

Privatbanken: Das Umfeld ist freundlich. Die Halbjahreszahlen dürften überzeugen – aber dann? 5

Swiss Re: Der Rückversicherer wechselt auf Nachhaltigkeitsindizes und liegt damit im Trend 6

Zur Rose: Die Kotierung an der Schweizer Börse SIX beginnt mit einem kräftigen Kurssprung 6

Verwaltungsrats-Ranking 2017

Die Besten: Was die Verwaltungsräte von Sonova, Komax und Ascom auszeichnet 8–10

VR-Erneuerung: Die Überprüfung der im Gremium vorhandenen Kompetenzen ist stetige Pflicht 11

Blick ins Ausland: Was deutsche, britische und amerikanische Verwaltungsräte beschäftigt 12

Vergütungen: Schweizer Verwaltungsratspräsidenten gehören zu den global Bestbezahlten 13

Blockchain: Start-ups setzen auf eine neue Form der Finanzierung: Sie emittieren ihr eigenes Geld 14

Autoneum: Der Automobilzulieferer weiss sich in seinem schwierigen Markt gut zu behaupten 15

Die Geschichte: Huber+Suhner muss sich immer wieder neu erfinden, bleibt dem Kabel aber treu 16

Märkte

Franken: Der Euro nimmt wieder Kurs auf 1.10 Fr. Diesmal könnte er die Marke schaffen 19

Indien: Trotz erfolgreicher Steuerreform wartet noch viel Arbeit auf Premierminister Narendra Modi 20

M&A: Im globalen Übernahmege-schäft ist einiges los. Besonders ge-fragt sind europäische Konzerne 21

US-Jobmarkt: Robuste Daten zum Stellenwachstum im Juni bekräftigen das Fed im Plan zum Bilanzabbau 21

Weizen: Die Dürre in den USA macht den Bauern zu schaffen und führt zu Preisüberreibungen 22

Monitor

Märkte: Notenbankprotokolle sorgen für Bewegung – steigende Zin-sen belasten die Aktienmärkte 32

Schweiz: Roche wird durch Herab-stufung belastet. Zurich besetzt das Präsidium neu 31

Europa: Energietitel überraschen. Axel Springer plant Übernahme von Sport 29

Obligationen: FCA platziert, Kuoni verlängert Frist zum vorzeitigen Rückkauf seiner Frankenleihe 27

