

Eine echte Wundertüte.

Fonds, die in gebrauchte US-Lebensversicherungen investieren, werben mit zweistelligen Renditen fast ohne Risiko. Kaufen, zurücklehnen und in drei bis zehn Jahren kassieren. Können die Anbieter tatsächlich halten, was sie versprechen?

Der zweiseitige Brief mahnt zur Eile. „Verkürzte Zeichnungsfrist. Ihre letzte Chance auf neun Prozent Nachsteuerrendite – pro Jahr.“ Eine Stoppuhr unterstreicht die Dringlichkeit, dicke Lettern die Vorteile der Anlage: mehr Rendite, mehr Unabhängigkeit von der Börse, zusätzliches Potenzial, wenn der US-Dollar steigt. Ganz klein, ganz unten, lässt die DAB-Bank den Risikohinweis folgen: Die Angaben zu dieser Beteiligung seien verkürzt dargestellt. Einzelheiten ergäben sich aus dem Beteiligungsprospekt.

Im Verlauf des vergangenen Jahres wurden eine Menge solcher oder ähnlicher Briefe versandt. Mit riesigem Erfolg. „Allein 2004 haben deutsche Investoren 1,21 Milliarden Euro in geschlossene Fonds investiert, die ihr Kapital in gebrauchten US-Lebensversicherungen anlegen“, informiert Stefan Loipfinger, Herausgeber des Online-Branchendienstes fondstelegramm.de. In Zeiten, da sichere Anleihen nur drei bis vier Prozent abwerfen und der Schreck einer dreijährigen Aktienbaisse Anlegern noch in den Knochen steckt, sind alternative Investments gefragt.

Aber wissen diese Anleger tatsächlich, worauf sie sich einlassen? Die Geschichte der Investments in gebrauchte US-Lebens-

versicherungen begann 1989 fast wie ein Groschenroman. Ein Opfer, zwei Bösewichte, der gute Held. Da war ein unbekannter Krebspatient, der nichts mehr besaß als seine Lebensversicherungspolice. Da war die unbarmherzige Versicherungsgesellschaft, die den Rückkaufswert der Police lapidar mit „null“ taxierte. Da war eine Bank, die diese Police nicht beleihen wollte. Und da war der Retter in der Not. Dieser Mann, Rob Worley, sprang helfend ein, kaufte seinem Freund die Rechte an der Police ab und ließ sich selbst als Begünstigter eintragen. Worley bezahlte zunächst die Prämien weiter. Jahre später, nach dem Tod des Freundes, löste er die Versicherung ein. Beide hatten profitiert.

Heute ist schwer zu sagen, ob dieser Rob Worley ein Humanist oder schlicht ein guter Geschäftsmann war. Doch aus seiner Idee ist mittlerweile ein interessanter Markt geworden – der Zweitmarkt für gebrauchte US-Lebensversicherungen.

Anders als in Deutschland werden Lebensversicherungen in den USA meist nicht aus Gründen der Kapitalanlage oder der Altersvorsorge abgeschlossen. Sie dienen allein der Absicherung individueller Risiken. Die Versicherung soll die Familie im Todesfall schützen oder ein Immobiliendarlehen sichern. >

Mit zunehmendem Alter der Versicherten fallen diese Gründe dann oft weg. „Die Kinder sind aus dem Haus, die Immobilie ist abbezahlt“, erläutert Hans-Jürgen Eberling, Mitglied des Vorstandes der EURAM-Bank und Mitinitiator der Lebensversicherungsfonds von Helios Life, „da ist die Versicherungsprämie manchmal nur noch ein unbequemer Ausgabe-posten.“ Oder schlicht zu teuer, wenn zum Beispiel schwer Erkrankte in Geldnot geraten.

In all diesen Fällen gab es lange nur zwei Möglichkeiten: Stornieren und die Rechte aus der Police wertlos verfallen lassen, um zumindest die Versicherungsprämie zu sparen. Oder verkaufen. An Menschen wie Rob Worley, zum Beispiel. Da es aber nicht jedermanns Sache war, Auge in Auge mit einer Privatperson zu verhandeln, die ein finanzielles Interesse am eigenen schnellen Tod hat, kam als Partner für einen Verkauf meist nur die jeweilige Versicherungsgesellschaft in Frage. Diese wiederum nutzte ihre Monopolstellung weidlich aus und bot nur sehr geringe oder überhaupt keine Rückkaufswerte an.

