfeld eine Mindestgarantie in der Größenordnung von 70% bis 80% der eingezahlten Beiträge angemessen.

1 Absenkung des Höchstrechnungszinses grundsätzlich angemessen

Der Höchstrechnungszins in der Lebensversicherung stellt faktisch eine Obergrenze für den Garantiezins dar. Seit der letzten Absenkung des Höchstrechnungszinses auf 0,9% ist das Zinsniveau weiter gesunken. Daher ist es **angemessen, den Höchstrechnungszins abzusenken**, um sicherzustellen, dass die oft für sehr lange Zeiträume ausgesprochenen Garantien dauerhaft erfüllt werden können.

Bezüglich der Höhe der Anpassung folgte das BMF in der Vergangenheit meist einer entsprechenden Empfehlung der Deutschen Aktuarvereinigung (DAV). Bereits im Dezember 2019 hatte die DAV eine Senkung des Höchstrechnungszinses zum 1.1.2021 auf 0,5% empfohlen.¹ Da zum 1.1.2021 keine Absenkung erfolgte, empfahl die DAV im Dezember 2020 in Anbetracht der im Jahr 2020 weiter gesunkenen Zinsen eine Senkung auf 0,25% zum 1.1.2022.² Eine Absenkung auf die jetzt angestrebten 0,25% wäre somit **konsistent zur Vorgehensweise bei früheren Anpassungen**.

2 Garantie von 100% der Beiträge faktisch nicht mehr möglich

Altersvorsorgeprodukte können keine beliebig hohen Garantien beinhalten. Die **maximal mögliche garantierte Leistung** ergibt sich vereinfacht dargestellt aus den Beiträgen des Kunden abzüglich aller Kosten, verzinst mit einem „sicheren Zins“. Dieser sichere Zins ist bei Lebensversicherungsprodukten ein vom Versicherer festgelegter Garantiezins, der in aller Regel höchstens so hoch sein kann wie der Höchstrechnungszins bei Vertragsabschluss.

Hieraus folgt unmittelbar, dass eine Garantie von 100% der Beiträge nur dann möglich ist, wenn der Höchstrechnungszins mindestens so hoch ist wie die Gesamtkostenquote (also die Renditereduktion, die sich aus allen Kosten des Produkts ergibt). Bei einem Höchstrechnungszins von 0,25% ist somit eine **Garantie der einbezahlten Beiträge selbst bei extrem kostengünstigen Produkten faktisch nicht möglich**.

Selbst wenn eine solche Garantie doch noch irgendwie dargestellt werden könnte, würde sie **kein angemessenes Renditepotenzial** zulassen. Denn je höher die Garantie eines Altersvorsorgeprodukts ist, desto größer muss der Anteil sicherer (aber renditeschwacher) Kapitalanlagen sein und desto geringer ist der Anteil chancenreicher (aber riskanter) Kapitalanlagen (z.B. Aktien). Garantien in der Nähe der maximal möglichen Garantie lassen somit kaum chancenreiche Kapitalanlagen zu und weisen daher kein Renditepotenzial auf, welches für langfristige Sparprozesse angemessen ist.

¹ Vgl. Pressemitteilung der DAV unter https://aktuar.de/politik-und-presse/pressemitteilungen/2019-12-10_PM_HRZ-Empfehlung2021_final.pdf, abgerufen am 30.12.2020.

² Vgl. Pressemitteilung der DAV unter https://aktuar.de/politik-und-presse/pressemitteilungen/2020_12_02_Empfehlung_HRZ_final.pdf, abgerufen am 30.12.2020.

3 100%-Beitragsgarantie bei Riester und BZML nicht mehr sinnvoll

Eine Garantie von 100% der Beiträge ist derzeit bei der Riesterrente (vgl. § 1 Abs. 1 Nr. 3 AltZertG) und der BZML (vgl. § 1 Abs. 2 Nr. 2 BetrAVG) gesetzlich vorgeschrieben. Diese **gesetzlich vorgeschriebene Garantie kann nach der Absenkung des Höchstrechnungszinses auf 0,25% nicht mehr dargestellt werden**. Ohne weitere Maßnahmen wird ein Angebot von Lebensversicherungsprodukten in diesen Segmenten also ab dem Zeitpunkt der Absenkung des Höchstrechnungszinses nicht mehr möglich sein.

