

Ist das Betrug?

Am 8. November letzten Jahres beschloss der Bundestag eine Gesetzesnovelle, nach der „ausscheidende Kunden von Lebensversicherungen in Zukunft nicht mehr automatisch mit der anteiligen Hälfte der stillen Reserve auf festverzinsliche Wertpapiere beteiligt werden.“ Dies rief einen Entrüstungsturm von Verbraucherschützern und Medien hervor. „Man muss das so zusammenfassen: Eigentlich wird die Versicherung noch ein Stück weit intransparenter und auch ein Stück weit unfairer für die Versicherten.“¹ Das führte dazu, dass das Gesetz vom Bundesrat nicht ratifiziert wurde, sondern im Vermittlungsausschuss landete. Weil sich dort auch keine Mehrheit fand, sind die Pläne inzwischen vom Tisch.

War es wirklich so, dass hier alle Versicherten um sauer erspartes Vermögen gebracht werden sollten? Oder war es vielleicht auch so – wie auf Wiwo.de vom 30.01.13 zu lesen war –, dass Bestandskunden, die ihre Versicherung regulär bis zum Laufzeitende weiterführen, benachteiligt gewesen wären? „Experten wie Reiner Will, Geschäftsführer der Ratingagentur Assekurata, argumentierten, dass wegen der zur Zeit besonders hohen Bewertungsreserven von der aktuellen Regel Kunden profitierten, deren Verträge jetzt ausliefen. Bestandskunden hätten das Nachsehen. Denn was einmal ausgezahlt ist, ist schließlich weg. Im Kern geht es für Kunden also um die Frage, ob einige wenige, deren Vertrag aktuell zur Auszahlung kommt, das Kollektiv weiter schröpfen dür-

fen.“² „Das Problem an der Debatte war und ist, dass kaum jemand versteht, worum es eigentlich geht [...]. Bewertungsreserven entstehen, wenn der Marktwert von Kapitalanlagen aktuell über dem Wert liegt, zu dem sie in der Bilanz stehen. Versicherer horten derzeit 75 Milliarden Euro Reserven aus Zinsanlagen. Diese Papiere haben, weil die Zinsen gefallen sind, kräftig an Wert gewonnen.“³

Um das Thema besser zu verstehen, sollten Sie wissen, warum und in welche Richtung sich der Kurs einer Anleihe verändert, wenn der Kapitalmarktzins steigt oder fällt. Denn mit diesem Wissen versteht man auch besser, worum es bei der ganzen Diskussion um die Bewertungsreserven der Lebensversicherer geht. Die Frage nach der Kursveränderung eignet sich übrigens auch sehr gut als Test, um zu prüfen, ob Ihr Finanzberater wenigstens das Mindestwissen für eine qualifizierte Finanzberatung hat.

Wissen Sie es? Könnten Sie es mir erklären? Falls nicht, kein Problem, es lässt sich am besten an einem etwas vereinfachten Beispiel erklären.⁴

Nehmen wir einmal an, Sie würden heute für 10.000 € eine Bundesanleihe mit einer Laufzeit von 5 Jahren kaufen, und nehmen wir rein hypothetisch an, die Anleihe würde mit 5 % pro Jahr verzinst. Dann könnten Sie mit folgenden Rückflüssen rechnen:

Kaufpreis	- 10.000 €
Jahr 1 Zins:	500 €
Jahr 2 Zins:	500 €
Jahr 3 Zins:	500 €
Jahr 4 Zins:	500 €
Jahr 5 Zins:	500 €
Rückzahlung:	10.000 €
Summe Erträge	2.500 €

Am Ende der Laufzeit hätten Sie insgesamt 2.500 € an Zins erhalten und Sie bekämen Ihre Anleihe zum Nennwert, also mit 100 % = 10.000 € zurückbezahlt.

