

Kursschwankungen werden wieder normal

An den Finanzmärkten ist es in den vergangenen Jahren meist nur nach oben gegangen – diese Zeiten sind wohl vorerst vorbei

CHRISTOF LEISINGER

Zinsänderungssorgen und aufgekommene Bedenken über die negativen Folgen eskalierender geo- und handelspolitischer Scharmützel haben die Anleger nach dem fulminanten Jahresstart ganz schön mitgenommen. Rechnet man Währungs- und Kurseffekte zusammen, mussten Schweizer Anleger an einzelnen Aktienmärkten wie zum Beispiel dem türkischen Einbussen von bis zu 16% hinnehmen. In der Schweiz hat der Swiss-Performance-Index um bis zu gut 9% nachgegeben, angeführt von den Aktien operativ schwacher oder strukturell angeschlagener Firmen wie Myriad, Santhera, Arysza, Leclanché, Meyer Burger, EFG International oder auch der MCH Group. Sie haben seit Jahresanfang bis zu 58% ihres Wertes verloren.

Gewohnheitsmässige Zukäufe

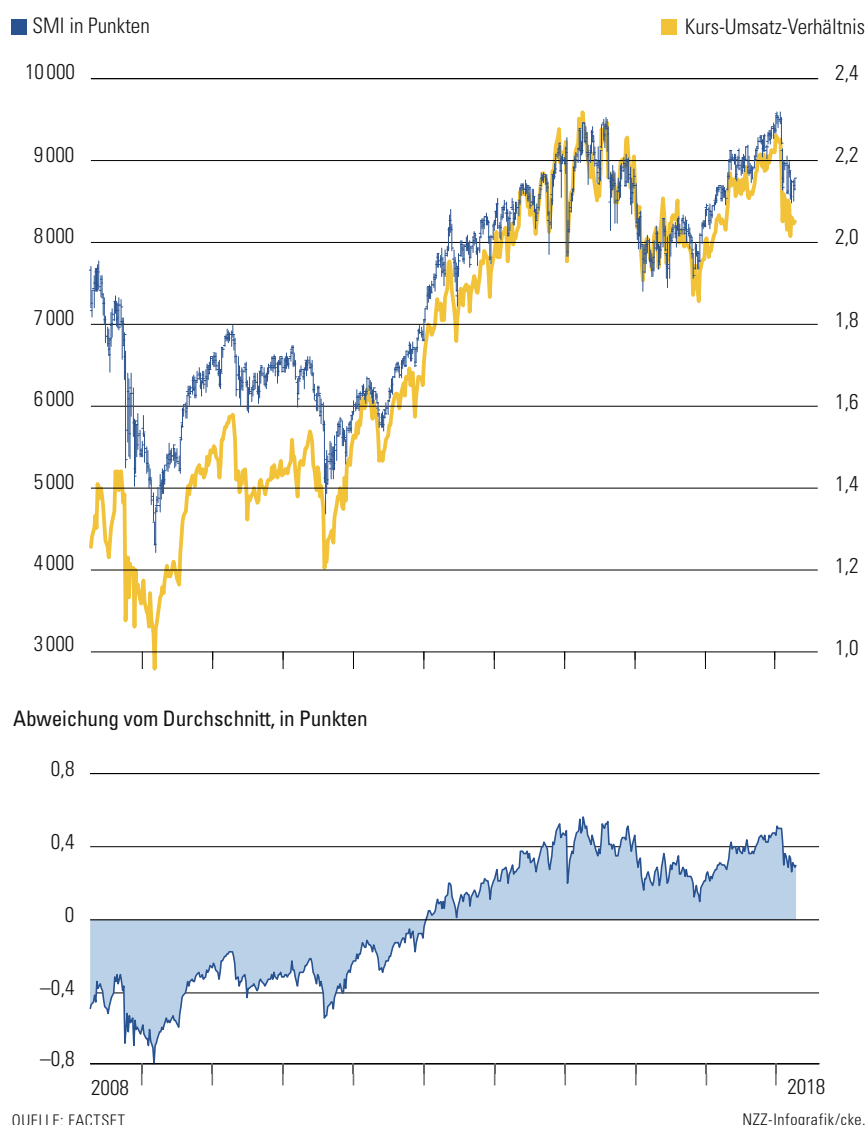
Auf der anderen Seite stehen die Papiere von Tornos, die nach dem operativen Turnaround im Rahmen eines phänomenalen Höhenflugs seit Januar um etwa 150% zugelegt haben. Aber auch die Kurse der Aktien der Schweizerischen Nationalbank (SNB), von Swissquote, von Addex Therapeutics, von Orascom Development oder auch der BVZ Holding haben um 30 bis 93% zugelegt – wenn auch aus unterschiedlichen Gründen. Bei der Nationalbank scheinen sich die Anleger von den hohen Gewinnen der Institution verlocken zu lassen. Sie übersehen die speziellen Rahmenbedingungen, unter denen diese arbeitet und unter welchen sie zum Beispiel ihren Gewinn ausschüttet. Swissquote hat jüngst