Spätestens zu diesem Zeitpunkt ist es daher **dringend geboten, die erforderliche Mindestgarantie bei der Riesterrente und der BZML ebenfalls zu reduzieren**.³

Im folgenden Abschnitt 4 erläutern wir, warum Altersvorsorgeprodukte mit entsprechend abgesenkten Garantien im aktuellen Zinsumfeld auch **für sicherheitsorientierte Verbraucher bedarfsgerecht** sind. Eine Absenkung der erforderlichen Mindestgarantie bei der Riesterrente und der BZML würde also nicht nur das weitere Angebot von Produkten in diesen Segmenten ermöglichen, sondern auch dazu führen, dass Verbraucher in diesen Segmenten auch im aktuellen Zinsumfeld noch Zugang zu bedarfsgerechten Produkten erhalten.

4 Mindestgarantie in der Größenordnung von 70% bis 80% wäre auch für sicherheitsorientierte Verbraucher angemessen

Wir erläutern im Folgenden kurz die wichtigsten Zusammenhänge zwischen Garantie, Inflation und Chancen bzw. Risiken von Altersvorsorgeprodukten und leiten hieraus angemessene Garantieniveaus im aktuellen Zinsumfeld ab.⁴

Zusammenhang zwischen Garantie und (nominalen) Chancen bzw. Risiken

Wie oben dargestellt führt eine höhere Garantie zu einem größeren Anteil sicherer Kapitalanlagen und zu einem geringeren Anteil chancenreicher Kapitalanlagen (z.B. Aktien). Hieraus leitete man in der Vergangenheit zwei „**vermeintliche Grundwahrheiten**“ ab:

- 1) Eine hohe Garantie reduziert die erwartete Rendite.
- 2) Eine hohe Garantie erhöht im Gegenzug die Sicherheit bzw. reduziert das Risiko.

Dies lässt aber außer Acht, dass Garantien von Finanzprodukten in aller Regel nominal (also in Euro) ausgesprochen werden, wogegen für Verbraucher die **Chancen und**

³ Bzw. umgekehrt: Eine Absenkung des Höchstrechnungszinses ist erst zu dem Zeitpunkt sinnvoll, zu dem die Mindestgarantie bei der Riesterrente und der BZML ebenfalls reduziert wird.

⁴ Die Ausführungen dieses Abschnitts basieren auf der aktuellen Studie „Auswirkungen von Garantien auf inflationsbereinigte Chancen und Risiken langfristiger Sparprozesse“ des Instituts für Finanz- und Aktuarwissenschaften. Download unter <https://www.ifa-ulm.de/Studie-Inflation.pdf>.

Risiken in Bezug auf die Kaufkraft der Leistung (also reale bzw. inflationsbereinigte Chancen und Risiken) relevant sind. Es lässt sich nun nachweisen, dass die zweite der genannten „vermeintlichen Grundwahrheiten“ bei inflationsbereinigter Betrachtung im heutigen Zinsumfeld nicht mehr zwingend gilt.

Zusammenhang zwischen Inflation und der Wertentwicklung von Aktieninvestments

Für die Wirkung von Garantien auf reale (also inflationsbereinigte) Chancen und Risiken ist ein grundlegender Zusammenhang von besonderer Bedeutung: Die Gesamttrendite von Aktien über einen langen Zeitraum weist eine positive Korrelation mit der Inflation über denselben Zeitraum auf.⁵

Bei der Wirkung von Garantien (in Euro) auf das relevante Risiko (in Bezug auf die Kaufkraft) gibt es daher **zwei gegenläufige Effekte**:

- 1) Hohe **Garantien reduzieren das Risiko, das aus Schwankungen der Aktienmärkte resultiert** (denn Produkte mit hohen Garantien haben nur einen geringen Aktienanteil).
- 2) Hohe **Garantien erhöhen im Gegenzug das Risiko, das aus der Inflation resultiert**.

Die bisher übliche rein nominale Betrachtung berücksichtigt nur den ersten, ignoriert aber den zweiten Effekt.⁶ Dadurch wird die Sicherheit, die durch hohe Garantien erzeugt wird (bzw. das Risiko, das mit geringeren Garantien einhergeht) gemeinhin überschätzt.