Nehmen wir weiter – rein modellhaft – an, Sie würden in dem vorigen Beispiel nach dem 1. Jahr Geld benötigen und wollten deshalb Ihre Anleihe verkaufen. Nehmen wir zusätzlich an, zu diesem Zeitpunkt sei der Kapitalmarktzins gestiegen, so dass „neue“ Bundesanleihen mit 4-jähriger Laufzeit mit 6 % p. a. verzinst würden. Dann stünde ein neuer Anleger vor der Wahl, ob er Ihre „gebrauchte“ Anleihe oder eine „neue“ Bundesanleihe kaufen soll. Er würde deshalb folgende Rechnung aufmachen:

	Anleihe „alt“	Anleihe „neu“
Kaufpreis	-10.000 €	-10.000 €
Jahr 2 Zins:	500 €	600 €
Jahr 3 Zins:	500 €	600 €
Jahr 4 Zins:	500 €	600 €
Jahr 5 Zins:	500 €	600 €
Rückzahlung:	10.000 €	10.000 €
Summe Erträge	2.000 €	2.400 €

Damit wäre seine Entscheidung klar: Er kauft Anleihe „neu“, die mit 6 % verzinst wird, und Sie würden mit Ihrem „alten“ 5-Prozenter dasitzen. Sie aber benötigen Geld, deshalb kommen Sie auf eine schlaue Idee, wie Sie Ihre „alte“ Anleihe doch noch loswerden können. Und sagen sich: „Lieber jetzt etwas weniger Geld erhalten, aber dafür liquide sein“, und schlagen dem Anleger „Neu“ folgenden Deal

¹ Niels Nauhauser, Finanzexperte bei der Verbraucherzentrale Baden-Württ., im Deutschlandfunk 05.12.2012

² Wiwo.de v. 30.01.2013

³ Wiwo.de v. 28.02.2013

⁴ Finanzmathematisch versierte Leser mögen nachsehen, dass die Zahlen des besseren Verständnisses wegen auf glatte Zahlen gerundet sind.

vor: „Also ich verkaufe Dir meine Anleihe, die 10.000 € wert ist“ – die bekommen Sie nämlich am Ende der Laufzeit zurück –, „heute mit 400 € Rabatt für 9.600 €.“ In dem Fall würde Anleger „Neu“ folgende Rechnung aufmachen:

	Anleihe „alt“	Anleihe „neu“
Kaufpreis	-9.600 €	-10.000 €
Jahr 2 Zins:	500 €	600 €
Jahr 3 Zins:	500 €	600 €
Jahr 4 Zins:	500 €	600 €
Jahr 5 Zins:	500 €	600 €
Rückzahlung ⁵ :	10.000 €	10.000 €
Summe Erträge	2.400 €	2.400 €

Damit Sie Ihre Anleihe „Alt“ verkaufen können, müssten Sie also den Preis um 4 Jahre x 1 % Zinsdifferenz = 4 % reduzieren, d. h. einen Kursverlust von 4 % von 100 % auf 96 % in Kauf nehmen.

Was ist aber, wenn im obigen Beispiel nach einem Jahr der Kapitalmarktzins nicht gestiegen, sondern um 1 % auf 4 % gefallen wäre? Dann läuft das Ganze anders herum, denn in dem Fall könnten Sie zu Anleger „Neu“ sagen: „Du bekommst bei meiner Anleihe ‚Alt‘ über die Restlaufzeit von vier Jahren 4 % mehr Zins. Ich verkaufe nur, wenn ich von Dir heute einen Kurs von 104 % = 10.400 € bezahlt bekomme.“

	Anleihe „alt“	Anleihe „neu“
Kaufpreis	-10.400 €	-10.000 €
Jahr 2 Zins:	500 €	400 €
Jahr 3 Zins:	500 €	400 €
Jahr 4 Zins:	500 €	400 €
Jahr 5 Zins:	500 €	400 €
Rückzahlung ⁶ :	10.000 €	10.000 €

5 Die Differenz vom Kaufpreis 9.600 € zur Rückzahlung 10.000 € bei Fälligkeit der Anleihe ergibt einen Kursgewinn von 400 € für Anleger „Neu“

6 Die Diff. vom Kaufpreis 10.400 € zur Rückzahlung 10.000 € bei Fälligkeit der Anleihe ergibt einen Kursverlust von 400 € für Anleger „Neu“

Summe Erträge 1.600 € 1.600 €
Und was passiert, wenn sich wie in den Beispielen beschrieben, der Kapitalmarktzins nach einem Jahr verändert hat, Sie aber Ihre Anleihe gar nicht verkaufen wollen?

