

---

# Garantien „AAAA“ – Vier Anmerkungen zur Zukunft der Lebensversicherung

Dr. Michael Pannenberg, Aktuar DAV, Köln

---

Workshop „The Future of Life Insurance“  
Kolloquium Versicherungs- und Finanzmathematik, Institut für Mathematische Stochastik, Kompetenzzentrum Versicherungswissenschaften  
Leibniz Universität Hannover, 16. Mai 2013

---

---

## Gliederung

---

- Garantien AAAA
  - **A**ufräumen
  - **A**lternative Garantien
  - **A**ndere Reservierung, Hedging und Solvenz
  - **A**bschnittsgarantien
- Sind die Garantien zu hoch?
- Sind die Garantien zu lang?
- Sind die Garantien zu spät ausfinanziert?

## Gliederung

- Garantien AAAA

- **A**ufräumen
- **A**lternative Garantien
- **A**ndere Reservierung, Hedging und Solvenz
- **A**bschnittsgarantien
- Sind die Garantien zu hoch?
- Sind die Garantien zu lang?
- Sind die Garantien zu spät ausfinanziert?

Aufräumen: Garantien, deren Wert höher ist als ihre Wertschätzung, können entfernt werden, ohne das Garantieprodukt nachhaltig zu beschädigen

Niedriger Rechnungszins (0%) für Leistungen aus der Überschussbeteiligung oder aus der Fondsp performance

Keine neuen Garantien im Rentenübergang

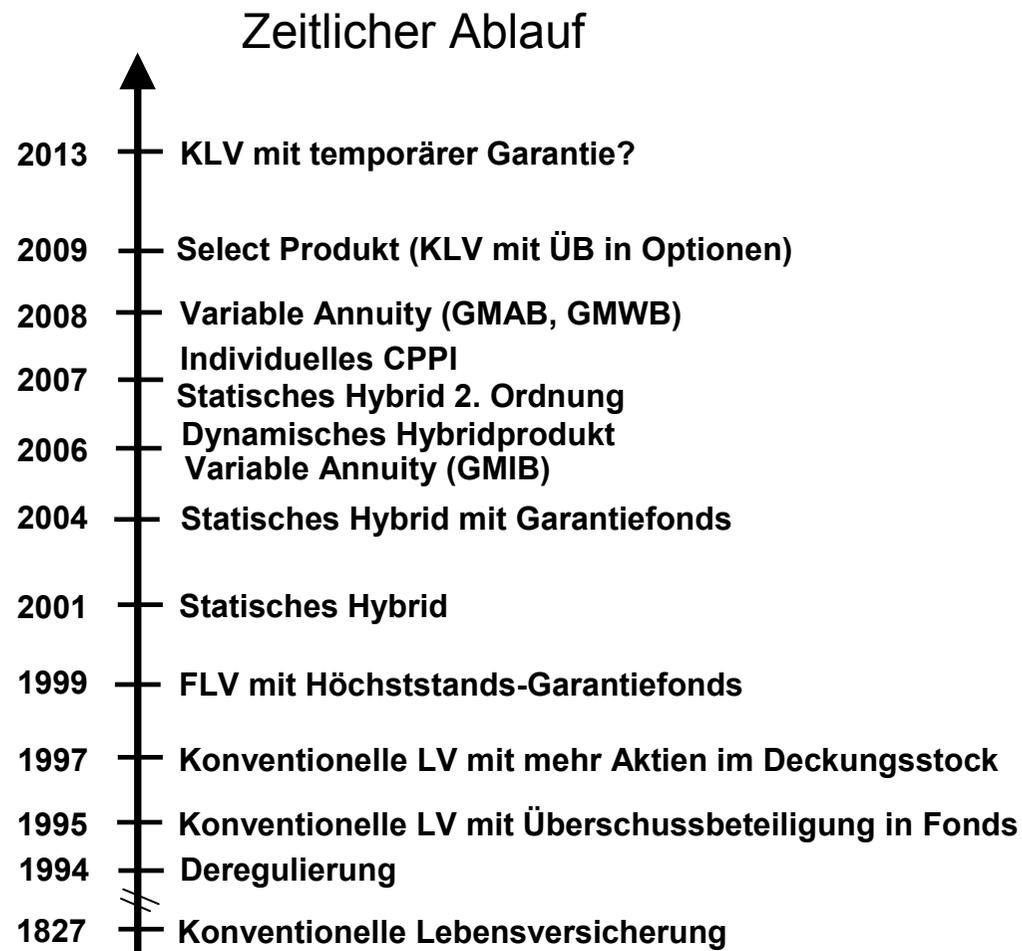
- Beim Übergang von der Aufschiebzeit in den Rentenbezug werden widerrufliche Leistungen aus der Schlussgewinnbeteiligung nicht garantiert, sondern bleiben weiter kürzbar

Schlussüberschussbeteiligung im Rentenbezug

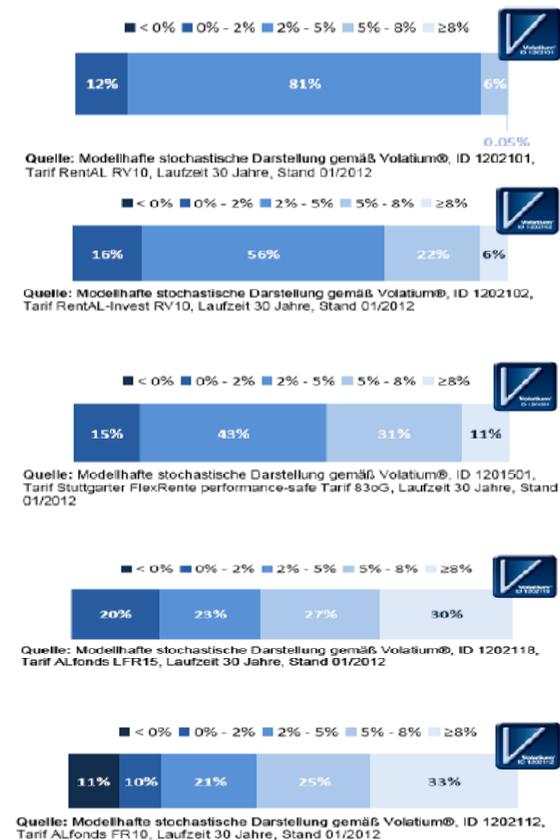
- Alle Bonusrenten im Rentenbezug konventioneller und fondsgebundener Produkte werden nur widerruflich gegeben („Rentengewinnanteil“ wie Schlussgewinnbeteiligung)

Anpassungsmöglichkeit für den Rechnungszins bei optionalen Leistungserhöhungen (Dynamik, Zuzahlungen, ...)

