Institut für Finanz- und Aktuarwissenschaften

Value for Money

Teil 1: Aktueller Stand der Gesetzgebung und Übersicht über aktuelle Entwicklungen

Teil 2: Was sich mit Kosten- und Performancekennzahlen messen lässt, und was nicht.

Teil 3: Erfahrungen mit dem BaFin-Merkblatt zur Wohlverhaltensaufsicht

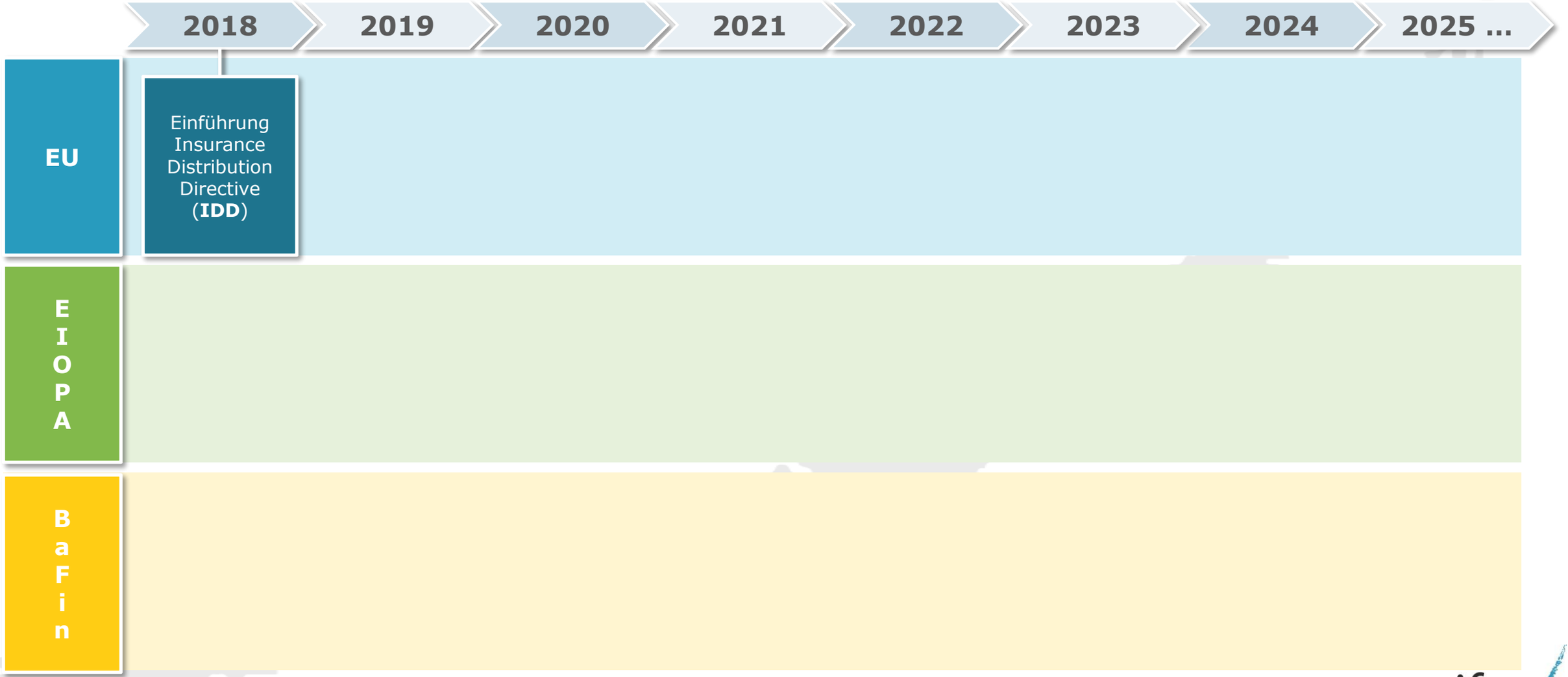
- Versicherungsmathematisches Kolloquium, LMU München
- Dr. Arne Freimann, Prof. Dr. Alexander Kling, ifa Ulm

- München, 2. Juni 2025

Teil 1: Aktueller Stand der Gesetzgebung und Übersicht über aktuelle Entwicklungen

Value for Money

Aktueller Stand der Gesetzgebung und Übersicht über aktuelle Entwicklungen



IDD (Insurance Distribution Directive)

2016/18: Versicherungsvertriebsrichtlinie (Insurance Distribution Directive), Directive (EU) 2016/97

- **Wichtige Inhalte:**
  - Artikel 25: **Aufsichts- und Lenkungs-Anforderungen** (Product oversight and governance requirements, POG)
    - Produktgenehmigungsverfahren, Zielmarkt
  - Artikel 17, 27,28, 29
    - Vertriebsvergütung und Interessenkonflikte
  - kontinuierliche Überwachung der Hersteller, ob die von ihnen auf den Markt gebrachten Versicherungsprodukte den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen des ermittelten Zielmarkts entsprechen
  - Umsetzung in deutsches Gesetz u.a. in §23, 34 und 48 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)

- Erwägungsgründe der IDD

  *(10) Die derzeitigen und jüngsten Turbulenzen auf den Finanzmärkten haben verdeutlicht, **wie wichtig ein wirksamer Verbraucherschutz** in allen Finanzbereichen ist. Es ist daher angebracht, das Vertrauen der Kunden zu stärken und die Regelung des Vertriebs von Versicherungsprodukten einheitlicher zu gestalten, damit EU-weit ein angemessenes Maß an Kundenschutz besteht. **Das Verbraucherschutzniveau sollte** in Bezug auf die Richtlinie 2002/92/EG **erhöht werden**, um die Notwendigkeit unterschiedlicher nationaler Maßnahmen zu verringern.*

Die IDD regelt den Vertrieb von Versicherungsprodukten innerhalb der Europäischen Union, bspw. Beratungspflichten, Transparenz und Weiterbildung für Vermittler.

- Ziel der IDD ist u.a. ist ein **besserer Verbraucherschutz**.

Delegierte Verordnung DV 2017/2358

2017: Delegierte Verordnung DV 2017/2358 bzw. Delegated Regulation (EU) 2017/2358

- Die Delegierte Verordnung (EU) 2017/2358 ergänzt die IDD. Sie legt Regeln zur Produktüberwachung im Versicherungssektor fest.

Wichtige Inhalte:

- Artikel 4: Produktgenehmigungsverfahren (Product approval process)
- Artikel 5: Definition eines Zielmarktes (tarkget market)
- Artikel 6: **Produktprüfung**; ggf. mit Szenarioanalysen
- Artikel 7: Produktüberwachung und Produktbewertung

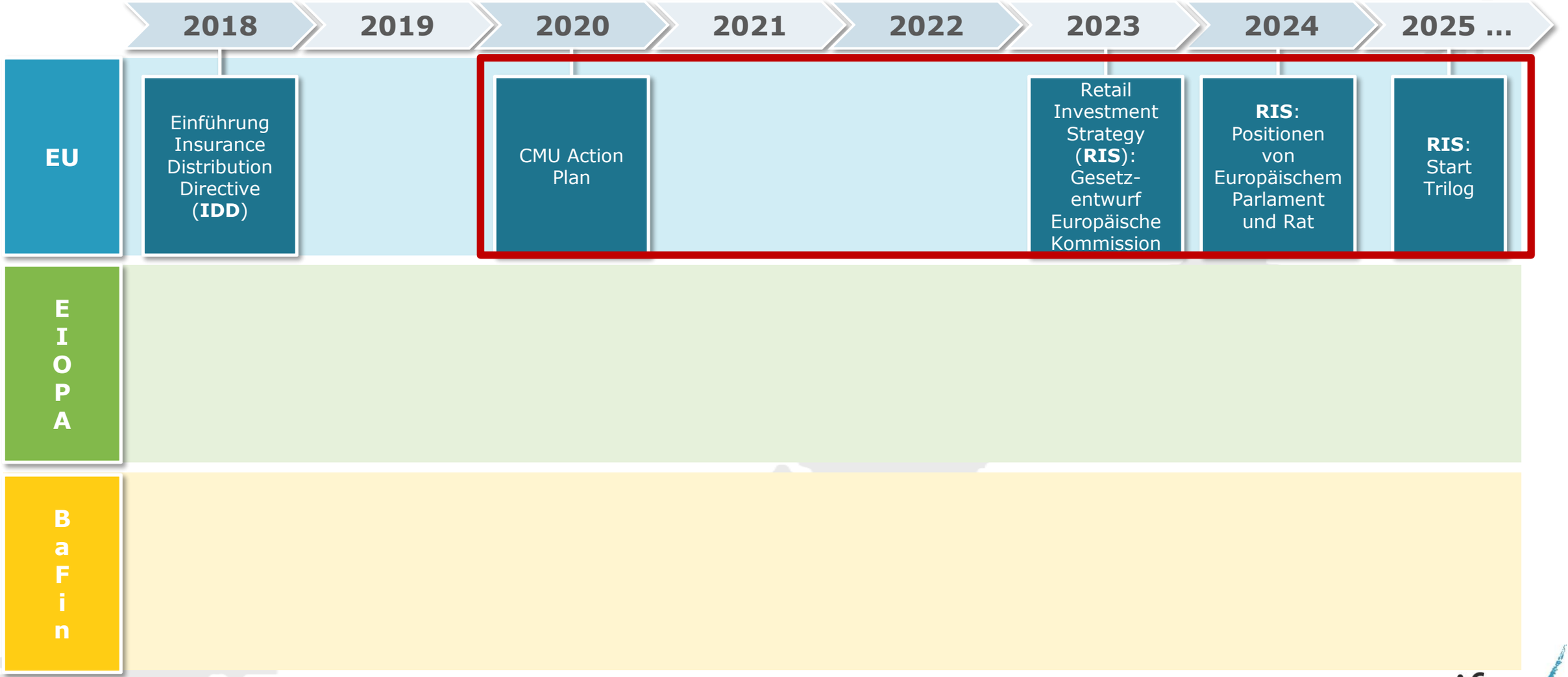
- Artikel 6 der Delegierten Verordnung DV 2017/2358 :

  *(1) Die Hersteller führen eine **angemessene Prüfung** ihrer jeweiligen Versicherungsprodukte durch, darunter gegebenenfalls auch Szenarioanalysen, **bevor das Produkt vermarktet** oder erheblich angepasst wird oder falls sich der Zielmarkt beträchtlich ändert. Im Wege dieser Produktprüfung wird beurteilt, ob das Versicherungsprodukt über seine gesamte Lebensdauer den ermittelten Bedürfnissen, Zielen und Merkmalen des Zielmarkts entspricht. Die Hersteller unterziehen ihre Versicherungsprodukte einer **qualitativen und** je nach Art und Charakter des Versicherungsprodukts und des verbundenen Risikos der Benachteiligung des Kunden einer **quantitativen Prüfung**.*

  (2) Die Hersteller bringen Versicherungsprodukte nicht auf den Markt, wenn sich aus der Produktprüfung ergibt, dass diese den ermittelten Bedürfnissen, Zielen und Merkmalen des Zielmarkts nicht entsprechen.

Value for Money

Aktueller Stand der Gesetzgebung und Übersicht über aktuelle Entwicklungen



Capital Markets Union Action Plan und Retail Investment Strategy (RIS)

Übersicht

Die **Kapitalmarktunion (Capital Market Union)** verfolgt das Ziel einen einheitlichen Markt für Kapital in Europa zu schaffen.

- **CMU Action Plan:** 16 verschiedene Aktionen zu drei zentralen Zielen.
  - Eines der Hauptziele ist, dass die EU ein sicheres Investieren für Kleinanleger ermöglicht.

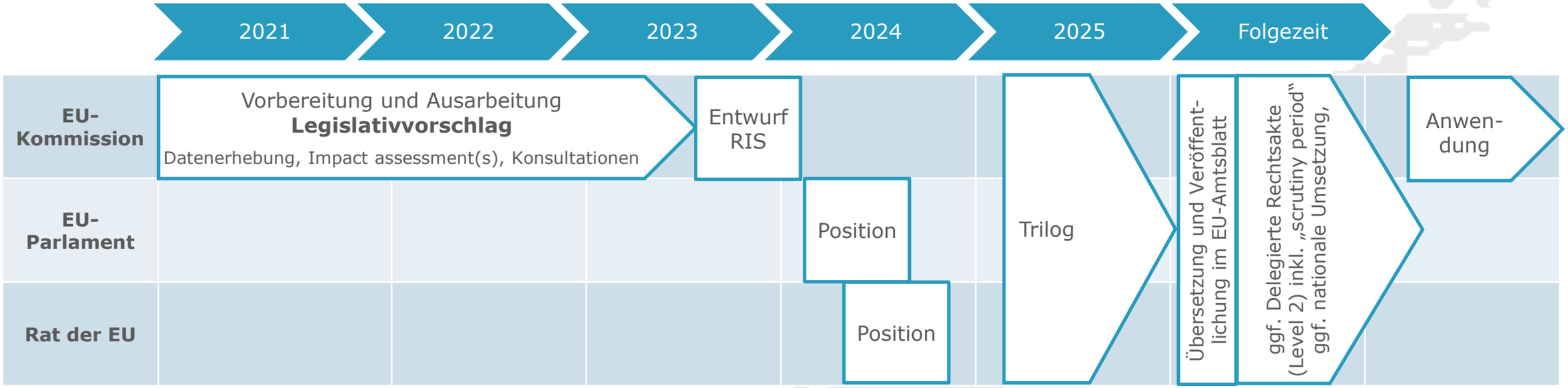
Action 8: Building retail investors‘ trust in capital markets

- Veröffentlichung / Entwurf der **Retail Investment Strategy** durch die Europäische Kommission, 24. Mai 2023
  - https://finance.ec.europa.eu/publications/retail-investment-package_de
  - wesentliche Inhalte
    - Änderungen bzgl. (vor-)vertraglicher Informationen
    - Einführung von Anforderungen zur Angemessenheit von Marketinginformationen
    - Änderungen und Einführung neuer Regeln zur Vorgehensweise beim Produktfreigabeverfahren mit dem Ziel ein angemessenes Preis-Leistungs-Verhältnis für Verbraucher(inn)en herzustellen (**Value for Money**)

Capital Markets Union Action Plan und Retail Investment Strategy (RIS)

Zeitablauf

Aktueller Stand der EU-Kleinanlegerstrategie



- Kommission, Parlament und Rat haben jeweils Positionen zur RIS bezogen.
- Trilogverhandlungen haben am 18. März 2025 begonnen.