Dabei hatten diese Policen natürlich einen höheren Wert. „Was“, fragt Eberling provokant, „würden Sie denn bezahlen, wenn Sie wüssten, dass Sie irgendwann in den kommenden fünf bis sieben Jahren mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Million Dollar ausbezahlt bekämen und dafür noch jedes Jahr rund 50.000 Dollar Prämie bezahlen müssten. 50.000, 100.000, 200.000 Dollar? Auf jeden Fall mehr als null.“



Neil A. Doherty, Wharton School: „Auch die Verkäufer von Lebensversicherungen profitieren von der Existenz eines Zweitmarktes.“

Diese Fehlbewertung nutzten Investoren. Sie boten mehr als die Versicherung, aber immer noch wenig genug, um hohe Renditen zu erzielen. Mittlerweile hat sich dieser anonyme Zweitmarkt in den USA etabliert. 2002 zum Beispiel, berechnete Neil A. Doherty, Professor für Versicherungsmanagement an der Wharton School, Universität von Pennsylvania, konnten Verkäufer am Zweitmarkt das 2,5fache des von der Versicherung gebotenen Rückkaufswertes erzielen. Insgesamt ein Gewinn von 242,9 Millionen Dollar für die Verkäufer. Und ganz offensichtlich immer noch interessant für die Käufer. Kein Wunder, dass der Markt wächst. 1990 wurden, so Doherty, für

50 Millionen Dollar Policen verkauft. 1999 waren es schon rund eine Milliarde, 2002 dann rund zwei Milliarden. Und das soll erst der Anfang sein. Denn insgesamt taxiert Doherty den potenziellen Markt für gebrauchte Lebensversicherungen in den USA auf nahe bei 100 Milliarden Dollar.

Ein großer Markt. Ein lukrativer Markt. Die Anbieter geschlossener Fonds in Deutschland wurden hellhörig. Ließ sich da gar eine ganz neue Anlagekategorie etablieren? Hohe Provisionen lockten. Jetzt musste es schnell gehen. Schließlich galt es von Seiten der Initiatoren, dabei zu sein, wenn die ersten großen Stücke des Kuchens verteilt wurden. Ein scheinbar brauchbares Modell war schnell konzipiert: Eine GmbH und Co. KG bündelt Anlagegelder und erwirbt zwischen 50 und 100 Policen, die dann zu einem Depot zusammengefasst



Jörg Weidinger, Weidinger & Kollegen: „Die Intransparenz dieser Anlageklasse ist der Preis für die höhere Rendite.“

werden. So wird das Risiko gestreut. Die Gesellschaft bezahlt den Kaufpreis sowie die künftigen Prämien und erhält dafür im Todesfall die Versicherungsleistungen. Treffen die Prognosen bezüglich der Lebenserwartung der Policenverkäufer zu, sollten die Renditen zweistellig ausfallen. Und als Erträge einer vermögensverwaltenden GmbH & Co. KG in Deutschland wären die sogar steuerfrei. Perfekt!

Oder doch nicht? Kaum kamen die Vertriebsmannschaften der Fondsanbieter im vergangenen Jahr so richtig in Fahrt, blies ihnen auch schon der Wind ins Gesicht. Zunächst wackelte die Steuerfreiheit. „Die Finanzverwaltungen in Hessen und Bremen äußerten auf Nachfrage die Meinung, diese Gesellschaften seien gewerblich tätig und die Erträge deshalb steuerpflichtig. Eine entsprechende Anweisung folgte prompt“, informiert Steuerberater Jörg Weidinger von Weidinger & Kollegen in München.

Dann wackelte plötzlich das gesamte Geschäftsmodell. Am 5. Mai 2004 musste die Mutual Benefits Corporation (MBC), einer der größeren Policenanbieter (settlement company) in den USA, ihre Geschäfte einstellen. Der Vorwurf: 65 Prozent der Lebenserwartungsgutachten sollten gefälscht sein. Bei neun von zehn Policen sollten die Versicherten entgegen der Prognosen noch leben. Wurden die Lebenserwartungen in

betrügerischer Absicht bewusst unrealistisch kurz prognostiziert, um den Verkaufspreis der Policen zu erhöhen? Arbeiten



**Stefan Loipfinger,
Herausgeber von
fondstelegramm.de:
„Investoren sollten die
Kostenstruktur ganz
genau hinterfragen.“**

noch andere Settlement-Companys unseriös? „Diese Anlagekategorie ist noch sehr jung. Da werden wir noch einige Probleme erleben. Die Gefahr, kriminellen Anbietern aufzusitzen, ist nicht zu unterschätzen“, warnt Stefan Loipfinger.