# Alternative Garantien: Sie bringen wesentliche Erkenntnisse und Fortschritte, können aber konventionelle Garantien nicht vollständig ersetzen



## Risikoklassen



Alle Zeitangaben „ohne Gewähr“. Die zeitliche Darstellung ist nicht maßstabsgerecht

## Andere Reservierung: Das DAV-Konzept zum neuen Höchstrechnungszins sichert die Verträglichkeit mit Zinsstruktur und UFR in Solvency II

### Zweistufiger Höchstrechnungszins für die Reservierung

- Der Höchstrechnungszins unterteilt sich in einen anfänglichen (initialen) und einen abschließenden (finalen) Wert.
- Beide Werte werden bereits zu Beginn der Versicherung endgültig festgelegt.

### Initialer Höchstrechnungszins für die ersten 15 Jahre

- 5-Jahres-Mittel der Null-Kupon-Euro-Zinsswap-Sätze der Deutschen Bundesbank mit der Laufzeit 10 Jahre mit
  - Sicherheitsabschlag
  - Rundung auf 0,25%

### Finaler Höchstrechnungszins ab dem 16. Jahr

- Langfristige Zinsannahme in Höhe der Ultimate Forward Rate von vermutlich 4,2%
  - Sicherheitsabschlag
  - Rundung auf 0,25%
  - Begrenzung durch Initialzins

---

## Andere Reservierung: Das DAV-Konzept zum neuen Höchstrechnungszins ermöglicht die Berücksichtigung eines optimierten ALM in der Reserve

---

### Produkt ohne Rechnungszins genau dann, wenn

- das Unternehmen speziell für das ALM dieses Produktes bereits bei Produkteinführung eine wirksame Sicherungsbeziehung zwischen der Garantieverpflichtung des Produkts als Grundgeschäft und geeigneten Kapitalanlagen als Sicherungsinstrumenten etabliert hat,
- es diese Sicherungsbeziehung als Bewertungseinheit bilanziell abbildet
- und die Bewertung mit einem festen Rechnungszins dazu führen würde, dass der Jahresabschluss kein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage vermittelt.

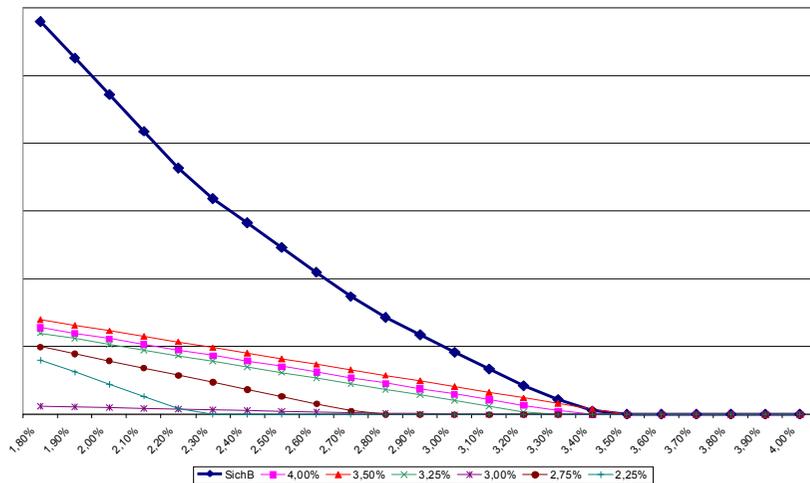
## Andere Reservierung: Hedging allein ist nicht die Lösung, aber die Optimierung des ALM durch Einbeziehung von Hedging wird Teil der Lösung sein

	<b>Actuaries' Choice Reserving</b>	<b>Investment Officers' Choice Hedging</b>
<b>Lebensmotto der Edlen</b>	Spare in der Zeit, dann hast Du in der Not. (Sprichwort)	Wo aber Gefahr ist, wächst das Rettende auch. (Hölderlin)
<b>Produkt-Management: Pricing</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erwartungswert + Sicherheitsmarge. Folglich Preise kollektiv und generationsübergreifend.</li> <li>• Gewinnmarge Anbieter nicht a priori im Preis fixiert und intransparent.</li> <li>• Eintritt in kollektive Puffer- und Garantie-Niveaus. Folglich Preise anbieterabhängig.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marktwert replizierender Anlagen, evtl. Sicherheitszuschläge. Folglich Preise individuell und stichtagsbezogen.</li> <li>• Gewinnmarge Anbieter a priori fixiert und (theoretisch) transparent.</li> <li>• Keine Ausgleiche in Kollektiv und Zeit. Folglich Preise anbieterunabhängig und vergleichbar.</li> </ul>
<b>Produkt-Management: Features</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zulässige Risiken im Pricing-Ansatz: Nahezu alle.</li> <li>• Spar-Prozess: Rechnungsmäßige Erwartungswerte + diskretionäre Aufteilung nicht verbrauchter Puffer zwischen Individuum, Kollektiv, VU.</li> <li>• Ausstieg: Auf Buchwert-Basis, Abschlag wg. Kollektivwirkung.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zulässige Risiken im Pricing-Ansatz: Beschränkung auf replizierbare.</li> <li>• Spar-Prozess: Marktwertiger Verlauf des individuellen Vermögensstocks.</li> <li>• Ausstieg: Auf Marktwert-Basis, Abschlag kein Preisbestandteil.</li> </ul>

