

Geleitwort

Die Altersvorsorge steckt in der Krise. Die gesetzlichen Vorsorgeeinrichtungen, allen voran die Gesetzliche Rentenversicherung, haben, überwiegend demographisch bedingt, mit kaum behebbaren Leistungsdefiziten zu kämpfen. Das Umlageprinzip, basierend auf einem ungeschriebenen Sozialvertrag der Generationen, kann nicht mehr funktionieren, wenn der Kopf der Alterspyramide immer breiter wird. Betriebliche Altersvorsorgemaßnahmen werden tendenziell ebenfalls zurückgefahren, zumindest was den Weg über Pensionsrückstellungen angeht, die vielfach wie Blei auf den Bilanzen der Unternehmen lasten. Somit ist es nur konsequent, wenn zunehmend gefordert wird, die Altersvorsorge selbst zu organisieren („private Altersvorsorge“). Dieser Weg ist freilich nicht unproblematisch und vor allem auch nicht zwingend zielführend. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Zunächst: Viele sind mangels ausreichender Sparfähigkeit gar nicht in der Lage, die Grundlagen für eine auskömmliche Altersversorgung eigenverantwortlich zu legen. Hinzu kommt, dass die Wirksamkeit staatlicher Fördermaßnahmen (Riester-Rente, Rürup-Rente) umstritten ist und dass die Möglichkeiten, über ertragsstarke Anlagen den im Alter dringend benötigten Kapitalstock anzusparen, sehr begrenzt sind. Angeblich „sichere“ Zins tragende Anlagen rentieren ex Inflation und ggf. Steuerbelastung erbärmlich schlecht, höchst wahrscheinlich sogar negativ. Riskante Anlagen, etwa Aktien, Aktienfonds oder gar derivative Instrumente, sind aufgrund der jüngsten Finanzkrise in Verruf geraten. Diese Anlageformen wurden von vielen bevorzugt, da sie die gewünschte Mindestrendite für lohnendes Sparen abzuwerfen versprochen. Die sich mit atemberaubender Geschwindigkeit vollziehende Entwertung gerade dieser Anlagen – und sogar angeblich absolut krisensicherer Anlagen wie Immobilien – hat das Vertrauen der Anleger in die Vermögenmärkte nachhaltig zerstört.

Nun ist es eine Tatsache, dass mehr Rendite nur um den Preis eines entsprechend höheren Risikos zu haben ist. Dies scheint manchen Anlegern – auch nach der jüngsten Finanzkrise – noch immer nicht voll bewusst zu sein. Nicht ganz unschuldig an diesem Erkenntnisdefizit ist die Finanzindustrie, die immer wieder den Eindruck zu erwecken versucht, durch raffinierte Produkte eben dieses „eherne Gesetz der Finanzmärkte“ außer Kraft setzen zu können. Renditeausfälle, selbst bei angeblich noch halbwegs sicheren Anlagen, massive Renditeeinbrüche bis hin zu Totalverlusten bei „intelligenten“ Anlageprodukten, und ein nachhaltig zerstörtes Vertrauen in die „professionellen“ Finanzdienstleistungsberater: Das ist der „Nährboden“, auf dem nun eine eigenverantwortliche Alters-Selbstvorsorge gelingen soll.

Die traditionellen Helfer bei der privaten Altersvorsorge sind Versicherungsgesellschaften, insbesondere privatwirtschaftliche Anbieter von Kapitallebensversi-

cherungen und Rentenversicherungen. Als Renditeperspektive wird hier die „Mindestverzinsung“ geboten, die bereits seit Jahren chronisch rückläufig ist. Die darüber hinaus in Aussicht gestellte Überschussbeteiligung ist krisenbedingt massiv zusammengeschmolzen. Somit sieht sich der Vorsorgesparer auch von der Versicherungswirtschaft weitgehend im Stich gelassen. Dies gilt auch oder sogar in verstärktem Maße für risikobereitere Versicherungssparer, die „innovative Produkte“ der Versicherungswirtschaft, etwa die fondsgebundene Lebensversicherung, zu einen mehr oder weniger starken Standbein für ihre Altersversorgung aufbauen wollten. Die Abblaufleistung derartiger Lebensversicherungsprodukte hängt vom Wert des während der Versicherungsdauer angesparten Fondsvermögens ab. Die jüngste Finanzkrise hat deutlich gemacht, dass dieses innerhalb weniger Wochen weitgehend vernichtet werden kann und damit zugleich die Hoffnung auf einen sorgenfreien Ruhestand in angemessenem Wohlstand.