zwar beachtliche Ertragszahlen vorgelegt, Skeptiker beäugen aber die Krypto-Strategie mit einem gewissen Argwohn und fürchten einen Reputationsschaden. Insgesamt tendieren die Investoren trotz den verschiedensten Interferenzen dazu, die ruhigeren Phasen für gezielte Aktienkäufe zu nutzen – obwohl die Papiere, gemessen an den erzielten Erlösen, zumindest im Durchschnitt nicht gerade als günstig gelten können (siehe Chart unten: Abweichung vom Kurs-Umsatz-Verhältnis).

Regional betrachtet, sind die Anleger mit Wertpapieren südamerikanischer Firmen in den vergangenen Monaten gut gefahren, zumindest mit jenen aus Brasilien und Kolumbien. Der brasilianische Bovespa hat seit Jahresbeginn umgerechnet in Franken um etwas mehr als 10% zugelegt. Selbst jetzt zeigt der mittelfristige Trend weiterhin nach oben. Schenkt man den Gewinnschätzungen der Analytikergemeinde Glauben, so sind die dortigen Papiere immer noch vernünftig bewertet. Brasilien würde wirtschaftlich möglicherweise sogar von einem Handelsstreit zwischen den USA und China profitieren, weil das Land seine ohnehin schon boomenden Sojaexporte nach Asien weiter ausbauen könnte.

Optisch günstiger sind nach den jüngsten Kursverlusten die russischen und die türkischen Papiere. Allerdings sind sie unter dem Aspekt der Bewertung fast immer scheinbar attraktiv, und in den vergangenen Tagen hat sich gezeigt, wieso das effektiv so ist – nämlich aufgrund der ständig latent vorhandenen politischen Risiken und der problematischen Wirtschaftsstruktur. In der Türkei

Das Verhältnis von Kurs zu Umsatz ist relativ hoch



lässt sich die Wahrheit über die volkswirtschaftliche Performance des Landes am besten an der Entwicklung des Wechselkurses ablesen: Die Lira wird schon seit zehn Jahren gegen den Euro, den Franken und auch den Dollar im Trend immer schwächer.

Regimewechsel deutet sich an

Global betrachtet, sehen sich inzwischen selbst konservativ agierende Anlagestrategen an die Grenzen ihrer bisherigen Gelassenheit kommen. Sie machen zwar weiterhin robustes Wirtschaftswachstum in den meisten OECD-Ländern aus, allerdings vielfach mit nachlassender Dynamik. Letzteres gilt auch für die Schweiz und für die «europäische Wachstumslokomotive» Deutschland. In diesem Rahmen spielt auch die Tatsache eine Rolle, dass die amerikanische Zentralbank ihre Wertpapierkäufe schon vor einer Weile eingestellt und den Leitzins Schritt für Schritt, letztmals im März, auf nun 1,75% angehoben hat. Selbst wenn andere Notenbanken wie die SNB und die Europäische Zentralbank noch sehr expansiv sind, hat das eine gewisse Relevanz. Schliesslich wird der Dollar weltweit in erheblichem Umfang als Referenz- und Refinanzierungswährung genutzt.

Grundsätzlich gelten die Gewinnaussichten der Firmen zwar weiterhin als positiv für Aktienanlagen, allerdings deutet vieles auf einen Regimewechsel hin. Die Phase der tiefen Volatilitäten scheint vorbei zu sein, und die Investoren müssen sich wohl darauf einstellen, dass es an den Märkten nicht immer nur nach oben geht.

BERUFLICHE VORSORGE

Grosse Unterschiede bei Sammeleinrichtungen

Das Problem der Umverteilung zwischen aktiven Versicherten und Rentnern hat sich in den vergangenen Jahren verschlimmert

MICHAEL FERBER

Der Ausstieg des Versicherers Axa aus der BVG-Vollversicherung wirft ein Schlaglicht auf den Sektor der Sammeleinrichtungen. Das sind Pensionskassen, bei denen mehrere Arbeitgeber, oftmals kleine und mittlere Unternehmen (KMU), angeschlossen sind. Wie wichtig Sammeleinrichtungen für die berufliche Vorsorge in der Schweiz sind, zeigen die Zahlen des Bundesamts für Statistik. Gemäss diesen waren 2015 im KMU-Land Schweiz insgesamt 2,7 Mio. Personen bei Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtungen versichert. Die Sammeleinrichtungen stehen miteinander im Wettbewerb und bieten deutlich unterschiedliche Konditionen, wie eine Studie des VZ Vermögenszentrums zeigt. Für diese hat der Finanzdienstleister 30 Sammeleinrichtungen mit insgesamt mehr als 1,5 Mio. Versicherten untersucht. Während sich die Einrichtungen bei der Verzinsung von Altersguthaben und den Verwaltungskosten deutlich unterscheiden, lägen die Rentenumwandlungssätze näher beieinander, heisst es in der Studie.

