

## Allfinanz - zwischen Sollen und Sein

### **1. Ins Kraut schiessende Heiraten und Konkubinate**

Beim Blick auf die schweizerische Banken- und Versicherungsszene fällt die grosse Zahl zwar verschiedenartig ausgeformter, im Effekt aber gleichgerichteter Joint Ventures im Lebensversicherungs- und Finanzgeschäft auf. Die Palette reicht von bankeigenen Lebensversicherungstöchtern (wie etwa die CS Life) über Beteiligungen (etwa der Schweizerischen Bankgesellschaft an der Rentenanstalt) bis hin zur losen Zusammenarbeit (z.B. zwischen dem Schweizer Verband der Raiffeisenbanken und der Familia Lebensversicherungsgesellschaft oder zwischen der Helvetia-Patria-Gruppe und der Bank Vontobel). Das Angebot im Bereich von Finanzanlagen und Lebensversicherungen soll gemeinsam gestaltet und im Markt plaziert werden. Darüber hinaus sollen Synergien im eigenen Anlagegeschäft der Lebensversicherungsgesellschaften genutzt werden.

Anzahl und Hektik der Zusammenschlüsse lassen aufhorchen. Für den Anleger stellt sich die Frage, worin für ihn die Vorteile eines solcherart kombinierten Marktauftritts liegen könnten. Für die im Anlagegeschäft für Privatkunden tätige Bank gilt es zu erörtern, ob man mit dem (beschränkten) Angebot der klassischen Vermögensverwaltung nun plötzlich hoffnungslos danebenliege. Darüber hinaus und ganz allgemein lohnt sich aber in jedem Fall die Auseinandersetzung mit der Frage, worin denn eigentlich die Bedürfnisse eines individuellen Anlegers bestehen und durch welche Art von Dienstleistung sie idealerweise befriedigt werden müssten.

### **2. Was müsste der Anleger eigentlich wollen?**

Die Frage ist mit Absicht etwas plump gestellt. Denn nur auf diese Weise kann auch mit genügender Deutlichkeit gezeigt werden, dass sie nur sehr selten - und oft genug lediglich sehr theoretisch - beantwortet wird. Wer das Anlage- wie das Lebensversicherungsgeschäft kennt, der weiss, dass sowohl Wertschriftenportefeuilles als auch Lebensversicherungen ihre Entstehung meistens ziemlich zufälligen Situationen verdanken. In der Regel sind einfach irgendwann irgendwelche Mittel da, die irgendwie angelegt werden sollten. Die Willensbildung des Anlegers reicht oft nicht sehr viel weiter als über die Feststellung dieses Sachverhalts hinaus, und die Eruiierung vielleicht impliziter Vorstellungen durch den möglicherweise auch ziemlich zufällig gewählten Berater hält sich in engen Grenzen. Denn dieser möchte möglichst bald zum Abschluss kommen. Eine wirkliche Analyse unter Einbezug

aller relevanten Kriterien wird bald einmal recht aufwendig. Die Umstände der Akquisitionssituation führen dazu, dass solcher Aufwand in der Regel nicht verrechnet werden kann, und so ist denn sowohl im Lebensversicherungsgeschäft wie in der Vermögensverwaltung die rudimentäre Anamnese häufiger, sind fundierte Diagnosen und wirkliche Problemlösungen umso seltener.

Die Feststellung des Sachverhalts, dass irgendwelche freien Mittel der Anlage harren, kommt der Betrachtung einer Buchhaltung gleich, bei der man erstens den Blickwinkel auf einen einzigen Aktivposten beschränkt und zweitens die Passivseite völlig vernachlässigt. Ganz allgemein wird oft verkannt, dass auch Private zumindest implizit genau wie jedes andere Wirtschaftssubjekt eine Bilanz mit zwei Seiten haben: mit einer Aktivseite, welche die Summe sämtlicher künftig zu erwartenden Erträge widerspiegelt, und einer Passivseite, welche sämtliche künftigen Verpflichtungen zusammenfasst. Die unvollständige Analyse führt unter anderem dazu, dass Anlageentscheide privater Anleger nur selten unter Berücksichtigung von Refinanzierungskosten gefällt werden. Vor allem aber wird allzu oft völlig vernachlässigt, dass nicht nur die Vermögensanlagen als solche, sondern auch die gesamte Bilanzstruktur eines jeden Privatkunden Risiken bergen können, deren Bedeutung oft weit über jene der Wahl eines bestimmten Anlagemediums hinausgeht.

