

20 Milliarden Mehrerträge für Pensionskassen?

Eine Gruppe von Finanzfachleuten ortet unausgeschöpfte Renditechancen bei den Anlagen der beruflichen Vorsorge

HANSUELI SCHÖCHLI

1 plus 1 ergibt nur 2 und nicht etwa 3. Das gilt auch für die Schweizer Altersvorsorge, obwohl die Politik oft den gegenteiligen Anschein erweckt. Wenn die Ausgaben wegen der steigenden Lebenserwartung laufend wachsen, ist dies nur mit mehr Einnahmen zu finanzieren. In der beruflichen Vorsorge kommen die Einnahmen von den Beiträgen der Arbeitgeber und Arbeitnehmer sowie von den Anlagerenditen auf den Alterskapitalien. Höhere Beiträge sind unpopulär und erhöhen die Arbeitskosten. Höhere Anlagerenditen sind populär, aber lassen sich nicht per Gesetz befehlen. Und die Renditeerwartungen sind heute angesichts tiefer Zinsen deutlich geringer als in früheren Jahrzehnten.

Die Änderung des Gesetzesrahmens, der im Obligatorium der beruflichen Vorsorge rechnerisch überhöhte Renten verlangt, ist derzeit Gegenstand politischer Kontroversen. Die Pensionskassen haben überhöhte Rentengarantien bisher vor allem durch drei Quellen finanziert: versteckte Quersubventionen zulasten der Erwerbstätigen, Senkung der Umwandlungssätze zur Berechnung der Jahresrenten ausserhalb des Obligatoriums sowie unverhoffte Anlageerträge aus Aktienmärkten, die durch das Doping billiger Notenbankgelder beflügelt wurden.

Lohnende Indexfonds

Doch die Pensionskassen könnten noch deutlich höhere Anlageerträge erzielen. Zumindest sagt dies eine Gruppe von Finanzfachleuten. Zu dieser Gruppe gehören Finanzprofessor Walter Farkas (ETH und Universität Zürich), Mathematikprofessor Martin Schweizer (ETH), der frühere Wirtschaftsprofessor und heutige Unternehmer Andreas Zimmermann, der ehemalige Raiffeisen-Risikochef Beat Hodel sowie der Ökonom Jakob Schaad.

Die Finanzfachleute betonen zunächst mit Verweis auf eine Studie der Beratungsfirma McKinsey, dass die Pensionskassenrenditen in führenden Ländern wie Kanada und den Niederlanden deutlich höher seien als in der Schweiz. Die Gruppe analysierte die Daten von gut 660 Schweizer Pensionskassen für 2019. Der Be-



Höhere Renditen würden Rentnern zugutekommen.

ARNO BALZERINI / KEYSTONE

fund: Die Nettorenditen seien im Mittel etwa einen Prozentpunkt tiefer, als mit passiven Indexfonds erreichbar gewesen wäre. Die aktive Vermögensverwaltung der Pensionskassen lohnte sich in dieser Lesart nicht, da die gleiche Aufteilung der Vermögen auf die Anlageklassen via Indexfonds rentabler gewesen wäre.

Die zweite Hauptkritik: Der Rechtsrahmen verleite die Pensionskassen zu übermässig kurzfristigem Denken, was eine ertragreichere Strategie mit höheren Aktienanteilen verhindere. Aufgrund von Modellrechnungen mit Aktienanteilen um 60% der Gesamtanlagen statt etwa 30% schätzen die Kritiker, dass damit eine weitere Erhöhung der Renditen um einen Prozentpunkt realistisch sei. Insgesamt ortet die Gruppe so ein unausgeschöpftes Renditepotenzial von zwei Prozentpunkten pro Jahr. Angesichts der Kapitalsumme in der beruflichen Vor-

sorge von über 1000 Mrd. Fr. ergäbe dies jährlich etwa 20 Mrd. Fr. mehr.

Rechtsrahmen im Visier

Am Rechtsrahmen kritisiert die Gruppe die Zahlungsgrenzen für die einzelnen Anlagekategorien, wie etwa 50% Aktienanteil; besser sei der Fokus auf Grundsätze, wonach die Anlagepolitik der Risikofähigkeit entsprechen müsse. Dies gäbe den Kassen mehr Flexibilität und würde zudem das eigenständige Nachdenken fördern. Ein Problem ist laut den Kritikern auch die Vorgabe, dass Pensionskassen bei Unterdeckungen relativ rasch einen Sanierungsplan vorlegen müssen, was den Anlagehorizont verkürzt und damit die Renditeerwartung senkt.

