



Wenn Firmen die falsche Rechtsform wählen, verlieren die Anleger

Lebensversicherer, Airlines, Fussballvereine: Warum sich nicht alle Unternehmen als Aktiengesellschaft organisieren sollten. **Von Charlotte Jacquemart**

Vor zwei Wochen war es wieder so weit: Die Gewerkschaften bejammerten den Rentenklau durch die Lebensversicherer. 4 Mrd. Fr. hätten die Gesellschaften seit 2005 auf Kosten der Versicherten aus dem Pensionskassengeschäft abgeführt. Man mag von der Rechnerie halten, was man will: Offensichtlich ist, dass sich die Interessen der Versicherten und jene der Eigentümer von Lebensversicherungsgesellschaften nicht decken.

Wen das jährlich wiederkehrende Lamento nicht überrascht, ist Adriano Lucatelli, Unternehmer und Dozent an der Uni Zürich. Lucatelli hat sich intensiv mit Interessenkonflikten zwischen Aktionären und Kunden oder Angestellten einer Firma beschäftigt und dazu publiziert («Von Highflyern, Penalties und Bruchlandungen»). Lucatelli sagt: «Lebensversicherer sollten keine AG sein, sondern Genossenschaften, weil der Streit um die Aufteilung der Gewinne zwischen Versicherten und Aktionären zwingend ist - und damit chronisch.»

Allerdings wähnt Lucatelli, anders als die Gewerkschaften, die Verlierer aufseiten der Investoren, die Aktien von Lebensversicherern kaufen. Und belegt seine These mit Zahlen: «Nicht nur die Swiss Life hat zwischen 2002 und 2013 rund 4,7 Mrd. Fr. an Aktionärswert vernichtet. Auch in den USA, in

Grossbritannien, Japan, Europa haben Lebensversicherer das getan.» (Siehe Tabelle 1.) Lucatelli berechnet bei seinen Langfristbetrachtungen die risikoajustierte Wertschöpfung aus Sicht des Anlegers: Wie hoch hätte die Rendite für die Aktionäre über die Jahre sein müssen, um ihr Risiko angemessen zu entschädigen? Liegt die errechnete Aktienrendite über den Markterwartungen, hat die Firma Wert geschaffen, wenn nicht, hat sie Kapital vernichtet. Der Kursverlauf der Swiss-Life-Aktie stützt Lucatellis These (siehe Grafik): Angesichts des Risikoprofils der Swiss Life

hätte die Aktie den SPI in den letzten 14 Jahren klar schlagen müssen - hat sie aber nicht.

Lucatelli hat neben den Lebensversicherern noch andere Sektoren herausgefiltert, die das Investorenkapital langfristig eher vernichten denn vermehren. Zu ihnen gehören auch Grossbanken mit Aktivitäten im Investmentbanking (siehe Tabelle 2). «Hier fällt der grösste Teil der Wertschöpfung dem Management und den Topberatern zu. Chancen und Risiken sind asymmetrisch verteilt», kritisiert Lucatelli. Die «richtige» Rechtsform für solche Banken wären seiner Meinung nach Partner-

Der Lebensversicherer Swiss Life ist eine Aktiengesellschaft. Würde die Rechtsform der Genossenschaft nicht besser zum Geschäftsmodell passen?

Grossbanken zerstören Kapital

Wertvernichtung von ausgewählten Banken, 2002-2012 (Mrd. \$)

Citigroup	-290,4
Bank of America	-190,9
UBS	-68,0*
Credit Suisse	-50,7*
Morgan Stanley	-45,1
Wells Fargo	-40,7
JP Morgan Chase	-40,0
Julius Bär	-0,1*
Goldman Sachs	+2,3

* inkl. 2013, in Schweizerfranken

Quelle: Bloomberg, Berechnungen Adriano Lucatelli, Methode: Capital Asset Pricing Model, Betawerte für Volatilität nach Marshall Blume, Total-Return-Renditen

Wo man Geld verdient

Wertvermehrung von «echten» AG, 2002-2013 (Mrd. Fr.)

