

Fehlanreize und dummes Geschwätz

Negativzinsen Private und institutionelle Investoren erhöhen ihr Risiko mit intransparenten Produkten. Enttäuschungen sind programmiert.

PIRMIN HOTZ

Das Anlageumfeld ist herausfordernd und wird es noch lange bleiben. Ein Grossteil der am Markt verfügbaren Obligationen rentiert seit längerer Zeit negativ. Zwischenzeitlich lag die Verfallrendite von Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft bis zu einer Laufzeit von 20 Jahren im negativen Bereich. Gläubiger bezahlen Zinsen an ihre Schuldner – die Ökonomie des Geldes steht Kopf und hat sich finanzgeschichtlich beispiellos ins bizarre Gegenteil verkehrt. Die schlechende Enteignung der Sparer, auch als finanzielle Repression bezeichnet, ist eine Folge der seit der Finanzkrise anhaltenden, langfristig brandgefährlichen Flutung der Märkte mit Geld, die ausser den überschuldeten Staaten Europas kaum jemand braucht. Anstatt im Konsum oder zu Investitionszwecken landet es, salopp ausgedrückt, unter der Matratze.

Um einer Null- oder Negativverzinsung auszuweichen, suchen Investoren verzweifelt nach Alternativen, um positive Erträge erwirtschaften zu können. Aktien sind zwar langfristig die überragende Anlagekategorie, für viele Anleger aber kurzfristig zu volatil, um sie in ihren Portfolios deutlich höher zu gewichten. Der aktuelle Modeschlager von Pensionskassen und Versicherungen, die aufgrund hoher Leistungsversprechen auf jährliche Erträge von 2 bis 4 Prozent angewiesen sind, sind Infrastrukturanlagen. Dabei wird in private Projekte wie Flughäfen, Autobahnen, Leitungs- und Transportsysteme oder den Bau von Brücken investiert.

Das Ergebnis war ein Geisterflughafen

Beispiele der jüngeren Vergangenheit zeigen nun aber, dass die Risiken solcher Anlagen massiv unterschätzt werden. So ging der privat finanzierte Flughafen Ciudad Real nahe der spanischen Hauptstadt Madrid schon kurz nach seiner Fertigstellung in Konkurs. Da kaum eine Fluggesellschaft diesen Flughafen anfliegen wollte, mutierte dieser zu einem sogenannten «Geisterflughafen» und zum Flop der privaten Investoren, die ihr ganzes Geld ver-

loren. Auch Projekte rund um den französischen Autobahnbetreiber Vinci Autoroutes und ein Gas-Pipeline-Netzwerk in Norwegen entpuppten sich als Flop, weil ihre Regierungen plötzlich die Spielregeln änderten und überraschend ihren Einfluss auf die ursprünglich vorgesehenen Gebührensätze geltend machten.

Wenn Politiker europäischer Staaten Investorenrechte dermassen mit Füßen treten, wie hoch sind dann erst die Risiken solcher Projekte in den vermeintlich lukrativen und aufstrebenden Schwellenländern? Während die Chancen solcher