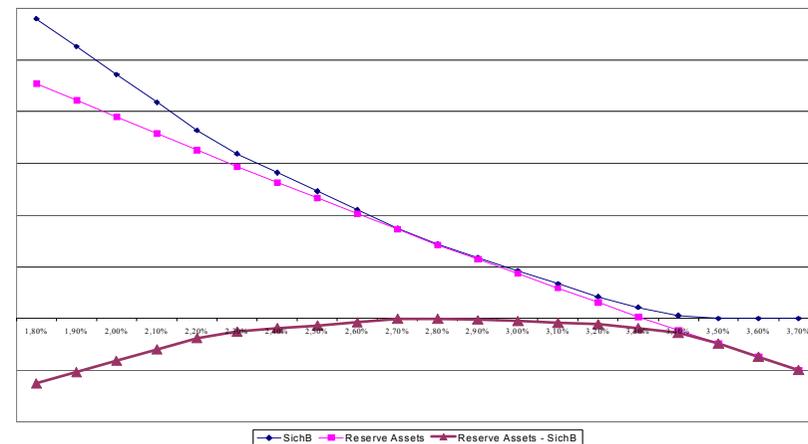
Quelle: „Reserving is not Hedging – Garantien im heutigen Zinsumfeld“; Vortrag von Dr. Dietmar Osenberg, ERGO, AFIR-Tagung November 2010

# Andere Reservierung: Die Zinszusatzreserve (auch) aus Bewertungsreserven zu finanzieren trotz volatiler Zinsen ist zentrale Aufgabe der Zukunftssicherung

Sicherungsbedarf und ZZR nach Rechnungszinsen als Funktion des Zinsniveaus



Sicherungsbedarf, Bewertungsreserven und Differenz als Funktion des Zinsniveaus



Schematische Darstellung

---

Abschnittsgarantien: Dieses Konzept ist noch nicht ausgereift. Vor allem fehlt eine tragfähige und schlagkräftige Marketingstrategie im Übergang.

---

## Klausur zum Spezialwissen Leben, Aufgabe 6, Oktober 2012

Aus der Produktentwicklung erhalten Sie folgende E-Mail von einem befreundeten Kollegen:

*Wir untersuchen gerade mögliche Produkte mit Abschnittsgarantie.*

*Das Produktmanagement hat uns sehr deutlich erklärt, diese Produkte seien unverkäuflich, weil die garantierten Leistungen zu klein seien und gegenüber heutigen Tarifen zu stark absinken.*

*Ich habe deshalb jetzt einfach mal ausprobiert, ob man nicht den anfänglichen Rechnungszins so anheben kann, dass sich bei einem Mustervertrag genau die gleiche garantierte Leistung ergibt wie beim durchgängigen Ansatz von 1,75% für alle Jahre.*

*Das geht im Beispiel tatsächlich: Wenn ich in den ersten  $s$  Jahren  $i = 3,3\%$  wähle und danach in den letzten Jahren auf  $0\%$  heruntergehe, kommen in meinem Standardbeispiel die gleiche gezillmerte Nettoprämie und die gleiche Leistung heraus wie wenn ich in allen Jahren  $1,75\%$  ansetze.*

*Das Produktmanagement findet das Ganze klasse – aber was meinst du?*

## Abschnittsgarantien: Ist die Spreizung der Überschussbeteiligung aufsichtsrechtlich neu zu bewerten und wird dann der Schlüssel zum Markterfolg?

- Mit der Begründung „Garantien kosten Geld“ hatten etliche Versicherer im Jahr 2004 Verträgen mit hohem Garantiezins weniger Zinsüberschüsse zugewiesen als Verträgen mit niedrigem Garantiezins
- Diese risikoadjustierte Gesamtverzinsung wurde von der BaFin unter Hinweis auf den Gleichbehandlungsgrundsatz unterbunden (Presseerklärung vom 1.4.2004)
  - Die aktuariellen Modelle wurden dabei inhaltlich nicht angezweifelt. Sie ergaben u.a., dass
    - das quantitative Ausmaß einer Zinsspreizung materiell irrelevant ist, wenn die Zinsen hoch und wenig volatil sind bzw. die Unternehmen über eine sehr gute Kapitalausstattung verfügen,
    - die Zinsspreizung sehr schnell materiell sehr relevant wird, wenn die Zinsen niedrig und hoch volatil sind bzw. die Kapitalausstattung der Unternehmen bereits geschwächt ist.
  - Bemängelt wurden die fehlende Unterscheidung bei der Zuschlüsselung der Erträge aus einer einheitlichen Kapitalanlage und das Fehlen entsprechender Differenzierungen in der Gewinnanalyse, entsprechende Differenzierungen in der Kapitalanlage sowie Transparenzaspekte und Vertrauensschutz
  - Eine ganze Reihe anders motivierter Spreizungen gilt als zulässig
    - Zwangsspreizung bei Gesamtverzinsung unterhalb des Garantiezinses (als „Darlehen mit späterer Tilgung“)
    - Spreizung der Gesamtverzinsung zum Ausgleich reduzierter oder fehlender Schlussüberschüsse (fällige Renten) oder allgemeiner unterschiedlicher Solvenzkosten
    - Spreizung der Gesamtverzinsung zum Ausgleich unterschiedlicher Bemessungsgrundlagen für den Zinsträger
    - Kollektive Gegenfinanzierung von Nachreservierungen (Biometrie, Zins, ...)
- **Ein großer Marktteilnehmer hat öffentlich angekündigt, die Gesamtverzinsung parallel angebotener „Abschnittsgarantieprodukte“ durch Spreizung zu erhöhen.**

## Gliederung

- Garantien AAAA
  - **A**ufräumen
  - **A**lternative Garantien
  - **A**ndere Reservierung, Hedging und Solvenz
  - **A**bschnittsgarantien
- Sind die Garantien zu hoch?
- Sind die Garantien zu lang?
- Sind die Garantien zu spät ausfinanziert?