Capital Markets Union Action Plan und Retail Investment Strategy (RIS)

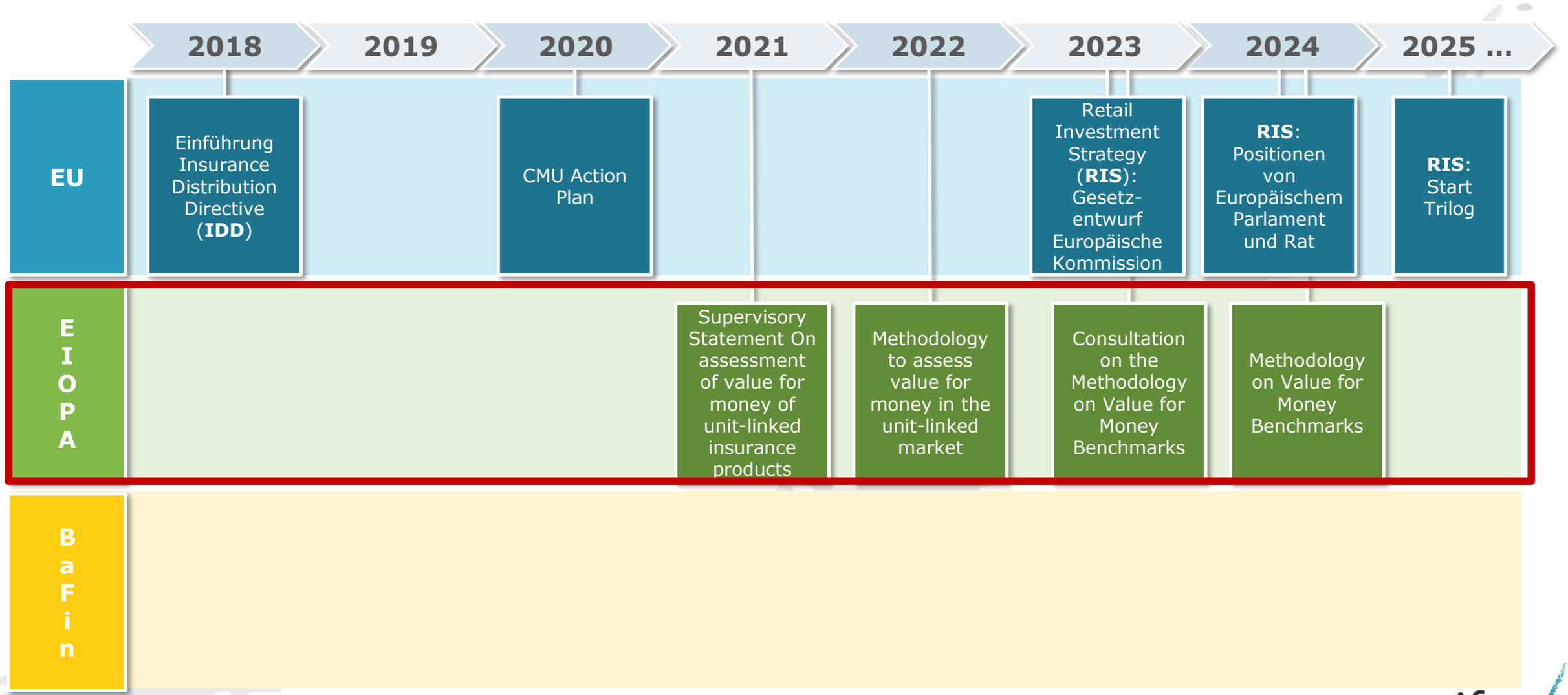
Was ändert sich in Bezug auf Value for Money?

Vorschlag der EU-Kommission in Bezug auf Value for Money

- Stärkung der **Produktüberwachungsvorschriften** (§25, Abs.1)
- Einführung und Regulierung eines **Preisbildungsverfahrens** (§25, Abs.2)
  - Ermittlung und Quantifizierung von Kosten und Gebühren, Beurteilung ob diese den Mehrwert beeinträchtigen im Hinblick auf die Merkmale, Ziele, Strategie und erwartete Wertentwicklung
  - **Vergleich eines Produktes mit Benchmarks**
- ESMA bzw. EIOPA erhalten den Auftrag, **Referenzwerte für Kosten und Wertentwicklung** zu erarbeiten, öffentlich zugänglich zu machen und regelmäßig zu aktualisieren (§25, Abs.8)
  - Objektivere Gestaltung des Preisbildungsverfahrens: Eine Abweichung vom Referenzwert ist ein Indikator für ein ungünstiges Preis-Leistungs-Verhältnis.
    - *„Bei einer Abweichung vom einschlägigen Referenzwert sollte davon ausgegangen werden, dass Kosten und Entgelte zu hoch sind und dass das Produkt kein günstiges Preis-Leistungs-Verhältnis hat, es sei denn, es kann etwas anderes nachgewiesen werden. Der Vergleich mit Referenzwerten sollte als zusätzliches Verfahren betrachtet werden, das während des Preisbildungsverfahrens durchgeführt werden und auf dem verfügbaren einschlägigen Referenzwert basieren sollte."* Quelle: Explanatory Memorandum des Kommissions-Entwurfs

Value for Money

Aktueller Stand der Gesetzgebung und Übersicht über aktuelle Entwicklungen



Value for Money

Veröffentlichungen von EIOPA

Retail Investment Package als Grundlage für Äußerungen bzgl. Value for Money seitens EIOPA

EIOPA(2021)

- Supervisory Statement On assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance, 30. November 2021

EIOPA (2022)

- Methodology to assess value for money in the unit-linked market, EIOPA-BOS-22/482, 31. Oktober 2022
  - richtet sich primär an die nationalen Aufsichten, soll aber auch den Produktanbietern zur Orientierung dienen
  - Toolbox: **dreistufiger Ansatz** mit verschiedenen quantitativen Methoden
    - dient der Identifikation von Produkten, die genauer überwacht werden sollten
  - **Fokus auf Kosten und Performance**

EIOPA (2023)

- Consultation on the Methodology on Value for Money Benchmarks, 15. Dezember 2023
  - Vorstellung und Konsultation einer Methodik zur Beurteilung von Value for Money anhand von Benchmarks

EIOPA (2024)

- Methodology on Value for Money Benchmarks, EIOPA-BoS-24-332, Consumer Protection Department, August 2024
  - Veröffentlichung einer Methodik zur Beurteilung von Value for Money anhand von Benchmarks

Value for Money

EIOPA´s Definition

„EIOPA considers that products offer **value for money** where the **costs and charges are proportionate to the benefits** (i.e., investment performance, guarantees, coverage and services) to the identified target market and reasonable taking into account the expenses born by providers and in comparison to other comparable retail solutions on the market.

This also means that the **product delivers added value for the consumer** given the costs and expected returns and assuming a reasonable holding period. To this end, products are expected to be reviewed and tested.

For products with different components, such as unit-linked policies, value for money is expected from the product in its entirety – as well as from each individual component separately – taking into account the **target market's needs, objectives and characteristics** and all the costs and benefits, as well as possible costs and benefits of offering the different components singularly or as 'a package'. "

Consultation Paper on
Framework to address value for money risk in the European unit-linked market
(EIOPA 2021)

Value for Money

EIOPA: Methodology on Value for Money Benchmarks

Step 1: Defining Product Clusters

TABLE 1: CLUSTERING FEATURES AND CATEGORIES

CLUSTERING FEATURES	CATEGORIES	
▸ **Product category**	Unit-linked | Hybrid (Type 1) | Hybrid (Type 2)	
▸ **Premium frequency**	Single | Regular	
▸ **Recommended holding period**	Short | Medium | Long	
▸ **Biometric coverage**	Significant | Other	
▸ **Asset class**	Equity | Asset allocation funds | Rest	
▸ **Summary risk indicator (SRI)**	Equity and asset allocation funds	SRI: 2 - 4 | 5 - 7
	Rest	SRI: 1 - 2 | 3 - 4 | 5 - 7

Step 2: Defining the indicators around which benchmarks will be developed

TABLE 2: VALUE FOR MONEY INDICATORS

	INDICATOR	DESCRIPTION	SHORT	MEDIUM AND LONG	
			At RHP	At half RHP	At RHP
1	**Entry costs 1**	Total entry costs / Total premium	Yes	Yes	Yes
2	**Entry costs 2**	Total entry costs / Total costs	Yes	Yes	Yes
3	**Total costs**	Total costs / Total premium	Yes	Yes	Yes
4	**Reduction in yield (RIY)**	Reduction in yield	Yes	Yes	Yes
5	**Surrender**	Surrender value / Total premium	Yes	Yes	Yes
6	**Internal rate of return (IRR)**	Internal rate of return of the investment option	Yes	Yes	Yes
7	**Insurance benefit**	Insured event scenario / Total premium	Yes	Yes	No
8	**Break-even return**	Average annual return of the investment needed to break even. *The return should be net of underlying investment costs and biometric premium.*	Yes	Yes	No

Step 3: Data collection and the benchmarks calibration

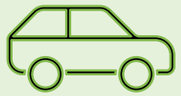
Teil 2: Was sich mit Kosten- und Performancekennzahlen messen lässt, und was nicht.

Ausgangspunkt

Warum sind Produktvergleiche bei Finanzprodukten so komplex?

Produkte werden von Expert*innen konstruiert. Laien interessieren sich nicht für die Konstruktion, aber für die Wirkungsweise.

Auto



- Konstruktion ist für Laien hochkomplex.
  - Einfache „Kennzahlen" und einfache Erläuterung von Eigenschaften sind etabliert und von Verbraucherinnen und Verbrauchern weitgehend verstanden. Ferner ist jederzeit eine Testfahrt möglich. Dies ermöglicht einen Vergleich verschiedener Produkte.
  - Wir können entscheiden, welche Produkte zu unseren Wünschen und Zielen passen.
- Beispiele:
  - Benzin- oder Stromverbrauch
  - Wie viele Airbags und wo sind diese angebracht?
  - Beschleunigung
  - Reichweite
  - etc.

Altersvorsorgevertrag

- Konstruktion ist für Laien hochkomplex.
  - Einfache „Kennzahlen" und einfache Erläuterung von Eigenschaften sind noch nicht etabliert.
  - Kernfrage: Ist das grundsätzlich erreichbar, sodass wir entscheiden können, welche Produkte zu unseren finanziellen Wünschen und Zielen sowie zur Risikoneigung und Risikotragfähigkeit passen?
- Beispiele:
  - Kostenquote
  - Risiko / Begrenzung des Risikos durch Garantien
  - erwartete Rendite und Chancenpotenzial
  - Risiko, dass im Alter das Geld ausgeht
  - etc.

Value for Money

Was sich mit Kosten- und Performancekennzahlen messen lässt, und was nicht.

Vergleich von Kosten

Ein lösbares und weitgehend gelöstes Problem

Vergleich von Kosten

Ein lösbares und weitestgehend gelöstes Problem

Kosten sind im Prinzip gut messbar

- Anerkannte Kennzahl: Reduction in Yield oder Effektivkosten
  - Renditereduktion, die durch Kosten des Produkts verursacht wird
  - siehe auch DAV-Ergebnisbericht zu Kostenkennziffern
- klare Spielregeln erforderlich, damit alle auf die gleiche Weise rechnen

Aber: in gewissen Fällen können Probleme auftreten

- Beispiel 1: Transaktionskosten im Kontext PRIIP-KID
  - Hier wurden Effekte, die keine Kosten sind, wie Kosten behandelt. Dies ging – wie erwartet – schief.
  - Das war aber ein „handwerklicher Fehler".
- Beispiel 2: Maximalkosten vs. bester Schätzwert vs. Range
  - Darf / soll eine Kostenüberschussbeteiligung kostenmindernd angesetzt werden?
  - Werden die Kosten der aktuell gewählten Fonds oder des teuersten wählbaren Fonds angesetzt?
- Beispiel 3: Garantiekosten bei bestimmten Produkten
  - Wenn ein Fonds Teile seines Geldes in Finanzinstrumente investiert, die Absicherung gegen Kursverluste generieren, so sind das keine Kosten.
  - Es gibt spezielle fondsgebundene Versicherungsprodukte mit Mindestgarantie, bei denen Teile des Beitrags des Kunden nicht in die ausgewählten Fonds investiert werden, sondern in Finanzinstrumente, die die Garantie sicherstellen. Sind diese Beitragsteile (Garantie)-Kosten?

Die Verwendung der Kostenkennzahl Reduction in Yield in Verbindung mit klaren Spielregeln, wie diese berechnet werden soll, führt in den allermeisten Fällen zu Kostentransparenz und Kostenvergleichbarkeit.

Spezialfälle sind zu regeln, um Benachteiligung einzelner Produktkonzepte zu vermeiden.

Vergleich von Kosten

Übersicht über den Kostenausweis verschiedener Produktinformationsblätter

Hintergrund-information

Allgemeine Informationspflichten bei Versicherungsverträgen

- VVG-Informationspflichtenverordnung (VVG-InfoV)
- u.a. individueller Versorgungsvorschlag inklusive Kostenausweis nach §2 (1) VVG-InfoV als Teil des Angebots
- Ausweis von Kosten in EUR verpflichtend

Schicht 1 & 2 (zertifizierte Produkte, Rürup & Riester)

- Ausweis von Effektivkosten
  - konkrete Vorgaben zur Kalkulation der Effektivkosten (PIA-Allgemeinverfügung)
  - Ausweise einzelner Kosten in EUR und als renditemindernder Effekt getrennt nach
    - Ansparphase (Abschluss- und Vertriebskosten, Verwaltungskosten)
    - Auszahlungsphase
    - Kosten für einzelne Anlässe

Schicht 3 (private Altersvorsorge)

- Basisinformationsblatt (KID) nach PRIIP-Verordnung
- **Welche Kosten entstehen?**
  - Kosten im Zeitverlauf
    - Ausweis der Gesamtkostenbelastung
      - bei Kündigung nach einem Jahr,
      - bei Kündigung zur Hälfte der empfohlenen Haltedauer und
      - zum Ende der empfohlenen Haltedauer
    - Ausweis der Kosten
      - in absoluter Höhe (als Eurobetrag) und
      - als Auswirkung auf die Rendite (renditemindernder Effekt, Reduction in Yield, RIY)
  - Zusammensetzung der Kosten
    - Darstellung der „Zusammensetzung der Kosten“ für die empfohlene Haltedauer als Auswirkung auf die Rendite (RIY)

Value for Money

Was sich mit Kosten- und Performancekennzahlen messen lässt, und was nicht.