Was ist damit gemeint? Nehmen wir einmal an, jemand besitze ein Einfamilienhaus, das er mit einer Hypothek teilweise finanziert hat, und er verfüge über bestimmte freie Mittel, die er anlegen möchte. Die einseitige Konzentration der Aufmerksamkeit auf diesen Aktivposten versperrt möglicherweise den Blick darauf, dass man drauf und dran ist, die Bilanz des Privaten mit Zinsrisiken anzureichern. Werden die freien Mittel beispielsweise einseitig in Obligationen investiert, dann wird der Kunde von Zinserhöhungen auf beiden Seiten seiner Bilanz negativ berührt: Die Hypothekarzinsen steigen, was - ökonomisch gesehen - einer Erhöhung seiner Schuldposition gleichkommt. Gleichzeitig vermindert sich auf der Aktivseite der Wert der Obligationenanlagen. Und im schlechtesten Fall fällt auch noch der Verkehrswert seines Einfamilienhauses, wie das in Hochzinsphasen der Fall sein kann.

Solche Innerbilanzrisiken können durchaus dramatische Ausmasse annehmen. Dass dennoch die Kombination zinssensitiver Anlagen wie Obligationen oder Lebensversicherungen mit ebenso zinssensitiven Hypotheken ein häufiges Erscheinungsbild schweizerischer Anlagekultur ist, kann man, wie noch zu zeigen sein wird, einerseits auf bestimmte steuerliche Konstellationen zurückführen, andererseits auf schlechte Beratungsqualität im - Allfinanzgeschäft. Das gerade müsste ja gemeint sein mit "Allfinanz": Dass der Kunde in der Tragweite seiner ganzen (ganzen!) Bilanz beraten wird.

Was müsste der Anleger also eigentlich wollen? Er müsste darauf bestehen, dass seine Gesamtsituation einer sorgfältigen ökonomischen Analyse unterzogen wird und dass insbeson-

dere die Risiken irgendwelcher Anlageentscheide nicht nur in Bezug auf die einzelne Aktiv- oder Passivposition, sondern im Gesamtzusammenhang beurteilt werden.

### **3. Optionstheoretischer Exkurs zum Thema Lebensversicherung**

Eine der Anlageformen, die im Zusammenhang mit "Allfinanz" besonders interessieren, ist die Lebensversicherung. Sie erfreut sich derzeit vor allem in der Form der "Einmal-Prämien-Einlage" aus steuerlichen Erwägungen grosser Beliebtheit. Die "Einmal-Prämien-Einlage" ist eine Untergattung der Lebensversicherung, die in verschiedenen Ausformungen und oft recht kundenspezifisch im Markt angeboten wird. Um eine andere, gesetzlich sehr stark regulierte Form der Lebensversicherung handelt es sich aber auch bei den Ansprüchen aus der obligatorischen oder überobligatorischen beruflichen Vorsorge.

Eine Lebensversicherung ist ökonomisch betrachtet ein komplexes Finanzinstrument, bestehend einerseits aus einer nach bestimmten Kriterien geformten Option und aus einer Geldanlage. Die Option beinhaltet das Recht auf eine bestimmte Geldleistung bei Eintreten eines im Versicherungsvertrag festgelegten Ereignisses, in der Regel des Todes oder der Invalidität des Versicherungsnehmers. Es handelt sich also um eine Option auf die Lebenswahrscheinlichkeit des Versicherungsnehmers. Je geringer diese zu veranschlagen ist, desto "wertvoller" die Versicherung.

Eine - quasi umgekehrte - Spielart dieses Grundmusters der Lebensversicherung sind Leibrenten, bei denen eine bestimmte Zahlung gewährt wird, solange der Versicherungsnehmer lebt. Je tiefer die Lebenswahrscheinlichkeit, desto geringer ist der Wert der Versicherung.