## Die Finanzmarktkrise hat den Glauben zerstört, man könne zu jeder Zeit immer Zinserträge von 2% und mehr sicher erzielen

- Die politische und volkswirtschaftliche „Gewissheit“, dass in den entwickelten Ökonomien „immer“ wieder ein bestimmtes Mindest-Zinsniveau vorherrsche oder kurzfristig zurückkehre, ist nachhaltig erschüttert
  - Regional: Japan, Schweiz, ...
  - Finanzmarktkrise mit extrem niedrigen und extrem volatilen Zinsen
  - „Finanzielle Repression“: Staatsschuldenkrise mit Entschuldung durch Niedrigzinsen unter Inkaufnahme von Kollateralschäden für (Altersvorsorge-) Sparer
- Vor diesem Hintergrund sind die jeweils einjährig fälligen Garantiezusagen konventioneller Lebensversicherungen „zu hoch“.
  - Dies gilt sowohl für das Niveau typischer historischer Zinsgarantien als auch
  - für die „pro rata temporis“ Methodik und
  - die eingebetteten „Cliquet-Optionen“ aus der laufenden Überschussbeteiligung

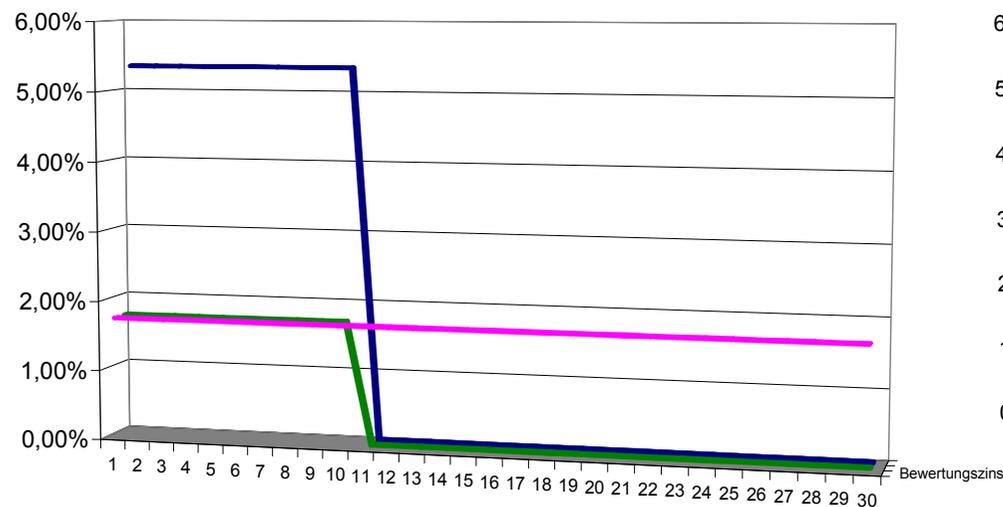
## Gliederung

- Garantien AAAA
  - **A**ufräumen
  - **A**lternative Garantien
  - **A**ndere Reservierung, Hedging und Solvenz
  - **A**bschnittsgarantien
- Sind die Garantien zu hoch?
- Sind die Garantien zu lang?
- Sind die Garantien zu spät ausfinanziert?

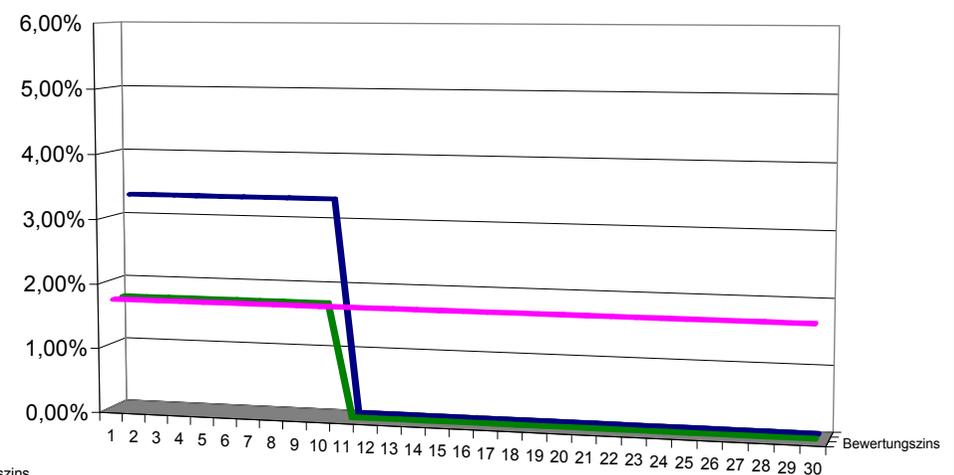
## Die Refinanzierung langfristiger Verbindlichkeiten durch kurzfristige Forderungen ist ein von der Finanzmarktkrise bedrohtes Geschäftsmodell

- Die Finanzmarktkrise hat alle Geschäftsmodelle, die langfristige Verbindlichkeiten mit kurzfristigen Kapitalerträgen refinanzieren, in große Probleme gestürzt oder vom Markt verschwinden lassen.
- Letztlich ist die konventionelle Lebensversicherung trotz aller bilanziellen und ökonomischen Stütz- und Puffermaßnahmen ein solches „bedrohtes Geschäftsmodell“: In diesem Sinn sind die Garantien „zu lang“.
  - Der steuerlich bedingte Wechsel von Kapitalversicherungen zu Rentenversicherungen als dominierendem Produkttyp deutscher Lebensversicherer hat die durchschnittliche Laufzeit der Verpflichtungen in etwa verdoppelt. In der Produktgestaltung wurde hierauf nicht reagiert.
  - Baudarlehen werden mit Zinsbindung i.a. nur bis zu 15 Jahren vergeben.
  - Marktgehandelte Derivaten und Optionen haben selten Laufzeiten über 5 Jahre
  - Das Risikomanagement von Investmentbanken beschränkt Garantiezusagen in der Regel strikt und ausnahmslos (z.B. auf höchstens 30 Jahre).