Das Problem: Nur wenn die Prognose bezüglich der Lebenserwartung des Policenverkäufers in etwa zutrifft, wird der Fonds auch die prognostizierte Rendite erwirtschaften. Lebt der Versicherte länger, muss die Versicherungsprämie länger bezahlt werden. Die Versicherungsleistung erfolgt später, die Rendite sinkt. Die Schlüsselfrage bei der Beurteilung dieser Angebote lautet deshalb: Können Lebenserwartungen überhaupt einigermaßen zuverlässig geschätzt werden?

„Ich denke schon“, sagt Eberling, „die Erstellung der Gutachten erfolgt mittlerweile sehr professionell.“ Konkret: Wer seine Police verkaufen will, muss zunächst seine Ärzte benennen und von der Schweigepflicht entbinden. Die mit der Erstellung des Gutachtens beauftragte aktuarische Gesellschaft holt von den Ärzten die Krankheitsbilder sowie weitere relevante Auskünfte ein. Wenn nötig, wird beim Policenverkäufer selbst nachgefragt. Dessen Gesundheitszustand wird danach von Medizinern bewertet und zusammen mit den allgemeinen Statistiken über die Lebenserwartung der Bevölkerung zu einem Gutachten verdichtet. Dieses Gutachten gibt dann die Lebenserwartung mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 oder 85 Prozent an.

Fein. Dennoch bleiben Unsicherheiten. Der Gesundheitszustand kann sich ändern. Und Statistiken ändern sich ohnehin. Vor zehn Jahren lebte ein 75-Jähriger in Deutschland zum Beispiel im Schnitt noch 8,47 Jahre. Heute sind es 9,71 Jahre. Wie wird es in zehn weiteren Jahren aussehen?

Dass die Anbieter der Fonds trotzdem Renditeprognosen auf die zweite Nachkommastelle angeben, scheint fast schon heroisch. Oder ist eben nur ein Marketing-Gag. In Wirklichkeit lassen sich allenfalls Wahrscheinlichkeiten für den Eintritt bestimmter Rendite-Szenarien angeben. Seriöse Fonds veröf-

fentlichen deshalb plausible Rendite-Korridore. Ein wichtiger Anhaltspunkt: Intern halten Experten Renditen zwischen drei und 14 Prozent auf das durchschnittlich gebundene Eigenkapital für realistisch. Schließlich liegt in der Unsicherheit auch eine Chance. Geben die medizinischen Gutachter ihre Prognosen mit einer 85-prozentigen Eintrittswahrscheinlichkeit ab, bedeutet das: Mit einer Wahrscheinlichkeit von 85 Prozent wird die tatsächliche Restlaufzeit einer Police unter der prognostizierten Restlaufzeit liegen. Und die Erträge werden höher ausfallen.

Angenehme Überraschungen sind also ebenso möglich. Positiv ist auch, dass viele Fonds der Generation 2005 aus den Kinderkrankheiten gelernt haben. Allgemein verwendete Standards sollen die Ergebnisse der medizinischen Gutachter verlässlicher machen. Standards wie: nur renommierte Gutachter beschäftigen. Zwei unabhängige Gutachten einholen. Nicht den Durchschnitt der Gutachten, sondern die längere Lebenserwartung zur Grundlage der Preisfindung machen. Standards, für deren Einhaltung das Fondsmanagement ebenso zuständig ist wie für die Sicherheit des Kapitals. „Eine



**Hans-Jürgen Eberling,
Vorstand der EURAM-
Bank: „Als Diversifi-
kation sind gebrauchte
Lebensversicherungen
hoch interessant.“**

lückenlose Kette vom Fonds zum Treuhänder zum Policeninhaber muss dafür sorgen, dass das Kreditrisiko ausgeschlossen wird“, erläutert Eberling.

