



Viel Geld fliesst in Infrastruktur, aber der Erfolg ist nicht garantiert. BILD: PLAINPICTURE/AVIATION

Wie Negativzinsen Fehlanreize provozieren

Anleger weichen auf intransparente Produkte aus. Enttäuschungen sind programmiert.

PIRMIN HOTZ

Das Anlageumfeld ist herausfordernd und wird es noch lange bleiben. Ein Grossteil der am Markt verfügbaren Obligationen rentiert negativ, Gläubiger bezahlen Zinsen an ihre Schuldner – die Ökonomie des Geldes steht kopf, sie hat sich finanzgeschichtlich beispiellos ins bizarre Gegenteil verkehrt.

Die schleichende Enteignung der Sparer, auch als finanzielle Repression bezeichnet, ist eine Folge des seit der Finanzkrise 2007/2008 anhaltenden, langfristig gefährlichen Flutens der Märkte mit Geld, das ausser den überschuldeten Staaten Europas kaum jemand braucht. Statt in den Konsum oder in produktive Investitionen zu fließen, landet die Geldschwemme – salopp ausgedrückt – unter der Matratze.

Investoren suchen verzweifelt nach Alternativen, um noch positiven Ertrag zu erwirtschaften. Aktien sind zwar langfristig die überragende Anlagekategorie, für viele Anleger aber sind sie kurzfristig zu volatil, um Dividendenwerte im Portfolio deutlich höher zu gewichten. Der Renner unter institutionellen Investoren, Pensionskassen und Versicherungen, die aufgrund hoher Leistungsversprechen einen jährlichen Ertrag von 2 bis 4% benötigen, sind Infrastrukturanlagen. Es wird in private Projekte wie Flughäfen, Autobahnen, Leitungs- und Transportsysteme oder den Bau von Brücken investiert.

Staat funkt dazwischen

Beispiele aus jüngerer Vergangenheit aber zeigen, dass die Risiken solcher Anlagen massiv unterschätzt werden. So ging der privat finanzierte Flughafen Ciudad Real nahe Madrid schon kurz nach seiner Fertigstellung in Konkurs. Weil kaum eine Airline den Flughafen anfliegen wollte, mutierte er zum «Geisterflughafen» und zum Flop privater Investoren, die ihr ganzes Geld verloren.

Auch Projekte rund um den französischen Autobahnbetreiber Vinci Auto-routes sowie ein Gaspipelinetzwerk in Norwegen haben sich als Fehlinvestition erwiesen. Die Regierungen änderten quasi über Nacht die Spielregeln und hielten die hohle Hand hin. Wenn Politiker in Europa die Investorenrechte dermassen mit Füßen treten, wie gross sind dann erst die Risiken solcher Projekte in den vermeintlich lukrativen Schwellenländern?

Die Chancen werden über- und die Risiken unterschätzt. Das hält gewisse bonusgetriebene Banker nicht davon ab, mit ihren Hochglanzprospekten durch die Anlegerwelt zu ziehen, um die hoch-

margen Produkte den Kunden anzupreisen. Nicht die professionelle Beratung steht im Vordergrund, sondern der Produktverkauf.

Dabei müssten Anleger spätestens seit der Finanzkrise gewarnt sein, was intransparente und illiquide Produkte betrifft. Namen wie Madoff und Lehman machten damals die Runde. Nach der Jahrtausendwende predigten unzählige Jünger das Lied der wundersamen Diversifikation: Hedge Funds, Private Equity und strukturierte Produkte würden die Portfoliodiversifikation verbessern und die Rendite steigern.

Illiquid ist nicht gleich stabil

Nicht selten leere Worte. Wie soll das Risiko von Private Equity oder von Infrastrukturanlagen gemessen werden, wenn es keinen Markt und damit keinen Preis dafür gibt? Das Volatilitätsmass, das für liquide Aktien und Obligationen sinnvoll ist, greift bei illiquiden Anlagen ins Leere. Wenn die Kurse, die oft vom Anbieter mithilfe eines geschätzten Inventarwerts bestimmt werden, wenig schwanken, ist das nicht Ausdruck eines stabilen, sondern eines inexistenten Marktes. Kann man ein Stück Land in den Rocky Mountains oder ein Gemälde von Renoir, die mit traditionellen Anlagen überhaupt nicht korrelieren, als risikoarm taxieren?