Die Geldanlage andererseits besteht aus einem Anspruch an die Lebensversicherung auf Partizipation an ihrem Anlagegeschäft, an sich vergleichbar mit einem Anspruch an einen Anlagefonds. Die Regeln für die Anlage der Gelder durch die Lebensversicherung wie auch für die Auszahlung unterliegen strengen gesetzlichen Bestimmungen des Versicherungsrechts und unterscheiden sich wesentlich vom Anspruch an einen Anlagefonds. Es wird zwischen einem ordentlich geschuldeten ("garantierten") Sparteil und einem Ueberschussanspruch unterschieden. Der garantierte Anspruch besteht aus der Summe der einbezahlten Prämien und einer minimalen Verzinsung. Ein Ueberschussanspruch entsteht, wenn das Anlageergebnis der Lebensversicherung und der Schadenverlauf entsprechend positiv sind. Für den Laien ist allerdings schwer nachzuvollziehen, wie der Ueberschussanspruch errechnet wird und ob dessen Berechnung fair sei.

Die Geldanlage der Lebensversicherung zeichnet sich im übrigen - und im Unterschied zum Anlagefonds oder, genereller, zu jeder Kapitalmarktanlage - durch die fixe zeitliche Bindung, bzw. das Fehlen eines Marktwertes für den vorzeitigen Ausstieg, aus.

Aus ökonomischer Sicht müssen der Optionenteil der Lebensversicherung (d.h. die eigentliche Versicherung) und die

Geldanlage an sich nichts miteinander zu tun haben. Beide könnten grundsätzlich getrennt angeboten werden, werden es in beschränkter Masse auch, nämlich in Form reiner Risikoversicherungen, bei denen also der Geldanlageanteil fehlt. Die engmaschigen gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Geldanlage lassen vermuten, dass ihre Performance kaum je überragend sein kann. Der Risikonahme sind in kollektiven Anlagevehikeln enge Grenzen gesetzt; Lebensversicherungsgesellschaften investieren vorwiegend in Obligationen und Immobilien. Daraus ergibt sich nebst der sich in Grenzen haltenden Performance die bereits erwähnte Zinssensitivität von Lebensversicherungen. Mit andern Worten gäbe es an sich wenig Gründe, dass sich ein Anleger je für eine komplette Lebensversicherung entscheiden würde, wäre da nicht ...

#### **4. ... der grosse steuerliche Vorteil.**

Für den Gesetzgeber und den Fiskus bedeuten Lebensversicherungen förderungswürdige Instrumente zur Verbesserung der persönlichen Vorsorge der Bürger, und deshalb gewährt die Steuergesetzgebung dieser Anlageform verschiedene gewichtige Vorteile. In der Schweiz unterscheidet man die sogenannte "gebundene" und die "freie" Vorsorge. Bei der ersteren sind die Prämienzahlungen während der Erwerbstätigkeit steuerbefreit. Ausserdem ist bis zu einem gewissen Grade die Kapitalauszahlung nach Ablauf der Versicherung steuerbegünstigt. Die freie Vorsorge, auch nach Ablauf der Erwerbstätigkeit möglich, erlaubt zwar nur sehr beschränkte Prämienabzüge; hingegen ist die Auszahlung der Versicherung, inklusive Erträge, steuerfrei.

Es liegt auf der Hand, dass solches fiskalisches Entgegenkommen auf freudige Nachfrage seitens des Publikums stösst, und es lässt sich nicht leugnen, dass es für den Vermögensverwalter nicht ganz einfach ist, überzeugende Argumente für direkte Anlagen in Wertschriften zu finden. Denn wenn eine Lebensversicherung über die ganze Laufzeit "nur" beispielsweise 4 oder 5 % p.a. rentiert, dann ist nach Steuern von z.B. 30 % ein reines Obligationenportefeuille hoffnungslos verloren. Und selbst im Fall, dass sich das Portfoliomanagement relativ clever auf tiefverzinsliche Coupons konzentriert und so den direkten, steuerbaren Ertrag tiefhält, ist es schwierig, ähnliche Renditen nach Steuern zu erzielen.

