

# Editorial: Die Lebensversicherung im Lichte moderner Anlageberatung

## Einige Grundsatzüberlegungen

Mit der zunehmenden Bedeutung von Allfinanzprodukten und -strategien und mit der immer breiter geführten Diskussion der steuerlichen Behandlung von Versicherungs- versus Bankprodukten stösst die Lebensversicherung als Anlagemedium auch in der breiten Öffentlichkeit auf immer grösseres Interesse. Dabei wird ihr völlig ungerechtfertigterweise in vielen Fällen nur deswegen eine Bedeutung attestiert, weil sie gegenüber einem traditionellen Sparprodukt (z.B. dem Sparheft) einen Steuervorteil aufweist. Im vorliegenden Aufsatz soll nicht auf diesen Unterschied in der steuerlichen Behandlung der verschiedenen Sparformen eingegangen werden. Vielmehr soll dargelegt werden, dass traditionelle Produkte im Lebensversicherungsbereich, wenn sie unter Kapitalanlagegesichtspunkten analysiert werden, eigentlich schon lange Anlageeigenschaften aufweisen, die von den "Banksparprodukten" erst allerjüngster Generation erreicht werden können. In einem weiteren Abschnitt soll sodann aufgezeigt werden, in welche Richtung uns die Produkteentwicklung im Lebensversicherungsbereich in den nächsten Jahren bringen könnte.

In der wissenschaftlichen Literatur wird das Sparverhalten eines Individuums durch unterschiedliche Verhaltensmuster modelliert. Diese beginnen beim Wunsch der permanenten Verfügbarkeit eines bestimmten Geldbetrages, um beispielsweise eine intertemporale Stabilität der Konsumgewohnheiten bei unsicheren Einkommenströmen sicherzustellen. Sie gehen dann über z.B. zum Wunsch, sich

einen grösseren Geldbetrag aufzubauen, um sich ein Haus zu kaufen oder sonstige Investitionen tätigen zu können, oder schliesslich dienen sie der eigenen Vorsorge oder der Vorsorge der Nachkommen.[1]Selbstverständlich variieren diese Motive der Sparbildung im Lebenszyklus eines Individuums stark. Entsprechend den aus diesen Sparmotiven abgeleiteten Anlagebedürfnissen sind am Markt Anlageprodukte entstanden, die zumindest implizit diese unterschiedlichen Anlagebedürfnisse abdecken sollen. In vielen Fällen und insbesondere im "Volksverständnis" gehören traditionelle Lebensversicherungen nicht zu solchen Anlageprodukten, weil sie vermeintlich nur einer ganz spezifischen Problemstellung dienlich sein können, nämlich der Verfügbarkeit von Geldmitteln beim Ableben des Versicherten, d.h. des Sparers. Im folgenden soll aufgezeigt werden, dass diese Sicht aus verschiedenen Blickwinkeln heraus inadäquat scheint. Aus anlagetheoretischen Überlegungen gilt es zunächst einmal zu beachten, dass eine Lebensversicherungspolice - mit welcher Ausgestaltung auch immer - ein Wertpapier (im eigentlichen Sinne des Wortes) mit Optionseigenschaften ist. Man kauft nämlich einen (Finanz-) Kontrakt, der einem das Recht gibt, bei Eintreten irgend eines Ereignisses (z.B. des Todes) einen bestimmten Betrag zu beziehen. Der Preis einer solchen (Risiko-) Versicherung - mithin die zu bezahlende Prämie - ergibt sich natürlich aus ähnlichen Überlegungen wie wir sie von der Preisbildung an den Optionsmärkten aus

der BLACK-/SCHOLES-Philosophie kennen. Nur übernehmen hier - vereinfacht ausgedrückt - die Sterbe- oder sonstigen Risikotafeln die Rolle die bei BLACK/SCHOLES von den Ertragsverteilungen bzw. der Normalverteilung gespielt wird. Soviel zum reinen Risiko. Nun ermöglichen eine Reihe von Produkten innerhalb der breiten Palette der Lebensversicherungen aber auch einen systematischen Aufbau von Vermögen unter gleichzeitigem Einbezug von Risiko (sogenannte gemischte Versicherungen). Bei dieser Versicherungsform geht es darum, einen jährlichen "Sparbatzen" von beispielsweise Fr. 10'000.- für den systematischen Aufbau eines grösseren Vermögens zur Seite zu legen. Bei einem reinen Sparprodukt würde sich hieraus bei z.B. einem jährlichen Zins von 4% auf der Bank oder Sparkasse nach 20 Jahren ein Betrag von rund Fr. 300'000.- ergeben. Je nach Verwendungszweck dieser Gelder (ein Beispiel wäre eine teure Ausbildung für die Kinder oder ähnliches) besteht nun aber das Risiko, dass der Sparer vor Ablauf der 20 Jahre stirbt. Die gemischte Versicherung trägt dem Rechnung, indem von Beginn des Kontraktes an ein Endkapital fest versichert wird in der Art und Weise, wie wenn die Beträge 20 Jahre lang fest bezahlt worden wären. Die garantierte Verzinsung beträgt bei einem solchen Versicherungsprodukt dann z.B. 3% p.a. (versicherungstechnischer Zins). Wenn mit anderen Worten am Tage 1 nach Versicherungsabschluss der obige Versicherte stirbt, dann werden sofort rund Fr. 270'000.- fällig. Wenn das Ziel nun, wie oben geschildert, darin bestand, den Kindern nach ihrer Ausbildung eine teure Zusatzausbildung zu finanzieren, dann kann dieses Ziel nun unabhängig vom Ableben des Versicherten erreicht werden. Dies wäre natürlich bei einem "normalen Sparvorgang" nicht möglich gewesen. Diese Option kostet etwas. Es ist bereits oben deutlich geworden, dass die Zinsgarantie, mit der im Versicherungskontext gearbeitet wird, im Normalfall tiefer ist als der aktuelle Sparzins. Hier gilt es aber verschiedene Aspekte zu beachten: Erstens ist auch der Sparzins keine konstante Grösse, sondern schwankt mit dem allgemeinen Zinsniveau einer Volkswirtschaft, kann im Einzelfall also höher oder tiefer als