Wie gross die Risiken von Hedge Funds, von Private Equity, aber auch von strukturierten Produkten sind, zeigt sich in Krisenzeiten. In der Finanzkrise mutierten die genannten Anlagen zu kaum mehr verkäuflichen Produkten, und die Verluste übertrafen in vielen Fällen diejenigen von Aktien, die auch nicht gering waren (vgl. Tabelle mit der durchschnittlichen Rendite und dem maximalen Verlust seit der Jahrtausendwende).

Private wie institutionelle Anleger sind gut beraten, auf Versprechungen der Finanzindustrie im Kontext mit illiquiden und intransparenten Produkten skeptisch zu reagieren. Mit einem gewissen Zynismus kann man zudem sagen, dass diese margenträchtigen Anlagevehikel, die oft eine Laufzeit von fünfzehn bis zwanzig Jahren haben, vor allem den Entscheidungsträgern von Versicherungen und Pensionskassen Vorteile bringen. Bis am Ende feststeht, ob die entsprechende Investition top oder ein Flop war, sind die Entscheidungsträger weg. Die Verantwortung tragen dann andere respektive gar niemand mehr. Private und institutionelle Anleger seien vor Investitionen in illiquide Anlagen gewarnt.

Pirmin Hotz ist Inhaber der gleichnamigen Vermögensverwaltung mit Sitz in Baar.

Gesamtrendite von Private Equity

(Daten ab 01.01.2000)	Rendite pro Jahr in %	Risiko (Volatilität) in %	Maximalverlust (max. Drawdown) in %
Composite aus kotierten PE-Gefässen ¹	-1,4	30,1	-71,6
LPX50 TR Index (Private Equity Index)	-2,4	31,4	-72,0
Auswahl Aktien (SPI)	3,3	19,4	-42,3

¹ PE Holding, Castle, Shape, APEN, Princess

Quelle: Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen

«Small und Mid Caps setzen Siegeszug fort»

FONDSMANAGERINTERVIEW Marc Hänni, Leiter Aktien Schweiz, Vontobel Asset Management, setzt auf Diversifikation und Wachstum, idealer Rahmen für ein aktives Small- und Mid-Cap-Portfolio.

Herr Hänni, wie verhalten sich die Anleger, stellen Sie mehr Zu- oder Abflüsse in den Schweizer-Aktien-Fonds fest, die Ihr Team verwaltet?

Netto verzeichnen wir seit Anfang Jahr Zuflüsse, auch nach dem Brexit-Entscheid, den Vorfällen in der Türkei und der gehäuften Zahl von Terrorakten.

Was beschäftigt Sie zum Thema Aktien am meisten?

Die makroökonomische Entwicklung, und darunter der Brexit. Er wird die bereits schleppende konjunkturelle Erholung in Europa noch verlangsamen, vielleicht sogar stoppen. Für Schweizer Unternehmen ist Europa mit Abstand der grösste Absatzmarkt.

Die Börse setzt sich über den Brexit hinweg. Wie passt das zusammen?

Sicher spielt die Anlagenot eine Rolle. Auch wenig informierte Investoren haben inzwischen begriffen, dass uns das Niedrigzinsumfeld noch länger beschäftigen wird. Aktien bleiben vor diesem Hintergrund attraktiv. Hinzu kommt, dass man die Auswirkungen des Brexit noch gar nicht genau abschätzen kann.

Was passiert, wenn das Ausmass sichtbar wird, brechen die Kurse ein?

Nein, das nicht, zumal der Brexit für die USA nur geringe und für Asien gar keine Konsequenzen hat. Aber in Europa könnte das Marktumfeld eine Zeit lang ins Negative umschlagen – nicht sofort, aber mit Blick aufs nächste Jahr, wenn der weitere Verlauf konkret wird. Unsere Makroökonomien haben die Wachstumsprognosen für Europa für dieses Jahr von 1,7 auf 1,5% reduziert und gehen fürs nächste Jahr von einem deutlich geringeren Zuwachs von 1,4 statt 1,9% aus.

Wie sieht's für die Schweiz aus?

Fürs laufende Jahr rechnen wir mit einem Wirtschaftswachstum von 1,2 statt 1,4%. Für 2017 haben wir die Prognose wie für Europa merklich korrigiert und erwarten noch ein Wachstum von 1,5 statt 2%.

Was bedeutet das für die Schweizer-Aktien-Fonds und besonders den Swiss Mid and Small Cap Equity, den Sie leiten?