Ob und wie die Erträge dann zu versteuern sind, hängt vom jeweiligen Anlagemodell ab. Denn auch in Sachen Steuern haben die Anbieter reagiert und neue Strukturen etabliert. Die derzeit hoch gehandelten Zertifikatsstrukturen zum Beispiel könnten das Steuerproblem tatsächlich lösen. Vorsichtige Investoren sollten trotzdem grundsätzlich mit Steuerzahlungen rechnen. „Die Erfahrung lehrt, dass die Finanzverwaltung bei neuen Strukturen, die eine Steuerzahlung vermeiden, so lange zusieht, bis es weh tut. Wird die Investmentidee zu populär, der Steuerausfall zu groß, schließt der Fiskus die Lücke in der Regel sofort und rigoros“, mahnt Stefan Loipfinger.

Ein Problem allerdings können auch die US-Gebrauchtpolicen-Fonds der Generation 2005 nicht lösen: das Wechselkursrisiko. Wer heute investiert, kauft die Anteile zum >

aktuellen Dollarkurs. Die Rückflüsse erhält er in den kommenden Jahren ebenfalls in US-Dollar. Setzt die US-Währung – was durchaus möglich ist – ihren derzeitigen Abwärtstrend in den kommenden Jahren fort, werden aus Dollar-Renditen schnell Euro-Verluste. Wer im Frühjahr 2004 bei einem Kurs von 1,18 Dollar pro Euro investierte, hat schon ein kleines Problem. Verharrt der Greenback zum Beispiel während der gesamten Laufzeit von fünf bis zehn Jahren auf dem Niveau von 1,30 Dollar pro Euro, fällt die Rendite in Euro gerechnet um fast ein Drittel niedriger aus, als in Dollar erwartet.

Aus einer scheinbar defensiven Anlage wird ein Währungspoker. Gut möglich, dass letzten Endes der Wechselkurseffekt größeren Einfluss auf den Erfolg der Anlage hat als der Handel mit den Gebraucht Policen. Nur wer ohnehin in Zukunft finanziellen Verpflichtungen im Dollar-Raum nachkommen

muss, kann dies ignorieren. Für alle anderen Anleger empfiehlt es sich, über ein entsprechendes Währungssicherungsgeschäft nachzudenken. Das allerdings kostet Rendite.

Der große Vorteil dieses Produktes liegt letztlich in der Unabhängigkeit der Erträge von der Entwicklung an den Kapitalmärkten. Wer für ein großes Depot verantwortlich ist, erzielt einen signifikanten Diversifikationsvorteil. Und muss dafür eben ein gutes Stück Intransparenz in Kauf nehmen. Der Inhalt einer Wundertüte ist nun einmal nicht genau bekannt. „Natürlich investieren Sie in eine Blackbox“, macht Jörg Weidinger klar, „das ist die Natur junger, noch nicht so effizienter Märkte. Und das ist der Preis, der für eine höhere Rendite zu bezahlen ist.“ □

Foto: kleinebergphoto.com // Text: Klaus Meitinger

US-Policen-Fonds: die wichtigsten Fragen

01. Ist es ethisch fragwürdig, Gebraucht-Lebensversicherungen zu kaufen, weil der Investor vom Tod anderer Menschen profitiert?

Nein. Im Gegenteil. Der Zweitmarkt für Lebensversicherungen sorgt dafür, dass Versicherer ihre Monopolmacht nicht ausnutzen können, und kommt den Policeninhabern zugute. Vergessen Sie nicht: Jede Rentenversicherung ist ein Geschäft mit dem Tod der Versicherten.

02. Sind US-Lebensversicherungsfonds mit Fonds vergleichbar, die gebrauchte Policen deutscher oder britischer Lebensversicherungen handeln?

Nein. Die Geschäftsmodelle sind völlig anders. Bei deutschen und britischen Policen ist der Zeitpunkt der Auszahlung fixiert, die Höhe der Auszahlung hängt vom Anlageerfolg der Versicherung ab. Dabei sind Chance wie Risiko bei britischen Policen grundsätzlich höher, da diese Versicherungen zu einem höheren Prozentsatz in Aktien investieren. Bei US-Policen dagegen steht die Höhe der Auszahlung (in US-Dollar) fest. Dafür ist der Zeitpunkt der Auszahlung unsicher.