Die **risikoreduzierende Wirkung von Garantien fällt inflationsbereinigt geringer aus** als bei einer rein nominalen Betrachtung und kann in manchen Fällen sogar ausbleiben. **Sicherheit und Garantie ist nicht dasselbe.**

Konsequenzen für Altersvorsorgeprodukte mit unterschiedlich hohen Garantien

In der oben genannten Studie haben wir verschiedene Altersvorsorgeprodukte mit unterschiedlich hohen Garantien quantitativ analysiert. Das **wichtigste Ergebnis** ist: Werden Altersvorsorgeprodukte mit einer Garantie ausgestattet, die in der Nähe der maximal möglichen Garantie liegt, so ist das inflationsbereinigte Renditepotenzial gering. Ein Absenken der Garantie erhöht das Renditepotenzial signifikant – und zwar

⁵ Dies kann man sich intuitiv an einem einfachen Beispiel klarmachen: Nach 30 Jahren mit hoher Inflation kostet eine Butterbrezel vielleicht 15 Euro. Nach 30 Jahren mit niedriger Inflation hingegen nur zwei Euro. Das Verhältnis zwischen dem Wert einer börsennotierten Bäckerei und dem Preis einer Brezel sollte aber in beiden Szenarien etwa gleich sein, sofern die Bäckerei in beiden Fällen ähnlich gut gemanagt wird. Dasselbe gilt für das Verhältnis zwischen dem Börsenwert jedes Produzenten und dem Preis seiner Produkte. Der hier stark vereinfacht dargestellte Zusammenhang wurde aber auch wissenschaftlich fundiert analysiert. Die wichtigsten Quellen werden auf Seite 19 der o.g. Studie genannt.

⁶ Dies gilt für alle uns bekannten Methoden zur Analyse von Chancen und Risiken von Altersvorsorgeprodukten, insbesondere auch bei der Ermittlung von Risiko-Klassen von Versicherungsanlageprodukten in den sogenannten PRIIP-KIDs, bei der Ermittlung von Chance-Risiko-Klassen für staatlich geförderte Altersvorsorgeverträge in Deutschland sowie für alle uns bekannten Modelle, die von verschiedenen Analysehäusern bei Produktvergleichen eingesetzt werden.

nominal und real ungefähr gleich stark. Bei nominaler Betrachtung scheint gleichzeitig auch das Risiko stark zuzunehmen. Bei der aus Verbrauchersicht relevanten inflationsbereinigten Betrachtung steigt das Risiko hingegen in deutlich geringerem Umfang an (in manchen Fällen sinkt es sogar).

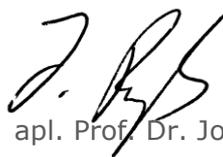
Der „Preis“ einer Garantie (also die Reduktion der Chance) ist somit real ähnlich hoch wie nominal. Der „Nutzen“ der Garantie (also die resultierende Risikoreduktion) ist hingegen real deutlich geringer als nominal.

Angemessene Garantieforderungen im aktuellen Zinsumfeld

Im aktuellen Zinsumfeld erhöht eine Absenkung von Garantien die Chancen stark. Das relevante Risiko steigt hingegen kaum (wenn überhaupt). Deshalb sind **Produkte mit abgesenkter Garantie auch für sicherheitsorientierte Verbraucher bedarfsgerecht.**

Reduziert man die Garantie aber immer weiter, so steigt das reale Renditepotenzial nach und nach immer weniger, wogegen das reale Risiko (zumindest, wenn man eine eher hohe Volatilität der Aktienmärkte unterstellt) nach und nach immer stärker zunimmt. In unseren Analysen stellte ein Garantieniveau von ca. 70% der gezahlten Beiträge einen „Kippunkt“ dar: Bis zum Kippunkt steigt das reale Renditepotenzial deutlich stärker an als das reale Risiko. Senkt man die Garantie dann noch weiter ab, so steigt das Risiko stärker als die Chance. Bei einer eher hohen Volatilität ist der Nutzen von wohldosierten Garantien also relativ hoch. **Garantien sollten für sicherheitsorientierte Verbraucher nicht zu weit abgesenkt werden.** Sofern es das Ziel des Gesetzgebers ist, dass Riesterprodukte und BZML-Produkte sicherheitsorientiert sind, wäre in einem Umfeld niedriger Zinsen eine **Mindestgarantie in der Größenordnung von 70% bis 80% der eingezahlten Beiträge angemessen.**⁷

Ulm, 13. April 2021



apl. Prof. Dr. Jochen Ruß

⁷ Aus unseren Studienergebnissen kann ebenfalls abgeleitet werden, dass dieses Niveau auch für (nicht versicherungsförmige) Produkte der Fondsbranche angemessen ist.