Vergleich von Risiken

Marktrisiko: schon etwas komplizierter aber immer noch sinnvoll lösbar.

Sonstige Risiken: Wichtige Baustellen, um die sich bisher zu wenig gekümmert wurde.

Vergleich von Risiken

Marktrisiko

Marktrisiko im Prinzip gut messbar

- Auswahl einer sinnvollen Risikokennzahl sicherstellen
  - Manche Risikokennzahlen (z.B. Volatilität) messen auch „Schwankung nach oben" als Risiko.
- Risikokennzahl kann in der Regel aus historischen Marktdaten sinnvoll geschätzt werden (Details folgen).
- Probleme tauchen nur in Ausnahmefällen auf.
  - Beispiel:
    - Bei den meisten Produkten (Aktien, Bonds, Fonds, in denen Aktien und Bonds drinstecken,…) kann der Marktwert laufend an einem Markt beobachtet werden, an dem Preise durch Angebot und Nachfrage entstehen (mark to market).
    - Bei manchen Produkten wird der Wert anhand eines mathematischen Modells geschätzt (mark to model).
    - Letztere schwanken zwischenzeitlich systematisch weniger → geringere Risikokennzahl bedeutet nicht zwingend geringeres Risiko.

Das Marktrisiko lässt sich aus historischen Daten sinnvoll schätzen. Eine sinnvolle Risikokennzahl muss vorgegeben werden.

Spezialfälle sind zu regeln, um Benachteiligung einzelner Produktkonzepte zu vermeiden.

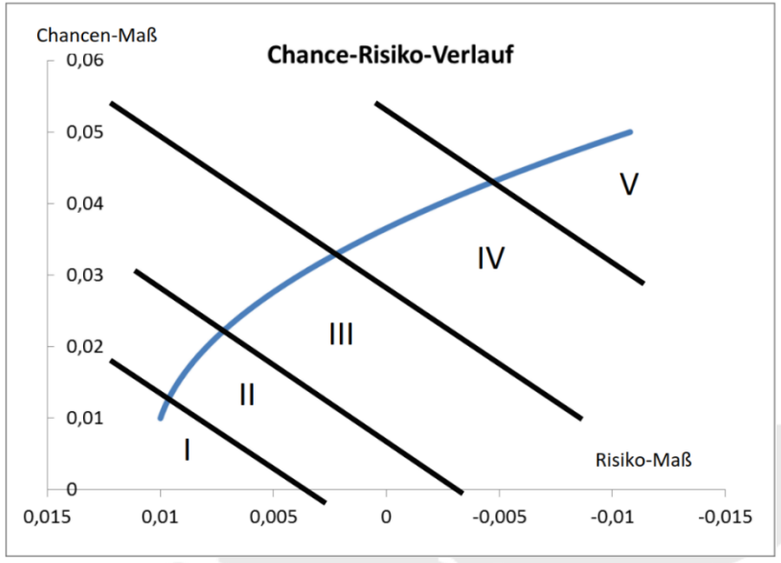
Vergleich von Risiken

Übersicht über die Risikoklassen verschiedener Produktinformationsblätter

Hintergrund-information

Schicht 1 & 2 (zertifizierte Produkte, Rürup & Riester)

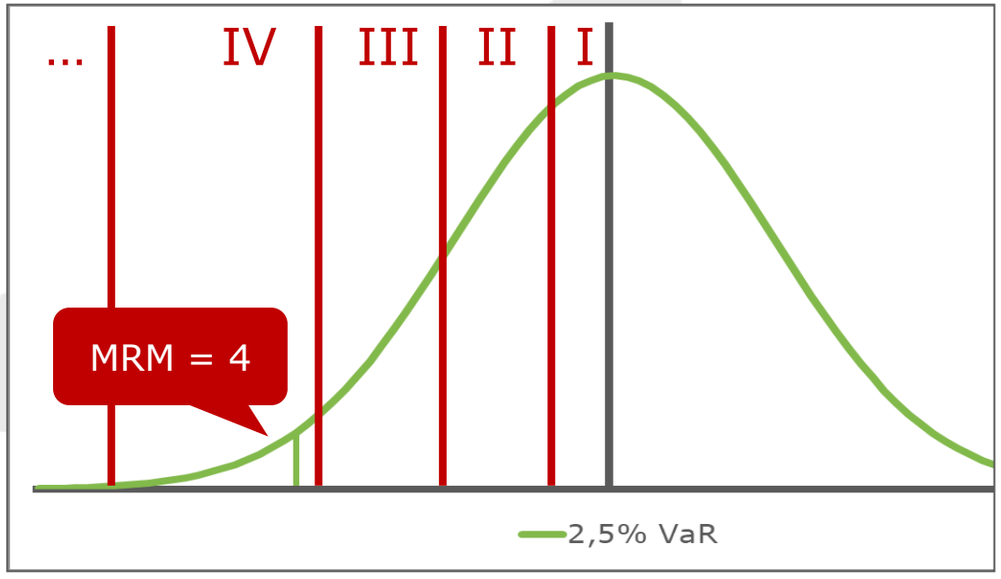
- Stochastische Simulation von Produkten im PIA-Modell
- Ermittlung einer **Chancen-Kennzahl** und einer **Risiko-Kennzahl**
- Einteilung der Produkte in **fünf Chance-Risiko-Klassen** nach folgendem Prinzip



- Quelle: Vortrag von Ralf Korn beim Scientific Day der Deutschen Gesellschaft für Versicherungs- und Finanzmathematik, April 2017

Schicht 3 (private Altersvorsorge)

- Bestimmung eines Gesamtrisikoindikators (Summary Risk Indicator, SRI) von 1–7 zusammengesetzt aus
  - Marktrisiko ➔ Marktrisiko-Wert (sogenanntes „MRM“)
  - Kreditrisiko ➔ Kreditrisiko-Wert (sogenanntes „CRM“)
- Bestimmung des Marktrisikos anhand des 2,5% VaR



Vergleich von Risiken

Sonstige Risiken

Es gibt neben dem Marktrisiko weitere Risiken. Es sollte sorgfältig abgewogen werden, über welche Risiken Verbraucher informiert werden sollten.

- Ausfallrisiko (Bisher betrachtet: PRIIP-KID: ja, PIB nach AltvPIBV: nein)
  - Komponenten: Wahrscheinlichkeit, dass der Produktanbieter ausfällt und Anteil des Vertragswerts, der im Falle eines Ausfalls nicht zur Auszahlung kommt.
    - Schätzbar? Verständlich? Relevant?
    - Dieses Risiko könnte relevanter werden, wenn man im Altersvorsorgedepot auch Einzelaktien zulässt.
- Inflation (Bisher betrachtet: PEPP: ja; PRIIP-KID sowie PIB nach AltvPIBV: nein)
  - relevantes Risiko, da die Kaufkraft der Leistung wichtiger ist als die Anzahl der Euros
  - in der Praxis: langfristig (!) positive Korrelation zw. Inflation und Realwerten (beispielsweise Aktien)
    - Konsequenz: Es gibt Konstellationen, bei denen Produkt A nominal riskanter ist als Produkt B aber Produkt B real riskanter ist als Produkt A, vgl. ifa-Studie: www.ifa-ulm.de/Studie-Inflation.pdf.
    - Wenn nur deterministisches Inflationsziel betrachtet wird oder stochastisches Modell, bei dem Inflation unabhängig von allem anderen schwankt, sind alle Produkte von Inflation gleich betroffen und dieser Effekt wird „übersehen".
- Langlebigkeitsrisiko: das finanzielle Risiko, das aus langem Leben resultiert (bisher betrachtet: überall nein)
  - für die Altersvorsorge besonders relevant, spielt aber in Produktinformationen bisher keine Rolle

Value for Money

Was sich mit Kosten- und Performancekennzahlen messen lässt, und was nicht.

Vergleich von Chancen

Hier kann man sehr viel falsch machen
(und hat das in der Vergangenheit auch oft getan).

Sinnvolle Schätzung von Renditen einzelner Produkte aus historischen Daten ist faktisch unmöglich!

Vergleich von Chancen

Wo liegt das Problem?

Die erwartete Rendite eines Finanzprodukts ist aus mehreren Gründen sehr schwer zu schätzen, insbesondere

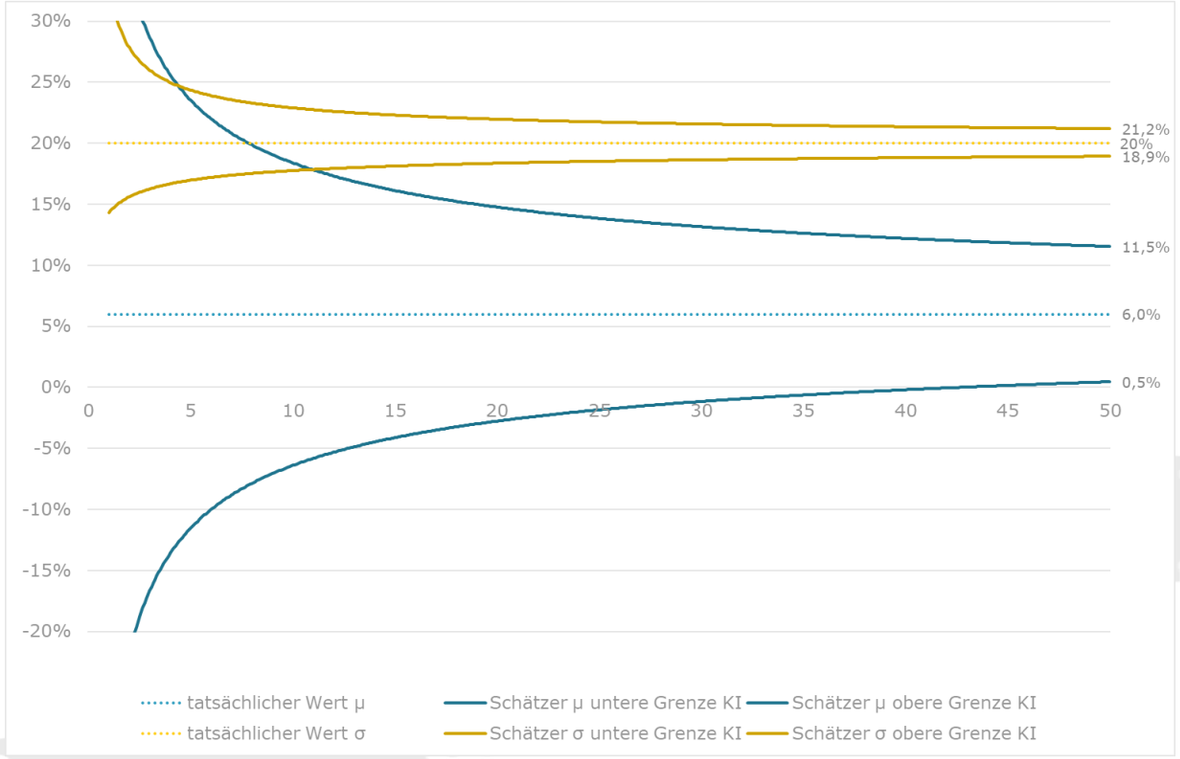
- starke Abhängigkeit vom Zeitraum und von zufälligen Ausschlägen einzelner Produkte
- Rendite ist „strukturell" anders als Risiko. Sofern Produkte eine „übliche Wahrscheinlichkeitsstruktur der Renditen" aufweisen, gilt:
  - Schon mit überschaubarer Datenhistorie wird bei Produkten mit ähnlichem Risiko das Risiko auch ähnlich (und in korrekter Höhe) geschätzt.
  - Selbst bei langer Datenhistorie wird bei Produkten mit ähnlicher Chance die Chance oft unterschiedlich (und falsch) geschätzt.
    - Konsequenz: Selbst im Idealfall, dass die „Zufallsstruktur" der Märkte bekannt ist und sich nicht ändert, dauert es extrem lang, bis die erwartete Rendite eines Produkts ausreichend genau geschätzt werden kann.

Vergleich von Chancen

Wo liegt das Problem?

Konkretes Beispiel: Ein Produkt weist eine erwartete Rendite von 6% und eine Volatilität von 20% auf.

- Bei einem Anlagebetrag von 10.000 € und einem Anlagezeitraum von 30 Jahren liegt die erwartete Leistung in Euro somit bei 57.435 €. Ein Marktbeobachter weiß das aber nicht, sondern kann nur den Kursverlauf beobachten.
- Grafik: In welchem Bereich wird die Schätzung für die erwartete Rendite und die Volatilität mit 95% Sicherheit liegen?



Konsequenz: Mit folgender Datenhistorie kann man sich zumindest 95% sicher sein, dass man die jeweilige Kennzahl auf +/- 10% (in Klammern: auf +/- 1 Prozentpunkt) genau geschätzt hat.

- Risiko:
  - 16 Jahre (64 Jahre) bei monatlichen Beobachtungen
  - 9,4 Monate (3,1 Jahre) bei täglichen Beobachtungen
- Erwartete Rendite: über 1.000 Jahre

Um die erwartete Ablaufleistung auf +/- 10% bzw. +/- 10.000 € genau zu schätzen, braucht man sogar über 10.000 bzw. über 5.000 Jahre.

Vergleich von Chancen

Konsequenzen

Die erwartete Rendite / erwartete Leistung einzelner Produkte ist aus historischen Daten nicht sinnvoll schätzbar.

- Dies gilt für Fondsprodukte wie auch für fondsgebundene Versicherungen.
- Bei klassischen Versicherungen ist das Problem vermutlich etwas geringer.
- Bei fondsgebundenen Garantieprodukten ist das Problem sogar noch größer, da es sich nicht um **ein** Produkt handelt, sondern abhängig von Garantieniveau und Laufzeit eine kundenindividuelle Asset Allocation vorherrscht.