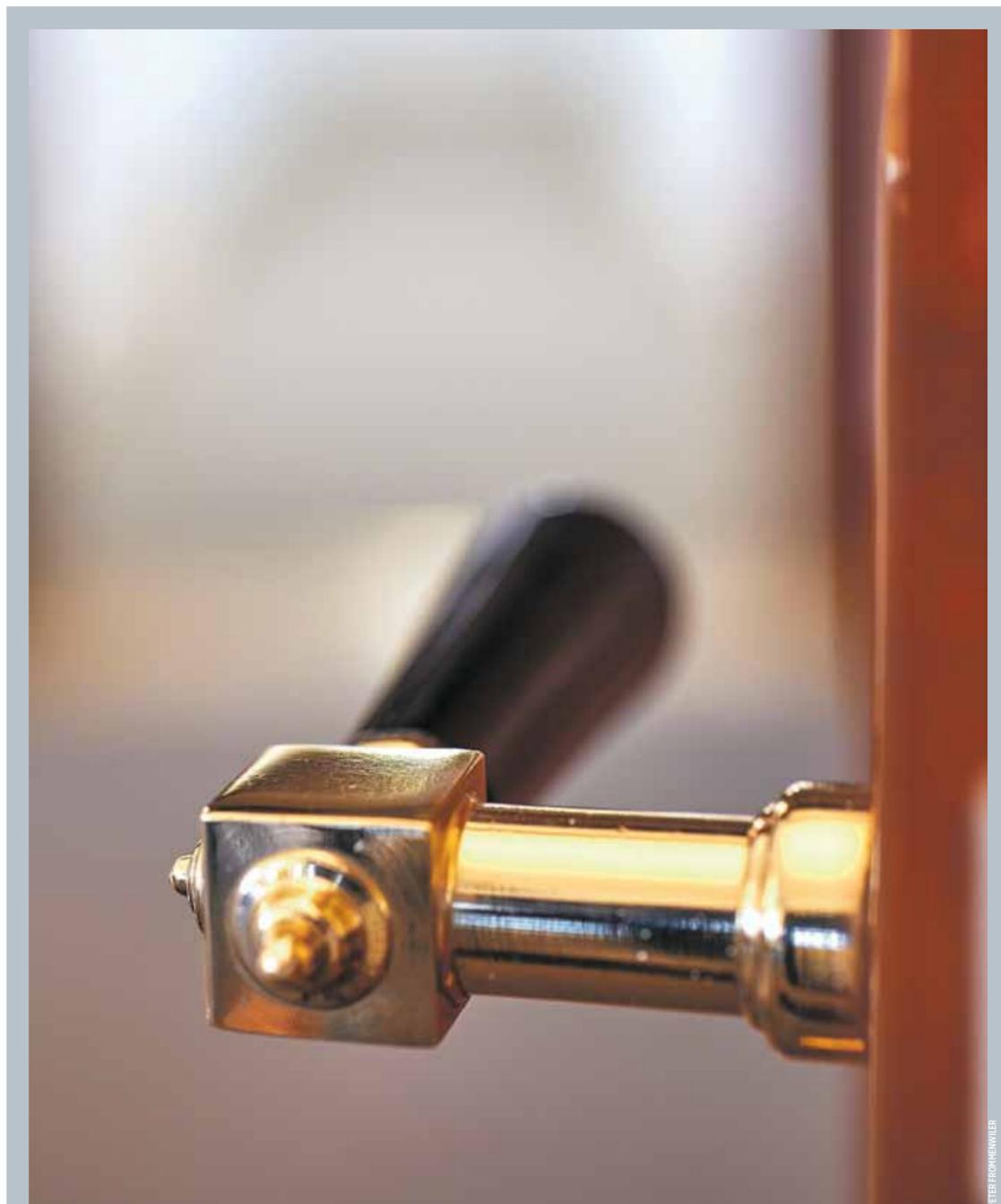
Wie soll das Risiko von Private Equity oder Infrastrukturanlagen gemessen werden?

Infrastrukturanlagen massiv überschätzt werden, werden die Risiken unterschätzt. Dies hält gewisse bonusgetriebene Banker natürlich nicht davon ab, mit ihren Hochglanzprospekten durch die Anlegerwelt zu ziehen, um ihren Kunden diese äusserst margenträchtigen Produkte zu verschreiben. Nicht professionelle Beratung steht im Vordergrund, sondern der Verkauf von Produkten.

Dabei müssten die Anleger spätestens seit der Finanzkrise gewarnt sein, was intransparente und illiquide Produkte betrifft. Namen wie Madoff oder Lehman machten die Runde. Nach der Jahrtausendwende predigten unzählige Jünger das Lied der wundersamen Diversifikation. So würden Hedgefonds, Private Equity und strukturierte Produkte, sogenannte Strukis, die Diversifikation von Wertschriftenanlagen verbessern. Diese Anlagen würden nicht nur die Renditen eines Portfolios erhöhen, sondern, aufgrund der tiefen Korrelation zu den traditionellen Anlagen wie Aktien oder Obligationen, auch die Risiken reduzieren.