03. Sind die prognostizierten Renditen vergleichbar mit Renditen von Anleihen?

Nein. Die Rendite von Anleihen ist sicher – zumindest bei Papieren erstklassiger Schuldner. Die Rendite von geschlossenen Beteiligungsmodellen basiert auf unsicheren Kalkulationen der Initiatoren. Auch die Berechnungsmethode ist unterschiedlich. Anleihen bieten einen festen Zins und die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals am Ende der Laufzeit. Es

wird unterstellt, dass der Zins sofort wieder in die gleiche Anlage investiert wird. Bei geschlossenen Fonds fließt das eingesetzte Kapital in ungleichen Portionen über die Laufzeit verteilt an den Anleger zurück. Weil das eine Renditeberechnung kompliziert macht, arbeiten die Anbieter mit dem so genannten internen Zinsfuß. Er gibt die Verzinsung des tatsächlich gebundenen Eigenkapitals an. Das ist so kompliziert, wie es sich anhört. Wichtig: Je früher das Geld an den Investor zurückfließt, desto höher ist rein rechnerisch der interne Zinsfuß. Deshalb können anhand dieser Kennziffer nur Fonds mit ähnlicher Kapitalbindung und Rückzahlungsstruktur verglichen werden. Mit der Rendite von Anleihen hat dies überhaupt nichts zu tun.

04. Wie hoch werden die Renditen ausfallen?

Das kann seriös niemand vorhersehen. Die Rendite ist abhängig von der Zuverlässigkeit der Lebenserwartungsgutachten, der Qualität des Fondsmanagements (Prüfung der Policen und Zusammenstellung des Depots) sowie der Qualität der US-Partner (Zugang zu günstigen Policen). Experten rechnen mit einem realistischen Korridor zwischen drei und 14 Prozent auf das durchschnittlich gebundene Eigenkapital. Einen Hinweis auf die Attraktivität des Angebotes gibt die im Prospekt angegebene Einkaufsrendite. Sie zeigt, zu welcher internen Rendite die Initiatoren die Policen einkaufen müssen, um die im Prospekt angegebene Prognoserendite erzielen zu können. Es gilt: je höher die Einkaufsrendite, desto aggressiver hat der

Fonds kalkuliert. Bei gleicher Struktur ist das Angebot mit der niedrigeren Einkaufsrendite vorzuziehen.

05. Worin genau liegt die steuerliche Problematik?

Ist eine GmbH und Co. KG vermögensverwaltend tätig, bleiben die Erträge steuerfrei. Handelt es sich bei der Aktivität des Anbieters um eine gewerbliche Tätigkeit, sind die Erträge zu versteuern. Die Entscheidung darüber liegt im Ermessen der jeweiligen Finanzverwaltung. 2004 hatten sich die Finanzverwaltungen in Hessen und Bremen geäußert und für die meisten der 2004 verkauften Produkte Gewerblichkeit unterstellt. Damit ist ein erster Pflock eingeschlagen. Und wenn gleich Jörg Weidinger von Weidinger & Kollegen gute Chancen sieht, dass diese Einschätzung noch einmal revidiert wird, bleibt das Investment in derartige Konstruktionen aus steuerlicher Sicht eine Zitterpartie.

06. Wie haben die Anbieter auf das Steuerproblem reagiert?

Die Branche bietet mittlerweile drei Fonds-Varianten an: Erstens das „bewährte“ Modell der GmbH und Co. KG, in der Hoffnung, die Finanzverwaltung doch noch überzeugen zu können. Zweitens Zertifikatsstrukturen. Bei dieser Struktur bleibt der Ertrag wohl steuerfrei, wenn seit dem Kauf des Zertifikates mehr als zwölf Monate vergangen sind. Ein kleines Restrisiko gibt es allerdings auch hier: Der Fiskus könnte irgendwann in Zukunft generell die Besteuerung von Zertifikaten einführen.