## Sind Abschnittsgarantien die richtige Antwort?



■ Bewertungszins ■ Prämienzins Szenario 1 ■ Prämienzins Szenario 2



■ Bewertungszins ■ Prämienzins Szenario 1 ■ Prämienzins Szenario 3

Basisszenario

Prämienzins = Bewertungszins = 1,75%

Szenario 1

Prämienzins = 1,75% (Jahr 1 – 10), 0% danach, Bewertungszins = 1,75%

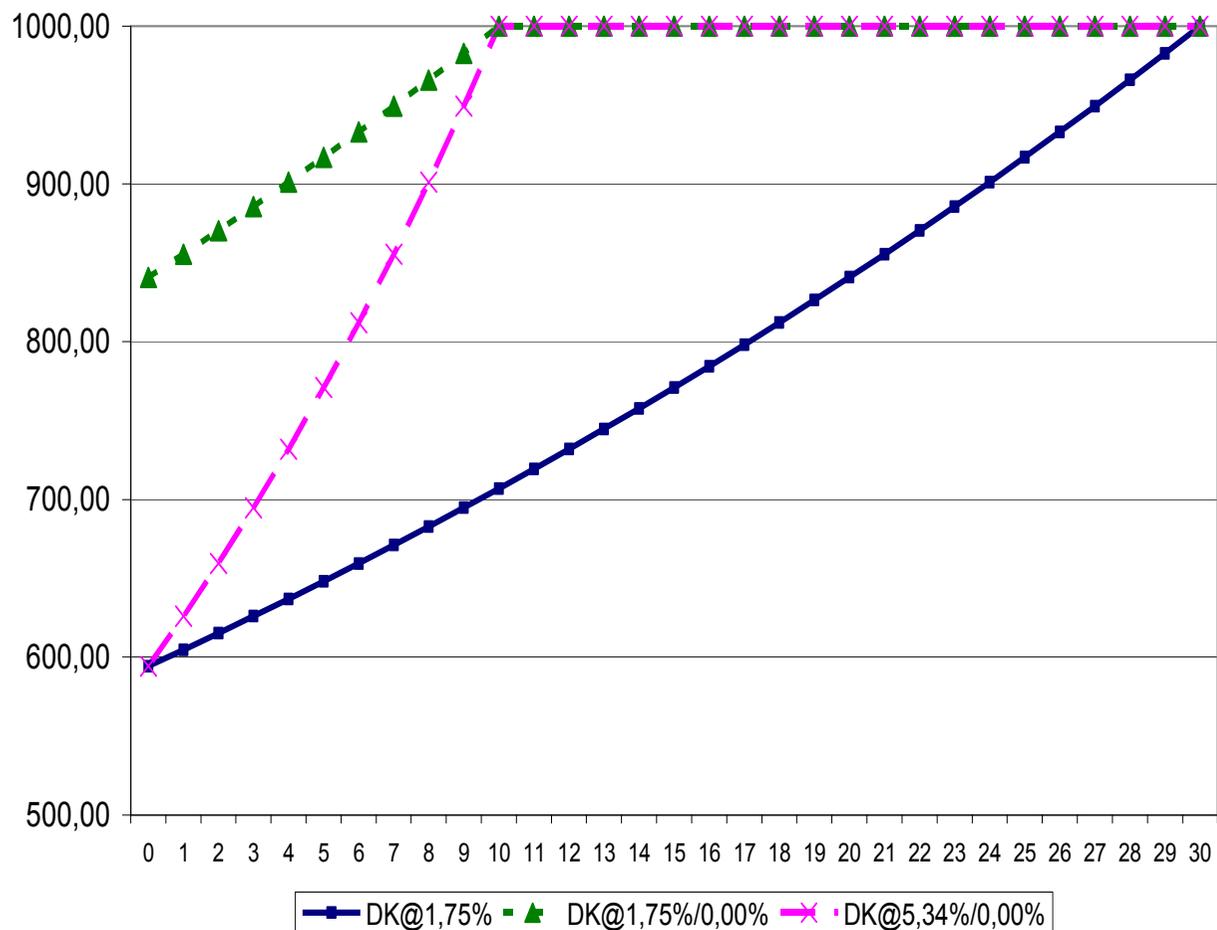
Szenario 2

Prämienzins = 5,34% (Jahr 1 – 10), 0% danach, Bewertungszins = 1,75%

Szenario 3

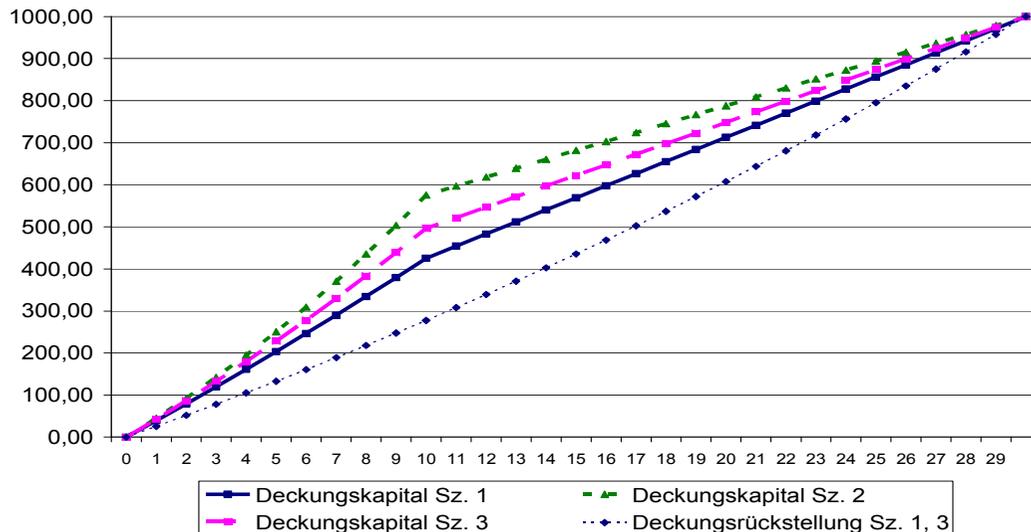
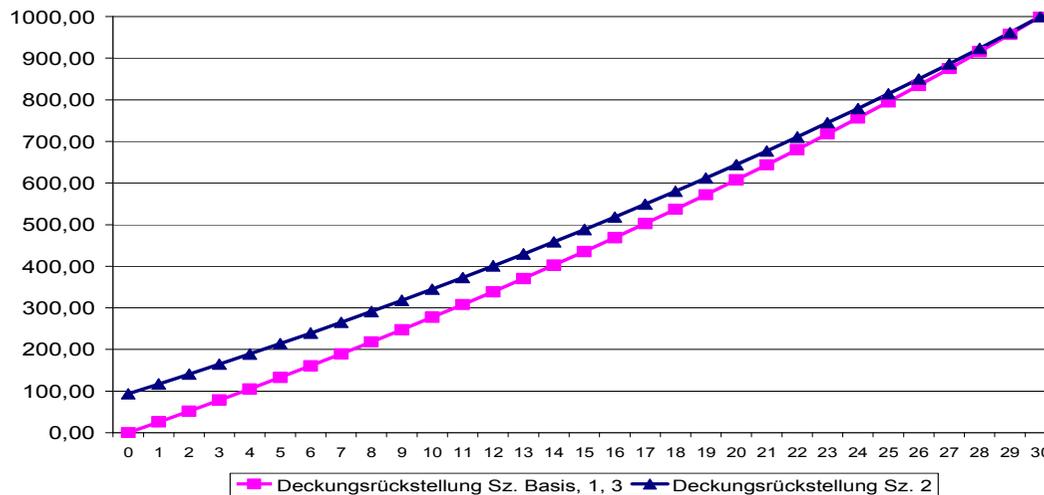
Prämienzins = 3,31% (Jahr 1 – 10), 0% danach, Bewertungszins = 1,75%

