

Gefährliche Selbstüberschätzung

PENSIONSKASSEN Die Vorsorgeeinrichtungen schauen auf ein gelungenes Halbjahr zurück. In der Zukunft sehen sie wenig Gefahren. Also alles in Ordnung? Nein, denn die Rentenverwalter schätzen Risiken oft zu tief ein, sagt eine neue Studie.

SAMUEL GERBER

Die Schweizer Pensionskassen haben im 1. Halbjahr gemäss Berechnungen von State Street eine Anlageperformance von 2,9% erwirtschaftet (siehe Grafik). Der Credit Suisse zufolge waren es bis Ende Juni sogar 3,3% – und damit mehr, als es braucht, um die Mindestverpflichtungen gegenüber den Versicherten zu erfüllen.

Hoffnungsvolle Erwartungen

Dies zeigt deutlich: Für die Kassen hat es sich in den letzten Jahren gelohnt, mehr Risiken – etwa in Form einer stetig ansteigenden Aktienquote – einzugehen. Der Erfolg hat den Vorsorgegeldverwaltern nun offenbar einiges an Selbstvertrauen eingeflösst. Gemäss der Umfrage von Credit Suisse ist das von den Pensionskassen erwartete Anlagerisiko gegenüber Ende 2005 auf einem neuen Tiefstand angelangt.

Vermögensverwalter erwarteten jeweils nur 70% der tatsächlichen Volatilitäten.

Die hoffnungsvollen Erwartungen sind allerdings problematisch. Denn die Vermögensmanager neigen offenbar dazu, ihr eigenes Urteilsvermögen bezüglich der Marktrisiken zu überschätzen – das konnten Wissenschafter am Institute of Swiss Banking (ISB) der Universität Zürich in einer neuen Studie darlegen.

Vergleiche mit historischen Daten haben gezeigt, dass die von den Pensionskassenverwaltern erwartete Marktvolatilität nur jeweils 70% der tatsächlichen Bewegungen ausmachte. «Eine deutliche Unterschätzung», urteilt die auf Verhaltensökonomie spezialisierte Assistenzprofessorin Mei Wang. Sie vermutet, dass die Manager nur eine gewisse Bandbreite von Risiken wahrnehmen und eine ganze Reihe von Szenarien ausser Acht lassen.

Die Fehlbeurteilung hat Folgen. So würden tendenziell risikoreichere Anlagen bevorzugt oder das Portefeuille zu oft umgeschichtet, sagt Doktorand Christoph Gort, der selber bei der Pensionskasse der Stadt Zürich arbeitet.

«All dies kann zu einer suboptimalen Asset Allocation führen.» Das könnte sich rächen. Denn für Fehler ist das Polster der Kassen, trotz der jüngsten Erfolge, nicht dick genug.

Bei der Complementa Investment-Controlling, die regelmässig Stresstests bei Schweizer Pensionskassen durchführt, sagt CEO Michael Brandenberger: «Die Verfassung der Pensionskassen hat sich verbessert. Sollten die Märkte allerdings drehen, könnte die Lage rasch anders aussehen.» Und die derzeitige Entwicklung der Wertpapiermärkte deutet darauf hin, dass dies in den nächsten Monaten der Fall sein könnte. «Interessant wird sein, ob die Vermögensverwalter versuchen werden,

einem allfälligen Effekt der volatilen Märkte mit Anpassungen in der Anlagestrategie entgegenzuwirken», sagt Dominik Schneider, Manager des Global Investment Reporting der Credit Suisse.

Risiken, die sich auszahlen

Für seinen Kollegen Georg Stillhart, Leiter Strategieberatung Insurance & Pension Solutions bei der Grossbank, ist dabei der Blick auf die Risiken zentral: «Eine Pensionskasse muss sich mit der Frage auseinandersetzen, welche Risiken langfristig entschädigt werden.» Mit anderen Worten – es gibt Risiken, die sich auszahlen, und

Rentner und Versicherte tragen das Risiko mit, wenn eine Pensionskasse über Verluste strauchelt.

solche, die schliesslich nur den Deckungsgrad schmälern:

• **Aktien:** Auf den ersten Blick als besonders riskant erscheinen die Investitionen in den Aktienmarkt. Berechnungen der Credit Suisse zufolge ist die durchschnittliche Aktienquote von Pensionskassen im 1. Semester 2007 mit knapp 32% noch leicht angestiegen – und gerade die letzten Tage haben an der Börse wieder einen sprunghaften Anstieg der Volatilitäten gebracht. Den jüngsten Schwankungen zum Trotz sind jedoch Experten wie Stillhart der Meinung, dass sich das mit den Firmenpapieren eingegangene Ri-

siko längerfristig lohne. «Strategisch drängt sich aufgrund der Marktturbulenzen eine Reduktion der Aktienquote nicht auf», so Stillhart.