Diese nicht gerade ermutigende Ausgangslage entbindet nicht von der Notwendigkeit, das Altersvorsorgeproblem irgendwie „sinnvoll“ zu lösen. Einen scheinbar viel versprechenden Weg bietet der Total-Return-Ansatz an, der vorgibt, nachhaltig, beachtliche positive Renditen erwirtschaften zu können, und zwar völlig unabhängig von der jeweiligen Situation auf den Vermögensmärkte und der Realwirtschaft insgesamt. Hedgefonds versprochen, diesem Anspruch gerecht werden zu können, was sich zwischenzeitlich ebenfalls überwiegend als krasse Fehleinschätzung erwiesen hat. Trotzdem sollte man die Idee des „total return“ und den Weg über Hedgefonds nicht grundsätzlich als falsch einstufen, im Gegenteil: Hedgefonds verdeutlichen, dass die Möglichkeit besteht, eine neue, bisher so nicht bekannte Assetklasse zu schaffen, nämlich „alternative Investments“. Diese zeichnen sich durch hohe Komplexität aus, möglicherweise liegt aber gerade darin ihre Stärke, professionelles Management vorausgesetzt. Daran hapert es noch gewaltig, dies ist aber kein grundsätzliches Argument gegen diese Assetklasse. Im Kern beruhen alternative Investments auf der Idee, Erträge zu generieren, die eine möglichst geringe, eventuell sogar negative Korrelation mit den Renditen von Standard-Anlageprodukten, etwa Anleihen und Aktien, aufweisen. Durch Depotbeimischung solcher alternativer Investments kann dann, durch Ausnutzung des wohlbekannten portfoliotheoretischen Diversifikationsprinzips, das gesamte Anlagerisiko reduziert werden. Auf einen einfachen Nenner gebracht: Durch alternative Investments kann das Rendite-Risiko-Profil eines Gesamtvermögens verbessert werden.

Herr Bernhardt untersucht in seiner Studie diese komplexen Zusammenhänge. Konkret geht es ihm um die Frage: Kann man durch alternative Anlagen die Performance von fondsgebundenen Lebensversicherungen verbessern? Als alternative Anlage wählt er „Private Equity“, einen zumindest in Deutschland noch relativ jungen Investmentbereich, dessen Bedeutung für die fondsgebundene Lebensversicherung bislang weder theoretisch noch praktisch umfassend untersucht worden ist. Das

eigentliche Ziel seiner Forschungsarbeit besteht somit letztlich darin, dem Vorsorge-sparer einen Weg zur Erwirtschaftung nachhaltig stabiler Renditen aufzuzeigen, um ihm unter Bedingungen weitestgehend reduzierten Risikos einen auskömmlichen, das gewohnte Wohlstandsniveau sichernden Ruhestand zu gewährleisten. Hierbei geht es freilich nicht nur um die Durchführung eines portfoliotheoretisch fundierten Optimierungskalküls, sondern vor allem auch darum, die diversen Rahmenbedingungen – insbesondere rechtlicher, institutioneller, organisatorischer Art – daraufhin zu überprüfen, ob sie ein solches Altersvorsorgevehikel überhaupt zulassen. Herr Bernhardt hat sich somit eines Nischenthemas angenommen, das aufgrund veränderter Rahmenbedingungen auf den Kapitalmärkten und im Hinblick auf die Altersvorsorge nicht nur in Deutschland, sondern weltweit, an Bedeutung gewonnen hat. Konkret geht es um die Unterstützung der Altersvorsorgeanstrengungen all jener Bürgerinnen und Bürger, die sich von der gesetzlichen Rentenversicherung und der betrieblichen Alterssicherung weitgehend im Stich gelassen fühlen und deshalb ihre Altersvorsorge zumindest zu einem großen Teil selbst organisieren wollen und müssen. Die sich schon seit Jahren abzeichnende chronische Erosion der von Lebensversicherern gebotenen Renditen (Garantierrenditen zuzüglich Überschussbeteiligungen) hat den Druck zu eigenständigem Handeln weiter erhöht.