Bleiben wir beim letzten Beispiel, dem Beispiel mit dem Kursgewinn von 4 % zu Beginn des zweiten Jahres, weil der Kapitalmarktzins auf 4 % gesunken ist. Nehmen wir weiter an, dass der Kapitalmarktzins vom 2. Jahr bis zur Fälligkeit der Anleihe weiter bei 4 % liegen würde. In dem Fall würde sich der Kurs Ihrer Anleihe, den Sie auf dem jährlichen Depotauszug finden, wie folgt verändern (Grafik 1):

Kapitalmarktzins 5 %:

Beginn Jahr 1: Kurs 100 %

Kapitalmarktzins 4 %

Beginn Jahr 2: Kurs 104 %

Beginn Jahr 3: Kurs 103 %

Beginn Jahr 4: Kurs 102 %

Beginn Jahr 5: Kurs 101 %

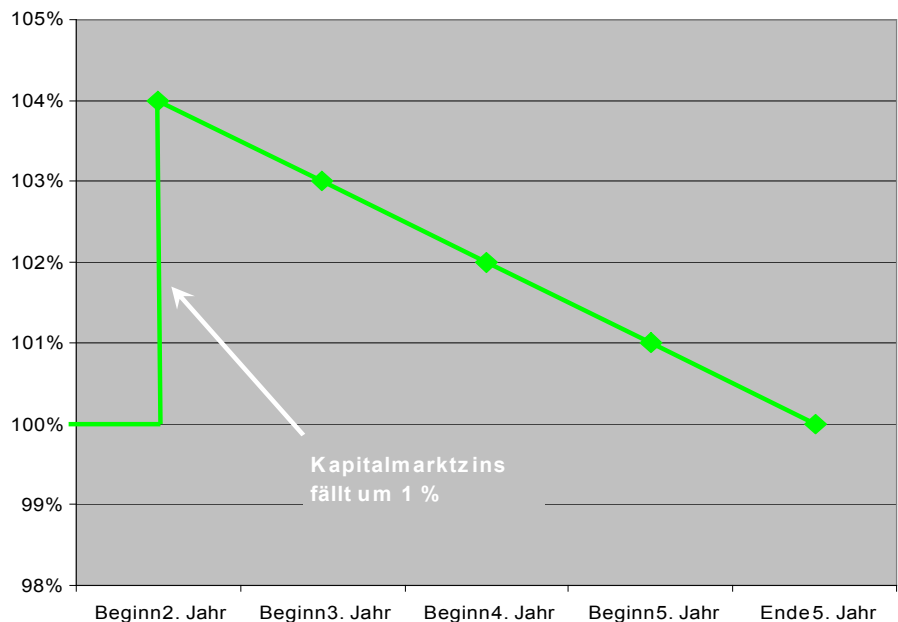
Fälligkeit Ende Jahr 5: Kurs 100 %

Der Kurs der Anleihe verändert sich also im Verlauf, weil die Restlaufzeit kürzer wird und der Kursaufschlag sich errechnet aus der Zinsdifferenz Ihrer Anleihe zum Kapitalmarktzins mal der Restlaufzeit. Das heißt zu Beginn des 3. Jahres beträgt die Zinsdifferenz Ihrer Anleihe zum Kapitalmarktzins 1 %, multipliziert mit der Restlaufzeit von drei Jahren ergibt sich ein Kursgewinn von 3 % = Kurs 103 %.

Oder um es anders zu sagen: Zu Beginn des dritten Jahres haben Sie „stille Reserven“ aus Kursgewinnen in Höhe von 3 %, die sich bis zur Fälligkeit des Papiere automatisch und ohne dass Sie etwas tun auf null reduzieren.

Wichtig ist, dass Sie diesen Kursgewinn nicht im Geldbeutel sehen, solange Sie die Anleihe im Depot behalten und nicht verkaufen. Im Geldbeutel sehen Sie immer nur die jährlichen Zinszahlungen von 500 € und am Ende

Grafik 1: **Kursverlauf der Beispiel-Anleihe bei Zinsrückgang im 2. Jahr**



die Rückzahlung Ihrer 10.000 €, die Sie am Anfang investierten.