Verspricht jemand schmerzfreie Zusatzzerträge, ist Vorsicht angebracht. Plausibel und durch manche Studien belegt ist immerhin die These der Kri-

tikergruppe, wonach Anlagen in passiven Indexfonds dank tieferen Kosten netto oft einträglicher sind als Anlagen in aktiv verwalteten Fonds. Die von den Kritikern geortete Renditedifferenz von einem Prozentpunkt erscheint laut Beobachtern allerdings hoch. Die Vermögensverwaltungskosten von Pensionskassen liegen im Mittel bei knapp 0,5% pro Jahr, die Pensionskassen investieren laut Branchenvertretern auch in passiv verwaltete Indexfonds, und bei den Immobilien deutete eine Langfristbetrachtung nicht darauf, dass Fondsanlagen besser rentieren als Direktanlagen. Die Renditedifferenzen zwischen passiven und aktiven Anlagen der Pensionskassen wären mit einer längerfristigen Analyse zu untersuchen.

Wenig umstritten ist im Prinzip der zweite Hauptpunkt der Kritiker: Ein höherer Aktienanteil versprache längerfristig eine höhere Durch-

schnittsrendite – zum Preis grösserer Kursschwankungen. Die in der massgebenden Verordnung genannten Grenzwerte für die Vermögensanteile der einzelnen Anlageklassen beissen laut Branchenkennern in der Regel nicht. Viele Kassen lägen unterhalb der Grenzwerte. Zudem erlaube die Verordnung begründete Ausnahmen, wovon etwa die Hälfte der Pensionskassen auch Gebrauch mache.

Die rechtliche Vorgabe, dass eine Kasse bei Unterdeckung innert fünf bis zehn Jahren wieder aus dem Loch herauskommen muss, beschränkt die Risikofähigkeit und damit auch die Langfristrenditen. Doch die Vorgabe erscheint im derzeitigen System nicht übertrieben streng.

Flexibilität bringt Rendite

Weit gewichtiger erscheinen andere rechtliche Einschränkungen. Dazu gehören das Tabu der Senkung laufender Renten, der rechnerisch überhöhte Mindestumwandlungssatz im Obligatorium und die jährliche Vorgabe des Bundesrats für eine Mindestverzinsung. Gäbe es zum Beispiel keine Mindestzinsvorgabe, könnten die Pensionskassen laut grober Schätzung der Zürcher Beratungsfirma PPCmetrics ihren Aktienanteil um fünf oder mehr Prozentpunkte erhöhen. Die Tendenz ist klar: Jede Garantie für Rentenniveaus und Verzinsung senkt die Risikofähigkeit der Pensionskassen und zwingt diese zu einem höheren Anteil «sicherer», aber renditeschwacher Anlagen wie etwa Staatsanleihen.

Der Kritikergruppe schwebt ein Modell vor, in dem die Versicherten verschiedener Altersgruppen entsprechend ihrer Risikofähigkeit mit unterschiedlichen Anlageportfolios abgedeckt werden. Zudem sollen Betroffene bei Stellenwechseln oder Liquidationen ihr Portfolio «mitnehmen» können. Dies würde allerdings eine grundlegende Reform und damit genauere Voruntersuchungen erfordern.

Im internationalen Vergleich liegen die langfristigen Realrenditen der Schweizer Pensionskassen im Mittelfeld. Solche Vergleiche sind aber mit Vorsicht zu geniessen, weil Renditeunterschiede auch auf Differenzen im Zinsniveau, in der Währungsentwicklung und dem Rechtsrahmen beruhen können.

Familienunternehmen können Perlen fürs Portfolio sein, die Titel sind aber keine Selbstläufer

Mit Aktien von Familienfirmen lassen sich ansprechende Renditen erzielen

ALEXANDER SAHEB

Familienunternehmen – sie sind ein wenig die fabelhaften Einhörner an der Börse. Geführt von starken Persönlichkeiten mit langfristigem Horizont, erzielen sie überdurchschnittliche Markterfolge und liefern Investoren eine attraktive Rendite. Dabei haben sie kaum Schwierigkeiten mit Themen wie guter Unternehmensführung oder Nachhaltigkeit. An der Schweizer Börse gibt es zahlreiche Unternehmen, in denen die Gründerfamilie, deren Nachkommen oder einfach ein grosser Aktionär nicht nur viele Stimmrechte besitzt, sondern aktiv auf die Entwicklung des Unternehmens Einfluss nimmt. Darunter sind beispielsweise Swatch, Partners Group oder Roche, aber auch Barry Callebaut, Ems Chemie und Vontobel.

