

Wie schützt sich eine Lebensversicherung vor höchsten Risiken?

Das Beispiel Swiss Life

15. Januar 2015, Investorentreffen im Grand Resort Bad Ragaz. Thomas Buess, bei Swiss Life Finanzchef (CFO), merkt, wie irritiert vorn auf dem Podium Martin Strobel wird. Strobel ist der oberste Chef der Baloise, er präsentiert die Baloise-Zahlen, doch ein Analyst nach dem andern schleicht sich aus dem Saal. «Bin ich derart schlecht gewesen?», fragt er am Ende seines Auftritts den Konkurrenten Buess. «Nein, nein», antwortet Buess. Denn auch er hat kurz mit seinem Team in Zürich telefoniert und weiss, was passiert ist. Die Schweizerische Nationalbank hat den Euro-Mindestkurs von 1.20 Franken per sofort aufgehoben. Nur scheint ihn das nicht gross zu kümmern. «Buess blieb als einziger gefasst und gelassen», erinnert sich Heidi Hinterhuber an das Treiben in Bad Ragaz. Sie ist bei Swiss Life zuständig für *Investor Relations*.

Denn Swiss Life sichert das Währungsrisiko zu 100 Prozent ab. Damals, heute, bis in alle Ewigkeit, lässt Tancredi Tommasina, der aktuelle Risikochef (CRF) bei Swiss Life durchblicken. Technisch ist das keine Hexerei, zur Abdeckung von Kurs-Ausschlägen gibts Devisentermingeschäfte. Die kosten etwas Gebühren, aber danach funktionieren sie wie eine normale Versicherung gegen das Risiko. Tritt der «Schaden» ein, fliesst Geld zurück.

Bis zum Abend jenes 15. Januar 2015 bricht der Schweizer Aktienindex SMI um 13 Prozent ein, das ist der zweite Schlag. Auch hierzu bleibt Buess locker, Swiss Life hält nur zehn Prozent der Assets in Aktien, international breit gestreut, entsprechend wenig kann anbrennen, wenn Schweizer Aktien stürzen. Ganz anders ein Vierteljahrhundert zuvor, als der Aktienanteil bis 24 Prozent hochgeschraubt wurde. Wie übermütig das war, zeigte sich im März 2000, als die Dotcom-Blase platzte.

Seither herrscht kaum mehr Hektik am Mythenquai. Zwar blinken auf wenigen Bildschirmen Kurse grün und rot auf, auch läuft ein Bloomberg-Terminal, doch, ohne dass jemand gebannt davor sässe. Hier erteilen Portfolio-Manager ihre Aufträge bedacht. Und der Aktienanteil liegt weiterhin flach bei zehn Prozent.

Hinter den Kulissen spielen sich selbstverständlich auch andere Szenen ab. Trotz der Nonchalance, die Buess in Bad Ragaz ausstrahlte, kommt es Tags darauf am 16. Januar 2015 um 15.00 Uhr zum ausserordentlichen Call des Investment and Risk Committee (IRC). Dies ist das höchstkarätige Gremium des Konzerns. Mit am Telefon dabei: fünf der elf Verwaltungsräte mit Präsident Rolf

Dörig. Selbstverständlich präsent sind der damalige CEO Patrick Frost, CFO Thomas Buess, der damalige CRO Matthias Aellig, der inzwischen zum CEO aufgestiegen ist. Der Call dauert 40 Minuten, das Protokoll wird vom deutschsprachigen Generalsekretär in englischer Sprache verfasst, damit es konzernweit verstanden wird.

«Frost summarized that – thanks to the FX and interest rate hedging – the impacts of the SNB decision on Swiss Life can be considered as minor in view of the very substantial shifts in the capital market which were triggered by that decision. In view of the IFRS P/L, he expects a one-off gain on the hedge of hedging costs of more than CHF 200m (before policyholder sharing) on an ytd basis. On a recurring basis, a translational profit effect of about CHF -30m p.a. (at current) rates can be expected in relation to the profits from businesses reporting in EUR.»

Salopp übersetzt heisst das: alles in Griff, alles exakt bezifferbar bereits am Tag danach. Das Absichern gegen den Franken-Schock hat mehr als 200 Millionen Franken in die Kasse gespült: so gross war der Gewinn aus den Devisen-Termingeschäften für Swiss Life. Buess' Coolness in Bad Ragaz war nicht vorgespielt.

Sogar das Risiko für die Zukunft scheint gezähmt. Falls der Schweizer Franken gegenüber dem Euro anhaltend stark bliebe, fiel der Jahresgewinn laut Protokoll um 30 Millionen Euro tiefer aus. Bei Gewinnen in Milliardenhöhe ist das verkraftbar.

