

Milchmädchenrechnung oder Kundenberatung?



aus: PERFORMANCE 6/02
Von Joachim Dolatschko

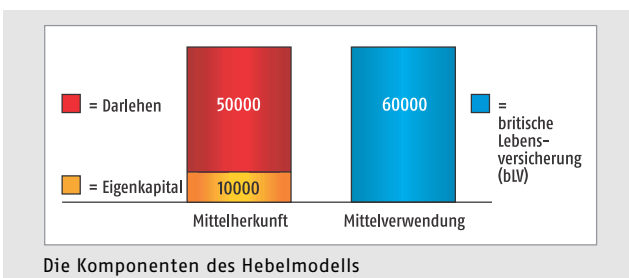
Hebelmodelle, so genannte bankfinanzierte Rentenversicherungen, sind im Finanzvertrieb derzeit eine Art Renner. Warum dieser „Renner“ keineswegs ein „Selbstläufer“ ist, zeigt der Münchener Finanzberater Joachim Dolatschko.



Modeerscheinungen führen auch bei Finanzprodukten zu skurrilen Auswirkungen. Oft wird dann der Eindruck erweckt, dass es sich da oder auch dort um das ultimative Produkt handelt, mit dem ohne große Risiken überdurchschnittlich hohe Renditen erzielt werden können. Eines dieser Produkte ist die so genannte bankfinanzierte Rente, die in den verschiedensten Ausprägungen derzeit am Markt angeboten wird.

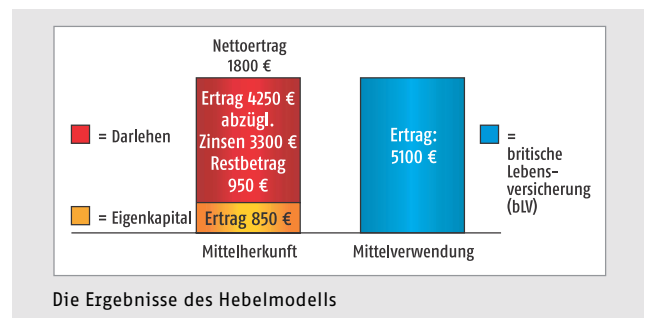
Hohe Gewinnfantasien werden geweckt. Aber die Risiken, dass der Kunde damit sein Geld auch verlieren kann, werden nicht seriös aufgezeigt. Zu beachten ist: Häufig wird die risikolose Investition ohne Kredit höhere Renditen bringen, weil der Hebeleffekt (Leverage-Effekt) neben erhöhten Gewinnchancen immer auch erhöhte Verlustrisiken bedeutet.

Am Beispiel eines Ehepaares mit einem Steuersatz von 40%, das die Sparerfreibeträge gerade ausgeschöpft hat, werden nun einige Überlegungen durchgeführt. Das Grundmodell scheint einfach: Die Familie hat 10.000 € Eigenkapital. Zusätzlich nimmt sie ein Darlehen in Höhe des fünffachen Betrages (50.000 €) auf – zu beispielsweise 6,6% Zins (effektiv). Die 60.000 € werden nun in einer britischen Lebensversicherung (bLV) angespart, die eine Rendite von 8,5% p.a. abwerfen soll. Besagte Familie hebelt – daher der Name Hebelmodell – somit ihr Anlagekapital auf den sechsfachen Wert (vgl. Abbildung).



Renditen mit Fragezeichen

Auch die Rechnung erscheint einfach: Die Familie erwartet für ihr Eigenkapital von 10.000 € von der britischen Lebensversicherung eine Rendite von 8,5%. Für die geliehenen 50.000 € bekommt sie die Differenz zwischen 8,5% und dem Darlehenszins (6,6%); also 1,9% p.a. Bezogen auf das Eigenkapital von 10.000 € sind das also: $8.5 + 5 \times 1.9$ (= 18% p.a.). Die Erträge sind steuerpflichtig, die Zinsen als Aufwand steuerlich abzugsfähig. Selbst in der Nachsteuerbetrachtung ist die Rendite bei oberflächlicher Betrachtung recht ordentlich (vgl. Abbildung).