In der Krise kollabieren viele Strukis

Beides ist weitgehend dummes Geschwätz. Wie soll denn das Risiko von Private Equity oder von Infrastrukturanlagen gemessen werden, wenn es gar keinen



Notieren: Nicht immer kann der Kunde gleich alles einschätzen. Ein Beratungsprotokoll ist Pflicht und Anstand zugleich.

Markt und damit keinen Preis gibt? Das Volatilitätsmass, das auf liquide Aktien oder Obligationen sinnvoll Anwendung findet, macht bei illiquiden Anlagen überhaupt nicht Sinn. Kaum schwankende Kurse, die oft eigens vom Anbieter mittels eines geschätzten Inventarwerts bestimmt werden, sind nämlich nicht Ausfluss eines stabilen, sondern eines inexistenten Marktes. Oder will man ein Stück Land in den Rocky Mountains oder Unikate des Malers Renoir, die mit traditionellen Anlagen überhaupt nicht korreliert sind, allen Ernstes als risikoarm taxieren?

Wie hoch die Risiken von Hedgefonds, Private Equity oder von strukturierten Produkten wirklich sind, zeigt sich in Krisenzeiten. So sind diese kaum mehr verkäuflichen Produkte während der Finanzkrise auf breiter Front kollabiert und die Verluste übertrafen in vielen Fällen sogar diejenigen von Aktien.

Private wie institutionelle Anleger sind gut beraten, auf wundersame Versprechungen der Finanzindustrie im Kontext mit illiquiden und intransparenten Produkten skeptisch zu reagieren. Mit einem gewissen Zynismus kann man auch

schliessen, dass diese margenträchtigen Anlagevehikel, die oft Laufzeiten von 15 bis 20 Jahren aufweisen, vor allem den Entscheidungsträgern von Versicherungen und Pensionskassen Vorteile bringen. Bis schliesslich feststeht, ob die Investition top oder flop war, wird deren Stuhl längst von ihrem Nachfolger oder Nachfolgerin besetzt sein. Die Verantwortung für ihre Entscheidung tragen dann andere.

Pirmin Hotz, Inhaber, Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen, Baar.

Die klare Mission lautet «Risikoabbau»

Berufliche Vorsorge Wie lässt sich der Fortbestand des Vorsorgesystems 2. Säule sichern?

ALEXANDRE MICHELLOD

Das ursprünglich in den angelsächsischen Ländern entwickelte Konzept des Risikoabbaus hat zahlreiche Facetten. Da die Interessen der Beteiligten zwischen Kostenminimierung und der Verteidigung erworbener Rechte divergieren, scheint ein Verhaltenskodex zum Risikoabbau unerlässlich. Nur so kann das Vertrauen in die 2. Säule gewahrt werden.

Die Volatilität der Risiken steigt

Wird das Konzept des «derisking» in den angelsächsischen Ländern bereits seit zehn Jahren angewendet, so wurde es in der Schweiz erst in der jüngeren Vergangenheit aktuell.

Auslöser ist die Überarbeitung der Rechnungslegungsstandards IAS 19 zur Bewertung der Pensionspläne. Die revidierte Fassung verlangt für börsennotierte

Unternehmen die vollständige Verbuchung von Über- und Unterdeckungen.

Aus diesem Buchungsgrundsatz ergibt sich eine erhöhte Transparenz, der eine zunehmende Volatilität der Bilanzzahlen und damit der Risiken gegenübersteht. Dementsprechend sollten die schweizerischen Unternehmen ihre Vorsorgeverpflichtungen auf den Prüfstand stellen, wenn sie nicht auf internationalem Parkett abgestraft werden wollen.

Nicht kotierte Unternehmen sind von dieser Entwicklung nur indirekt betroffen, sofern sie keinen Börsengang erwägen. Diese Unternehmen wie auch die Schweizer Pensionskassen, die nach den Rechnungslegungsempfehlungen Swiss GAAP FER 26 bilanzieren, dürften einen gewissen «Ansteckungseffekt» verzeichnen.