Edelmetalle: Die Bondrenditen steigen und Gold fällt 25

Neuemissionen
Derivate

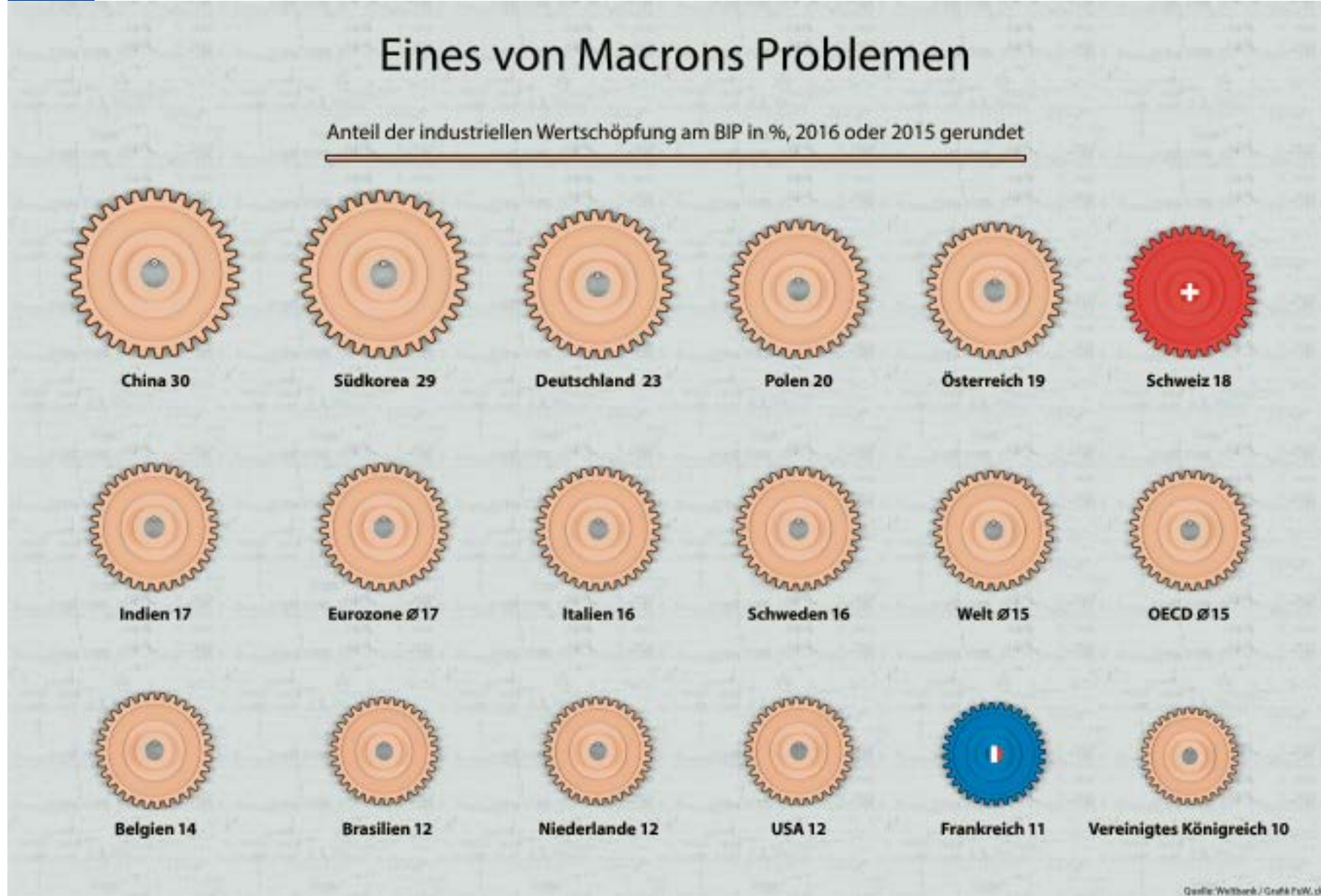
Callable Multi BRC auf CS, Lafarge-Holcim und Swatch (Leonteq) 4

BRC auf Nestlé, Novartis, Roche und Swatch (Raiffeisen) 7

Kontakt

redaktion@fuw.ch | verlag@fuw.ch
abo-zeitungen@tamedia.ch
AZ 8021 Zürich, Telefon 044 248 58 00
Abo-Service 044 404 65 55
Fax Redaktion 044 248 58 15
Fax Verlag 044 248 58 15
Fax Abo-Service 044 404 69 04
www.fuw.ch

Was zählt



Frankreich ist keine Industrienation mehr. Nur noch 11% macht das Gewicht der Industrie an der Wirtschaftsleistung aus. Zwar steht Frankreich damit nicht allein auf weiter Flur – auch das Vereinigte Königreich, die USA oder die Niederlande sind nicht fabrikastiger –, doch die Briten haben den globalen Finanzplatz London (auch wenn sich dessen Aus-sichten nach dem Brexit verdüstern könnten), die Amerika-ner haben alles zur Informatik, die Niederländer haben den Hafen Rotterdam. Die Schweiz ist mit 18% trotz des Franken-Handicaps überdurchschnittlich industrialisiert. Deutschland – für Paris die wichtigste Vergleichsgrösse – bringt es auf 23%. Der Industriesektor schrumpft in allen Volkswirtschaften, denn die Konsumenten geben mehr Geld aus für Dienstleistungen als für verarbeitete Güter. In Frankreich jedoch geht es besonders rasch: Von 1980 bis 2015 sank die Zahl der in der Industrie Beschäftigten von 5,3 auf 3,4 Mio. Menschen. Nicht, dass das Land schon bald gar keine Indust-rie mehr haben wird – im Flugzeugbau etwa ist es führend –, doch in der Breite geht der Abbau weiter. Präsident Emma-nuel Macron kann diesem Prozess nur dann entgegenwir-ken, wenn er die Steuern und die Abgabenlast senkt und das Gestrüpp an Vorschriften ausforstet. Was bestimmt nicht reicht, ist der gewohnt symbolische, sprunghafte – und grossmäulige – Aktionismus seiner Amtsvorgänger. **MR**