Roche	105,9
Nestlé	75,4
ABB	36,6
Richemont	27,8
Syngenta	22,4
Swatch	14,9
Schindler	12,1
SGS	12,0
Kühne & Nagel	11,3

Profitable Sektoren

Wertschöpfung der besten fünf SPI-Industrien, 2002-2013 (Mrd. Fr.)

Nahrungs- und Genussmittel	96,0
Industriegüter und Dienstleistungen	88,9
Gebrauchsgüter	44,6
Chemie	29,7
Gesundheit	29,4

Kein Gewinn für die Aktionäre

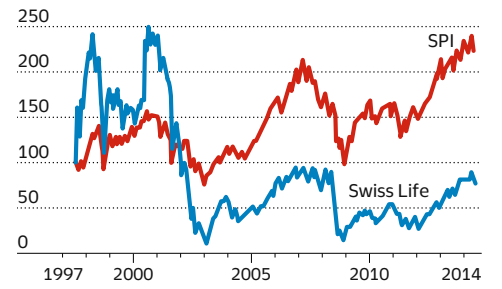
Wertvernichtung von Lebensversicherern in ausgewählten Märkten 2002 bis 2012

S&P 500	-61,4 Mrd. \$
Euro Stoxx	-61,8 Mrd. \$
SPI (nur Swiss Life)	-4,7 Mrd. \$*

* bis 2013

Vergleich Swiss-Life-Kurs/SPI

300 Indexpunkte (3.7.1997 = 100)



Quelle: Bloomberg, Berechnungen Adriano Lucatelli

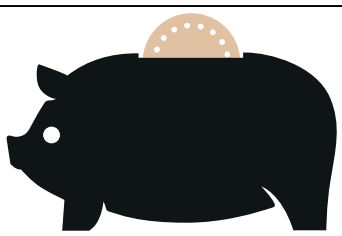
schaften, wie man sie in Anwaltskanzleien findet. Interessanterweise starteten viele Investmentbanken im 19. Jahrhundert als solche Partnerschaften - genauso wie die Swiss Life bis 1997 eine Genossenschaft war.

Die gleiche Asymmetrie wie bei Grossbanken entdeckt Lucatelli auch bei an der Börse gehandelten Beratungsfirmen. Und bei Fussballklubs. Bei beiden sickert die Wertschöpfung kaum je bis zu den Aktionären durch. Kотиerte Fussballklubs haben seit 2002 Hunderte von Millionen vernichtet. «Sind die Klubs erfolgreich, profitieren die Spieler. Bei Misserfolg tragen jedoch die Aktionäre die Einbusen aus fehlenden Zuschauereinnahmen und unattraktiven Sponsorenverträgen», hält Lucatelli fest. Als «unechte» Aktiengesellschaften entlarvt der Finanzexperte auch Fluggesellschaften. Sie binden Milliarden von Dollars in Meilenprogrammen, die nur den Kunden dienen. Ihre langfristigen Finanzierungskosten jedoch haben kotierte Airlines kaum je erwirtschaftet. In der Tat gleicht ihr Geschäftsmodell mit den Kundenbindungsprogrammen jenem des Detailhandels: Die Rechtsform der Genossenschaft wäre angebrachter als die der AG, meint Lucatelli. Coop und Migros lassen grüssen.

Der Dozent ortet aber nicht nur Kapitalvernichtung. Er spürt mit seinen Berechnungen auch Firmen auf, die seit 2002 für die Aktionäre Mehrwert geschaffen haben (siehe Tabelle 3). Voll zum Tragen kommt die Rechtsform der Aktiengesellschaft bei Industrieunternehmen mit hohem Investitionsbedarf. Im SPI waren dies Firmen in den Bereichen Nahrungs- und Genussmittel, Industrie- und Gebrauchsgüter, Chemie, Gesundheit (siehe Tabelle 4).