Angesichts des geschwundenen Vertrauens in die Finanzmärkte erscheint jedoch kein Königsweg zur Altersvorsorge zu führen, zumal die erzielbaren Renditen lächerlich gering und die Risiken dramatisch gestiegen sind. Herr Bernhardt zeigt, dass Investments in Private Equity hier den Ausweg weisen könnten. Diese Investments sind zwar per se äußerst riskant, durch eine umfassende Streuung lässt sich jedoch ein Großteil des Risikos vernichten, sodass gerade Private Equity als nicht nur ertragreiche, sondern auch risikoreduzierte Asset-Klasse selbst konservative und ausgeprägt risikoscheue Anleger interessieren müsste, zumal dann, wenn man diese Anlageform, in Gestalt der fondsgebundenen Lebensversicherung, mit einem traditionell hoch geschätzten Altersvorsorgevehikel, eben der Lebensversicherung, kombiniert.

Herr Bernhardt untersucht gründlich die – in jüngster Zeit zum Teil dramatisch veränderten – Rahmenbedingungen von Private Equity Investments im Allgemeinen und Private-Equity-unterlegten fondsgebunden Lebensversicherungen im Besonderen. Es werden nicht nur wirtschaftliche (nationale und globalisierungsbedingte) Umfeldbedingungen diskutiert, sondern auch Rahmenbedingungen allgemein-rechtlicher und steuerrechtlicher Art unter Einbeziehung der Veränderungen der jüngsten Zeit. Die bereits zu Anfang formulierte Forschungsthese, wonach Private-Equity-gestützte fondsgebundene Lebensversicherungen einen praktikablen und aussichtsreichen Weg aus der Altersvorsorgekrise darstellen, untermauert Herr Bernhardt Schritt für Schritt während des Fortgangs seiner Untersuchung. Er stützt sich hierbei, von allgemein-theoretischen Erörterungen, etwa über das Principal-Agent-Problem, abgesehen, auf eigene berufspraktische Erfahrungen, auf Erfahrungen der Branche,

dokumentiert durch einschlägiges statistisches Material auf eine deskriptiv-analytische Betrachtung historischer Entwicklungsprozesse. Seine eigenen – und die branchentypischen – Erfahrungen und Interpretationen ergänzt er durch zahlreiche, sehr ausführliche und sorgfältig durchgeführte Experten-Interviews, für die er herausragende Protagonisten des Private-Equity-Geschäfts in den USA gewinnen konnte. Durch eine disziplinierte Abfolge seiner Argumentationsschritte gelingt es Herrn Bernhardt, den Leser nicht nur „mitzunehmen“ und umfassend zu informieren, sondern ihn auch zu überzeugen. Es ist ihm gelungen, einen wesentlichen Beitrag zum besseren Verständnis des Schnittstellenbereichs zwischen Versicherungswirtschaft, Alterssicherung und Portfolioanalyse zu leisten. Zugleich wurde ein überaus komplexes Umfeld in ständigem Wandel befindlicher Rahmenbedingungen wirtschaftlicher, allgemein-rechtlicher, versicherungsrechtlicher, steuerrechtlicher und aufsichtsrechtlicher Art souverän aufgearbeitet und im Hinblick auf praktische Schlussfolgerungen und Handlungsempfehlungen sorgfältig bewertet.

Dem Theoretiker bietet die Studie viele Ansatzpunkte für die Weiterentwicklung theoretischer Ansätze aus dem Bereich des Portfolio-Managements und der Asset Allocation, dem Praktiker bietet sie eine Fülle von Anregungen zur Gestaltung zeitgemäßer Investment- und Altersvorsorgestrategien. Ich wünsche dem Buch viele interessierte Leser und eine breite Akzeptanz durch Theorie und Praxis.