Die Sensitivitätsanalyse, welche Unternehmen wo und wie stark im Ausland und vor allem in Europa aktiv sind, haben wir rasch gemacht. Für Umschichtungen ist es zu früh. Wir erwarten im Rahmen der Halbjahreszahlen oder beim nächsten Kontakt mit den Managements noch genauere Auskünfte.

Was für Unternehmen sind das?

Gerade für mittelgrosse und kleinere Gesellschaften ist Europa ein wichtiger Absatzmarkt. Rund zwanzig Gesellschaften beobachten wir besonders, aber es macht keinen Sinn, Namen zu nennen. Noch sind die Auswirkungen unklar. Es könnte auch sein, dass wir gar nichts unternehmen. Beim Frankenschock im Januar vor einem Jahr war's anders. Als die Nationalbank den Euromindestkurs aufgehoben hatte, konnte man relativ genau berechnen, wer davon wie stark betroffen wird. Beim Brexit ist noch vieles in der Schwebe. Trotzdem würden wir das Thema nicht unterschätzen.

Wäre es eine Option, sich auf inländische Unternehmen zu konzentrieren?

Reine Schweizer Unternehmen gibt's an der Börse wenig. Aber es ist kein Geheimnis, dass beispielsweise der Elektrobauer Burkhalter, der Mobilfunkbetreiber Sunrise und die Cembra Money Bank als Kreditanbieterin starken Heimbezug haben. Auch der Baukonzern Implenia ist in diesem Zusammenhang ein Kandidat, selbst wenn er auch im Ausland aktiv ist.

Sollen Anleger nicht eher auf die global diversifizierten, defensiven Schwergewichte im Large-Cap-Index SMI setzen?

Sich bis zu einem gewissen Grad defensiv auszurichten, ist im aktuellen Umfeld si-

cher berechtigt. Aber die Aktie eines Unternehmens mit vermeintlich defensivem Geschäftsmodell, etwa Novartis oder Roche, ist nicht zwingend defensiv. Es gibt branchenspezifische Ereignisse, und bei nachgebender Börse werden die liquiden grossen Titel häufig als Erste verkauft. Mid und Small Caps sind zwar eher zyklisch, weil die Unternehmensgewinne oft stärker sinken, aber sie erholen sich auch schneller. Zudem gibt es auch unter den kleineren Werten defensive Valoren, die erwähnten Cembra und Sunrise zum Beispiel, Emmi und im Industriesektor Schindler. Der Lifthersteller baut sein krisenresistentes und margenträchtiges Servicegeschäft sukzessive aus.

Small oder Large Caps – wer hat auf sechs bis zwölf Monate die besseren Chancen?

Im Large-Cap-Index SMI decken fünf Aktien 60% des Marktes ab. Das Trio Roche, Novartis und Nestlé kommt allein auf 53%. Auf Sektorstufe haben Finanzen, Pharma und Nahrungsmittel gar ein Gewicht von 75%. Das macht es selbst für aktive Investoren schwierig, das Portefeuille



BILD: ZVG

«Auch unter den kleineren Werten gibt es defensive Titel, Cembra und Sunrise zum Beispiel.»

MARC HÄNNI

zu diversifizieren. Unter den Mid und Small Caps hat kein Titel ein höheres Indexgewicht als 5%, und kein Sektor überragt den Rest. Ein Schweizer Small- und Mid-Cap-Portfolio bietet deshalb eine ausgezeichnete Diversifikation und ist erst noch attraktiv.

Weshalb?

In diesem Jahr gehen die Gewinne der grossen Unternehmen um geschätzte rund 10% zurück. Unter den mittelgrossen und vor allem den kleineren Gesellschaften steigen sie. Auch fürs nächste Jahr erwarten wir für kleinere Unternehmen ein prozentual zweistelliges Gewinnwachstum, Brexit hin oder her. Kleinere Einheiten sind von Natur aus flexibler und

Vontobel Fund – Swiss Mid and Small Cap Equity

Top-10-Positionen	Anteil in %	Anteil in %	
Lindt & Sprüngli	5,9	Partners Group	4,2
Lonza	5,3	Baloise	3,6
Kühne + Nagel	5,0	Clariant	3,2
Sonova	4,5	Ems Chemie	3,1
Sika	4,3	Aryzta	2,6
Volumen in Mio. Fr.	154		
Verwaltungsgebühr in %	1,65		
Lancierungsdatum	12. Juni 2012		
Domizil/Währung	Luxemburg/Fr.		
Standort Managem.	Zürich		
Valorennummer	1'222'576		
Performance in % seit Anf. Jahr	2015	3 J. p.a.	
Fonds	-1,8	11,6	13,6
Index (SPI Extra TR)	+1,1	11,0	13,2

Daten per Ende Juni 2016

Quelle: Fondsfair

wissen diese Dynamik auch zu nutzen. Small und Mid Caps werden ihren Siegeszug fortsetzen.

