

Der LSE nehmen. n bei den Verhandlungen zur Über-
 zuronext durch die New York Stock
 (NYSE) ersichtlich, wirft der Eigentü-
 europäischer Aktienbörsen wichtige
 ie Fragen auf. Dabei geht es vor
 a Grauzone der in den USA gelten-
 es-Oxley-Bestimmungen, die unter
 sländischen Firmen mit US-Kotie-
 ndige Berichtspflichten aufbürden
 erletzung strafrechtliche Konsequen-
 ann. Gerade die LSE bekam zuletzt
 lauf von ausländischen Börsenneu-
 in internationales Listing anstreben,
 (ork umgehen wollen. Obwohl die
 ite, dass sie kein Interesse am Export
 eln nach Europa habe, sind die lang-
 nsequenzen eines Eigentümerwech-
 Beteiligung nicht vollauf geklärt.
 tischen Finanzmarktregulator FSA
 rühjahr Bedenken geäußert, inwie-
 r völligen Integration der LSE in die
 t auch die Zuständigkeit der FSA für
 gspraxis aufgeweicht werden könnte.
 ließe Bedenken scheint die von der
 gedeutete Gesetzesinitiative einzu-
 Balls soll die FSA ein gesetzlich
 Vetorecht erhalten. Mit ihm könne
 änderungen blockieren, die eine «un-
 issige Beeinträchtigung der wirt-
 Schlüsselrolle der Börsen in Gross-
 nd Europa» befürchten lassen. Balls
 lerdings, dass die Massnahmen kei-
 rauf abzielten, einen Eigentümer-
 LSE zu verhindern. Man sei zur
 eines künftigen Eigners der LSE
 stellt.

Euro klettert auf ein es-Hoch zum Franken

Der Schweizer Franken hat am Tag vor
 tscheid der Schweizerischen Natio-
 B) gegenüber Dollar und Euro nach-
 l charttechnisch oder auch nur psy-
 bedeutsame Marken überschritten.
 über führten die Abschwächung auf

Zeitraum. Doch nicht nur das. Der
 tungsrat stellte auch noch fest, dass die Ertrags-
 ziele für das gesamte Jahr verfehlt würden. Da-
 für machte die Führungsspitze von Alitalia nicht

Regierungslager hatten dem Konzernchef damals
 zwar noch die Stange gehalten, doch nach dem
 jüngsten Verlustausweis könnte sich Cimoli nun
 doch auf einem Schleudersitz befinden.

Versicherungsrisiken als neue Anlageklasse

Attraktiver Sekundärmarkt für US-Lebensversicherungspolizen

Von Beat Hess*

Der Sekundärmarkt für Lebensversiche-
 rungspolizen bietet eine willkommene
 Möglichkeit zur Diversifikation, zumal
 die Korrelation mit anderen Anlage-
 klassen gering ist.

Die Verlagerung von Versicherungsrisiken auf
 die Finanzmärkte hat mit der Lancierung von so-
 genannten Cat Bond Funds einen ersten Boom
 erlebt. Nun wird diese inzwischen bewährte An-
 lageklasse um eine Variante ergänzt – um gehan-
 delte amerikanische Lebensversicherungspoli-
 zen. Im Gegensatz zur Schweiz existiert in den
 USA seit Ende der achtziger Jahre des letzten
 Jahrhunderts ein Sekundärmarkt für Lebensver-
 sicherungspolizen. Den Policeninhabern eröffnet
 sich dadurch, nebst der klassischen Stornierung
 (Rückkauf durch die Versicherungsgesellschaft),
 eine zusätzliche Handlungsalternative. Bei einem
 Policenverkauf über den Sekundärmarkt realisie-
 ren Policeninhaber in der Regel einen deutlich
 höheren Verkaufspreis, da der Rückkaufswert
 bei einem Storno meist deutlich unter dem inne-
 ren Wert der Police angesetzt wird.

Zwei Alternativen

Für Investoren in Sekundärmarkt-Polizen eignen
 sich hauptsächlich zwei amerikanische Lebens-
 versicherungstypen: Universal-Life- und Whole-
 Life-Polizen. Deren Leistungsmerkmale weichen
 in wesentlichen Punkten von europäischen Kon-
 kurrenzprodukten ab. So weisen die zwei erwähn-
 ten Policentypen im Unterschied zu klassischen
 europäischen Lebensversicherungsverträgen kei-
 ne Spar- oder Bonusanteile auf. Der Investor hat
 insofern keinerlei Garantie auf eine wie auch
 immer ausgestaltete Minimalrendite. Als Risiko-

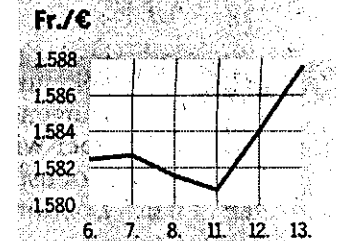
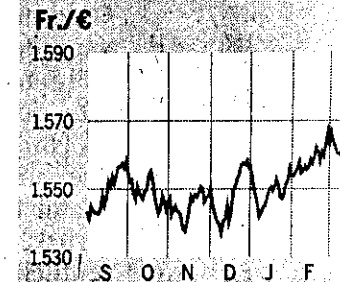
Jede zweite Police wird aufgelöst