Pensionskassen vergeben Renditepotenzial

Vorsorgeeinrichtungen disponieren zu kurzfristig. Voraussetzung für höhere Aktienanteile ist jedoch, dass Anlagerestriktionen gelockert und die Kapitalgarantie für die Destinatäre abgeschafft werden. **PIRMIN HOTZ**

Mit ihrem sehr langen Anlagehorizont sind Pensionskassen geradezu prädestiniert, den überwiegenden Teil des Vermögens in Aktien – der langfristig lukrativsten Anlageform – zu investieren. Die Verantwortlichen von schweizerischen Vorsorgegeldern verschonen aber hohes Renditepotenzial, weil sie mit einem durchschnittlichen Aktienanteil von rund 30% viel zu defensiv positioniert sind und fälschlicherweise glauben, ein solches Portfolio sei langfristig konservativer als eines mit 50 oder sogar 80% Aktien. Ein repräsentatives schweizerisches Pensionskassenportfolio ist zu 55% in Obligationen, zu 30% in Aktien und zu 15% in Immobilien angelegt. Ausgehend vom heutigen Umfeld kaum existierender Zinsen wird eine Renditeerwartung von 1% bei Anleihen, von 3% bei Immobilien und von 5% bei Aktien unterstellt – die Differenzen entsprechen den langfristig realisierten Risikoprämien. Das Portfolio lässt sodann eine jährliche Rendite von 2,5% erwarten – notabene vor Verwaltungskosten.

Eine Erhöhung des Aktienanteils zulasten der Obligationen auf 40% lässt bereits eine Rendite von 2,9% erwarten. Bei einem Aktienanteil von 50% beträgt die Rendite 3,3%, während sie bei einem Aktienanteil von 80% auf 4,5% springt – fast das Doppelte des Status quo. Es liegt auf der Hand, dass diese Performancedifferenz zu erheblich verbesserten Rentenleistungen für die Versicherten führen würde.

Falsche Risikobetrachtung

Warum verzichten die Verantwortlichen von Pensionskassen auf diese signifikante Mehrrendite am Kapitalmarkt? In erster Linie liegt es an einer völlig verkehrten Risikobetrachtung der Branche, die höhere und langfristig sinnvollere Aktienanteile verhindert. Sie misst das Risiko

von Vorsorgegeldern regelmässig mit der Volatilität, die die Kursschwankungsbreite respektive die Standardabweichung der jährlichen Rendite des Portfolios definiert. Ist dieses auf Jahresbasis berechnete Risikomass aber auch wirklich relevant für Pensionskassen?

Nein, natürlich nicht. Für eine Pensionskasse, die über einen faktisch unendlich langen Anlagehorizont verfügt, haben die kurzfristigen und teilweise hektischen Börsenbewegungen langfristig keine Bedeutung. Rückschläge wie diejenigen während der Finanzkrise oder nach dem Platzen der New Economy Bubble zu Beginn des neuen Jahrtausends gab es schon immer. Trotz eines Weltkriegs, zahlreicher Verwerfungen und oft sehr volatiler Märkte warf der schweizerische Aktien-

«Zweckmässig, um das langfristige Risiko von Pensionskassengeldern zu ermitteln, ist das Ausfallrisiko.»

markt seit dem Jahr 1926 eine jährliche Durchschnittsrendite von 7,7% ab. Dem langfristig erfolgreichen Aktiensparer ist es dann ziemlich egal, dass in derselben Zeit die jährliche Volatilität von Aktien beachtliche 20% betragen hat.