Wo ist das Potenzial grösser, bei den Börsenlieblingen wie Givaudan, Belimo und Lindt & Sprüngli, die teuer sind, oder den zurückgebliebenen Werten wie OC Oerlikon, Baloise oder den Biotech-Titeln?

Es gibt Aktien wie Lindt & Sprüngli, Geberit, Ems-Chemie und Belimo, die wirken seit Jahren teuer. Aber die Unternehmen liefern regelmässig ihre Zahlen. Sie stellen immer wieder unter Beweis, dass ihr Geschäftsmodell funktioniert, dass sie in höchstem Masse kompetitiv und innovativ sind. Solche Titel haben eine Bewertungsprämie verdient. Sie verkörpern Qualität, und es gibt keinen Grund, sich von ihnen abzuwenden.

Und die zurückgebliebenen, die vernachlässigten, was sind Schnäppchen?

Wenn ein Titel billig ist, hat das meist seinen Grund. Es gibt Aktien, die sind für uns ein No Go. Wir waren vielleicht einmal investiert und wurden enttäuscht, glauben nicht mehr an die Strategie, selbst wenn das Management versucht, wieder etwas Schwung ins Unternehmen zu bringen. Meyer Burger, Last Minute oder GAM sind solche Beispiele. Aber klar, man muss als aktiver Investor den gesamten Markt laufend analysieren. Es gibt auch unter den zurückgebliebenen Papieren solche, die wir interessant finden.

Nämlich?

Etwa Panalpina, AFG, Bucher oder OC Oerlikon. Da sehen wir Aufholpotenzial, selbst wenn – bei AFG – die Bestätigung noch aussteht, dass die Produktionsverlagerung ins Ausland auch erfolgreich ist.

Technologiewerte sucht man unter den Top Ten vergebens, warum?

Das täuscht. Wir sind in Technologiewerten fast sechs Prozentpunkte übergewichtet, beispielsweise im Chip- und Robotikwert U-Blox, in Logitech, in Ascom. Die Kapitalisierung ist einfach zu klein, als dass die Namen unter den zehn grössten Positionen erscheinen. Im Halbleitertitel AMS sind es nach der Abwärtskorrektur eher taktische Überlegungen, die uns zum Kauf veranlassen haben. Grundsätzlich aber handeln wir strategisch, halten die Positionen zwölf bis achtzehn Monate und verändern die Portfolios eher wenig.

Wie beurteilen Sie den Finanzsektor?

Uns gefallen Partners Group, Cembra und Baloise. Bei den Banken, Large und Small Caps, sind wir vorsichtig. Wir besitzen keine CS-Aktien und sind in UBS untergewichtet, halten keine Aktien von Kantonalbanken und finden auch die Privatbanken wenig attraktiv. Die Anleger sind risikoavers, und die Kundenaktivität ist generell gering. Das wird sich in nächster Zeit nicht ändern. Hinzu kommt, dass die Banken weiterhin mit regulatorischen und rechtlichen Herausforderungen zu kämpfen haben. Das macht ihre Situation nicht einfacher.

Wieso steht der Schweizer Aktienmarkt nicht besser da, auf Höhe der USA oder Grossbritanniens? Der S&P 500 hat seit Jahresbeginn 6% an Wert gewonnen, London trotz Brexit 8%. Der SPI notiert -2%.

Im Performancevergleich der letzten drei und fünf Jahre muss sich die Schweiz nicht verstecken, im Gegenteil. Viele institutionelle Investoren, auch aus dem angelsächsischen Raum, haben sich in Schweizer Aktien engagiert und zusätzlich vom starken Franken profitiert. Dieser Pluspunkt bleibt, auch wenn die Indexschwergewichte Banken und Pharma zurzeit keine Spitzenreiter sind. Vergessen wir nicht: Es gibt kaum einen Sektor, in dem Schweizer Unternehmen, grosse und kleine, nicht weltweit zu den führenden Anbietern gehören. Das stimmt für Schweizer Aktien zuversichtlich.

INTERVIEW: HANSPETER FREY