B. H. Lebensversicherungen werden in der Re-
 gel über eine sehr lange Laufzeit abgeschlossen.
 Gleichzeitig verändern sich die Lebensumstände
 und das damit verbundene Risikoschutzbedürf-
 nis. Deshalb wird mehr als jede zweite Lebens-
 versicherungspolice nicht zu Ende geführt. Mög-
 liche Gründe hierfür sind:

- Die begünstigte Person, für welche die Police
 ursprünglich abgeschlossen wurde, benötigt
 keine Absicherung mehr.
- Der Grund für den Abschluss der Lebensver-
 sicherung ist nicht mehr gegeben (die Hypo-
 thek ist abbezahlt, die Steuerschulden haben
 sich vermindert).
- Die Prämien der Lebensversicherung sind
 nicht mehr tragbar.
- Eine «Key-Man-Police», die abgeschlossen
 wurde, um eine Firma beim Verlust eines
 Know-how-Trägers abzusichern, ist nicht
 mehr nötig.
- Der Policeninhaber besitzt mehrere Polizen
 und möchte nicht mehr alle weiterführen.
- Die Ausgestaltung des Versicherungsschutzes
 soll geändert werden.
- Der Policeninhaber benötigt Geld für die
 eigene medizinische Behandlung oder die
 medizinische Betreuung einer nahestehenden
 Person.
- Der Erlös aus dem Verkauf einer Police er-
 möglicht es der versicherten Person, einen be-
 stimmten Lebensstandard aufrechtzuerhalten
 und den Lebensabend würdevoll zu verbrin-
 gen.
- Der Policeninhaber möchte eine Spende zu-
 gunsten einer wohltätigen Institution tätigen
 und benötigt dafür liquide Mittel.

Verdingte Gassen	
Dow Jones	11498.0
S&P 500	1313.
Nasdaq	2215.
Europa	
Stoxx 50	3499.
Euro-Stoxx 50	3788.
Stoxx Gesamt	333.
Grossbritannien	
FTSE 100	5895.
Deutschland	
DAX Xetra	5873.
Frankreich	
CAC 40	5125.
Japan	
Nikkei 225	15719.

DEVISENMÄRKTE



Kurse 18.45 Uhr

Euro	
in Franken	1.58
in Dollar	1.26
in Yen	149.
Dollar	
in Franken	1.24
in Yen	117.
Pfund	
in Franken	2.33

B) gegenüber Dollar und Euro nach-
 charittechnisch oder auch nur psy-
 bedeutsame Marken überschritten.
 mer führten die Abschwächung auf
 ; publizierte Interview-Ausserungen
 lbank-Direktoriumsmitglied Philipp
 zurück. Dieser hatte in der Zeitschrift
 lärt, die Schweizer Wirtschaft habe
 den Höhepunkt erreicht. Das dämpf-
 artungen, dass die Schweizerische
 k (SNB) heute Donnerstag eine ver-
 gart in der Geldpolitik einschlagen
 Dollar stieg über die psychologisch
 ke von Fr. 1.25 und erreichte bei Fr.
 tageshoch und auch den höchsten
 wa zwei Monaten. Für Händler über-
 am der Kursanstieg des Euro gegen-
 ränken. Der Euro stieg auf über Fr.
 sichte damit den höchsten Stand seit
 Jahren. Zum Handelsschluss in Zü-
 die Einheitswährung bei Fr. 1.5874
 41 am Vortag. Der Dollar wurde zum
 Fr. 1.2524 (1.2484) gehandelt. Die
 en davon aus, dass die SNB heute
 zum sechsten Mal in Folge ihren
 0,25 Prozentpunkte auf dann 1,75%
 d. Grössere Beachtung wird dabei
 id wie sich die SNB zur Entwicklung
 kurses äussert.

Marktberichte auf Seite 34 und 35

cht/Devisen	34
reiz	35
pa/Eurex	36
rika	37
n und Afrika/Rohwaren	39
ine	41
n/Zinsen	42

europäischen Lebensversicherungsverträgen kei-
 ne Spar- oder Bonusanteile auf. Der Investor hat
 insofern keinerlei Garantie auf eine wie auch
 immer ausgestaltete Minimalrendite. Als Risiko-
 lebensversicherungen werden sie ferner nicht
 über eine begrenzte Laufzeit abgeschlossen, son-
 dern laufen bis ans Lebensende der versicherten
 Person weiter. Bedient nun ein Policen-Aufkäu-
 fer (Investor) diese weiter, fällt ihm die verein-
 barte Ablaufleistung zu. Die Rendite des Invest-
 tors hängt dabei vom Zeitpunkt des Eintretens
 des Versicherungsfalles ab. Das Eintreten eines
 solchen Versicherungsfalles (und damit die Aus-
 zahlung der Versicherungssumme) steht in kei-
 nem Zusammenhang mit der Zinsentwicklung,
 den Aktienkursen oder der Entwicklung der
 Immobilienpreise; die Korrelation mit diesen
 Variablen ist sehr gering.