Im Gegenteil: Der Preis für die langfristig überragende Rendite von Aktien sind deren kurzfristig hohe Schwankungen. Der Fokus auf die kurzfristig ausgerichtete Volatilität hat überdies die fatale Konsequenz, dass sich Pensionskassen an den kurzfristigen Veränderungen des Deckungsgrads orientieren und sodann zyklisch in Börsenkrisen die Aktienquote zur Unzeit abbauen. Vollends absurd wird die Risikomessung mithilfe der

Volatilität, wenn Consultants ihren Pensionskassen empfehlen, zur verbesserten Diversifikation alternative Anlagen wie Hedge Funds, Private Equity oder Infrastrukturanlagen ins Portfolio zu legen. Die Verantwortlichen bilden sich dann ein, sie würden mit diesen «Zauberprodukten» das Risiko reduzieren, weil diese eine niedrige Volatilität aufweisen und über eine geringe Korrelation zu klassischen Anlagen wie Obligationen und Aktien verfügen würden.

Illiquide ist nicht sicherer

Was für ein Unsinn! Die nur vermeintlich niedrigen Risikowerte vieler Alternativanlagen sind nämlich nichts anderes als die Konsequenz der Illiquidität dieser Produkte, die naturgemäss keinen täglichen Marktschwankungen ausgesetzt sind. Was mangels Börsenkurs nicht schwankt, kann definitionsgemäss nicht volatil sein.

Ein zweckmässiges Mass, um das langfristige Risiko von Pensionskassengeldern zu ermitteln, ist das Ausfallrisiko. Es misst die Wahrscheinlichkeit, innerhalb einer bestimmten Frist eine geforderte Mindestrendite zu verfehlen. Diese Masszahl müsste Pensionskassenverantwortliche besonders interessieren, denn die jährliche Minimalrendite, um die Leistungen für die Destinatäre langfristig erfüllen zu können, ist für sie von hoher Relevanz. Aktuell dürfte wohl eine durchschnittliche Mindestrendite von 2 bis 3% gefordert sein, um die langfristigen Leistungsverpflichtungen erfüllen zu können.

Die entscheidende Frage lautet nun: Bei welchem Aktienanteil ist die Wahrscheinlichkeit am grössten, die geforderte Minimalrendite langfristig und nachhaltig erreichen respektive übertreffen zu können? Beläuft sich die geforderte Mindestrendite auf 2%, so beträgt auf Sicht von zehn Jahren die Chance, diese Ren-

dite mit einem Aktienanteil von 30% zu erreichen oder zu übertreffen, 62%. Das Ausfallrisiko ist damit allerdings mit 38% deutlich höher als bei einem Portfolio, das zu 80% in Aktien angelegt ist – bei diesem beträgt das Ausfallrisiko, die jährliche Minimalrendite von 2% zu verfehlen, nur gerade 24%, obwohl es wesentlich volatiler ist.

Bereits mit einer «nur» zehnjährigen Optik ist somit das fast ausschliesslich in Aktien angelegte Portfolio sicherer als ein vermeintlich konservatives Portfolio mit 30% Aktien. Eindringlich gestaltet sich die Risikobeurteilung, wenn die geforderte Mindestrendite 3% beträgt und der Anlagehorizont auf fünfzig Jahre ausgedehnt wird. Das Risiko, eine Rendite von jährlich 3% zu verfehlen, beträgt dann beim vermeintlich konservativen Portfolio 98% und beim vermeintlich aggressiven Portfolio gerade einmal 3%.

«Auf lange Sicht sind nicht etwa niedrige Aktienanteile konservativ, sondern möglichst hohe.»

Das Fazit ist klar. Auf lange Sicht, die für Pensionskassen von prosperierenden Unternehmen eigentlich der Normalfall sein sollte, sind nicht etwa niedrige Aktienanteile konservativ, sondern möglichst hohe. Voraussetzung für deutlich höhere Aktienanteile ist jedoch, dass die gesetzlichen Anlagerestriktionen gelockert und die Kapitalgarantien für die Destinatäre abgeschafft werden.

Pirmin Hotz ist Inhaber der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG mit Sitz in Baar.