## Abschnittsgarantie beim Einmalbeitrag



- Einmalbeitrag im
  - Basisszenario von 594,25
  - Szenario 1 von 840,73
  - Szenario 2 von 594,25
- Wenn die Prämienkalkulation zulässig ist, d.h. in Szenario 2 ein Zins von 5,34% erwirtschaftet werden kann, gilt die Prämie als ausreichend zur Finanzierung der Reserve. Deshalb „droht kein Verlust“ schon bei der Erstbewertung.
- Mit Inkasso des Einmalbeitrags gelten etwaige „Gewinne / Verluste“ aus Unterschieden zwischen Beitrags- und Reservierungsannahmen zum Zins als realisiert. Das Imparitätsprinzip verhindert also einen anfänglichen Gewinn nicht.
- Gibt es garantierte Rückkaufswerte, ist die Deckungsrückstellung hierauf anzuheben. Je nachdem ob die Garantie endfällig ist oder pro rata temporis verändert dies die Reservierung.

# Abschnittsgarantie bei laufendem Beitrag



- Einmalbeitrag im
  - Basisszenario von 594,25
  - Szenario 1 von 840,73
  - Szenario 2 von 594,25
  - Szenario 3 von 722,33
- Laufende Tarifprämie im
  - Basisszenario von 25,19
  - Szenario 1 von 28,73
  - Szenario 2 von 21,22
  - Szenario 3 von 25,19
- Laufende Normprämie stets 25,19
- Reserveprämie im
  - Basisszenario von 25,19
  - Szenario 1 von 25,19
  - Szenario 2 von 21,22
  - Szenario 3 von 25,19
- Zunächst (vor evtl. Anhebung auf einen garantierten RKW) gleicher Rückstellungsverlauf im Basisszenario und in Szenarien 1 und 3, Anfänglicher Auffüllbedarf in Szenario 2 von 93,64 (oberes Diagramm)
- Das Deckungskapital (Prämienzins) liegt in den Szenarien Basis, 1 und 3 stets oberhalb der Rückstellung (unteres Diagramm)
- Werden entsprechende Rückkaufswerte in Anlehnung an das Deckungskapital garantiert (was gemäß § 169 VVG natürlich ist), so ist die Deckungsrückstellung final hierauf anzuheben.

## Abschnittsgarantien ändern vor allem das zeitliche Profil der Garantiefinanzierung – so zeigen sie den Weg zur Lösung, ohne selbst Lösung zu sein

- Das LVU kann die Garantie nur temporär aussprechen, muss aber u.U. niedrigere Garantieleistungen und die Folgen im Wettbewerb verkraften
  - Solche Angebote sind tendenziell vergleichbarer mit Angeboten von Fonds oder Banken
  - Die Illustration der Tilgungsdauer bei Hypothekendarlehen (mit kürzerer Zinsfestschreibung als geplanter Laufzeit) könnte ein ggf. nützliches Beispiel sein
  - Eine risikoadjustierte (hier also höhere) Überschussbeteiligung von Abschnittsgarantien wurde bisher von der BaFin nicht zugelassen („verbotene Spreizung“ der Überschussbeteiligung)
- Will das Unternehmen das Leistungsniveau i.w. unverändert aufrecht erhalten, indem es den anfangs garantierten Zins oberhalb (und den final garantierten Zins unterhalb) des Höchstrechnungszinses wählt, so wird es die im Anfangszeitraum höheren Zinsgarantien der Prämie entsprechend kongruent bedecken, dabei das Stornorisiko im Auge behalten und beim Reserveverlauf die Anhebung auf den garantierten Rückkaufswert beachten.
- **Temporäre Garantien sind also letztlich nicht „billiger“, sondern erzeugen vor allem ein anderes zeitliches Profil der Garantiefinanzierung und der Überschussbeteiligung.**
  - Die Garantiefinanzierung wird zeitlich vorgezogen.
  - Die Überschussentstehung wird zeitlich nach hinten verlagert.
- In der Solvenzbilanz (in einem Internen Modell) und beim Hedging ergeben sich Vorteile.
  - Das Vorziehen der Garantiefinanzierung erhöht i.a. den Unternehmenswert und verbessert die Solvenz
  - Das Hedging der Garantie wird offenbar erleichtert.
  - In gleichem Maße steigt die Vergleichbarkeit mit Garantien anderer Anbieter.

## Gliederung

- Garantien AAAA
  - **A**ufräumen
  - **A**lternative Garantien
  - **A**ndere Reservierung, Hedging und Solvenz
  - **A**bschnittsgarantien
- Sind die Garantien zu hoch?
- Sind die Garantien zu lang?
- Sind die Garantien zu spät ausfinanziert?