Simulationsansatz (forward looking) erscheint sinnvoller; (z.B. Branchenstandard für PRIIP der Kategorie 4, PIB nach AltvPIBV oder BaFin Merkblatt zu Wohlverhalten)

- Aber: Ergebnisse hängen auch hier sehr stark von Annahmen ab (die man meist aus historischen Daten in Kombination mit Expertenschätzungen ableitet). Da hier von „falschen" Annahmen alle Produkte i.d.R. ähnlich getroffen sind, sollten die Unterschiede zwischen Produkten sinnvoller messbar sein als bei Ansätzen, die auf historischen Daten einzelner Produkte basieren.
- All models are wrong, some are useful → Die Ergebnisse dürfen nicht als „absolute Wahrheit" verstanden werden.
  - Dennoch ist es wichtig, dass die relevanten Aspekte der Produkte auch sinnvoll abgebildet werden.

Meine persönliche Meinung: **In Bezug auf Renditen ist auf absehbare Zeit nur Expertentransparenz möglich.**

- Laientransparenz eher über sinnvollen Bereich möglicher Leistungen (z.B. optimistisch, moderat, pessimistisch) sodass der Fokus eher auf dem Grad der Unsicherheit liegt, was besser schätzbar ist – s.o.

Value for Money

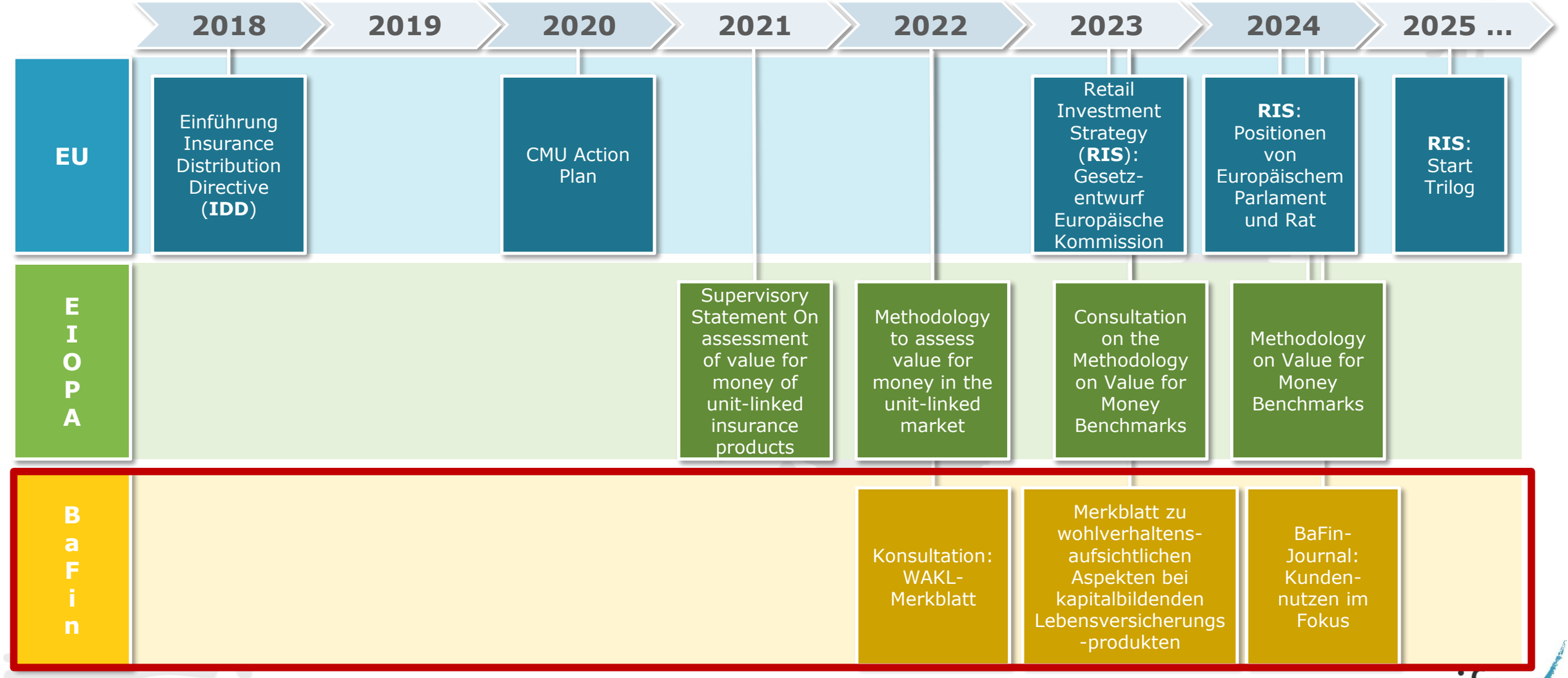
Zwischenfazit: Was sich mit Kosten- und Performancekennzahlen messen lässt, und was nicht.

1. Vergleich von **Kosten** sinnvoll möglich
2. Vergleich von **Marktrisiko** sinnvoll möglich
3. **Inflationsrisiko** relevant aber bei Vergleich muss langfristige Korrelation mit gewissen Anlagen berücksichtigt werden
4. Vergleich von **Renditen einzelner Produkte** schwierig und auf Basis historischer Daten faktisch unmöglich
5. **Langlebigkeitsrisiko** wird meist unterschätzt; Sofern dieses nicht abgesichert ist, sollte man das Risiko transparent erläutern.

Teil 3: Erfahrungen mit dem BaFin-Merkblatt zur Wohlverhaltensaufsicht

Value for Money

Aktueller Stand der Gesetzgebung und Übersicht über aktuelle Entwicklungen



Value for Money

BaFin: Risikoorientierter Aufsichtsansatz

Die BaFin entscheidet risikoorientiert über nähere Befassung mit Einzelunternehmen.

- Verwendete Risikoindikatoren:
  - Effektivkosten (Branchenabfrage), vermutlich wichtigster Indikator

Fondsgebundene Versicherungsanlageprodukte

	Effektivkosten 100 € Monatsbeitrag meistverkauft Anteil an NG: 52%			
	EA=55 n=12	EA=47 n=20	EA=37 n=30	EA=27 n=40
25%-Quantil	2,03%	1,54%	1,30%	1,13%
Median	2,62%	2,00%	1,64%	1,53%
75%-Quantil	3,29%	2,65%	2,35%	2,21%
artihm. Mittel	2,72%	2,15%	1,85%	1,69%

- Vergütungszahlungen an Vermittler (Branchenabfrage)

Aufwendungen für Versicherungsvermittler im Verhältnis zur Beitragssumme

	Vertriebswege gesamt C.1.	C.1.1.	C.1.2.	C.1. - C.2.	C.1. - C.3.	C.1. - C.4.
Versicherungsanlageprodukte (VAP)						
zwei meistverkaufte FLV-VAP						
						Beitragssumme 32,1 Mrd. €
75%-Quantil	4,35%	3,60%	0,63%	5,47%	5,70%	5,83%
Median	3,34%	2,87%	0,30%	4,15%	4,40%	4,46%
25%-Quantil	2,69%	2,17%	0,03%	3,24%	3,55%	3,62%
gew. Mittel	3,79%	3,01%	0,78%	4,54%	4,95%	6,22%

- Ergänzende Kriterien
  - Stornoquote (BerVersV)
  - ...

vorz. Abgang / mittl. Best.	3,10%
25%-Quantil	2,67%
Median	3,37%
75%-Quantil	3,96%

vorzeitiger Abgang bei fondsgebundenen Sparprodukten in 2021

Value for Money

Erste Erfahrungen: Rede von Frau Wiens bei der Handelsblatt-Tagung August 2024

„Manche der geprüften Lebensversicherer genügen als Produkthersteller bei Weitem nicht den Vorgaben unseres Merkblatts aus dem vergangenen Jahr."

„Wir haben verschiedene Möglichkeiten einzugreifen: Wir können beispielsweise den Vertrieb von Produkten oder den Vertrieb über bestimmte Vertriebsgesellschaften untersagen. Wir können aber auch Maßnahmen gegenüber einzelnen Vorstandsmitgliedern verhängen, wenn deren fachliche Eignung angesichts von Missständen in Frage steht."

zum risikoorientierten Aufsichtsansatz:
„Und diese Lebensversicherer und ihre Produkte schauen wir uns dann näher an. Bisher sind das 13 Unternehmen und weitere werden folgen."

Quelle: BaFin, August 2024
Foto: BaFin/Matthias Sandmann

„Bei den Produkten mehrerer Unternehmen betrugen die Effektivkosten zu dem Zeitpunkt, zu dem die Hälfte der Kundinnen bzw. Kunden ihre Verträge vorzeitig gekündigt hatte, vier Prozent oder mehr. […]
Würden Sie solche Produkte guten Freunden empfehlen?"

„Bei einigen Produkten haben wir zudem sehr hohe Stornoquoten gesehen. […] Die Effektivkosten sind dann auch entsprechend hoch. Ein angemessener Kundennutzen dürfte für ein solches Produkt nicht gegeben sein."

„Und wenn einzelnen Kostenpositionen kein Kundennutzen gegenübersteht, dann betrachten wir das als Missstand."

Value for Money

BaFin-Merkblatt 01/2023 (VA) – Unternehmenseigene Feststellung eines angemessenen Kundennutzens

Kundennutzen aus Sicht der BaFin: Merkblatt 01/2023 (VA) zu wohlverhaltensaufsichtlichen Aspekten bei kapitalbildenden Lebensversicherungsprodukten, 8. Mai 2023

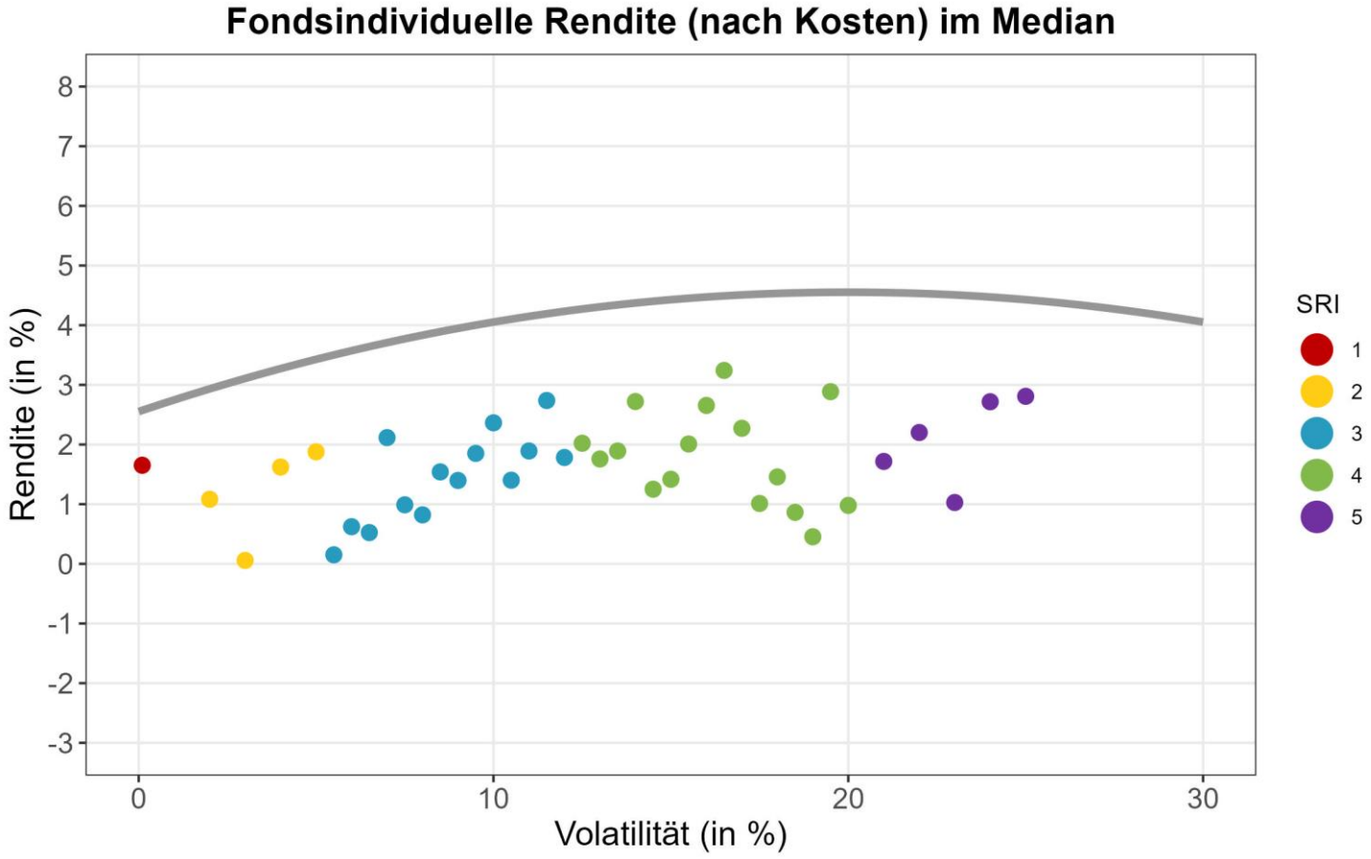
15 Die LVU haben für die Prüfung des Kundennutzens kapitalbildender Lebensversicherungsprodukte unter Berücksichtigung der Produkteigenschaften und externer Faktoren (wie z.B. Kapitalmarktverhältnissen) ***Renditeziele zu formulieren, die im Einklang mit den Erwartungen des von ihnen bestimmten Zielmarktes stehen****. Dabei sollten die LVU auch prüfen, ob die Angehörigen des Zielmarktes nicht nur eine positive Rendite nach Kosten, sondern auch eine* ***positive Rendite nach Kosten und Inflation anstreben****.[6] Bei solchen Produkten würden die zum Zielmarkt gehörenden VN dann regelmäßig mindestens eine* ***Rendite z.B. in Höhe einer begründeten Inflationserwartung*** *anstreben („realer Anlageerfolg"). […] Ein angemessener Kundennutzen setzt voraus, dass das formulierte* ***Renditeziel mit hinreichender Wahrscheinlichkeit erreicht wird****. Dies ist im Rahmen der Produktprüfung mit* ***geeigneten stochastischen Analysen*** *zu prüfen.*