Vorsicht ist die Mutter von Swiss Life. Das liegt am Produkt Lebensversicherung. So breit die Palette von Angeboten ist, sie richten sich an jüngere Leute. Stirbt die versicherte Person Jahrzehnte später, ist «Erntezeit», dann erhalten ihre engsten Angehörigen eine einmalige Kapitalauszahlung oder lebenslange Renten. Selbstverständlich kann man auch für sich selber vorsorgen, dann fliesst die Rente oder die Barauszahlung direkt zu einem selber, zum Beispiel zum 65. Geburtstag. Zwischen Rente und Kapital gibt es Kombinationen, oft ergänzt mit einer Invalidenversicherung. Aber im Prinzip läuft jede Police auf dasselbe hinaus: versprochen ist versprochen. Die Entschädigungen erfolgen irgendwann später, einbezahlt wird Monat für Monat neu. Diese Prämien-Einnahmen muss Swiss Life so sicher wie möglich aufbewahren und zusätzlich Renditen erzielen. Erst dann geht die Rechnung für alle auf: für die Swiss-Life-Kunden, die Swiss-Life-Angestellten, die Swiss-Life-Aktionäre. So weit, so logisch.

Und so bedeutsam. Denn Swiss Life ist nicht irgendeine Lebensversicherung, sondern die mit Abstand grösste der Schweiz mit 40 Prozent Marktanteil. Zusätzlich verwaltet Swiss Life sehr viele Gelder von sehr vielen Pensionskassen kleiner und mittlerer

Unternehmen, die ebenfalls Renten, Kapitalauszahlungen, Invalidenhilfen verbürgen. Total verfügt Swiss Life über einen Schatz von 272 Milliarden Franken (Stand 31. Dezember 2024). Das entspricht fast einem Drittel des BIP, also fast einem Drittel der gesamten jährlichen Wirtschaftsleistung der Schweiz und provoziert die Frage: Was um Himmels willen stellt Swiss Life mit so viel Geld an?

Antwort: Swiss Life tut etwas nicht. Swiss Life geht kein Risiko ein. Das gehört letztlich auch zur Kernkompetenz einer Versicherung. Sie muss den Umgang mit Risiken beherrschen. Und die verbergen sich bei Lebensversicherungen in der langen, langen Frist.

Konkret fliesst die Hälfte der 272 Milliarden Franken in Staatsanleihen mit fixen Zinsen. Das tönt harmloser als es ist, denn Swiss Life ist gross, zu gross für die Schweiz, gemessen am Total der ausstehenden Bundesobligationen dreimal zu gross. Also muss auf echte Schuldnerländer ausgewichen werden. In erster Linie auf die USA, wo Zinsen winken von über drei Prozent im historischen Durchschnitt. Zur Kompensation sichert Swiss Life – siehe oben – das Wechselkurs-Risiko zu 100 Prozent ab. Das schmälert die Marge. Dasselbe bei den Euro-Obligationen der EU- und Nato-Länder. Tabu sind griechische oder andere Bonds mit horrenden Renditen; hier wäre das Risiko eines Kreditausfalls zu hoch.

Stattdessen forcierte Swiss Life nach Platzen der Dotcomblase eine andere Anlagekategorie besonders kräftig. Jeder vierte Franken der 272 Milliarden steckt heute in einer Immobilie. Damit ist Swiss Life zum grössten Immobilienbesitzer der Schweiz aufgerückt, zu einer Macht über mehr als 40'000 Wohnungen. Hinzu kommen Bürogebäuden: «Wir investieren nicht in Boutiquen oder Zahnarztpraxen in hippen Stadtvierteln», beruhigt Heidi Hinterhuber die Investoren.

Warum lehnt sich Swiss Life derart weit aus dem Fenster? Um auf noch höhere Immobilienpreise zu spekulieren und damit den heissen Markt noch mehr anzuheizen? – Nur indirekt. Attraktiv sind Immobilien wegen der Mieten, die zuverlässig fliessen. Wenn linke Kritiker den «Immobilienhaien» vorwerfen, sie seien «rein renditeorientiert», trifft das absolut zu. Die Rendite ist Sinn und Weck der Übung. Schweizer Immobilien sind in Zeiten der Staatsschuldengelüste von Donald Trump «mündelsicherer» als US-Staatsanleihen. Zusätzlich vergibt Swiss Life Hypotheken in Milliardenhöhe, durchwegs zu besseren Konditionen als gewöhnliche Banken. Im Gegenzug durchleuchtet die Versicherung private Schuldner akribisch.