## Sind die Garantien zu spät ausfinanziert? Schnelle Garantiefinanzierung durch „Dauer - Abkürzung“

- **Die „uralten“ Abkürzungstarife liefern ein Beispiel für ein Produkt, dessen zeitliches Profil für Garantierzeugung und Überschussbeteiligung optimiert ist für eine kongruente und bereits zu Anfang weitgehend ausfinanzierte Bedeckung der Garantien**
  - Konventionelles Produkt mit Überschussbeteiligung und konstantem (!) Rechnungszins
  - Alle Gewinnanteile (auch Risiko- und Kosten-Gewinnanteile) werden solange zur Abkürzung der Versicherungsdauer bei unveränderter Garantie und damit faktisch zur Erhöhung der Deckungsrückstellung verwendet, bis die garantierte Kapitalabfindung ausfinanziert ist. Danach werden die Gewinnanteile z.B. als Bonusrente verwendet.
  - Aus Kundensicht ist die Höhe der konstanten Garantie gegenüber bisher unverändert; allerdings ist der Zeitpunkt der Verrentung abhängig von der Überschussbeteiligung. Dies ist ein Nachteil im Marketing.
  - Oder anders formuliert: Bei Kündigung zu einem anfänglich festgelegten Zeitpunkt ist die Rente zu diesem Zeitpunkt abhängig von der Überschussbeteiligung, hat allerdings durch den Rückkaufswert aus der Garantieleistung einen Mindestbetrag.
  - Aus Unternehmenssicht kann (je nach Rechnungszins und Dauer) damit die gesamte oder ein wesentlicher Teil der Garantie anfänglich ausfinanziert werden, d.h. die initiale Zinskurve größtenteils „eingelockt“ werden. Eine Begrenzung von Vorkäufen und das Stornorisiko wirken ggf. einschränkend.
  - I.w. ist dies ökonomisch identisch mit einer „Versicherung mit marktnaher Zinsgarantie ohne Überschussbeteiligung“ am Anfang und einer „FLV mit Fonds = Deckungsstock“ danach

# Sind die Garantien zu spät ausfinanziert? Solvenzmittel durch widerrufliche Überschussbeteiligung

Laufender  
versus  
Schlussüberschuss

Anteil des laufenden Überschusses an  
Gesamtüberschussbeteiligung reduzieren,  
Stärkung von bzw. Konzentration auf  
Schlussüberschuss

- Lock-in Garantien aus laufender Überschussbeteiligung werden vermindert.
- Erhöhte Disponibilität für Risikoabfederung durch höheren Schlussüberschuss

Wartezeiten bei der  
Überschuss-  
beteiligung

Kunde wird erst nach einer Wartezeit an  
den Überschüssen beteiligt.

Lock-in Garantien aus laufender  
Überschussbeteiligung werden  
vermindert.

„Solvenz“überschuss

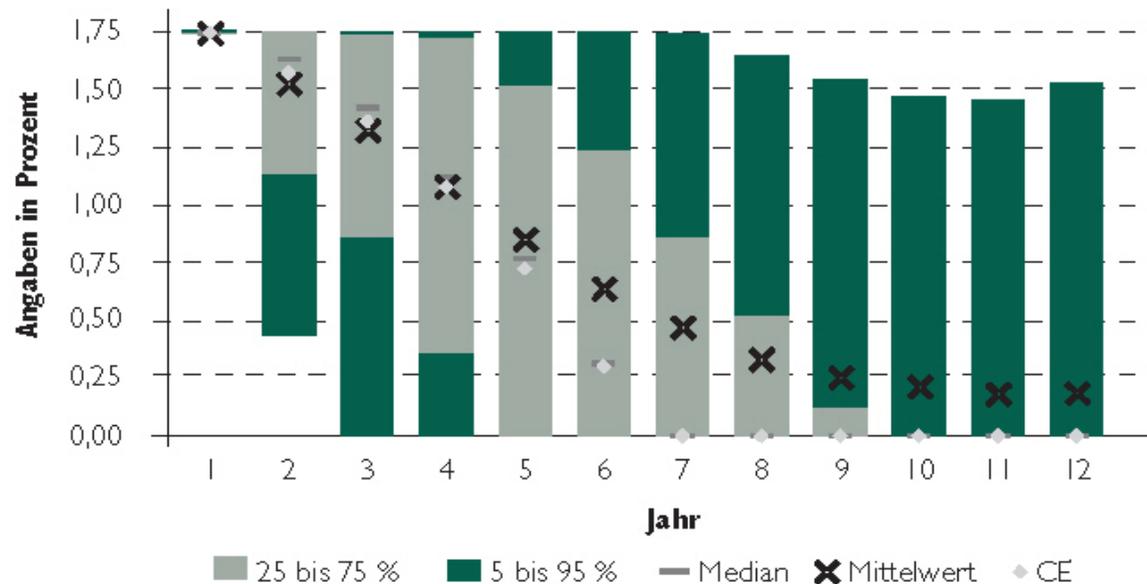
- Überschüsse werden zunächst widerruflich zugeordnet.
- Wenn ausreichend vertragsbezogene Solvenzmittel vorhanden sind, werden Überschüsse (anteilig) unwiderruflich gutgeschrieben.

Überschüsse können risikoäquat  
nach Zeit und Höhe zugeteilt werden.