Bricht man die Analyse auf einzelne Unternehmen herunter, schaffen jene für Aktionäre am meisten Mehrwert, bei denen Familien, Stiftungen oder Mitarbeiter im Aktionariat eine starke Stellung besitzen. Ausgeprägt ist dies an der Schweizer Börse: Unter den Top-Ten-Wertschöpfern im SPI befinden sich neben Roche und Swatch weitere fünf Firmen mit bestimmenden Aktionären. Lucatellis Rat an die Anleger ist letztlich simpel: «Anleger sollten nicht nur die traditionellen Kennzahlen prüfen, bevor sie eine Aktie kaufen, sondern auch die Rechtsform. In unechte AG zu investieren, lohnt sich nämlich fast nie.»

Erstarkender Dollar stärkt Privatbanken



Geldspiegel
Markus Städeli

Es gibt verschiedene Kennzahlen, die aufzeigen, wie gut Privatbanken arbeiten. Doch wenn es darum geht, die Zukunftsaussichten zu beurteilen, sollten Investoren ihr Augenmerk vor allem auf das Wachstum der verwalteten Kundenvermögen richten. Jede zusätzliche Milliarde ist ein Versprechen auf mehr

Erträge in der Zukunft. Seit ein paar Monaten steigen die Kundenvermögen von international aufgestellten Privatbanken quasi von allein.

Das hat mit der Erstarkung von Dollar und Pfund zu tun. Am 30. Juni wurde der Greenback noch unter Fr. 0.89 gehandelt. Heute notiert er über Fr. 0.97. Das schenkt bei Banken wie Julius Bär oder EFG International ein. Denn bei ihnen ist ein Grossteil der Kundenvermögen in Fremdwährungen verbucht. Bei Julius Bär lauten 40% aller Kundenvermögen auf Dollar und 5% auf Pfund. Bei EFG sind es sogar 52% und 17%. Und der Aufwärtstrend bei Dollar und Pfund dürfte anhalten: Die USA und Grossbritannien werden ihre Zinsen aller Voraussicht nach viel früher anheben als die Europäische Zentralbank und die Schweizer Nationalbank. Die steigende Zinsdifferenz wird diese Währungen noch attraktiver machen.

Beide aufs Private Banking fokussierten Banken haben in den letzten Jahren ihre Internationalisierung vorangetrieben und



Bei Banken wie Julius Bär oder EFG notiert rund die Hälfte aller Kundenvermögen in Dollar und Pfund - Währungen, die sich stark aufgewertet haben.

wollen rasch wachsen. Julius Bär war schon immer gross. Mit der Integration des Private-Banking-Geschäfts von Merrill Lynch International hat die Bankengruppe nochmals einen Sprung vorwärts gemacht. EFG, die in den letzten Jahren aus Kostengründen auf die Bremse gestanden war, ist ebenfalls wieder auf einen Wachstumskurs eingeschwenkt. Mit 80 Mrd. Fr. hat auch sie eine respektable Ausgangsgrösse.

Wachstum ist das beste Rezept in einem Umfeld, das nach einer kritischen Masse verlangt. Wegen einer Flut von Regulierungen steigen die Fixkosten im Private Banking. Und das beste Rezept, diesen zu begegnen, sind nun einmal höhere Volumina.

Die Anleger unterschätzen die positiven Auswirkungen der Dollar- und der Pfundstärke. Die Aktie von Julius Bär notiert mehr oder weniger dort, wo sie Anfang Jahr gestartet ist. Jene von EFG ist sogar stark zurückgefallen: Von 13 auf unter 10 Fr. Es wäre nicht erstaunlich, wenn sie zumindest das verlorene Terrain rasch gutmachen würde.

Zahlen der Woche

5,8%

beträgt die Erwerbslosenquote in den USA, der tiefste Stand seit sechs Jahren. Entsprechend steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die US-Notenbank 2015 die Zinsen erhöht.

400 Mio. \$

legt die Bank of America für den Rechtsstreit um Devisenmarkt-Manipulationen zurück.

915 Mio. €

bringt die Privatisierung des alten Athener Flughafens dem griechischen Staat ein.