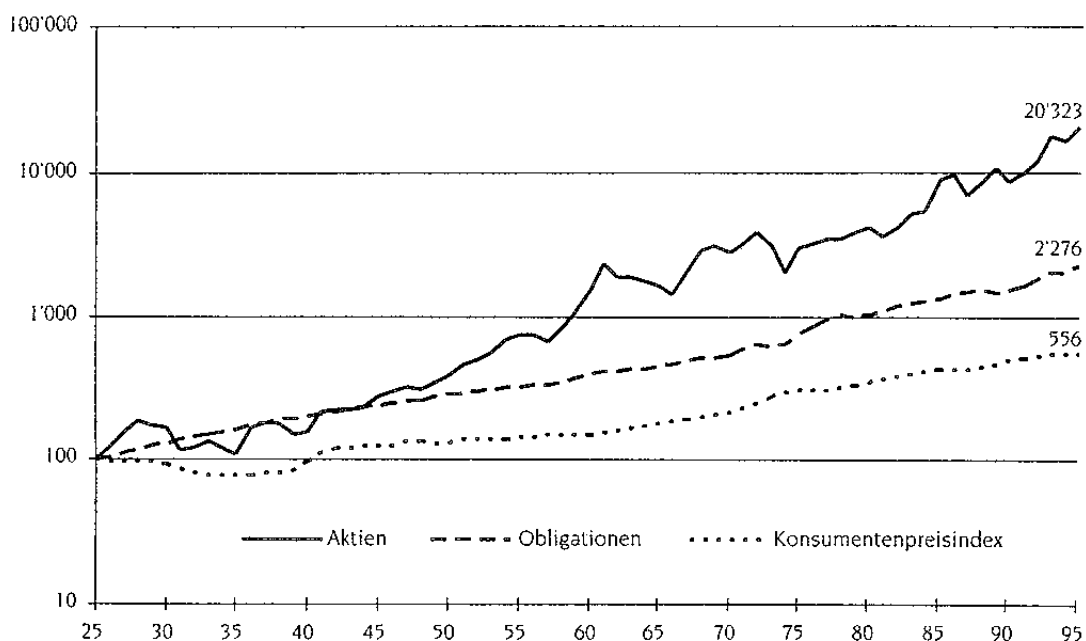
Die mangelnde Flexibilität der Lebensversicherung und allfällige Klumpenrisikoerwägungen wegen der einseitigen Anlage aller Mittel bei einem einzigen Schuldner sind allerdings ernstzunehmende Einwände, die zumindest nahelegen, nicht auf eine Anlageform allein zu setzen.

#### **5. Die Aktie als einzig wirklich gültiges Argument**

Die renditemässige Ueberlegenheit der Lebensversicherung gegenüber Direktanlagen in Wertschriften schmilzt hingegen wie Schnee an der Sonne dahin, wenn man Aktienanlagen mit ins Kalkül einbezieht. Die durchschnittliche Rendite von Schweizer Aktien über die sehr lange Beobachtungsdauer von 20 bis 50 Jahren beträgt etwa 8 bis 10 % p.a. Geht man davon aus, auch nur einigermaßen in der Lage zu sein, mit

seinen Anlageentscheiden ab und zu ein paar zukunftssträchtigeren Firmen auszuwählen, dann müsste diese Durchschnittsrendite über den Lauf der Jahre sogar markant höher liegen. Selbstverständlich unter Einschluss des Problems, dass diese Renditen sehr viel stärker schwanken als Bewegungen an den Obligationenmärkten. Der Aktienanleger muss alle paar Jahre auf die Zähne beißen können. Wenn er dabei den Glauben an die Richtigkeit der Erkenntnis nicht verliert, dass Eigenkapital aus fundamentalen Gründen über die Zeit mehr rentieren muss als die Hingabe von Fremdkapital, dann wird er früher oder später wieder mit überdurchschnittlichen Zuwächsen "belohnt".