## Sind die Garantien zu spät ausfinanziert? Die „Neue Klassik“ nutzt jedes Ertragspotenzial für die Garantie

- „Neue Klassik“
  - Unveränderte Garantieleistung bei Ablauf
  - Unveränderte Gesamtleistung inkl. Überschussbeteiligung bei Ablauf
  - Unveränderte gesetzlich vorgeschriebene (garantierte) Rückkaufswerte
  - Keine positive Mindestverzinsung pro rata temporis, statt dessen Verzinsungsanforderung, die sich implizit während der Vertragslaufzeit pfadabhängig ändert (stärker endfällig)
  - Verändertes zeitliches Profil der Leistungserzeugung:
    - In guten Pfaden nahezu unverändert aus Kundensicht,
    - in schlechten Pfaden sinkt die Kundenleistung (begrenzt durch die Garantie)
  - Veränderte Risikoverteilung:
    - Gute Zinsergebnisse werden „vorgetragen“ zur späteren Garantiefinanzierung
    - Dies reduziert die Asymmetrie in der Gewinnverteilung zwischen Kunde und Unternehmen

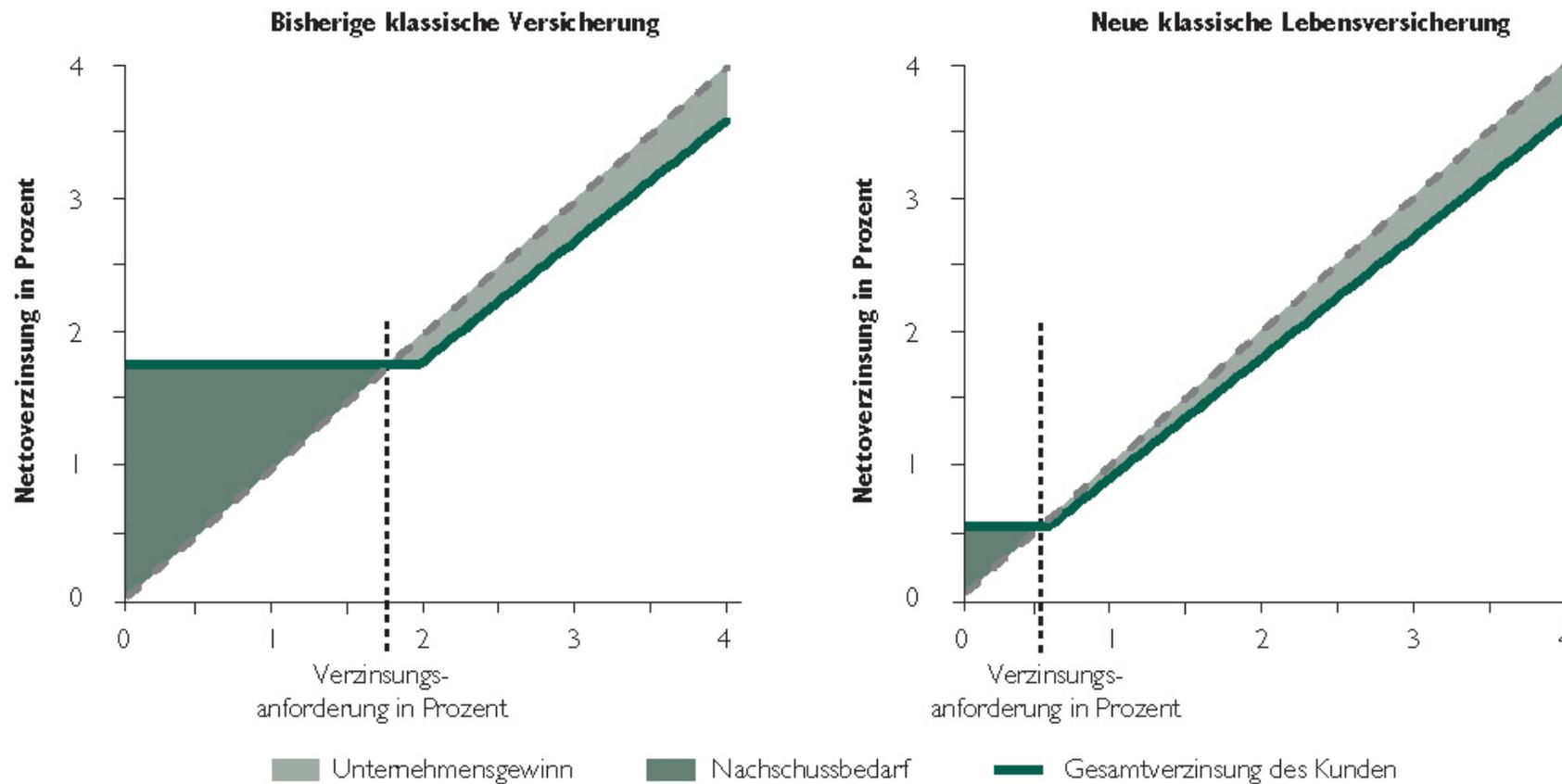
# Sind die Garantien zu spät ausfinanziert? Verlauf der Verzinsungsanforderung bei der „Neuen Klassik“



**Abb. 1: Verlauf der jährlichen Verzinsungsanforderung als Quantilfächer im Zeitverlauf** (Die Verzinsungsanforderung liegt mit einer Wahrscheinlichkeit von 90 beziehungsweise 50 Prozent im hell- beziehungsweise dunkelgrünen Bereich. Daneben sind Median, Erwartungswert und der Wert im sogenannten Certainty-Equivalent-Scenario angegeben.)

Quelle: Alexander Kling, Jochen Ruß, Zukunftsfähige Altersvorsorgeprodukte – Produktdesign als Problemlöser im aktuellen wirtschaftlichen und politischen Spannungsfeld, I. VW Management-Information - St. Galler Trendmonitor für Risiko- und Finanzmärkte, 1/2013, S. 27-32), oder [http://www.ifa-ulm.de/downloads/Zukunftsfahige\\_Altersvorsorgeprodukte\\_01\\_2013.pdf](http://www.ifa-ulm.de/downloads/Zukunftsfahige_Altersvorsorgeprodukte_01_2013.pdf)

# Sind die Garantien zu spät ausfinanziert? Reduz. Asymmetrie der Gewinnverteilung der „Neuen Klassik“



Quelle: Alexander Kling, Jochen Ruß, Zukunftsfähige Altersvorsorgeprodukte – Produktdesign als Problemlöser im aktuellen wirtschaftlichen und politischen Spannungsfeld, I. VW Management-Information - St. Galler Trendmonitor für Risiko- und Finanzmärkte, 1/2013, S. 27-32), oder [http://www.ifa-ulm.de/downloads/Zukunftsfahige\\_Altersvorsorgeprodukte\\_01\\_2013.pdf](http://www.ifa-ulm.de/downloads/Zukunftsfahige_Altersvorsorgeprodukte_01_2013.pdf)

---

**Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!**

---