Umgekehrt ist es, wenn zu Beginn des 2. Jahrs der Kapitalmarktzins um 1 % gestiegen ist, dann fällt der Kurs Ihrer Anleihe um 4 % auf 96 % und erhöht sich von da an jedes Jahr um 1 %, um schließlich bei Fälligkeit wieder 100 % erreicht zu haben. In dem Beispiel hätten Sie „stille Lasten“, die sich von 4 % im Laufe der Restjahre bis zur Fälligkeit auf 0 % reduzieren (siehe Grafik 2).

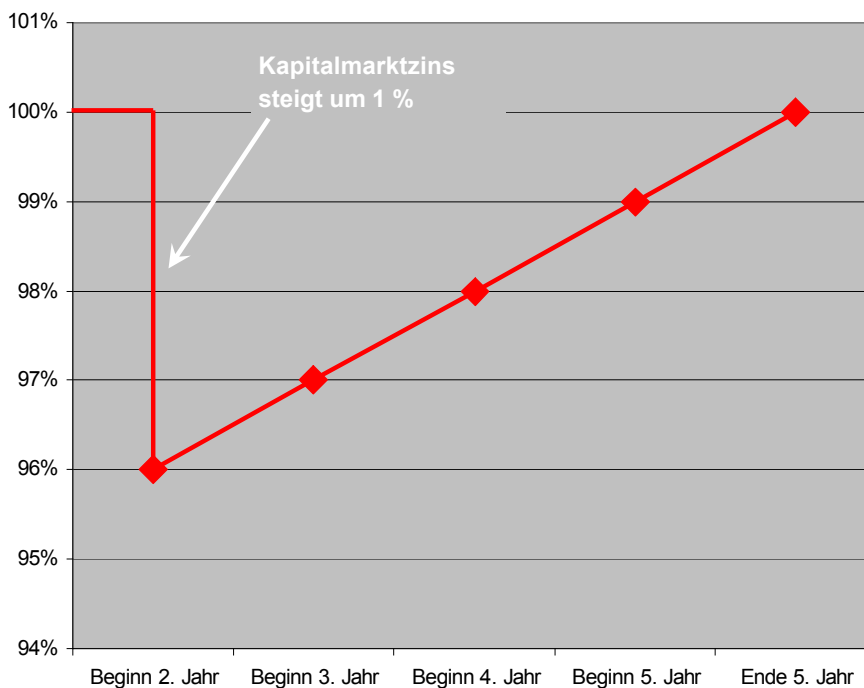
winn ausgeben kann, muss er die Anleihe verkaufen. Dann aber stellt sich für ihn die Frage, wie legt er hinterher sein Geld an, weil er für die Wiederausgabe ja weniger Zins erhält als für seine verkaufte Anleihe. Er erhält zwar jetzt einen Kursgewinn, aber dafür in Zukunft weniger Zinsertrag. Wenn er sein Geld nicht wieder anlegt, sondern ausgibt, wird ihn das allerdings nicht stören, denn er freut sich dann über den Zusatzertrag.

100 % seines Kapitals plus die aufgelaufenen Zinsen.

Kehren wir zurück zu den Bewertungsreserven, an denen die Lebensversicherer seit 2005 ausscheidende Kunden zur Hälfte beteiligen müssen.

Eine mögliche Betrachtungsweise ist die, dass einem Versicherten, der seinen Vertrag kündigt oder dessen Vertrag gerade fällig wird, natürlich anteilig diese Bewertungsreserven zustehen und ausbezahlt werden müssen. Diese Betrachtungsweise hat ihre Berechtigung.