Zu hohe Umwandlungssätze

Allerdings gibt es auch bei den Umwandlungssätzen der Sammeleinrichtungen durchaus Unterschiede. So erhalten Neurentner bei der Einrichtung mit dem höchsten Umwandlungssatz eine um 24,4% höhere Altersrente als bei denjenigen mit dem niedrigsten. Der Umwandlungssatz legt die jährliche Rente von Versicherten fest. Er wird beim Renteneintritt mit dem angesparten Altersguthaben einer Person multipliziert. Hat jemand beispielsweise in der Pensionskasse ein Kapital von 500 000 Fr. angespart und der Umwandlungssatz beträgt 6%, so erhält die Person eine jährliche Rente von 30 000 Fr.

In der obligatorischen beruflichen Vorsorge ist der BVG-Mindestumwand-

lungssatz bei 6,8% festgeschrieben. Pensionskassen können neben den gesetzlich obligatorischen Leistungen aber auch überobligatorische Leistungen anbieten. In diesem Bereich können sie den Umwandlungssatz frei festlegen. Dabei können sie einen separaten Satz für den überobligatorischen Bereich verwenden oder einen umhüllenden Satz, der für den obligatorischen wie auch für den überobligatorischen Bereich gilt. Die Höhe der Rente muss dabei aber mindestens jener der obligatorischen Vorsorge entsprechen.

Derweil ist klar, dass die Umwandlungssätze einiger Sammeleinrichtungen zu hoch sind. Ein Rentenumwandlungssatz von 6,8% bedinge aufgrund aktueller biometrischer Grundlagen eine durchschnittlich erwirtschaftete Rendite von mehr als 4,5%, sagt Simon Tellenbach vom VZ Vermögenszentrum, einer der Autoren der Studie. Dies dürfte im derzeitigen Umfeld mit niedrigen Zinsen sehr schwer zu erreichen sein, zumal sich auch die Aktienmärkte zu Beginn des Jahres volatil gezeigt haben. Folglich bleiben den Pensionskassen laut Tellenbach zwei Möglichkeiten: Entweder sie verfolgen eine Anlagestrategie mit mehr Risiken und höherer Renditeerwartung, oder sie senken ihre Umwandlungssätze.

Zu hohe Umwandlungssätze führen bei den Einrichtungen zu Pensionierungsverlusten – das gesparte Vermögen reicht in diesem Fall nicht aus, um das Rentenversprechen zu erfüllen. In solchen Fällen seien zusätzliche Rückstellungen nötig, heisst es in der Studie. Diese würden in der Regel mit einem Teil des Anlageerfolgs oder als zusätzlicher Beitrag der aktiv Versicherten geöffnet. Dies führe dann wiederum zu einer Umverteilung von Aktiven zu Rentnern. Laut Roger Baumann von der Beratungsgesellschaft c-alm haben einige Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen in letzter Zeit die Umwandlungssätze gesenkt. Die Sätze seien aber

noch nicht dort, wo sie sein müssten, damit keine Umverteilung mehr stattfindet. Würden die nötigen Renditen bei der Vermögensanlage in den nächsten Jahren nicht erreicht, bedeute dies eine planmässige Umverteilung.

BVG-Nähe als Problem

Willi Thurnherr, Chef des Beratungsunternehmens Aon Retirement & Investment Schweiz, weist darauf hin, dass sich viele Sammeleinrichtungen bei den Umwandlungssätzen gar nicht bewegen könnten. Damit sind Einrichtungen mit «BVG-nahen» Pensionsplänen gemeint. In solchen Plänen ist nur das gesetzliche Minimum oder wenig mehr versichert – die Versicherten kommen oft aus KMU und aus Branchen, in denen keine allzu hohen Löhne bezahlt werden. Sammeleinrichtungen mit solchen Versicherten haben weniger Spielraum, um den zu hohen BVG-Mindestumwandlungssatz von 6,8% abzufedern. Dies ist möglich, indem eine Vorsorgeeinrichtung für das Überobligatorium einen niedrigeren Umwandlungssatz anwendet.