Die nachfolgende Grafik zeigen die Renditeverhältnisse im Schweizer Kapitalmarkt über eine sehr lange Zeitspanne auf. Wer über Zeit verfügt, kann Aktien halten.



Quelle: Wydler/Ruhoff: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz seit 1925, Pictet & Cie, 1995

Die Gegenüberstellung Aktienanlage - Lebensversicherung hat, über diese Renditeüberlegungen hinaus, aber auch noch eine weitere Dimension. Eine Lebensversicherung ist, wie dargestellt, ein kollektives Anlagevehikel. Zwischen Anleger (d.h. Versicherungsnehmer) und Anlage ist ein ganzes System von Beauftragten tätig: Der Versicherungsagent, der Generalagent, die Versicherungsgesellschaft mit ihrem Management, die Anlageverantwortlichen. Verglichen mit einer direkten Teilnahme des Anlegers am Kapitalmarkt ist das eine kostspielige Organisation. Was aber noch bedeutend belangreicher ist: Es ist eine Organisation, die ihr eigenes Anreizsystem entwickelt. Wie bereits angedeutet, ist vermutlich alles auf Fehlervermeidung, auf Risiko-Aversität ausgerichtet. Der Gesetzgeber will dies auch so, da ihm ja an der Vorsorge und nicht so sehr an der Performance gelegen ist.

Wenn man sich nun überlegt, dass über die obligatorische berufliche Vorsorge einerseits, über die freiwillige Vorsorge in Form der steuerbegünstigten Lebensversicherungen andererseits, ein gewaltiger Teil des volkswirtschaftlichen Sparpotentials in Organisationen fliesst, die quasi aus Berufung risikoscheu sein müssen, dann kann man den Gedanken nicht ganz von sich weisen, dass da einige Fehlallokationen volkswirtschaftlichen Kapitals institutionalisiert sind. Oder etwas weniger verklausuliert: Dass zu viele Mittel in (meist staatliche) Obligationen und in Immobilien fließen und zu wenig Geld für den Teil der Wirtschaft zur Verfügung gestellt wird, der für Wertschöpfung und Wachstum sorgt. Aktienkapital als risikobehaftete Hingabe von Eigenmitteln: Das ist unter den gegebenen Umständen Mangelware.

#### **6. Allfinanz stellt höchste Anforderungen**

Wenn wir zusammenfassend festhalten, dass die verschiedenen Anlageformen von Obligationen, Lebensversicherungen, Aktien, Immobilien usw. alle ihre eigenen Charakteristiken und vor allem Risikostrukturen aufweisen und dass der Einbettung dieser Vehikel in die Bilanz des Anlagekunden höchste Bedeutung zukommt, dann kann ohne weiteres gefolgert werden, dass qualitativ dermassen anforderungsreiche Beratung niemals Gegenstand von Schaltermgeschäften sein kann.

Die Problemstellung kompliziert sich ja noch um ein mehrfaches, wenn man bedenkt, dass sich die Verhältnisse des Kunden auf der Aktiv- wie auf der Verpflichtungsseite im Laufe der Jahre markant ändern. Verdient er mit 40 gut, muss aber Hypotheken für sein Eigenheim amortisieren und allenfalls auch noch eine mehrköpfige Familie finanzieren, so dürfte er mit 50 bezüglich Passivseiten-Sorgen über dem Berg sein und vorab vor Steuerproblemen stehen. Mit 60 muss er an seinen Ruhestand denken und möchte sich in erster Linie einen regelmässigen Geldfluss sichern. Mit 70 wird spätestens die Frage fällig, ob am Lebensende auch noch etwas für die Nachkommen übrigbleiben soll - falls ja, so handelt es sich um eine Position auf der Verpflichtungsseite, für die es auf der Aktivseite die richtige Antwort zu finden gilt. Mit 80 könnten dann grössere Auslagen für Alters- oder Krankenpflege notwendig werden.