Langfristige Strategien

Die Eigenheiten von Familienunternehmen sind vielfach Gegenstand diverser Analysen gewesen. Dass sich diese Firmen besser als der Durchschnitt entwickeln, liege an der aktiven Teilnahme

der Familie an der Führung oder Überwachung des Unternehmens, konstatiert der Provida-Unternehmerreport, im Sommer 2019 erstellt von der gleichnamigen Unternehmensberatung zusammen mit der FHS St. Gallen. Dazu kommt die Qualität der finanziellen Führung: Familienunternehmen haben oft ein sehr hohes Eigenkapital, eine starke Liquiditätsorientierung und verfolgen eine klar definierte Nischenstrategie. Sie schütten relativ stabile Dividenden aus, die Führungsspitze bekommt kein ausserordentlich hohes Salär. Dies stärke das Vertrauen in ein Schweizer Familienunternehmen, meinen die Experten.

Ferner verfolgen diese Firmen eine langfristige, nicht auf kurzfristige Optimierungen ausgerichtete Strategie. Oftmals werden – so der Provida-Bericht – Gewinne ins Unternehmen reinvestiert, was das organische Wachstum unterstützt. Das stärkt die Unabhängigkeit und erleichtert eigenfinanzierte Investitionen. Die Mitarbeiter erfahren eine wertschätzende Behandlung und offene Kommunikation. Das führt bei ihnen zu einer hohen Identifikation mit dem Unternehmen, was die Produktivität

fördert und zu einer starken Kundenorientierung auf allen Ebenen führt.

Bessere Performance

Wie schlagen sich diese Firmen auf dem Kapitalmarkt? Im Herbst vergangenen Jahres hat sich das Credit Suisse Research Institute, der haus-eigene Think-Tank der Grossbank, mit Familienunternehmen befasst und dazu über 1000 Firmen aus der ganzen Welt analysiert. Die neueren Performance-Daten schreiben die Ergebnisse früherer Studien fort. Seit 2006 haben Familienfirmen eine im Durchschnitt 3,7 Prozentpunkte höhere jährliche Performance geliefert als Nicht-Familienunternehmen. In Europa lag dieser Wert sogar bei 4,7 Prozentpunkten jährlich. Das jährliche Umsatzwachstum von Familienunternehmen übertraf das anderer Firmen seit 2006 um über zwei Prozentpunkte.

Sogar in der gegenwärtigen Corona-Krise stehen Familienunternehmen gut da. Sie zeigten «in allen Regionen und Sektoren eine anhaltende Outperformance gegenüber Nicht-Familienunter-

nehmen (...) sowie Anzeichen einer höheren Widerstandsfähigkeit», heisst es in der Studie.

Überlegte Auswahl nötig

Anleger können sich nun aus den vielen an der Schweizer Börse kotierten Familienunternehmen selber eine Perle für ihr Portfolio suchen. Liest man obige Ausführungen, scheinen Familienunternehmen geradezu Selbstläufer zu sein. Ein kurzer Performancevergleich einiger willkürlich ausgewählter Schweizer Familienunternehmen mit dem breiten Börsenindex SPI zeigt, dass sie das aber nicht sind. Seit 2012 haben sich beispielsweise Ems Chemie, Partners Group und Vontobel besser geschlagen als der Index, Barry Callebaut und Swatch gelang das nicht. Auch über den kurzen Zeitraum von Januar 2020 bis heute bietet sich das gleiche Bild.

Somit sollten Anleger unter Schweizer Familienunternehmen eine überlegte Auswahl treffen – oder treffen lassen. Das können sie, weil es einen Fonds und ein Tracker-Zertifikat gibt. Mit bei-

den investiert man in einen Korb von Unternehmen, was das Risiko besser verteilt. Bellevue Asset Management führt seit 2006 den BB Entrepreneur Switzerland Fonds, der ausschliesslich in familien- und unternehmergeführte Gesellschaften in der Schweiz investiert. Mindestens 20% der Firma müssen in festen Händen sein. Das Portfolio besteht aus bis zu 50 Titeln, derzeit sind beispielsweise Logitech, Gurit oder Kühne + Nagel vertreten. Seit Auflage 2006 lieferte der Fonds eine jährliche Performance von 7,6% ab. Damit übertraf er den als Benchmark benutzten SPI (5,3%) deutlich.

Die andere Möglichkeit ist das Open-End-PERLES-Zertifikat der UBS auf den Solactive-Swiss-Family-Owned-Companies-Index, welches seit 2017 angeboten wird. Es müssen mindestens 32% der Firma einer Familie gehören. Zu den grössten Positionen zählen hier Barry Callebaut, Schindler Holding und Roche. In den vergangenen fünf Jahren lieferte diese Anlage 11,5% Rendite jährlich und liess den hier als Benchmark dienenden Börsenindex SMI ebenfalls deutlich hinter sich.