- Definiere Zielmarkt für das Produkt
  - ggfs. Segmentierung in Teilzielmärkte, z.B. nach Risiko/Rendite-Verhältnis, z.B. für FLV Einteilung nach „Summary Risk Indicator" (SRI) des Fonds
- Zielrendite festlegen, die Kunden des Zielmarktes erwarten
  - häufig verwendet: nominales Renditeziel oberhalb der langfristigen Inflationserwartung der EZB von 2%
  - ggfs. Differenzierung nach Teilzielmärkten
  - aber auch andere Ansätze denkbar, z.B. Renditeziel als Überrendite ggü. eines risikofreien Investments
- übliche Interpretation: Rendite im Median-Szenario, aber auch andere Betrachtungsweisen denkbar und sinnvoll!
- für stochastische Analysen regelmäßig verwendeter Ausgangspunkt: DAV-Branchenstandard für PRIIP der Kategorie 4 (PIA-Modell)

Quantitative Zielmarktanalyse: beispielhaftes Vorgehen in der Praxis

In der Praxis regelmäßig verwendeter Ausgangspunkt: PIA-Modell

- Basis: **PIA-Kalibrierung 2024**
- Beispiel-Produkt: FLV-Vertrag gegen Einmalbeitrag
  - Laufzeit: 20 Jahre, Kosten Versicherungsmantel: 0,85%, Fondskosten zwischen 0,3% und 3,3%

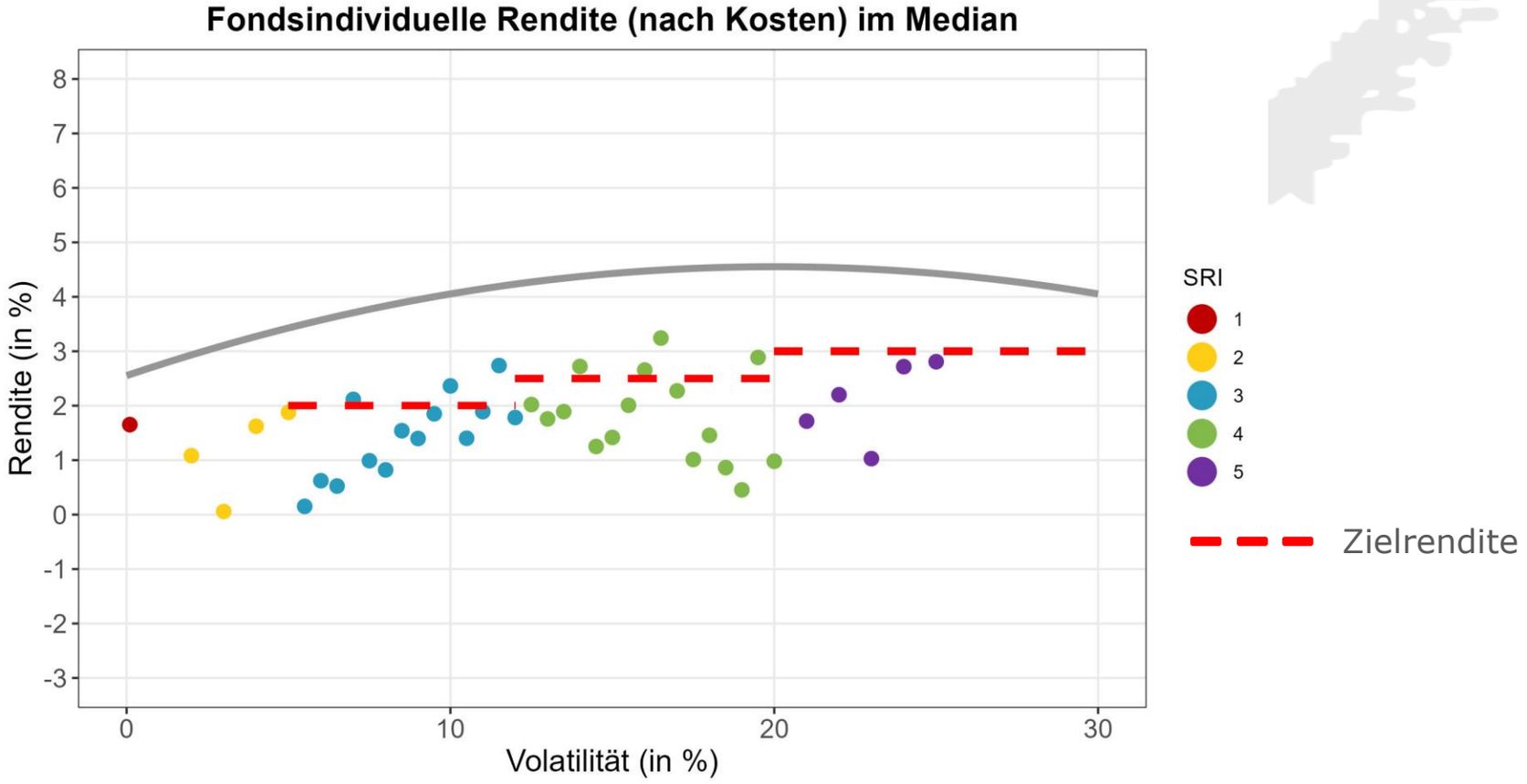


© Juni 2025

Quantitative Zielmarktanalyse: beispielhaftes Vorgehen in der Praxis

In der Praxis regelmäßig verwendeter Ausgangspunkt: PIA-Modell

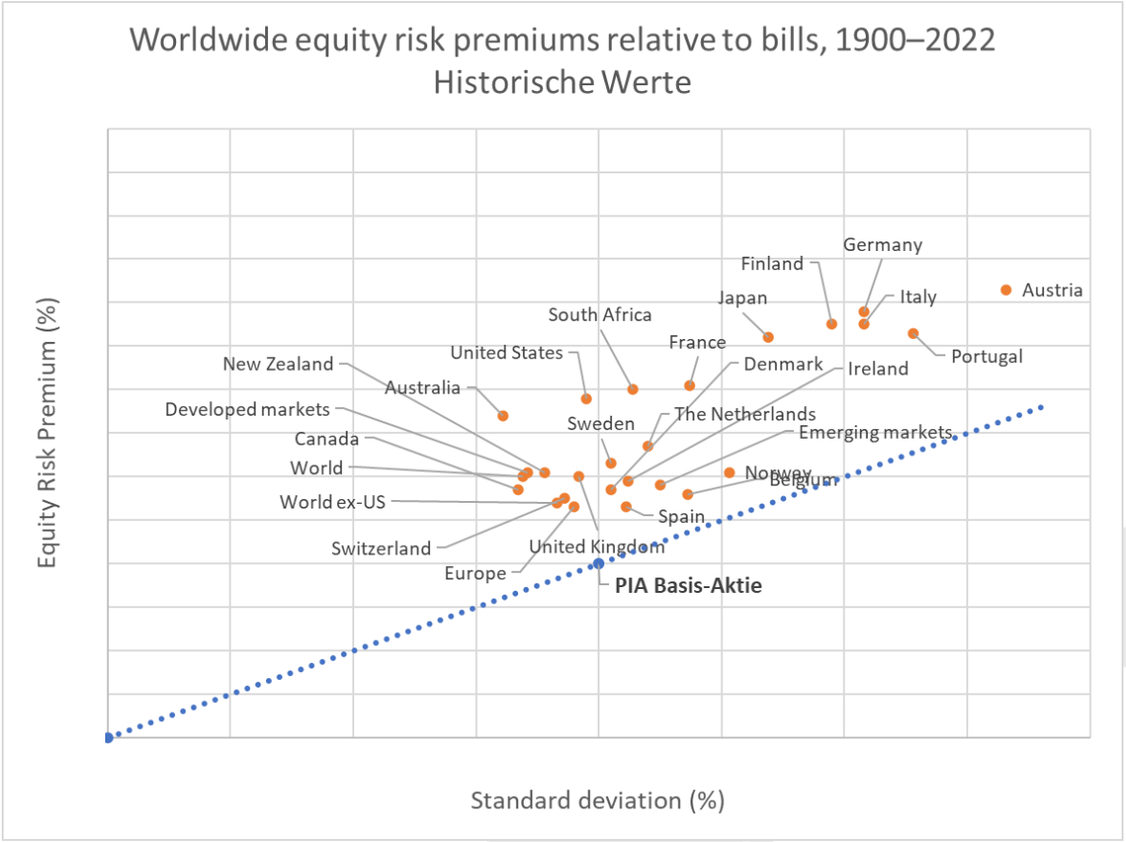
- Basis: **PIA-Kalibrierung 2024**
- Beispiel-Produkt: FLV-Vertrag gegen Einmalbeitrag
  - Laufzeit: 20 Jahre, Kosten Versicherungsmantel: 0,85%, Fondskosten zwischen 0,3% und 3,3%



© Juni 2025

Exkurs: Ein möglicher Ansatz für eine eigene Kalibrierung der Aktienrisikoprämie

Vergleich mit historischen Aktien-Überrenditen



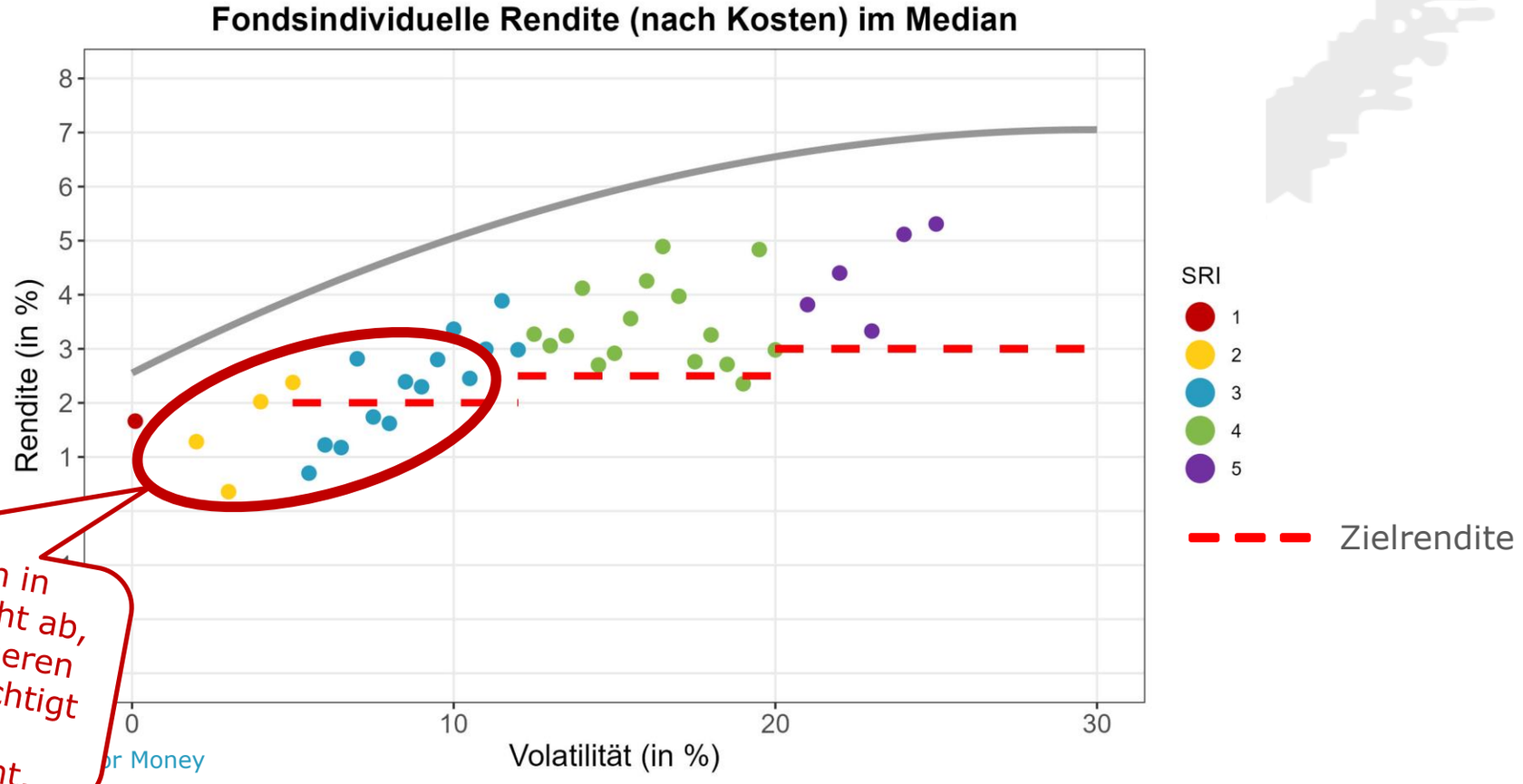
Quelle: Dimson et al. (2023) Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2023, eigene Darstellung.

Im Vergleich mit weltweiten historischen Aktien-Überrenditen erscheint die betrachtete **Kalibrierung eher konservativ**.