Die Steuerung ist nicht optimal

Dieses «Bilanzierungsproblem» ist allerdings nur eine Facette des «derisking». Denn im Gegensatz zu den angelsächsischen Ländern wenden die weitaus meisten Pensionskassen in der Schweiz das

Beitragsprimat an. Dennoch sind Fragen nach dem Risikoprofil der Pensionskassen mehr als angebracht: Gemäss der Umfrage «Global Pension Risk Survey 2015» von Aon Hewitt zum Risikomanagement der Schweizer Pensionskassen sind sich zwar die meisten dieser Risiken bewusst, die Risikosteuerung könnte allerdings noch deutlich verbessert werden. Im Hinblick auf die Vereinbarung von Solidarität und Flexibilität sowie die Herausforderungen, die ein technischer Zinssatz von 1,25 Prozent mit sich bringt – der tiefste seit 1985 –, scheint die Festlegung eines Verhaltenskodex unumgänglich zu sein.

Hier rücken beispielsweise die biometrischen Risiken und insbesondere das Langlebigkeitsrisiko in den Vordergrund. Auf den angelsächsischen Märkten lassen sich diese Risiken über sogenannte Langlebigkeit-Swaps reduzieren. In diesem Fall schliesst der Arbeitgeber bei einem Drittversicherer eine Police ab, um sich gegen das «Risiko» abzusichern, dass die Dauer des Ruhestands und somit der Rentenzahlung länger ausfällt als der aufgrund der

Statistiken der Langlebigkeit zu erwartende Zeitraum.

Weitere Verbindlichkeiten lassen sich ebenfalls transferieren, so etwa mittels Übertragung sämtlicher Altersrenten (das heisst der technischen Rückstellungen) auf einen zwingend mit einem Vorsorgevertrag als entsprechendem Rechtsträger ausgestatteten Rückversicherer.

Weiter steigende Risikoprämien

In diesem Fall handelt es sich allerdings nicht einfach um den Abschluss einer Versicherung, sondern um einen Transfer sämtlicher Pensionsverpflichtungen. Beide Ansätze zur Risikoreduktion wirken sich zwar nicht auf die Rentenbezüger aus, sind jedoch einigermassen kostspielig.

Das Risiko, für das bis zu diesem Zeitpunkt alle Versicherten dieser Kasse solidarisch gehaftet haben, muss nun quantifiziert werden. Die neuen Risikoträger, das heisst die Versicherer, müssen einen Preis und die Rentabilität ermitteln, da sie ja keinen Verlust generieren möchten. Weil auch sie an zunehmend strengere aufsichtsrechtliche Regeln gebunden sind, liegt es auf der Hand, dass die Risikoprä-

mien weiter zunehmen werden. Die Bewertung der Zweckmässigkeit derartiger Operationen wird sich aber in jedem Fall als schwierig erweisen.

Da zudem langfristige Verbindlichkeiten übertragen werden, ist die finanzielle Solidität des neuen Risikonehmers von entscheidender Bedeutung. Falls dieser seine Geschäftstätigkeit einstellt, stellt sich die Frage, welche Institution für ihn eintritt. Für versicherungsunabhängige Pensionskassen und Versicherer (beziehungsweise deren Vorsorgeeinrichtungen/Sammelstiftungen) gelten andere Gesetze und Vorschriften.

Wie die Privaten, so die Stiftungsgräte

Pensionskassen stehen vor zahlreichen Herausforderungen. Die Risikooptimierung für die Pensionskassen dürfte daher demnächst ganz oben auf der Tagesordnung stehen. Beim Thema Vorsorge ist es nie zu früh, sich die richtigen Fragen zu stellen – was für Privatpersonen gilt, gilt noch in verstärktem Masse für die Stiftungsgräte.

Alexandre Michellod, Leiter Berufliche Vorsorge, Edmond de Rothschild Gruppe, Genf.