Auch bei der Verzinsung gibt es bei den Sammeleinrichtungen deutliche Unterschiede. Laut der Studie hat die bestplacierte Sammeleinrichtung die Altersguthaben in den Jahren 2015 bis 2017 mehr als doppelt so hoch verzinst wie die letztplacierte. Ein solcher Unterschied habe massive Auswirkungen auf das Altersguthaben im Pensionierungsalter, heisst es in der Studie. Dies liegt nicht zuletzt am Zinseszins-Effekt, der gerade bei Vermögensanlagen über einen längeren Zeitraum hinweg stark greift. Die Sammeleinrichtungen definieren die garantierten Verzinsungen zu Beginn des Jahres. Mögliche Überschüsse bzw. Mehrverzinsungen werden am Ende des Jahres oder beim Vorliegen der Jahresrechnung bestimmt. Die Umverteilung zeige sich daran, dass aktiv Versicherte oft immer weniger vom Anlageerfolg profitierten, sagt Tellenbach. Im vergangenen Jahr hätten manche Sammelstiftungen aufgrund der starken Entwicklung der Aktienmärkte hohe einstelligen Renditen erzielt, das Kapital der Aktiven sei aber im unteren einstelligen Bereich verzinst worden. Ein Teil der Rendite

wurde für die Rentenverpflichtungen verwendet, der Rest floss in die Reserven, wie Tellenbach sagt.

Ein wichtiges Kriterium für den Vergleich von Sammeleinrichtungen ist auch der Deckungsgrad. Laut der Studie wiesen alle Sammeleinrichtungen per Ende des vergangenen Jahres einen Deckungsgrad von mehr als 100% auf. Der niedrigste betrug 103,5%, der höchste 120%. Die Höhe des Deckungsgrades gibt einen Hinweis auf die finanzielle Situation einer Vorsorgeeinrichtung. Er bildet das Verhältnis der finanziellen Verpflichtungen zum dafür zurückgelegten Vorsorgekapital ab. Allerdings sollte der Deckungsgrad nicht isoliert betrachtet werden, denn er hängt davon ab, auf welche Höhe eine Pensionskasse den technischen Zins festlegt.

Auch bei den Verwaltungskosten zeigt die Studie grosse Unterschiede. Die teuerste Sammeleinrichtung hat fast neunmal höhere Verwaltungskosten pro Versicherten als die günstigste. Bei der günstigsten Sammeleinrichtung, der Symova-Sammelstiftung, betragen die Verwaltungskosten pro Versicherten lediglich 103 Fr. Bei der teuersten Einrichtung, lagen diese Kosten bei 1023 Fr. pro Versicherten.

Eine Lösung für das Problem der grassierenden Umverteilung wäre aus Sicht von Baumann, wenn die Sammeleinrichtungen Rückstellungen für Pensionierungsverluste bei Vertragsauflösungen mitgeben müssten. Eine zweite Lösung wäre aus seiner Sicht eine transparente Darstellung der Pensionierungsverluste im Anhang der Jahresrechnung in Franken und gemessen am Vorsorgekapital.

Eine dritte Lösung, die das Umverteilungsproblem der Sammeleinrichtungen mildern würde, wäre laut Baumann die transparente Darstellung der Umverteilung zwischen den Plänen. Noch heute würden BVG-Pläne ohne Umverteilungsbeiträge auf Kosten der anderen Pläne akquiriert.

Technischer Zinssatz und Deckungsgrad im Vergleich (%)

Rang	Vorsorgeeinrichtung	Technischer Zinssatz	Deckungsgrad 2016	Deckungsgrad 2017 ¹	Deckungsgrad per
1.	Noventus Collect ²	2,00	115,8	120,0	31.12.17
2.	Spida Personalvorsorgestiftung	2,25	110,0	115,5	31.12.17
3.	Futura Vorsorgestiftung	2,00	112,5	115,0	31.12.17
4.	Nest Sammelstiftung	2,25	111,2	115,0	31.12.17
5.	Ascaro Vorsorgestiftung	2,00	111,1	114,6	31.12.17
6.	PKG Pensionskasse	2,00	107,4	114,0	31.12.17
7.	ASGA Pensionskasse	2,50	109,3	112,9	31.12.17
8.	Profond Vorsorgeeinrichtung	3,00	107,5	112,8	31.12.17
9.	Transparenta Sammelstiftung	2,50	110,6	110,0	31.12.17
10.	Stiftung Abendrot	2,00	107,7	110,0	31.12.17
11.	ALSA PK	3,00	107,0	110,0	31.12.17
12.	Swisscanto Sammelstiftung	2,50	106,2	109,6	31.12.17
13.	Symova Sammelstiftung BVG	2,00	115,2	109,5	31.12.17
14.	Alvoso LLB PK	2,25	108,0	107,0	31.12.17
15.	AXA Winterthur Group Invest	2,25	104,9	107,0	31.12.17

¹ provisorisch; ² Deckungsgrad für Anlagelösung K Basis.

Quelle: Angaben Sammeleinrichtungen