Eine dritte Variante sind Strukturen, die von vornherein als gewerblich konzipiert sind. Sie erwirtschaften steuerlich relevante Anfangsverluste und steuerpflichtige Erträge. Vorteil: Aus Sicht der Steuerexperten werden diese Strukturen keine negativen Überraschungen bieten. Nachteil: niedrigere Renditen. Werden diese, wie im Fall der Strukturen mit inländischen Betriebsstätten, durch den Einsatz von Fremdkapital aufgepeppt, steigt das Risiko für den Investor deutlich an. Strukturen mit einer Betriebsstätte in den USA sind vor allem für Zeichner kleinerer Beträge interessant.

07. Wie wahrscheinlich ist es, insgesamt einen Verlust zu erleiden?

Grundsätzlich ist dies möglich. Es ist aber ziemlich unwahrscheinlich. Erst wenn bei sämtlichen Policen die Verkäufer ungefähr drei Jahre länger leben als prognostiziert, tendiert die Rendite gegen null. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine einzige Police die Lebenserwartung um zwei Jahre übersteigt, wird von den Anbietern mit 2,5 Prozent taxiert. Das mag zu optimistisch sein. Gleichwohl sollte die Diversifikation des Depots aber einen ausreichenden Schutz gegen das Langlebighkeitsrisiko bieten. Als weitere Risiken bleiben: Betrug bei den Gutachten zur Lebenserwartung. Ein etwaiger deutlicher Anstieg der Inflationsraten, der die Kaufkraft

der Rückzahlungsbeträge entwerten würde. Das Wechselkursrisiko. Und das Investitionsrisiko bei Modellen, die mit Fremdkapital arbeiten. „Bei diesen Strukturen ist eindeutig ein Verlustrisiko vorhanden“, urteilt Fondsanalyst Stefan Loipfinger.

08. Ist es für das Fondsmanagement möglich, gute von schlechten Gebrauchtpolicen zu unterscheiden?

Dieser Punkt ist in der Branche selbst sehr umstritten. Fondsberater Jörg Finsinger, Inhaber eines Lehrstuhls für Finanzdienstleistungen an der Universität Wien, argumentiert, seine eigene umfangreiche Datenbank bezüglich Krankheitsverläufen und Lebenserwartungen erlaube ihm, Policen herauszufiltern, die angesichts der statistischen Lebenserwartung zu günstig angeboten werden. Andere, wie Hans-Jürgen Eberling von der EURAM-Bank, verneinen die Möglichkeit des Policen-Pickings. Ein Urteil darüber wird erst in einigen Jahren möglich sein. Dann, wenn die tatsächlichen Ergebnisse der Fonds vorliegen.

09. Woran sind seriöse Anbieter zu erkennen?

Wichtige Punkte sind: Das Recht auf den Bezug der Police sollte nicht beim Dienstleister liegen, der die Policen aussucht, sondern bei einem Trust. Eigentümer der Police sollte der Fonds sein. Die Settlement-Company sollte von Ratingagenturen wie Scope positiv beurteilt werden. Sie sollte als reiner Dienstleister agieren und nicht zusätzlich Eigen Geschäfte mit Policen betreiben. Die Police sollte zwar über die Settlement-Gesellschaft, aber direkt vom Policeninhaber gekauft werden. Das Portfoliomanagement sollte von einem Berater der Fondsgesellschaft durchgeführt werden. Ist die Settlement-Company damit betraut, wäre dies ein Grund, misstrauisch zu werden.

Ein seriöser Anbieter stellt zudem aussagekräftige Rendite-Szenarien für signifikante Abweichungen von den prognostizierten Lebenserwartungen auf und macht deutlich, dass die Frage der Besteuerung der Erträge offen ist.

10. Wie hoch dürfen die Kosten sein, die bei der Investition anfallen?

Wie bei allen geschlossenen Fondsstrukturen sind die Kosten in der Regel hoch. Vor der Anlage sollten Interessenten deshalb mit einem Experten die im Prospekt aufgelisteten Kostenpositionen kontrollieren. Grundsätzlich gilt: Geringe Fixkosten zu Beginn und eine höhere Erfolgsbeteiligung des Initiators ist attraktiver als hohe Fixkosten und niedrigere Erfolgsprämie. Wichtig ist auch, die Kosten der Policenauswahl zu berücksichtigen, die in den USA entstehen. Stefan Loipfingers Daumenregel: „Nur wenn mindestens zwei Drittel der Rendite auf die gesamte Investitionssumme beim Anleger bleibt, ist das Produkt interessant.“ □