Quantitative Zielmarktanalyse: beispielhaftes Vorgehen in der Praxis

In der Praxis regelmäßig verwendeter Ausgangspunkt: PIA-Modell

- Basis: **PIA-Kalibrierung 2024, mit höherer Aktienrisikoprämie**
- Beispiel-Produkt: FLV-Vertrag gegen Einmalbeitrag
  - Laufzeit: 20 Jahre, Kosten Versicherungsmantel: 0,85%, Fondskosten zwischen 0,3% und 3,3%



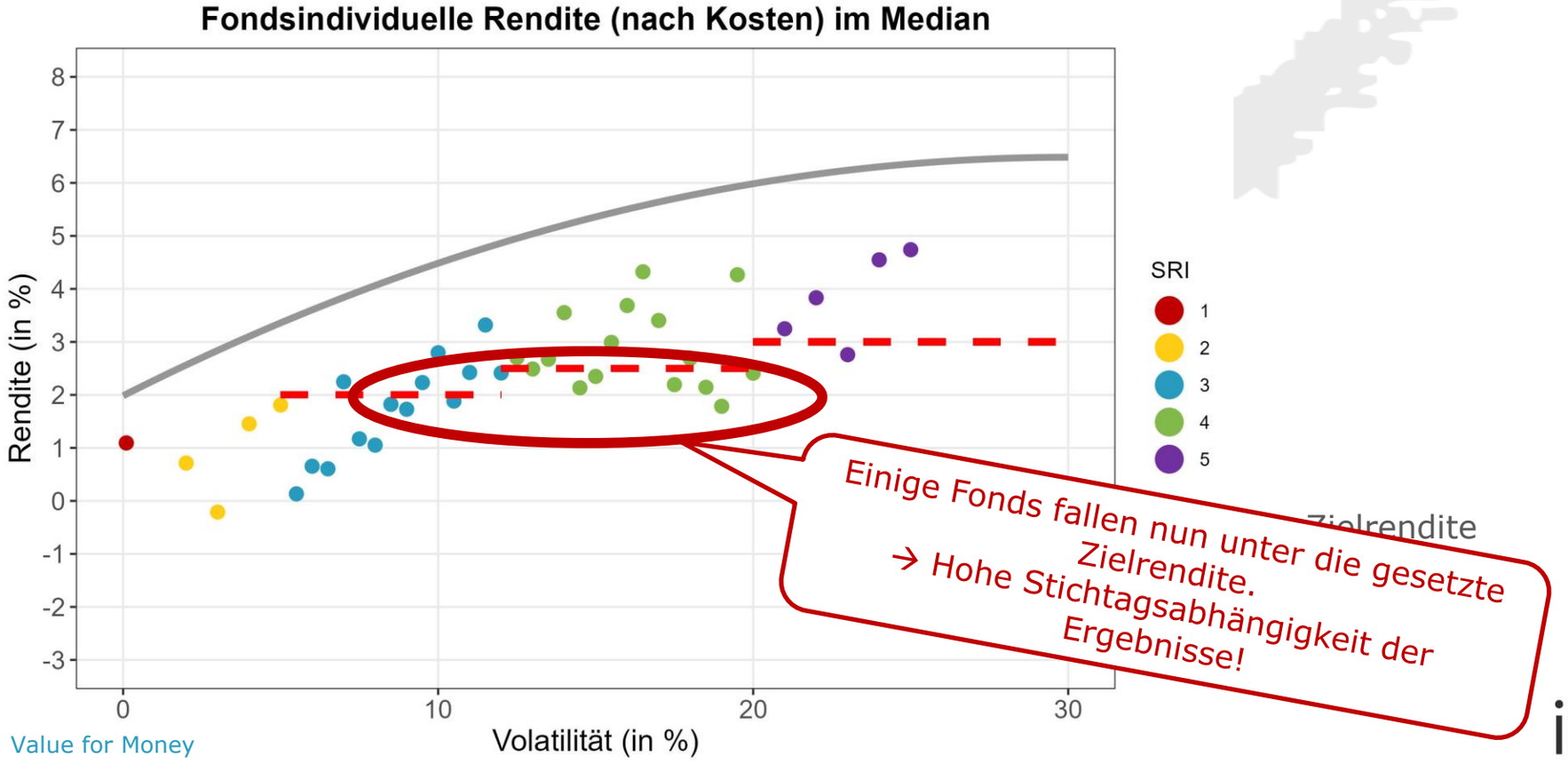
Aktive Fonds schneiden in typischen Modellen schlecht ab, da im Modell zwar die höheren Kosten der Fonds berücksichtigt sind, der „Wert eines Fondsmanagers" aber nicht.

© Juni 2025

Quantitative Zielmarktanalyse: beispielhaftes Vorgehen in der Praxis

In der Praxis regelmäßig verwendeter Ausgangspunkt: PIA-Modell

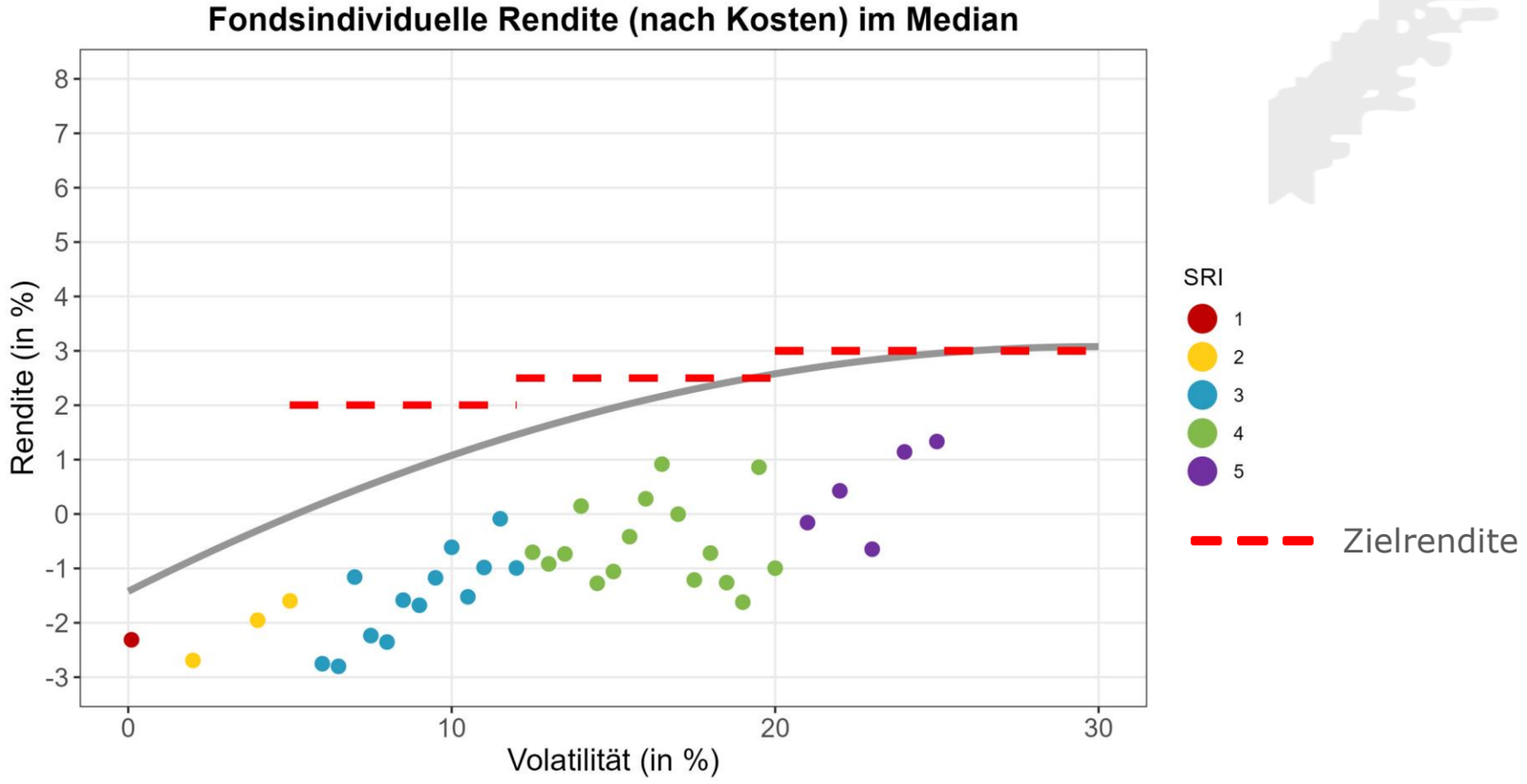
- Basis: **PIA-Kalibrierung 2025, mit höherer Aktienrisikoprämie**
- Beispiel-Produkt: FLV-Vertrag gegen Einmalbeitrag
  - Laufzeit: 20 Jahre, Kosten Versicherungsmantel: 0,85%, Fondskosten zwischen 0,3% und 3,3%



Quantitative Zielmarktanalyse: beispielhaftes Vorgehen in der Praxis

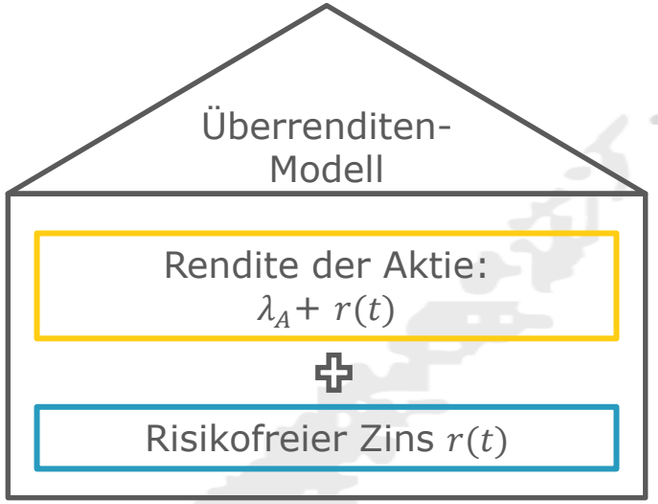
In der Praxis regelmäßig verwendeter Ausgangspunkt: PIA-Modell

- Ein extremes Beispiel zur Illustration: **PIA-Kalibrierung 2022 (April Version), mit höherer Aktienrisikoprämie**
- Beispiel-Produkt: FLV-Vertrag gegen Einmalbeitrag
  - Laufzeit: 20 Jahre, Kosten Versicherungsmantel: 0,85%, Fondskosten zwischen 0,3% und 3,3%



© Juni 2025

Wieso können die Ergebnisse von Stichtag zu Stichtag stark schwanken?



- Das PIA-Modell modelliert Aktien als **Geldmarktkonto + Aktienrisikoprämie + Effekte aus Aktienvolatilität**.
- Änderungen in der Rendite des Geldmarktkontos übertragen sich daher 1 zu 1 auf die Rendite der modellierten Aktien.
- Aber Chance- und Risikomaß des betrachteten Produkts werden von der PIA mit Kennzahlen von Musterportfolien verglichen, die im selben Modell gerechnet wurden.

  ➔ Änderungen in der Kalibrierung haben idealerweise keinen Einfluss auf die Chance-Risiko-Klasseneinteilung.
- Bei der **quantitativen Zielmarktüberprüfung im Rahmen des Produktgenehmigungsverfahrens ist hingegen eine andere Herangehensweise weit verbreitet:**
  - Es wird (Status Quo) üblicherweise die Median-Rendite eines Produktes mit einer fixen Zielrendite verglichen

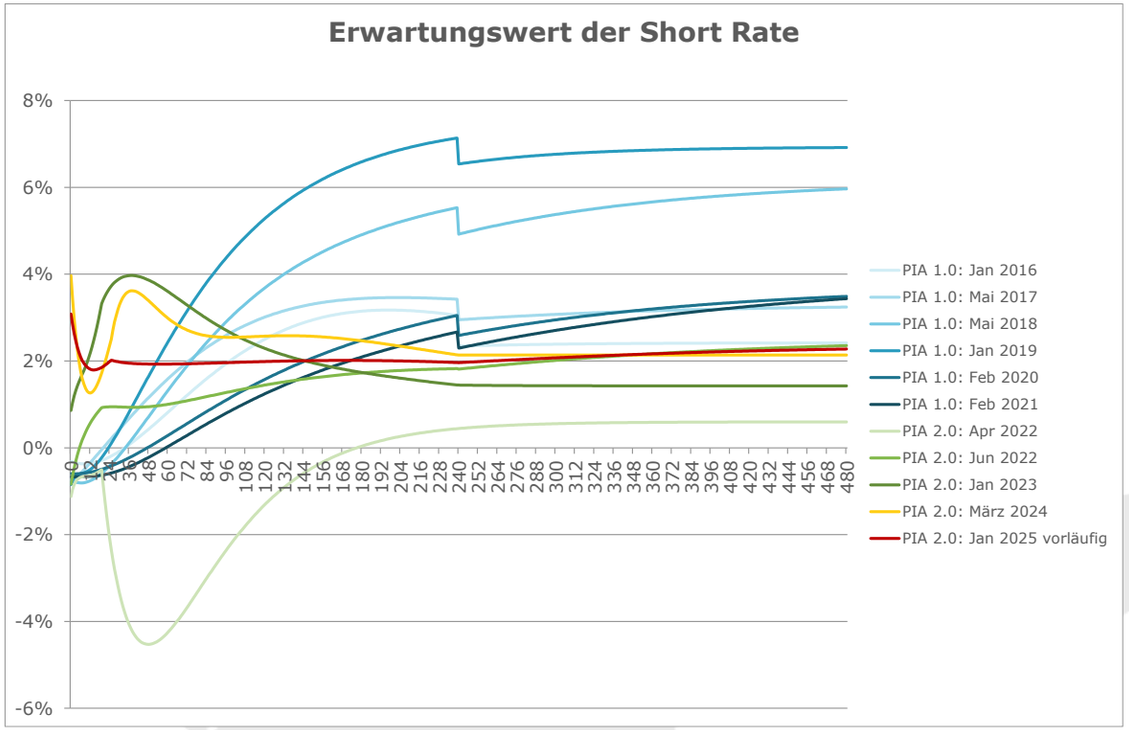
  ➔ Jeder Basispunkt weniger verringert den Abstand zur Zielrendite und das kann das Überprüfungsergebnis beeinflussen.

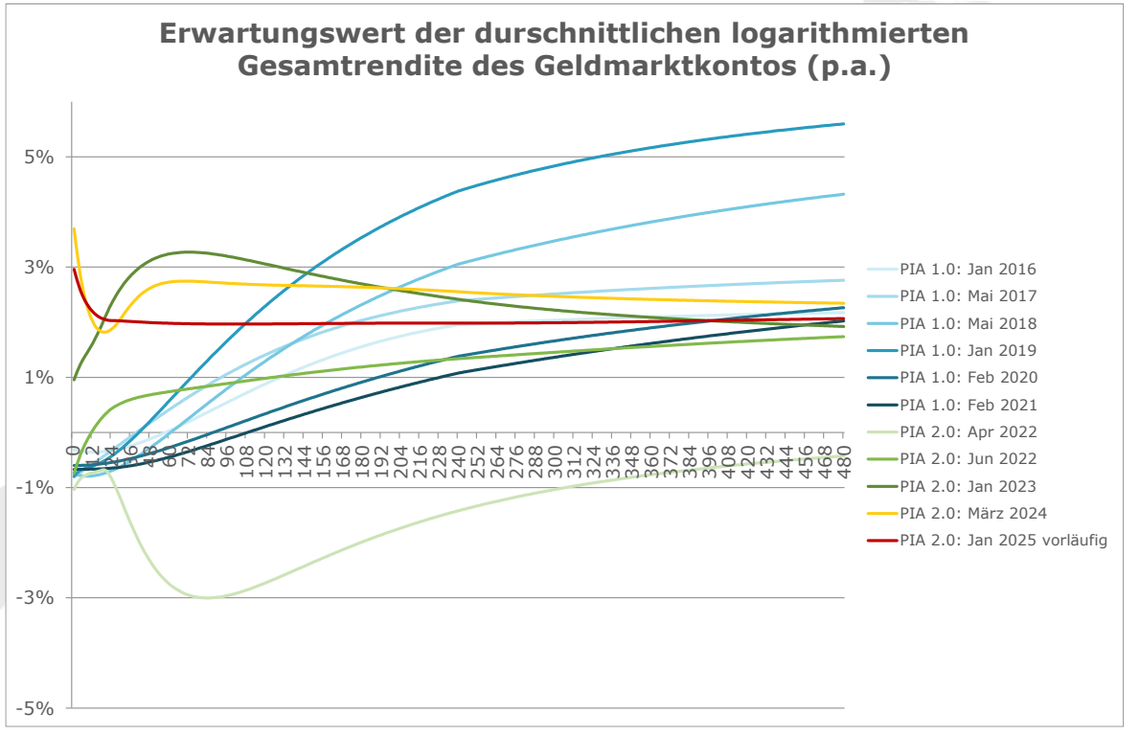
  ➔ Im Zeitverlauf deutlich schwankende Ergebnisse bieten Potenzial, dass die Einschätzung zu Fonds und Produkt übermäßig häufig angepasst werden muss.