Auf den Punkt gebracht:

Der Hebeleffekt (Leverage-Effekt) bedeutet neben erhöhten Gewinnchancen immer auch erhöhte Verlustrisiken. Zu der Renditeentwicklung ergibt sich als Dreh- und Angelpunkt: Britische Lebensversicherungen werfen über dem Darlehenszins liegende Renditen ab. Es stellt sich aber die Frage, wie das geschehen soll.

Unter einer realistischen Betrachtungsweise kann eine britische Lebensversicherung aus verschiedenen Gründen eine gute Alternative zur deutschen Lebensversicherung sein.

Milchmädchenrechnung oder Kundenberatung?

(Fortsetzung)

In diesem Modell gibt es aber diverse Parameter, die die Rendite erheblich schmälern können. Die persönlichen Risiken wie Arbeitslosigkeit, Erwerbsminderung usw. sollen hier ebenso wenig behandelt werden wie die systemimmanenten Risiken (Kosten und Zinsänderungen). Vielmehr werden hier die folgenden großen Risiken angesprochen:

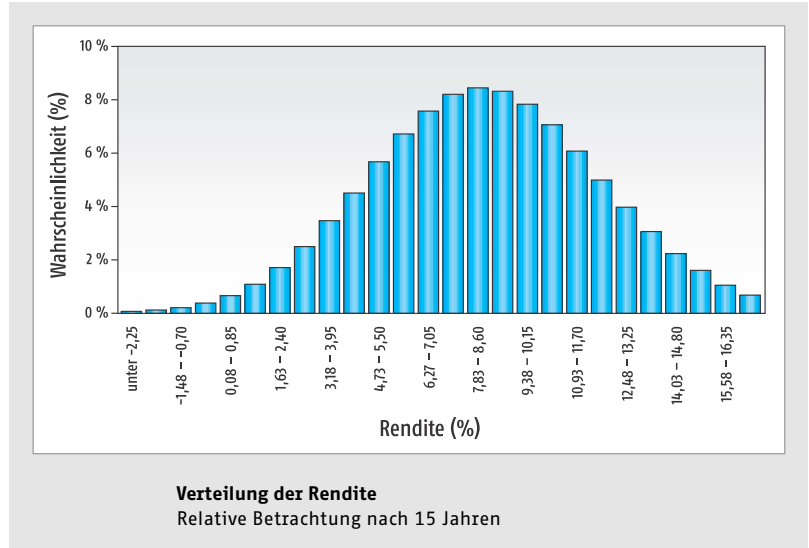
1. Die Renditeentwicklung der britischen Lebensversicherung (bLV)
2. Die Auswirkung der weiteren Einkünfte aus Kapitalvermögen

Zu der Renditeentwicklung bLV ergibt sich als Dreh- und Angelpunkt: Britische Lebensversicherungen (bLVs) werfen über dem Darlehenszins liegende Renditen ab. Hier stellt sich aber die Frage, wie das geschehen soll. Wir wissen, dass bLVs ihr Kapital zu circa 75% in Aktien und zu circa 25% in festverzinsliche Papiere investieren. Nach den vorliegenden Unterlagen haben die bLVs in den Jahren 1989 bis 2000 im Durchschnitt Renditen in Höhe von 12,46% p.a. (in Pfund; Quelle: *Money Management With Profits Surveys 1998-2000*) erzielt. Gleichzeitig hatten die Briten in diesen zwölf Jahren eine Inflation, die durchschnittlich 8,80% p.a. betrug. Das heißt, die inflationsbereinigten Realrenditen der bLVs lagen im Schnitt bei 3,66% p.a.

Im Vergleich hierzu hatten wir in Deutschland in demselben Zeitraum eine Inflationsrate von durchschnittlich 2,5% p.a. Die deutschen Lebensversicherungen erreichten bei einer Laufzeit von 12 Jahren und einem Vertragsablauf im Jahr 2000 eine durchschnittliche Rendite von 5,3% (Quelle: *MORGEN & MORGEN LVWin*). Daraus ergibt sich eine Realrendite von 2,8% p.a.