Investoren erwarten für ihr Engagement eine
 risikogerechte Rendite, die sich bei amerikani-
 schen Lebensversicherungspolicen über den Aus-
 zahlungszeitpunkt der Ablaufleistung berechnet.
 Die Schwierigkeit besteht darin, den wahrschein-
 lichen Zeitpunkt der Auszahlung der Leistung –
 und damit die zu erwartende Rendite – zu pro-
 gnostizieren. Bei amerikanischen Policen bestim-
 men sogenannte «Medical Underwriter» die sta-
 tistisch zu erwartende Zeitspanne bis zur Auszah-
 lung der Ablaufleistung, was letztlich die Basis für
 den Kaufpreis der Police bildet. Treffen die Vor-
 aussagen ex post exakt zu, erzielen die Investoren
 die angestrebte Rendite. Kommt die Leistung
 früher zur Auszahlung, ist die Rendite höher bzw.
 bei einer verspäteten Auszahlung entsprechend
 geringer. Die Berechnung der statistisch zu er-
 wartenden Zeitspanne bis zur Auszahlung der
 Ablaufleistungen war in der Vergangenheit rela-
 tiv ungenau. Aufgrund der inzwischen vorhande-
 nen Erfahrungswerte sind die Schätzungen deut-
 lich konservativer und exakter geworden.

Nach den noch geringen Marktvolumina in
 den neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts
 sind die Transaktionsvolumina über die letzten

* Beat Hess ist Fondsmanager bei der Bank Leu.

gen.

- Der Policeninhaber möchte eine Spende zu-
 gunsten einer wohltätigen Institution tätigen
 und benötigt dafür liquide Mittel.

fünf Jahre markant gestiegen. Laut Schätzungen
 hat das Sekundärmarktvolumen im Jahr 2005 10
 Mrd. bis 15 Mrd. \$ erreicht. Aufgrund der grossen
 Vorteile des Sekundärmarktes für die Policen-
 inhaber gehen die Prognosen von einem weiteren
 Volumenwachstum aus. Zudem erreicht und
 durchschreitet über die nächsten Jahre und Jahr-
 zehnte die Generation der sogenannten «Baby-
 boomer» das für den Sekundärmarkt interessante
 Alter. Schätzungen gehen davon aus, dass die ge-
 handelten Volumina in zehn Jahren 100 Mrd. bis
 140 Mrd. \$ erreichen könnten. Inzwischen existie-
 ren bereits verschiedene Anlagevehikel, die in ge-
 handelte US-Lebensversicherungen investieren.
 Die veröffentlichten jährlichen Renditeerwartun-
 gen in Dollars sind sehr unterschiedlich, und be-
 sonders geschlossene Anlagevehikel prognosti-
 zieren zum Teil sehr hohe Werte. Leider kann bei
 geschlossenen Vehikeln erst nach der Liquidation
 festgestellt werden, ob die Renditeerwartungen
 erreicht wurden. Offene Anlagevehikel mit ein-
 em öffentlich einsehbar Performance-Aus-
 weis weisen historisch betrachtet und bei geringer
 Volatilität eine Rendite zwischen 8% und 12% in
 Dollars und nach Kosten aus.

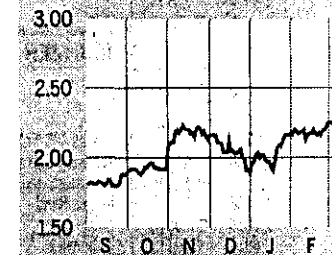
Weitere Diversifikationsmöglichkeit

Der Umstand, dass gehandelte US-Lebensver-
 sicherungspolicen in keiner Weise mit den Ent-
 wicklungen an den Finanzmärkten korrelieren
 und darüber hinaus attraktive Renditen verspre-
 chen, lässt aufgrund der beträchtlichen Markt-
 volumina eine für alle Beteiligten vorteilhafte
 Situation erwarten. Die Investoren verfügen über
 eine neuartige und vielversprechende Anlage-
 alternative und profitieren zusätzlich von Diversi-
 fikationseffekten. Und die Policeninhaber reali-
 sieren auf dem Sekundärmarkt einen deutlich
 besseren Preis für ihre Policen.

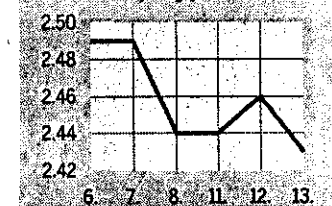
in Franken	1.24
in Yen	117.
Pfund	
in Franken	2.33
Yen (100)	
in Franken	1.05
Franken (100)	
in Euro	63.12
in Dollar	80.08

GELD- UND KAPITALMÄ

Schweiz (10-j.)



Schweiz (10-j.)



Jahresende 200

Geldmarkt (3 Monate)

Franken-Libor	1.01
Euribor	2.49
Dollar-Libor	4.54
Yen-Libor	0.07

Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihe)

Schweiz (10-j.)	1.96
Deutschland (10-j.)	3.27
England (10-j.)	4.14
USA (10-j.)	4.41
Japan (10-j.)	1.44