Grafik 2: Kursverlauf der Beispiel-Anleihe bei Zinsanstieg im 2. Jahr



Wie Sie in den Beispielen gesehen haben, „verschwinden“ die Kursgewinne/-verluste einer Anleihe automatisch bis zum Laufzeitende. Wer Kursgewinne auf seinem Girokonto finden möchte, muss „Kasse machen“, also die Anleihe vorzeitig verkaufen. Dann hat er den Kursgewinn auf dem Konto. Damit Herr Muster seine 4 % Kursge-

Wenn unser Muster-Anleger sein Geld nicht in eine börsennotierte Anleihe investiert hätte, sondern auf ein Sparbuch einbezahlt hätte, das mit 5 % p. a. verzinst wird, dann hätte er während der Laufzeit bei Veränderungen des Kapitalmarktzins weder Kursgewinne noch Verluste, sondern erhielte bei Kündigung („Verkauf“) immer

Eine andere mögliche Betrachtungsweise ist etwas komplexer und berücksichtigt weitere Faktoren. Vorzeitig gekündigt werden etwa 5 % aller Verträge und pro Jahr wird immer nur ein bestimmter Teil des Gesamtbestandes fällig. Das heißt ein Großteil der Kursgewinne/Bewertungsreserven baut sich im Laufe der nächsten Jahre von allein ab, weil die Papiere fällig werden. Dafür fließen – im Verhältnis zu den heute erzielbaren Anleiherenditen – relativ hohe Zinserträge in den großen Topf der Versicherungsanlage. Die brauchen die Versicherer aber auch durchaus, weil sie den Versicherten Mindestzinsen garantiert haben, die im Branchenschnitt zur Zeit bei rd. 3,2 % p. a. liegen. Diese Garantien (in den Spitzenzeiten lagen sie bei 4,25 % p. a.) waren kein Problem, als es für eine 10-jährige Bundesanleihe noch 6 % p. a. gab. Aber jetzt, wo ein Versicherer für eine solche Bundesanleihe nur noch 1,3 % Rendite erzielt, ist das ein Problem, denn er legt dabei drauf. Er kann versuchen, das zu vermeiden, indem er im Rahmen seiner Möglichkeiten höhere Risiken eingeht und z. B. Unternehmensanleihen mit 3 oder 4 % Verzinsung kauft statt Bundesanleihen, aber gelegentlich tritt Risiko ein und dann müssen diese

Verluste auch verkräftet werden bzw. verkräftbar sein. Oder er buttert temporär aus „stillen Reserven“ zu, in der Hoffnung damit die Niedrigzinsphase überbrücken zu können. Dazu müssen stille Reserven und/oder „alte“ Anleihen mit höheren Zinserträgen vorhanden sein.

Wenn nicht, stellt sich das ein, was jedes Milchmädchen weiß: Wer auf die Dauer mehr ausgibt (in Form von Garantierträgen), als er einnimmt, ist irgendwann pleite und dann schauen er und seine Gläubiger (Versicherungskunden) ziemlich betreten drein.

Eine andere Betrachtungsweise zu den Bewertungsreserven ist deshalb die, sie im Stock der Versicherung zur Sicherung der künftigen regulären Ablaufleistungen zu belassen. Ein vorzeitig kündigender Anleger oder ein Anleger, dessen Vertrag jetzt fällig wird, wird somit wie ein Sparer mit einem Sparbuch behandelt, der die Zinsen erhält, die ihm für die Anlagedauer zustehen, bekommt aber keine Bewertungsgewinne von festverzinslichen Wertpapieren ausbezahlt. Die würden in dem Fall zur Sicherung der Erträge der künftig fällig werdenden Versicherungen beitragen. *„Das Problem mit den Bewertungsreserven entsteht aus einem unglücklichen Zusammenspiel aus rechtlichen Vorgaben und niedrigen Marktzinsen. Zum einen hatte das Verfassungsgericht 2005 entschieden, dass die Versicherten stärker an den Reserven der Konzerne beteiligt werden müssen. Zum anderen beförderte die Finanzkrise die Zinsen für Anlagen in den Keller. Das treibt die Bewertungsreserven in die Höhe, ohne dass die Konzerne dadurch real über mehr Vermögen verfügen.“*

Die Folge aus beiden Dingen ist, dass die zur Zeit ausgezahlten Lebensversicherungen besonders hoch ausfallen

und die Konzerne nicht in der Lage sind, mit neuen Anlagen hohe Renditen zu erzielen. Das schadet zum einen den Konzernen selbst, aber auch den Kunden, deren Lebensversicherungen noch länger nicht fällig sind.“⁷

Auch das ist eine mögliche Betrachtungsweise.

Autor: Wolfgang Spang

⁷ Sueddeutsche.de v. 27.02.2013