Äpfel und Birnen

Wer nun die hohen britischen Renditen (bedingt durch die hohe Inflation, Zinsen) auf der Einnahmeseite mit den niedrigen Zinsen Deutschlands auf der Ausgabenseite gegenüberstellt, vergleicht Äpfel mit Birnen. Denn entweder hat er ein erhebliches Währungsrisiko, wenn er eine Pfund-Police vereinbart, oder er schließt eine Euro-Police ab (80% der Gelder werden in Euro angelegt) und bekommt dann deutlich weniger Rendite. Auch der Einwand, dass die Gelder zu 75% in Aktien angelegt und somit nicht vom Zinsmarkt beeinflusst sind, greift hier nicht.

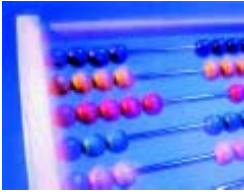


Abgesehen vom Jahre 1994 hatten wir in Europa von 1989 bis 2000 die längste Hausse-Phase der Nachkriegszeit. Im Aktienzyklus ist dies normalerweise als Ausnahme zu betrachten. Denn wer mag schon so optimistisch sein und meinen, dass wir in den nächsten 10 bis 15 Jahren die gleichen oder ähnliche Ergebnisse erzielen könnten? Nebenbei bemerkt würde es auch den bLVs selbst gut tun, wenn man nicht so überzogene Erwartungen in sie setzen würde. Denn auch unter einer realistischen Betrachtungsweise kann eine bLV aus verschiedenen Gründen eine gute Alternative zur deutschen Lebensversicherung sein.

Ein weiteres Problem ist die Frage: Mit welcher Wahrscheinlichkeit erreiche ich welche Rendite? Ertragsprognosen, die im Zusammenhang mit Aktienanlagen vorausgesagt werden, treten immer nur mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit ein. Eine Berechnung der Standardallokation der bLVs (75% Aktien und 25% Renten) mit der Finanzsoftware „Portfolio Selection II“ ergibt eine Wahrscheinlichkeit, die an der Abbildung „Verteilung der Rendite“ (s.o.) abzulesen ist.

Erwartungshorizont

Renditeprognosen von Anlageportfolios unterliegen also bestimmten Eintrittswahrscheinlichkeiten. Das gilt für private Investmentanlagen genauso wie für bLVs als Ganzes. Es sei noch erwähnt, dass die obigen Wahrscheinlichkeitsverteilungen eine Berechnung nach Kosten abbilden. In unserem konkreten Beispiel liegt also die Wahrscheinlichkeit, dass eine Rendite (nach Kosten) von unter 8,5% p.a. erzielt wird, bei 50,66%. Weil dies so ist, wäre die Annahme falsch,



dass 8,5% Rendite bei bLV-Euro-Policen eine Art unterer Erwartungshorizont sein könnten.

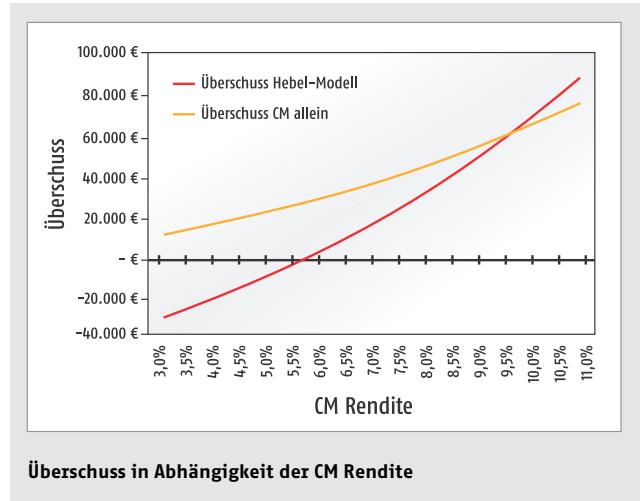
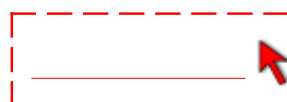
Zu der Auswirkung der weiteren Einkünfte aus Kapitalvermögen: Unser Ehepaar hat seinen Sparerfreibetrag (§ 20 Abs.4 EStG) gerade ausgeschöpft. Die Steuerrechnung für das zweite Jahr der Anlage ist folgender Darstellung zu entnehmen.