Prof. Dr. Rainer Stöttner

Vorwort

Die Anlageklasse Private Equity kann mittlerweile auf eine gut 50 Jahre umfassende Geschichte verweisen. In den vergangenen Jahrzehnten erschienen in mehr oder weniger regelmäßigen Abständen diverse Publikationen zum Themengebiet Private Equity, die sich ganz überwiegend mit Fragen der Funktionsweise dieser Anlageklasse, ihren individuellen rechtlichen und/oder steuerlichen Besonderheiten sowie ihren volkswirtschaftlichen Implikationen befassten.

Darüber hinaus interessiert sich aufgrund der wachsenden Größe und Bedeutung der von Private Equity Gesellschaften in der jüngeren Vergangenheit übernommenen Unternehmen auch zunehmend die allgemeine Öffentlichkeit, die Politik sowie die Medien für das Thema Private Equity. In der Berichterstattung ist jedoch zum weit überwiegenden Teil eine negative Konnotation festzustellen, in der sich eine gewisse Unkenntnis über die Anlageklasse per se sowie die Ablehnung derselben widerspiegelt. Der im politischen Bereich geprägte Begriff der „Heuschrecke“ soll an dieser Stelle lediglich als Synonym für ähnlich negative Bewertungen erwähnt werden.

Zur Versicherungsindustrie im Allgemeinen und zur traditionellen bzw. Fondsgebundenen Lebensversicherung im Besonderen gibt es ein sehr umfangreiches Kompendium an Publikationen. In verschiedenen wissenschaftlichen Ausarbeitungen wird auf die bisherige und zukünftige Bedeutung von Private Equity Investitionen im Sicherungsvermögen von Lebensversicherungsgesellschaften eingegangen. Eine entsprechende Analyse der Bedeutung von Private Equity Anlagen im Rahmen der Fondsgebundenen Lebensversicherung ist jedoch noch nicht vorgenommen worden.

Die Absicht dieser Arbeit besteht demnach darin, eine Brücke zwischen der Anlageklasse Private Equity und der Fondsgebundenen Lebensversicherung zu schlagen. Die Zielsetzung ist es hierbei, im Rahmen von Fondsgebundenen Lebensversicherungen breiteren Bevölkerungsschichten den indirekten Zugang zu dieser Anlageklasse zu ermöglichen. Durch die im Bereich Private Equity erzielbaren Renditen könnte die Gesamtrendite der Fondsgebundenen Lebensversicherungspolice des einzelnen Versicherungsnehmers nachhaltig gesteigert und somit die gesellschaftliche Akzeptanz dieser Anlageklasse sukzessive erhöht werden.

Die vorliegende Arbeit wurde im Frühjahr 2003 in Angriff genommen und im Wintersemester 2009/2010 von der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Kassel als Dissertation angenommen. Die Realisierung dieser Ausarbeitung wäre nicht möglich gewesen ohne die Bereitschaft zur Betreuung durch Herrn

Prof. Dr. Rainer Stöttner, dem ich für seine Anregungen und seine Unterstützung ganz besonders danken möchte. Ebenso verbunden bin ich Herrn Prof. Dr. Klaus Nathusius für die freundliche Übernahme des Koreferats.

Besonderer Dank gilt meiner Frau Stephanie für die zeitraubende Hilfe bei der Erstellung der Interviewtexte, Frau Simone Müller-Voigts für das Korrekturlesen, meiner Familie und meinen Freunden. Von ihnen bin ich im Laufe der Arbeitsphase stets motiviert worden. Sie haben mich neben meiner beruflichen Tätigkeit immer wieder an das Forschungsprojekt erinnert und waren gute „Sparringspartner“ bei der Strukturierung der Arbeit. Meinen Eltern gilt ein ganz spezieller Dank, da sie die Publikation der Doktorarbeit im Gabler-Verlag maßgeblich unterstützt haben.

Und gewiss nicht zuletzt gilt mein Dank meinen zahlreichen Interviewpartnern in Boston und New York, die mir für zum Teil längere und vor allem spannende Interviews zur Verfügung standen.

Dr. Jens Bernhardt