Mit dieser Strategie ist Swiss Life vom Unglück ins Glück gestolpert. Nach der Dotcom-Krise von 2000 wurde der Aktienanteil reduziert – und damit die Finanzkrise von 2007 bewältigt. Vor allem aber hat das Umschwenken auf Immobilien dank positiver Renditen von 2,5 Prozent über die lange Phase der Negativzinsen verholten, die von 2014 bis 2022 andauerte. «Wenn uns jemand vorausgesagt hätte, dass wir als Lebensversicherung acht Jahre lang negative Zinsen überleben werden und dabei sogar Dividenden ausschütten, hätten wir diese Person für verrückt erklärt», meint Matthias Aellig.

Die Rendite als Maxime gilt auch bei Aktien. Es wird nicht auf kurzfristig steigende Kurse spekuliert, Swiss Life setzt auf die historisch positiven Zuwächse weltweit. In den letzten fünfzig Jahren hat der MSCI-World-Index um jährlich zehn Prozent zugelegt. Allerdings kauft Swiss Life keine «Index-Produkte», die das Auf und Ab des Dow Jones, SMI oder Euro Stoxx abbilden. Stattdessen wird direkt in Index-Schwergewichte investiert, die hohe Dividenden versprechen und diese auch regelmässig auslösen. Infrage kommen könnten Mercedes Benz oder Volkswagen mit aktuell 7 Prozent Dividendenrendite, Swiss Re und Zürich Versicherung mit 4 Prozent, Nestlé, Novartis und Roche mit 3 Prozent. Solche Titel werden sorgfältig diversifiziert nach Branche und Geografie, damit keine Klumpenrisiken entstehen.

Renditemaximierung kombiniert mit Risikominimierung, so lautet die Strategie. Und Kontinuität, so lautet das Zauberwort beim Investieren. Nie zu viel zusammen platzieren, nie zu hastig, nie zu heftig. Am 2. April 2025, als Donald Trump im White House Rose Garden neue Zölle ankündigt und zwei Tage später um 90 Tage verschiebt, ertönt bei Swiss Life kein Alarm. «Wir beurteilen nicht jede Tagesbewegung», sagt CEO Matthias Aellig mitten im globalen Wirbel zur NZZ. Achtsam ist man trotzdem. Der Risiko-Ausschuss IRC tagt statt sonst einmal im Monat, rund um Trumps Zollschock während drei Wochen dreimal pro Woche. Laufend wird gecheckt, wie gut die Versicherung versichert ist gegen Aktienturbulenzen und gegen Abstürze beim Dollar und US-Staatsanleihen. Erneut spült Geld in die Kasse von Swiss Life dank der vielfältigen Termingeschäften. «Mit diesem positiven Ergebnis umzugehen ist dann gar nicht so einfach», erklärt Buess: «Wir müssen entscheiden, was wir mit den resultierenden Gewinnen anfangen wollen. Wieder in Aktien investieren?»

Jeden Morgen kontrolliert CRF Tancredi Tommasina nach dem Aufstehen, wie in Tokio der Nikkei öffnet hat. Das gibt ihm «ein Gefühl für den Tag». Anschliessend schaut er nicht mehr aufs Handy. «Ich gehe ja auch nicht dauernd in den Keller und zähle meine Weinflaschen». Stattdessen übernimmt er Verantwortung, so wie er es im persönlichen

Leben auch tut. Seit er Kinder hat, geht der Tessiner zum Beispiel nicht mehr mit Steigeisen und Pickel zu Berg. Als studierter Mathematiker an der ETH schätzt er Wahrscheinlichkeiten ein, er hat Abweichungen und deren Konsequenzen im Kopf. Was bedeutet es für die Gewinne von Swiss Life, wenn die Zinsen der US-Staatsanleihen um fünf Prozent steigen oder um fünf Prozent fallen? Wenn die Immobilienpreise in der Schweiz um fünf Prozent zulegen oder um fünf Prozent sinken? Wie stark schwanken die Gewinne von Swiss Life, wenn sich die Sterblichkeit der Versicherten um fünf Prozent erhöht und oder um fünf Prozent reduziert? Alle diese Szenarien, die Tommasina «Sensitivitäts-Analysen» nennt, sind jeweils im Anhang 5 zur konsolidierten Jahresrechnung auf zwanzig Seiten publiziert. Doch entscheidend ist, was die Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht Finma verlangt. Swiss Life muss den «Schweizer Solvenztest» (SST) bestehen. Jederzeit. Der SST ist das behördlich vorgeschriebene Mass zur Früherkennung der langfristigen Risiken. «Er legt die Kapitalanforderung so fest, dass ein Versicherer auch bei einem negativen Ereignis, das nur alle hundert Jahre eintritt, kapitalmässig nicht in Bedrängnis kommt».