  ➔ **Hohe Stichtagsabhängigkeit in den Ergebnissen**

Wieso können die Ergebnisse von Stichtag zu Stichtag stark schwanken?

- Die Zinskalibrierung im PIA-Modell ist eine Stichtagskalibrierung und die resultierenden mittleren Renditen des modellierten Geldmarktkontos weisen deutliche Schwankungen auf.
- Das für die Aktienmodellierung relevante Zinsniveau ist in der Kalibrierung 2025 im Vergleich zu 2024 deutlich gesunken (im Mittel je nach Laufzeit ca. 30-70 bps weniger Rendite).





Unsicherheit vs. Informationsgewinn: Kalibrierung unter volatilen Marktbedingungen

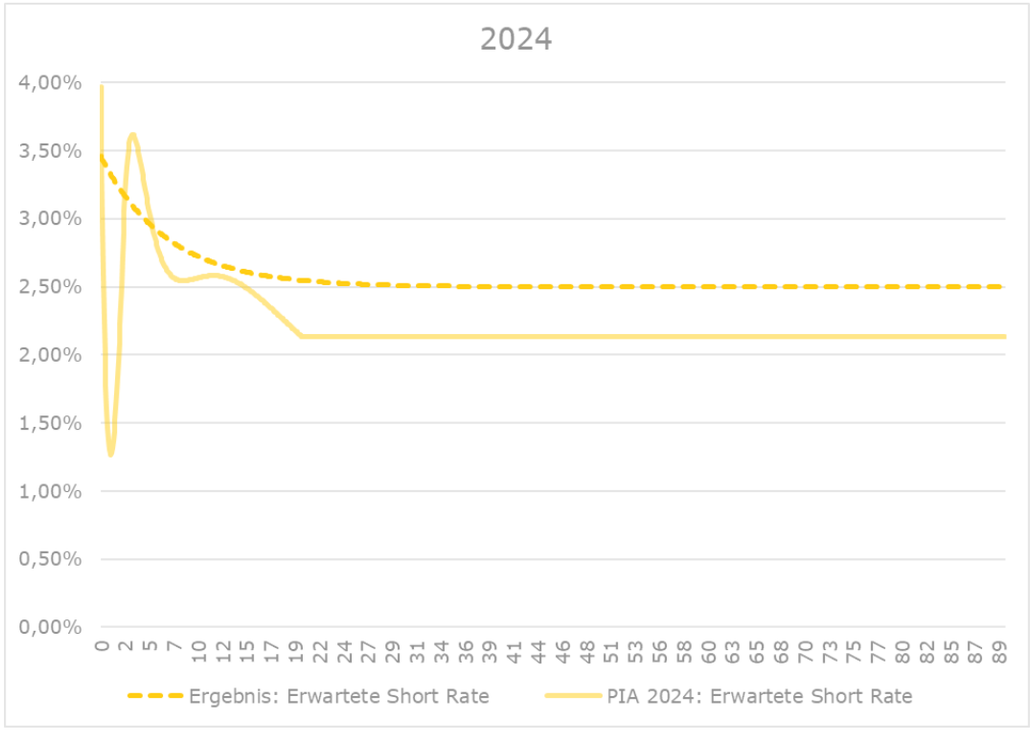
- Die Unsicherheit über die künftige Marktentwicklung ist derzeit außerordentlich hoch.
  - Selbst unter stabilen Marktbedingungen sind Schätzungen von Lageparametern mit hoher Unsicherheit behaftet (s. Teil 2).
  - In einem Umfeld wie dem aktuellen gilt das umso mehr.
- Durch aktuelle Entwicklungen am Kapitalmarkt wird die Unsicherheit prägnant illustriert.
  - Aber wie groß ist der Informationsgewinn, den wir für die Modellierung des langfristigen Renditeniveaus, z.B. für die Jahre 2030-2065, im Vergleich zum letzten Kalibrierungsstichtag erhalten haben, tatsächlich?
  - Rechtfertigt der Informationsgewinn eine deutliche Veränderung des langfristig erwarteten Renditeniveaus (z.B. im Jahr 2050) zwischen zwei Kalibrierungsstichtagen?
- Modelle und Kalibrierungen können und sollen keine verlässlichen Prognoseinstrumente sein.
  - Vielmehr dienen sie dazu, mögliche Entwicklungspfade abzubilden und die Eigenschaften unterschiedlicher Produkte unter verschiedenen Szenarien zu beleuchten.
  - Das heißt insbesondere:
    - Eine **stichtagsbezogene Neukalibrierung des Modells ist nicht immer zielführend** – stattdessen soll der Zugewinn an Informationen berücksichtigt werden und **eine langfristig stabile Kalibrierung** angestrebt werden.
    - Auf den Median zu blicken, reicht womöglich nicht aus – die **gesamte Verteilung ist entscheidend**, um den potenziellen Kundennutzen vollständig zu erfassen.

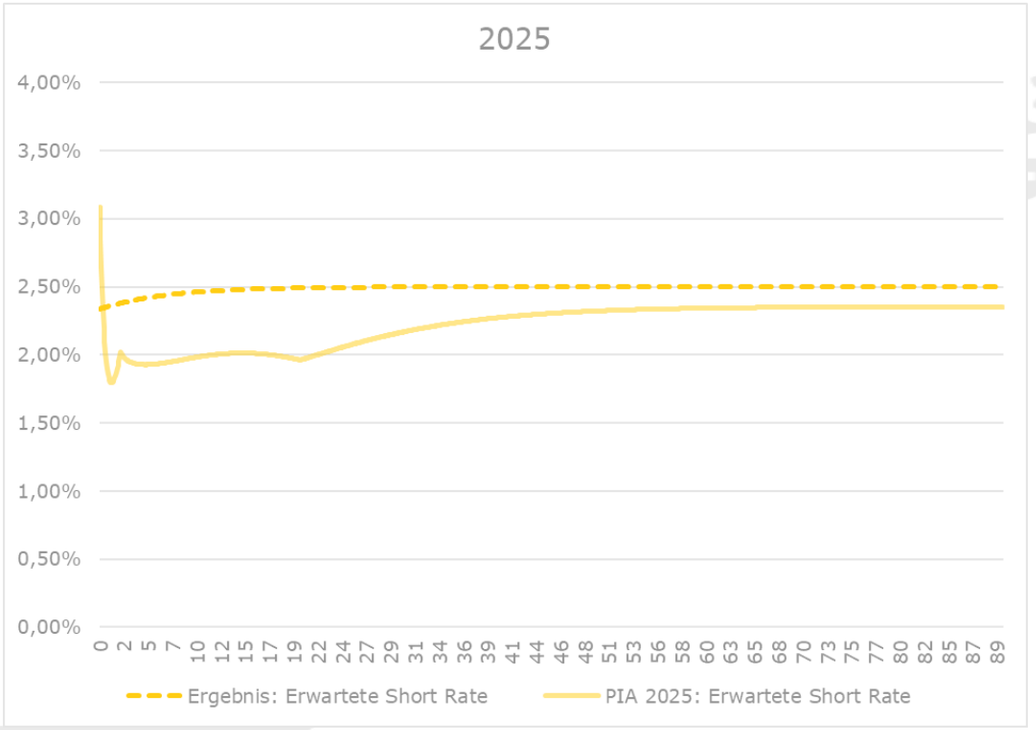
Alternativer Kalibrierungsansatz

- **Ziel: Reduktion der Stichtagsabhängigkeit der Ergebnisse durch klare Vorgaben an die Eigenschaften der relevanten modellierten Anlageklassen.**
  - zunächst **Fokus auf die Aktienmodellierung**
  - Ansatz: **angemessene Aktienrisikoprämie** und **klare Vorgabe an den Verlauf der erwarteten Short Rate**
- **1. Schritt: Vorgabe an den Verlauf der Short Rate mittels:**
  - Startwert
    - im Folgenden beispielhaft verwendet: 2024: 3,5%; 2025: 2,3% (Orientierung an 1y-Marktzinsen)
    - nur dieser ändert sich von Stichtag zu Stichtag
  - langfristiger Wert = langfristig erwartete Inflationsannahme + langfristig erwarteter Realzins
    - im Folgenden beispielhaft verwendet: 2,5% (eher konservativ?)
  - Parameter für die Steuerung des Übergangs vom Startwert auf den langfristigen Wert
    - im Folgenden beispielhaft verwendete Annahme: temporäre Zinsdifferenzen zum langfristigen Wert haben eine Halbwertszeit von ca. 5 Jahren
- **2. Schritt: Übersetzung in Modellparameter des PIA-Modells**
  - **wesentlicher Vorteil: bestehende Modell-Implementierungen können ohne Anpassungen verwendet werden**
  - Resultat: Nelson-Siegel-Svensson Parameter für initiale Zinskurve

Alternativer Kalibrierungsansatz

1. Schritt: Vorgabe an die erwartete Short Rate



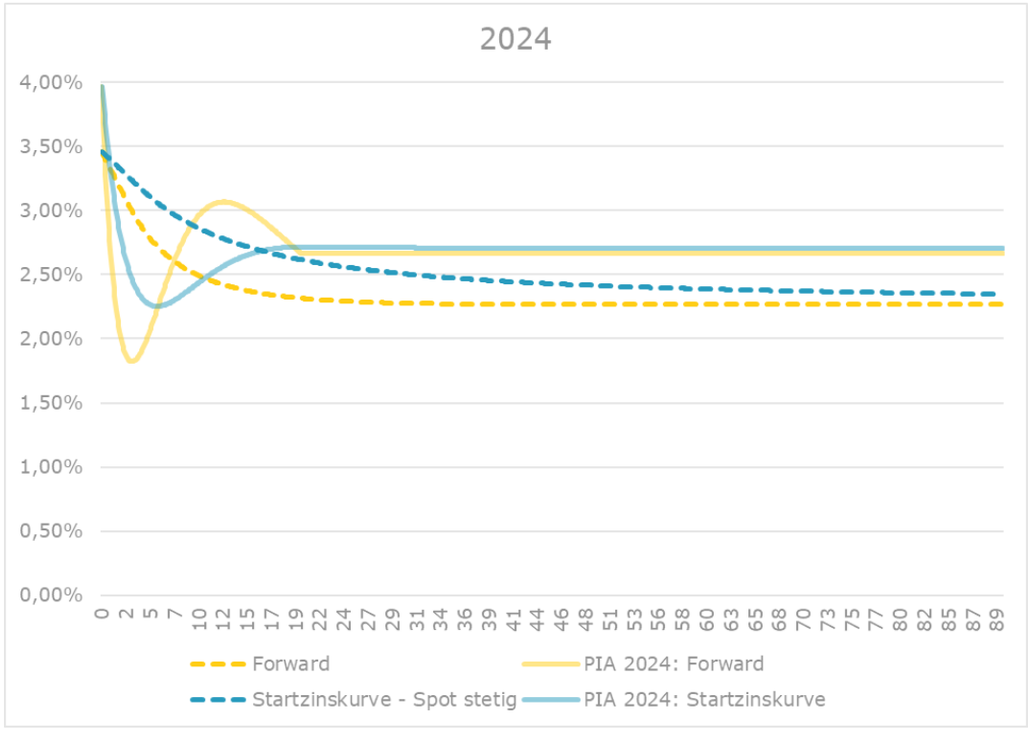


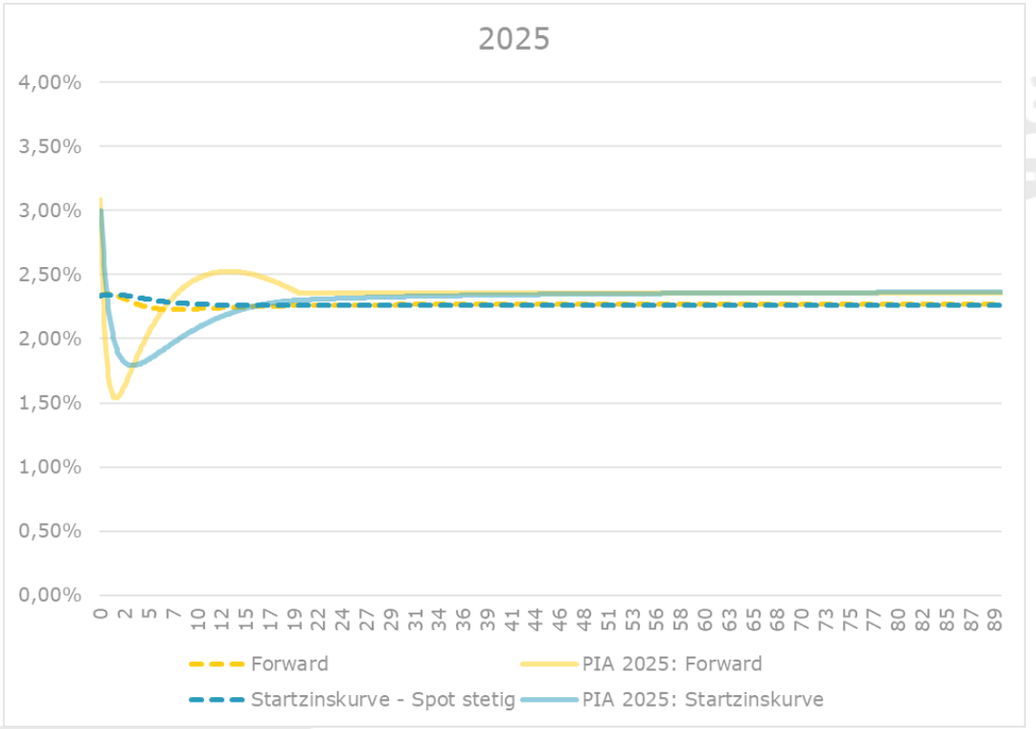
- stichtagsabhängige Auslenkung am kurzen Ende, dann Übergang zu stabiler langfristiger Erwartung
- Übergangsgeschwindigkeit kann vom Anwender vorgegeben werden