Oberflächliche Rechnung	Rechnung auf	Erläuterung Steuererklärung
440,00 €	440,00 €	Steuerpfl. Anteil der bLV aus der Teilkündigung zur Begleichung der Bankzinsen
- 2.800,00 €	- 2.800,00 €	Zinsen f. das Darlehen
Nicht berücksichtigt	3.100,00 €	Steuerpflichtige Zinseinkünfte (bisher schon steuerfrei wg. Sparerfreibetrag)
- 2.360,00 €	740,00 €	Steuerlicher Gewinn (+) Aufwand (-)
40%	40%	Steuersatz
944,00 €	0,00 €	Steuervorteil (+)/Steuernachteil (-)

Im Ergebnis hat unser Ehepaar in diesem Fall keinen Steuervorteil. Über 15 Jahre betrachtet fehlt ihm der in Aussicht gestellte Steuervorteil in Höhe von 15 Jahren à 944 € (also 14.160 €); bezogen auf das Eigenkapital von 10.000 € eine erhebliche Summe. Bisher ist mir keine Berechnungssoftware von Hebelmodellen bekannt, welche die Auswirkungen ausgeschöpfter Sparerfreibeträge berechnet. Fazit: Unter Berücksichtigung der Wahrscheinlichkeit und der Wirkung ausgeschöpfter Freibeträge ergeben sich für unser Ehepaar unterschiedliche Ergebnisse.

Nur mit Profis

Das heißt, in 55.16% der Fälle ist unser Ehepaar besser bedient, wenn es mit seinem Eigenkapital einfach eine bLV bespart. Hätte sich in diesem Fall die bLV mit 5,76% verzinst, wären vielleicht nicht alle Erwartungen erfüllt worden, aber ein Grund zum Weinen wäre das für unser Ehepaar auch nicht gewesen. Beim Hebelmodell jedoch hätte ab diesem Zinssatz der Kapitalverlust eingesetzt. Merke: Hebel wirken auch nach unten (vgl. die Abbildung „Überschuss in Abhängigkeit der CM-Rendite“, Clerical Medical).



Die Verläufe der Überschusskurven der am Markt angebotenen Modelle unterscheiden sich. Grundsätzlich kann man hieraus das Risiko ableiten, das der Kunde eingehen würde. Manche Modelle können durchaus attraktive Chancen bei akzeptablem Risiko bieten. Eine Änderung der Prämissen im Hinblick auf die Einkünfte aus Kapitalvermögen, geringere Steuersätze in der nachgelagerten Besteuerung, Renten anstatt Kapitalzahlung oder Erhöhung der Summen kann das Ergebnis zu Gunsten des Hebelmodells verlagern.



Joachim Dolatschko

Die von den Anbietern zur Verfügung gestellten EDV-Programme leisten jedoch keine Hilfe zur Beurteilung dieser unterschiedlichen Sachverhalte. Ein Grund mehr dafür, dass es gerade bei gehebelten Rentenmodellen unter allen Umständen auf die Hilfe professioneller Finanzberater ankommt. ◀

Verlust-szenarien	Grenz-rendite	Wahrscheinlichkeit
Wenn die Berichte der bLV unter folgender Grenzrendite bleiben, wird Geld verloren.	5,76%	22,89%
Das Ergebnis des Hebelmodells ist schlechter als das einer bLV allein ab folgendem Grenzwert.	8,92%	55,16%

Wahrscheinlichkeit f. diese Grenzrendite