"Life-Cycle-Investment" ist alles andere als trivial. Es gilt abzuschätzen, wann Zeit für Risikonahme ist und wann nicht. Es müssen Szenarien gedanklich und rechnerisch durchgespielt werden. Es muss zwischen Vor- und Nachteilen bestimmter Anlageformen abgewägt werden. Wir bezweifeln lebhaft, dass die "Allfinanz"-Verkäufer, die nun legionenweise den Schweizer Markt bevölkern werden, auf diese komplexen Fragen die angemessenen und genügend abgewogenen Antworten geben können. Jedenfalls sieht es bis heute eher darnach aus, als ob einfach die vorhandenen Verkaufskapazitäten besser genutzt, an Bankschaltern Lebensversicherungspolice angeboten und von Versicherungsagenten Anlagefonds plaziert werden sollen. Das hat durchaus auch seine betriebswirtschaftliche Attraktion, indem diese zusätzlichen Verkaufsanstrengungen ja lediglich Grenzkosten verursachen. Ueber-

dies hilft der Schulterchluss den Banken, ihre altbekannte Schwäche des Mangels eines Aussendienstes zu überwinden.

Mit gleicher Konsequenz könnten die SBB dazu übergehen, künftig Bratwürste an den Bahnschaltern anzubieten, oder die PTT den Verkauf von Pommes-frites in der Schalterhalle erwägen. Ob aber bei all dem (bereits zu beobachtenden) marginalen Zusatzgeschäft nicht irgendwann die Kernkompetenz zu leiden beginnt?

Die Durchschnittsprodukte, die unter dem Titel echter "Innovation" angeboten werden, sind bezeichnenderweise oft lamentabel. Wenn sich beispielsweise eine Bankengruppe anschickt, Lebensversicherungen mit Anlagefonds zu verknüpfen, dann ersetzt sie einen der wichtigen Vorteile des Fonds, nämlich die Handelbarkeit bzw. das jederzeitige Rückgaberecht, durch den wichtigsten Nachteil der Lebensversicherung, die fixe Laufzeit. Was, wenn bei Ablauf der Lebensversicherung der Anlagefonds aufgrund einer bestimmten Marktsituation gerade auf einem Tiefstpreis notiert?

#### **7. Die Antwort der Privatbank**

"Allfinanz", wie sie sich als neue Geschäftsform im schweizerischen Anlagegeschäft anbahnt, ist deshalb kaum eine Bedrohung für das Vermögensverwaltungsgeschäft. Allerdings tut der Vermögensverwalter gut daran, seine Analysefähigkeit so zu kultivieren, dass er in Fragen der Bilanzstruktur des Privatkunden einigermaßen auskunftsfähig ist. Dabei müssen beileibe keine wissenschaftlichen Elaborate erarbeitet werden. Schon mit der Vermeidung krasser innerbilanzlicher Risiken ist dem Kunden viel geholfen.

Darüber hinaus wird es notwendig sein, Beratungspotential auch in Versicherungsfragen bereitzuhalten. Der durch kein Joint-Venture mit einer grossen Lebensversicherungsanstalt gebundene Privatbankier kann dabei den Vorteil ausnützen, die Konkurrenz spielen zu lassen. Versicherungsbroker werden neuerdings vermehrt auch im Lebensversicherungsgeschäft aktiv und sind die idealen Beratungspartner für den unabhängigen Vermögensberater. Die kundenspezifischen Bedürfnisse können durch einen Mix von Wertschriftenanlage und Versicherung optimiert abgebildet werden.

Ein letztes: Echte Vermögensbildung wird aber immer an die Risikonahme in der Form der Hingabe von Eigenkapital gebunden sein. Die Aktienanlage lässt sich durch nichts ersetzen. Wir sind der Ueberzeugung, dass die nicht-kollektive Anlageform der Direktanlage auf die Länge der beinahe staatsähnlich organisierten Anlage überlegen ist. Uns wäre ein Volk von Anlegern offen gestanden lieber als ein Volk von Lebensversicherten und Rentenbezüglern. Unsere Anstrengungen konzentrieren sich deshalb nach wie vor und mit voller Kraft darauf, den Kunden in seiner Direktanlage mit bestem Wissen zu beraten. Allfinanz, nicht "Allfinanz" sei die Devise.