4% sein. Zum zweiten ist der versicherungstechnische Zins von 3%, wie er oben verwendet wurde, eine Mindestzinsgarantie über die gesamte Laufzeit. Mit den Prämienzahlungen des Versicherten, mithin also mit seinem Kapital, wird die Versicherungsgesellschaft aber "arbeiten" und im Normalfall einen höheren Ertrag erwirtschaften als die 3%. Daraus ergeben sich nach Ablauf des Kontraktes zusätzliche Erträge, die dem Versicherten zum grössten Teil ebenfalls ausgeschüttet werden. Entsprechend rechnet man denn heute auch eher mit Renditen auf den einbezahlten Kapitalien von zwischen 5 und 6%, denn mit dem technischen Zinssatz von 3% (in den letzten 10 Jahren lagen die Renditen der Lebensversicherer regelmässig etwa 1 1/2% über den Sparsätzen!). Wie hoch auch immer aber diese Rendite im Einzelfall sein mag, Tatsache ist, dass auch diese Überschussrendite über dem technischen Zinsfuss wiederum eine Option darstellt. Die Option nämlich, von einer möglicherweise erfolgreichen Anlagestrategie der Finanzabteilung der Versicherung profitieren zu können.[2] Dies notabene bei einer Minimalrendite von 3% p.a. Im weitesten Sinne und im Bankenjargon ausgedrückt handelt es sich hierbei also um ein Verwaltungsmandat mit einer Performancegarantie von mindestens 3%. Entsprechend gilt es dann, die Ertrags-Risikokonstellation der bei der Versicherung angelegten Gelder zu vergleichen, mit den Risiko-/Ertragseigenschaften einer Verwaltungsvollmacht bei einer Bank. A priori ist das Risiko-/Ertragsprofil der "Versicherungsanlage" mit der inhärenten (Minimum-) Performancegarantie und der eingebauten Performanceoption interessant und entspricht dem in letzter Zeit immer stärker werdenden Bedürfnis zahlreicher privater Anleger nach sogenannten "asymmetrischen Ertragsverteilungen" ("nach oben dabei sein, nach unten nichts verlieren"). Wobei zu beachten ist, dass wir hier nur den Anlage- nicht aber den Versicherungscharakter in unsere Überlegungen einbezogen haben. Nun sind in den letzten Jahren mit der zunehmenden Verbreitung derivativer Instrumente auch für den Privatanleger (Bank-)Anlagevehikel konstruiert worden, die diesem Bedürfnis nach asymmetrischen Erträgen ebenfalls Rech-