• **Anleihen:** Heikler, und zwar nicht erst seit den jüngsten Turbulenzen am Kreditmarkt, sind die Investitionen in Anleihen. Als direkte Folge der steigenden Marktzinsen hat die Performance von Obligationen in den letzten Monaten deutlich abgenommen. Das trifft die Pensionskassen, die derzeit zu durchschnittlich 27,7% in Frankenanleihen und zu 8,9% in Fremdwährungsanleihen angelegt sind, hart. Viele der Einrichtungen reagierten bereits mit Investitionen in kürzere Laufzeiten; trotz der höheren Renditeaussichten

haben sie sich dabei von High-Yield-Bonds milderer Bonität ferngehalten. Das hilft ihnen jetzt. «Ich rechne nicht mit grossen Auswüchsen der Subprime-Krise», sagt Stillhart von Credit Suisse.

Gleichzeitig haben die steigenden Marktzinsen auch eine positive Folge. Mit ihnen haben sich nämlich die Verpflichtungen der Kassen reduziert – und damit insgesamt den ökonomischen Deckungsgrad verbessert. Kommt hinzu, dass es mit dem höheren Zinsniveau wieder attraktiv wird, neu im Anleihenmarkt zu investieren. «Institutionelle sollten dabei aufgrund der eingeschränkten Möglichkeiten des Schweizer Anleihenmarktes auf eine globale Diversifikation der Anleihen achten», rät Stillhart. «Das damit einhergehende Währungsrisiko ist dagegen teilweise abzuschirmen.»



INVESTOR

Vermögen mit günstigen ETF aufbauen



ALEX HINDER

CEO der Hinder Asset Management AG, Zürich

Nur gerade 20% der Schweizer Bevölkerung wissen, was Exchange Traded Funds (ETF) sind! So das Ergebnis einer kürzlich durchgeführten repräsentativen Umfrage zum Thema «Die Schweizer und ihr Wissen über Fonds». Dabei hat das Volumen europäischer ETF im April erstmals die Grenze von 100 Mrd Dollar überschritten! Weltweit werden bereits über 400 Mrd Dollar in ETF verwaltet.

ETF sind börsengehandelte Anlagefonds, die einen bestimmten Index (zum Beispiel den Swiss Market Index SMI) eins zu eins abbilden. Da sie sich aus denselben Aktien wie der jeweilige Index zusammensetzen, sind sie nicht nur breit diversifiziert, sondern auch äusserst transparent. Im Gegensatz zu aktiv gemanagten Anlagefonds versuchen ETF nicht, ihren Index zu schlagen, sondern sich gleichförmig mit ihm zu entwickeln. Mit einem ETF erzielt ein Anleger immer die Rendite seines zugrunde liegenden Index abzüglich Kosten. Bei den aktiv gemanagten Anlagefonds scheitern 70 bis 80% Jahr für Jahr daran, ihren Vergleichsindex zu erreichen, geschweige denn diesen zu über-

«Das oftmals schlechte Abschneiden der aktiv gemanagten Anlagefonds ist nicht zuletzt auf deren Gebühren zurückzuführen.»

treffen. Das schlechte Abschneiden der Anlagefonds ist nicht zuletzt auf deren hohe Kosten zurückzuführen. Die jährlichen Gesamtgebühren für diese Fonds liegen im Durchschnitt bei 1,8%. Bei ETF liegen die Gebühren je nach Anlageklasse lediglich zwischen 0,1 und 0,5%.

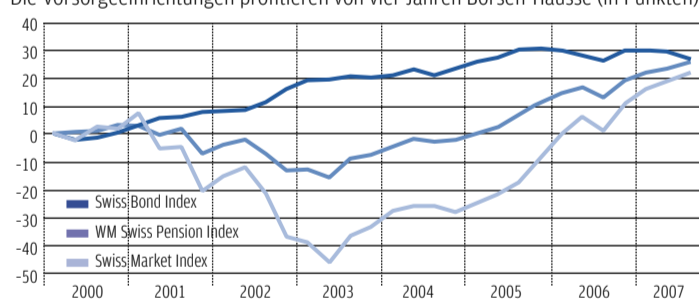
Viele Privatanleger sind sich gar nicht bewusst, dass bereits kleine Gebührenunterschiede langfristig enorme Auswirkungen auf ihr Vermögen haben. Dies ist auf den Zinseszinsseffekt zurückzuführen. Ein Beispiel dazu: Anleger X investiert 100 000 Fr. in einen aktiv gemanagten Anlagefonds mit jährlich 1,8% Verwaltungsgebühr, während Anleger Y den gleichen Betrag in einen ETF investiert, zu einer Gebühr von 0,5% im Jahr. Beide Anlagen erzielen eine durchschnittliche jährliche Rendite vor Gebühren von 8% über 20 Jahre. Nach 20 Jahren erreicht das Vermögen des Fondsanlegers 333 000 Fr., während der ETF-Investor auf ein Endvermögen von rund 425 000 Fr. kommt. Der Gebührenunterschied hat den Anleger X über 20 Jahre fast 100 000 Fr. an Vermögen gekostet!