Ein derartiges «Jahrhundertereignis» fand statt am 24. Oktober 1929, als an der Wall Street Panik ausbrach und der amerikanische Aktienindex Dow Jones bis Mitte November netto vierzig Prozent verlor. Oder am 28. September 1928, als der schottische Bakteriologe Alexander Fleming den Wirkstoff Penicillin entdeckt hat. Ein Meilenstein der Medizingeschichte. Praktisch von einem Tag auf den nächsten erhöhte sich die Lebenserwartung in den Industrieländern um zehn Jahre.

Hier zeigt sich die andere Seite des Risikos. Einerseits können finanziellen Rücklagen während Finanzkrisen in Trubel geraten. Andererseits können aber auch die Verpflichtungen ins Wirbeln kommen. Das wird gern übersehen, weil sich das Sterberisiko seit «ewig» gleichmässig entwickelt. Schweizerinnen und Schweizer leben alle acht Jahre ein Jahr länger mit allmählich sinkender Tendenz. Damit kann eine Lebensversicherung die Prämien exakt kalkulieren.

Doch was, wenn die Versicherten plötzlich länger leben als beim Vertragsabschluss angenommen? Dann verlängert sich die Dauer der Rentenzahlungen zu Gunsten der Versicherten. Umgekehrt bei dem Kapitalauszahlung, dort verschiebt sich der Zeitpunkt der Ausschüttung nach hinten, was zusätzliche Zinsen generiert zu Gunsten der Versicherung.

Ebenso zweischneidig waren die Aussichten am 9. März 2020, als in Italien der erste landesweite Lockdown ausgerufen und Covid -19 weltweit zum Begriff wurde. «Wir

mussten eine neue Auslegerordnung machen und haben ein zweitägiges internes Seminar organisiert», sagt Tancredi Tommasina. Im schlimmsten Fall, bei einem Massensterben», hätte Swiss Life «profitiert», nämlich Renten gespart. Gleichzeitig wären bei den Policen mit Kapitalauszahlung alle Verpflichtungen auf einen Schlag fällig geworden– aus Sicht von Swiss Life ein *worst case*.

Zum Glück für die Menschheit brachte das Covid-Virus kein «Jahrhundertereignis». Die Sterblichkeit stieg kurzfristig leicht an und sank ein Jahr später im selben Umfang. In der akuten Phase jedoch wurde intern der SST laufend neu berechnet. Per 30. Juni 2020 betrug er 187 Prozent. Als Laie könnte man diese Quote «Überdeckung» nennen, für Tancredi Tomassina war es knapp. Seine «Ambition» ist ein SST-Wert zwischen 140 und 190 Prozent – von der Finma eingefordert sind 100 Prozent.

Trotzdem tauchen am 29. September 2020 einige «Fahnder» der Finma aus Bern bei Swiss Life in Zürich auf. Vor Ort verlangen sie die Berechnung eines «Szenario Covid-19 ausgehend von einem Verlust von 45 Prozent bei den Immobilien und gleichzeitig von 50 Prozent bei den Aktien innerhalb von drei Jahren». Damit wäre Covid tatsächlich zum «Jahrhundertereignis» geworden - aber nicht wegen der Pandemie an und für sich, sondern wegen imminenter Unruhen auf den Finanz- und vor allem Immobilienmärkten.

Was im Grossen aufhört, beginnt im Kleinen. Das Risiko kann aktiv gemieden werden, indem es vorausberechnet ist. Raucher müssen, weil sie im Schnitt früher sterben, bei einer Renten-Versicherung höhere Prämien bezahlen als Nichtraucher. Dasselbe müssen Männer, weil Männer weiterhin früher sterben als Frauen; in der Schweiz ist diese «Diskriminierung» weiterhin erlaubt, in der EU gelten Unisex-Tarife. Das Wichtigste aber ist die individuelle Gesundheitsprüfung vor Vertragsschluss. Jede neue Kundin, jeder neue Kunde muss einen detaillierten Fragebogen ausfüllen. Wurde je eine HIV-Infektion festgestellt? Konsum von Betäubungsmitteln oder Drogen? Suizidversuche? Krankenhaus-, Reha-, Kuraufenthalte oder ambulante Operationen in den letzten zehn Jahren? Im Zweifel darf Swiss Life Arztzeugnisse anfordern.

Und zu guter Letzt wird das Klumpenrisiko aus der Kundschaft verscheucht. Das gelingt mittels Grenzen in ferner Zukunft. Bei Swiss Life ist «die Höhe des maximal versicherten Todesfalls» auf fünf Millionen Franken limitiert.

*Dieser Text wurde von der Auftraggeberen Swiss Life leicht verändert publiziert im
Sammelband «Swiss Life 1997-2025»*

Verlag Scheidegger & Spiess, Zürich

Erschienen am 12. Mai 200216