nung tragen. Die unter einer Palette exotischer Bezeichnungen entwickelten Produkte (GROI, IGLU, PIP, PEP etc., etc.) garantieren oft eine bestimmte (Mindest-) Verzinsung oder ein bestimmtes (Mindest-) Kapital nach Ablauf einer bestimmten Laufzeit sowie die Möglichkeit eines Zusatzverdienstes, wenn irgend eine bestimmte Anlageklasse oder ein Titel (das sogenannte Underlying) eine besonders gute Performance aufweist. Ein Beispiel hierfür wäre ein Instrument auf Schweizer Aktien, bei welchem man nach 12 Monaten garantiert sein Geld wieder zurück bekommt und - wenn z.B. der Schweizer Aktienmarkt 15% performt - diese zusätzlichen 15% noch oben drauf. Also auch hier eine Kapital- oder Zinsgarantie mit Aufwärtspotential. Solche Anlagevehikel sind per se interessant, aber nicht unbedingt etwas Neues, wie die obigen Überlegungen zur gemischten Lebensversicherung gezeigt haben. Neu ist vielleicht die Überlegung, dass der Anlageteil der gemischten Versicherung mit seiner Garantie und der Bonusoption (d.h. dem asymmetrischen Risikoprofil) in den gleichen Kategorien durchdacht werden kann, wie die strukturierten Anlageprodukte neuester Generation. Bei all den Gemeinsamkeiten der Bank- und der Versicherungs-Sparprodukte wollen wir aber immerhin die wesentlichsten Unterschiede dieser Anlagevehikel doch noch herausarbeiten, weil es wohl nicht zuletzt diese sind, die bei der Produkteentwicklung in den nächsten Jahren eine wichtige Rolle spielen dürften. Zum einen ist die gemischte Versicherung eben doch auch noch eine Lebensversicherung. D.h. es gilt noch einmal das oben Gesagte, nämlich, dass - wenn der Versicherungsnehmer am Tage 1 nach Abschluss der Versicherung, bei welcher für n Jahre jedes Jahr ein Betrag x zur Seite gelegt werden soll - stirbt, sein Endkapital sogleich ausbezahlt wird. Das ist beim Vermögensaufbau über (Bank-) Sparprodukte - wie sophisticated sie im Einzelfall auch sein mögen - nicht der Fall. Dafür ist aber die "Performance-Option", die der Versicherungsnehmer neben den garantierten 3% p.a. bekommt, in vielen Fällen nicht klar nachvollziehbar. Diese Nachvollziehbarkeit ist zwar beim Sparzins auch nicht gegeben, wohl aber bei den neueren

Anlageprodukten, die eine klare "nach oben Partizipation" z.B. an der Performance des Aktienindex ermöglichen. Natürlich hinterlassen Marktdruck und Deregulierung auch hier ihre Spuren und insbesondere die Deregulierung im Versicherungsbereich hat einiges an Dynamik in den Produkteentwicklungs-Abteilungen der Versicherer ausgelöst. Intransparenz der Bonusberechnungen oder generelle Unklarheiten bei vielen Versicherungsnehmern bezüglich der Bedeutung von Überschussbeteiligungen haben dazu geführt, dass Versicherungsprodukte - vor allem im Bereich der Einmalanlagen - entwickelt wurden, bei denen die Anlageperformance (bzw. die Überschussperformance) nun auch nicht mehr ausschliesslich von der Anlage Expertise des Finanzdepartementes abhängt, sondern ebenfalls an der Performance z.B. eines Aktienindexes angehängt ist. Die gegenwärtige Entwicklung sowohl am Markt für reine Anlageprodukte als auch für kombinierte Lebensversicherungs-/Anlageprodukte zeigt eine eindeutige Tendenz hin zur Performance-Transparenz und zu asymmetrischen Risiken. Es bleibt nur zu hoffen, dass nicht die Vielfalt der Produkte zu einer derartigen Verunsicherung führt, dass die Vorteile dem an sich angesprochenen Massenpublikum völlig verborgen bleiben.

Im vorliegenden Aufsatz sollte aufgezeigt werden, welche Rolle Lebensversicherungen als "Sparvehikel" spielen können. Dabei wurde zunächst darauf aufmerksam gemacht, dass traditionelle Lebensversicherungen - anlagetheoretisch analysiert - modernste Anlageeigenschaften aufweisen können, indem sie, neben dem Risiko, das sie versichern, eine Zinsgarantie sowie eine Option auf eine gute Performance der Versicherungsgelder enthalten. Neueste Versicherungsprodukte, vor allem im Einmalanlagebereich gehen dann noch etwas weiter, indem auf die Zinsgarantie ein Ertrag "obendraufgepackt" wird, der in klar nachvollziehbarer Art und Weise an die Performance z.B. des Aktienmarktes gekoppelt wird. Gelegentlich wurde in letzter Zeit behauptet, Lebensversicherungen seien als Anlagemedium vor allem wegen ihres steuerlichen Vorteiles interessant. Die obigen Überlegun-

---

gen sollten deutlich gemacht haben, dass eine Reihe von Lebensversicherungsprodukten - wenn man sie anlagetheoretisch richtig analysiert - ein ausserordentlich interessantes Risiko-/Ertragsmuster aufweisen, das durch die allermeisten traditionellen (Bank-) Sparprodukte nicht erreicht werden kann. Dass sie dazu noch steuerliche Vorteile aufweisen, macht sie für eine systematische Berücksichtigung in der modernen Anlage- und Finanzberatung nur noch interessanter.

#### Fussnoten

- [1] vgl. als exemplarisierte Übersicht über die makroökonomischen Konsumtheorien z.B. "The consumption Function", in: Fischer, D. (1983): *Macro-Economic Theory: A Survey*, the MacMillan Press, London, pp. 48-121.
- [2] vgl. hierzu beispielsweise: M. BRENNAN and E. SCHWARTZ (1976): "The Pricing of Equity-Linked Life Insurance Policies with an Asset-Value Guarantee", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 195-213.