Alternativer Kalibrierungsansatz

2. Schritt: Übersetzung in Modellparameter des PIA-Modells

Deep Dive



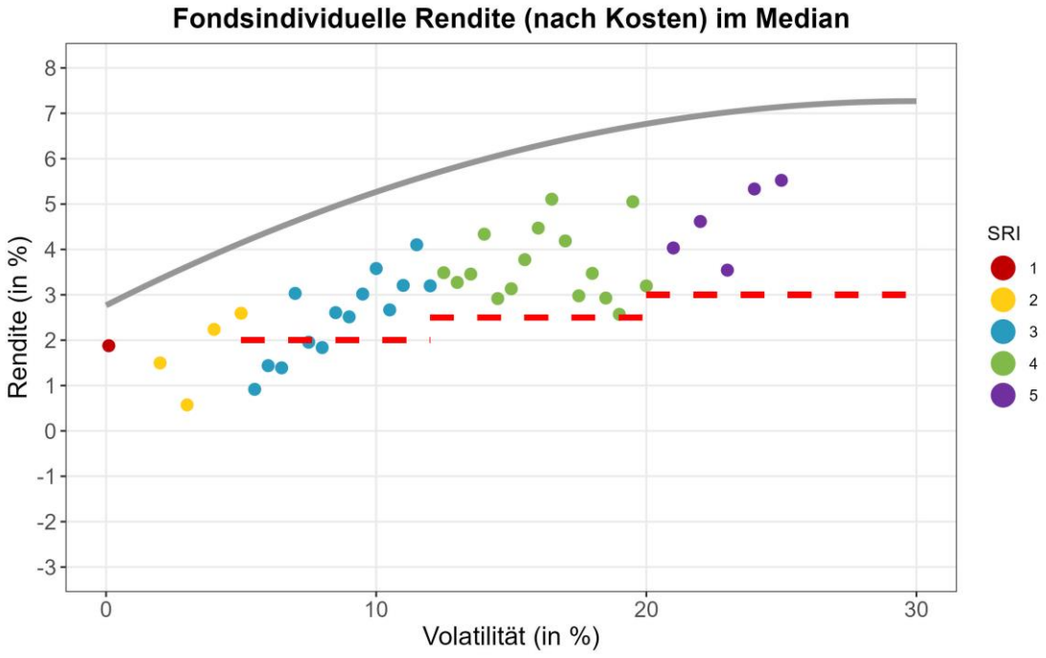


- Durch die stabile langfristige Zinserwartung verhält sich das lange Ende der Zinskurve zwischen zwei Kalibrierungsstichtagen recht stabil.
- Das kurze Ende berücksichtigt das aktuelle Marktumfeld.

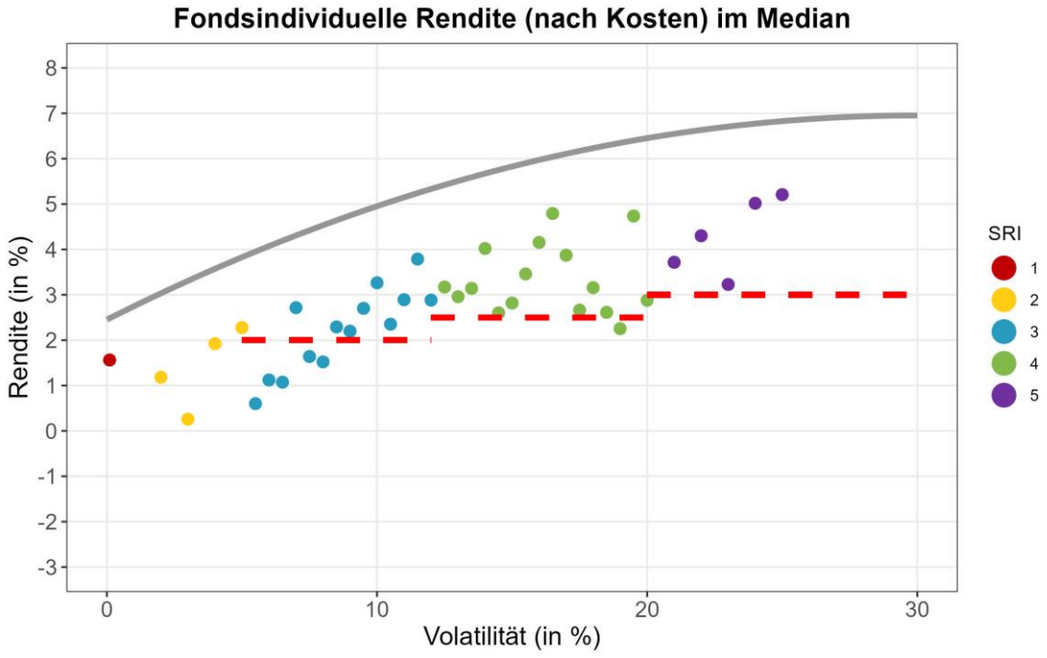
Alternativer Kalibrierungsansatz

Ergebnisse

Stichtag 2024



Stichtag 2025



- **stabilere Ergebnisse durch feinere Berücksichtigung des Informationsgewinns**
- Im verwendeten Überrenditemodell führt der Zinsrückgang natürlich immer noch zu einer leichten Verschlechterung der Ergebnisse.

Alternativer Kalibrierungsansatz

Ausblick: weitere mögliche Verfeinerungen

- **Eigene Kalibrierung der Volatilitätsparameter**
  - Die PIA kalibriert die Volatilitätsparameter in einer Stichtagskalibrierung an Marktpreise geeigneter Zinsderivate.
  - grundsätzlich auch eigene Kalibrierung denkbar, z.B. zu anderem Stichtag, an andere Zinsinstrumente, oder ganz anderer Ansatz basierend auf historisch beobachteten Zinsbewegungen
- **Modellierung von Risikoprämien für langfristige Zinstitel (Maturity Premium, Term Premium)**
  - Im Mittel erzielen langlaufende (z.B. 10-jährige) Anleihen eine höhere Rendite als kurzlaufende Anleihen.
  - in der Literatur typischerweise genannte Größenordnung: 100bps
  - relevant unter anderem für Rendite des modellierten Sicherungsvermögens
  - zusätzliche Abbildung im Modell über geeignete Verwendung von Zins-Risikoprämien grundsätzlich denkbar, im Detail aber komplex
- **Verwendung eines Renditeziels, das mit dem Zinsumfeld „atmet"**
  - Motivation: Im Niedrigzinsumfeld würden Konkurrenzprodukte auch deutlich weniger Rendite liefern.
  - Vorteil: höhere Stabilität der Ergebnisse, wenn sich Modell und Renditeziel im Gleichklang mit der Zinsentwicklung bewegen
  - Nachteil: Absolut betrachtet könnte das Renditeziel in Zeiten niedriger Zinsen ggfs. unter die langfristige Inflationserwartung von 2% fallen.

Kontaktdaten

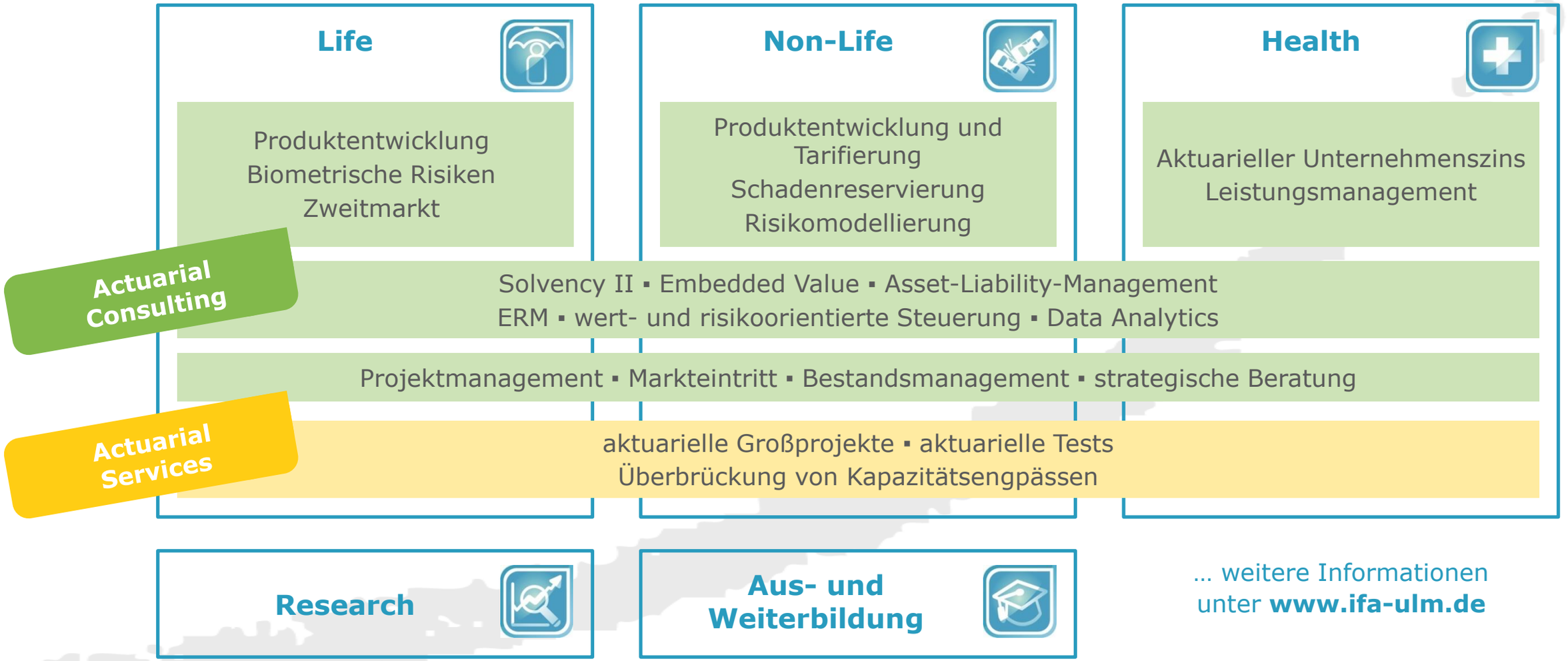
LinkedIn:

Prof. Dr. Alexander Kling
+49 (731) 20 644-242
a.kling@ifa-ulm.de

LinkedIn:

Dr. Arne Freimann
+49 (731) 20 644-253
a.freimann@ifa-ulm.de

Beratungsangebot



… weitere Informationen
unter **www.ifa-ulm.de**

Formale Hinweise

- Dieses Dokument ist in seiner Gesamtheit zu betrachten, da die isolierte Betrachtung einzelner Abschnitte möglicherweise missverständlich sein kann. Entscheidungen sollten stets nur auf Basis schriftlicher Auskünfte gefällt werden. Es sollten grundsätzlich keine Entscheidungen auf Basis von Versionen dieses Dokuments getroffen werden, welche mit „Draft" oder „Entwurf" gekennzeichnet sind. Für Entscheidungen, welche diesen Grundsätzen nicht entsprechen, lehnen wir jede Art der Haftung ab.
- Dieses Dokument basiert auf unseren Marktanalysen und Einschätzungen. Wir haben diese Informationen vor dem Hintergrund unserer Branchenkenntnis und Erfahrung auf Konsistenz hin überprüft. Eine unabhängige Beurteilung bzgl. Vollständigkeit und Korrektheit dieser Information ist jedoch nicht erfolgt. Eine Überprüfung statistischer bzw. Marktdaten sowie mit Quellenangabe gekennzeichneter Informationen erfolgt grundsätzlich nicht. Bitte beachten Sie auch, dass dieses Dokument auf Grundlage derjenigen Informationen erstellt wurde, welche uns zum Zeitpunkt seiner Erstellung zur Verfügung standen. Entwicklungen und Unkorrektheiten, welche erst nach diesem Zeitpunkt eintreten oder offenkundig werden, können nicht berücksichtigt werden. Dies gilt insbesondere auch für Auswirkungen einer möglichen neuen Aufsichtspraxis.
- Unsere Aussagen basieren auf unserer Erfahrung als Aktuare. Soweit wir bei der Erbringung unserer Leistungen im Rahmen Ihrer Beratung Dokumente, Urkunden, Sachverhalte der Rechnungslegung oder steuerrechtliche Regelungen oder medizinische Sachverhalte auslegen müssen, wird dies mit der angemessenen Sorgfalt, die von uns als professionellen Beratern erwartet werden kann, erfolgen. Wenn Sie einen verbindlichen Rat, zum Beispiel für die richtige Auslegung von Dokumenten, Urkunden, Sachverhalten der Rechnungslegung, steuerrechtlichen Regelungen oder medizinischer Sachverhalte wünschen, sollten Sie Ihre Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer oder medizinische Experten konsultieren.
- Dieses Dokument wird Ihnen vereinbarungsgemäß nur für die innerbetriebliche Verwendung zur Verfügung gestellt. Die Weitergabe – auch in Auszügen – an Dritte außerhalb Ihrer Organisation sowie jede Form der Veröffentlichung bedarf unserer vorherigen schriftlichen Zustimmung. Wir übernehmen keine Verantwortung für irgendwelche Konsequenzen daraus, dass Dritte auf diese Berichte, Ratschläge, Meinungen, Schreiben oder anderen Informationen vertrauen.
- Jeglicher Verweis auf ifa in Zusammenhang mit diesem Dokument in jeglicher Veröffentlichung oder in verbaler Form bedarf unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung. Dies gilt auch für jegliche verbale Informationen oder Ratschläge von uns in Verbindung mit der Präsentation dieses Dokumentes.