Die Zeichen der Zeit längst erkannt haben institutionelle Investoren – sie setzen zunehmend auf die kostengünstigen Anlageprodukte. Schätzungen zufolge werden rund 70 bis 80% des ETF-Volumens von professionellen Anlegern gehalten.

Leider empfehlen nur wenige Anlageberater ihren Kunden ETF. Diese Produkte bieten den Banken keine Retrozessionen, wie sie beim Vertrieb aktiver Anlagefonds üblich sind. Privatanleger sollten daher selbst aktiv werden und bei ihrem nächsten Gespräch mit ihrem Anlageberater ETF vorschlagen.

Positiver Trend bei Pensionskassen-Renditen

Die Vorsorgeeinrichtungen profitieren von vier Jahren Börsen-Hausse (in Punkten)



QUELLE: STATE STREET/INVESTMENT SERVICES

BÖRSENAUSBLICK

Gewinnausweise stützen den nervösen Handel

Derzeit sind die Unsicherheiten an der Börse gross und die Handelsvolumen gering. Unternehmensnachrichten wiegen in solchen Zeiten besonders schwer. In den nächsten Tagen legen vier weitere SMI-Titel ihre Geschäftsergebnisse vor.

Als erstes berichtet **Clariant** am Donnerstag über das 1. Halbjahr. Für den Fein- und Spezialitätenchemiekonzern ist 2007 ein Übergangsjahr. Der Fokus liegt auf Restrukturierungsmaßnahmen. Experten rechnen deshalb mit einer langsamen Margenerholung und einer leichten Zunahme des 2.-Quartals-Umsatzes von 5% auf 2,13 Mrd Fr.

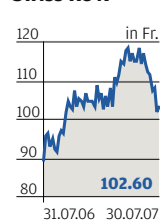
Gleichenfalls präsentiert **Credit Suisse** ihre 2. Quartalszahlen. Die Grossbank dürfte gemäss Analysten den selbst geschätzten Reingewinn von 2225 Mrd Fr. übertreffen. Sorgenkind ist zurzeit das Investment Banking. Hier stockt das Geschäft der Kredite für fremdfinanzierte Unternehmensübernahmen. Von der Präsentati-



Swiss Re-CEO Jacques Aigrain hat das Angebot für Abbey Life zurückgezogen.

on erwarten Anleger zudem Informationen über die Auswir-

Swiss Re N

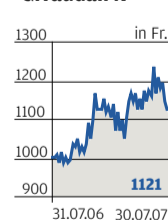


kungen der anhaltenden US-Hypotheken-Krise.

Auch der Rückversicherer **Swiss Re** hat im 1. Quartal ansehnliche

Resultate vorgelegt. Bei der Präsentation der Halbjahreszahlen am Dienstag wird dies vermutlich nicht anders sein. Die freien Mitarbeiter möchte CEO Jacques Aigrain eigentlich wieder investieren. Jüngsten Zeitungsberichten zufolge soll er sich jedoch aus dem Bieterkampf um die Versicherungssparte Abbey Life der britischen Bank Lloyds TSB zurückgezogen haben. Die Frage, ob Ai-

Givaudan N



grain bereits einen Ersatzkandidaten in Aussicht hat, ist weiterer Stoff für die Gerüchteküche.

Vom Riechstoff- und Aromen-

hersteller **Givaudan** werden nach dem starken Umsatz im 1. Quartal solide Halbjahreszahlen erwartet. Die Analysten von Vontobel rechnen mit einem Umsatz von 1,99 Mrd Fr. Erstmals darin enthalten sind Ergebnisse der früheren Konkurrentin Quest. Givaudan präsentiert ihr Zahlenwerk am Freitag.

Im Laufe der Woche werden zudem verschiedene Frühindikatoren Hinweise auf den weiteren Konjunkturverlauf geben. Die Bank Sarasin erwartet sowohl für die beiden US-Indizes des verarbeitenden und nichtverarbeitenden Gewerbes (ISM) als auch für den Schweizer PMI-Index insgesamt leichte Abnahmen. (bg)

BÖRSESTERMINE

Mi 1.8. Cadbury Schweppes und Sanofi-Aventis veröffentlichen die Zahlen des 1. Halbjahres 2007. In den USA wird der ISM-Index des verarbeitenden Gewerbes bekannt gegeben. Veröffentlichung des EU-Einkäuferindex PMI.

Do 2.8. Affichage, Clariant, Cie Financière Tradition, Generali, Smith & Nephew und Unilever präsentieren Ergebnisse aus dem 1. Halbjahr, Credit Suisse solche aus dem 2. Quartal. Bekanntgabe des Schweizer PMI-Index.

Fr 3.8. Allianz, Givaudan und Hannover Re berichten über das 1. Halbjahr, Belimo über das 2. Quartal. Das BFS veröffentlicht den Landesindex der Konsumentenpreise und in den USA steht der ISM-Index des nichtverarbeitenden Gewerbes an.

Di 7.8. Swiss Re, Bayer, BB Bio- und Medtech liefern Resultate aus dem 1. Halbjahr 2007, LEM diejenigen aus dem 1. Quartal.