

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Staatsfonds zählen zu den wichtigsten Akteuren der globalen Finanzmärkte. Ihre Entscheidungen werden von den einen gefürchtet, von den anderen kopiert. Das gilt insbesondere für denjenigen Norwegens, der bezüglich Grösse und Transparenz alle übertrumpft.

GEBALLTE MACHT

TEXT BARBARA KALHAMMER

Yngve Slyngstad ist der Öffentlichkeit weitgehend unbekannt. Anders in den Chefetagen der globalen Grosskonzerne: Dort kennt man den 54-jährigen Norweger mit der markanten Glatze und dem spitzen Kinnbart nicht nur, man zittert vor ihm. Respektive vor seinen Entscheidungen, denn als Chef des norwegischen Staatsfonds zählt er zu den einflussreichsten Investoren weltweit. Der Government Pension Fund Global (GPF), der aus den riesigen Öleinnahmen des Landes gespeist wird, verwaltet umgerechnet rund 830 Milliarden Franken. Davon fliesen 60 Prozent in Aktien von 9000 Unternehmen aus 78 Ländern. Dem norwegischen Volk gehören somit indirekt 1,3 Prozent der weltweiten Aktien.

Aufgabe der Staatsfonds – im Englischen Sovereign Wealth Funds genannt – ist es, Gelder im Auftrag des Staates zu verwalten. Insgesamt gibt es gemäss dem Analysehaus Preqin rund 73 Staatsfonds, die zusammen knapp sieben Billionen Franken verwalten. Das ist zwar mehr als die Hedge-Fund und Private-Equity-Industrie zusammen, aber nur ein Bruchteil der weltweiten Vermögen von 245 Billionen Dollar.

Wie Staatsfonds ihr Vermögen anlegen, unterscheidet sich von Land zu Land. «Es gibt keine klassische Konstruktion», sagt Diego Liechti, Senior Investment Consultant beim Vermögensberatungsunternehmen PPCmetrics. Möglich ist dafür eine Einteilung nach Herkunft der Mittel. Am häufigsten stammen sie aus Verkauf oder Besteuerung von Rohstoffen, in erster Linie Erdöl oder Erdgas. Einen anderen Weg geht der chinesische Staatsfonds, der Devisenreserven anlegt. Solche Nicht-Rohstofffonds speisen sich häufig aus Budgetüberschüssen. In diese Richtung gehen die Überlegungen auch bei einem möglichen Schweizer Staatsfonds (Interview Seite 34). Liechti ist kritisch gegenüber Devisenfonds, da sie nicht auf realen Werten basierten, sondern auf dem Drucken von Geld.

Verschiedene Ziele

Unterschiede gibt es auch bei den Zielsetzungen der Fonds. «Das Öl wird eines Tages ausgehen, aber die Erträge des Fonds werden der norwegischen Bevölkerung weiterhin zu Gute kommen», heisst es in der Beschreibung des norwegischen Staatsfonds GPF. Der Fonds soll also die intergenerationale Umverteilung sicherstellen und Ersparnisse anhäufen.

Ein anderes Ziel ist das Vermeiden der «holländischen Krankheit». Diese tritt auf, wenn ein Land Güter in grossem Umfang exportiert und die entstehenden Aussenhandelsüberschüsse zu einer Aufwertung der Währung führen. Dadurch vermindert sich die Wettbewerbsfähigkeit anderer exportorientierter Wirtschaftszweige. Im schlimmsten Fall bringt dies ganze Industrien zu Fall. Genau dies geschah in den Niederlanden – daher der Name des Phänomens – in den 1960er-Jahren. Das Land exportierte seine Erdgasvorkommen, wodurch der Wechselkurs stark anstieg. Gleichzeitig sorgte die hohe Nachfrage nach Arbeitskräften in dem Sektor für steigende Löhne und Preise. Beides verschlechterte die Wettbewerbsfähigkeit. Ein Staatsfonds kann diese Wellen ausgleichen und somit für eine gewisse Stabilität sorgen. In manchen Staaten dienen die Vehikel sozioökonomischen Zwecken oder einem geplanten Strukturwandel, etwa durch die Unterstützung zukunftsweisender Wirtschaftszweige. So verfolgen arabische Fonds häufig das Ziel, die Erdölabhängigkeit zu reduzieren und die Volkswirtschaft breiter aufzustellen.

Die meisten Staatsfonds lassen sich nicht gerne in die Karten schauen, doch es gibt Ausnahmen: «Der norwegische Staats-»

DIE 10 GRÖSSTEN STAATSFONDS

Herkunft der Gelder: Erdöl Gas Devisenreserven Anderes



FACTS

6,5 BIL. USD

Vermögen liegen in Staatsfonds

+3%

sind die Vermögen der Staatsfonds im letzten Jahr gewachsen

+11

Staatsfonds sind seit 2010 entstanden

46

Staaten haben zumindest einen Staatsfonds

82%

der Staatsfonds investieren in Obligationen

58%

der Staatsfonds investieren in volkswirtschaftliche Infrastruktur

Quellen: SWF Institute, Preqin

Die hohen Devisenreserven der Schweizerischen Nationalbank könnten für die Schaffung eines Staatsfonds verwendet werden. Doch Reto Föllmi, Professor an der Universität St. Gallen, kann dieser Idee wenig abgewinnen, Vorteile brächte ein solcher Fonds nicht.



Nachgefragt BARBARA KALHAMMER

Über 70 Länder führen einen Staatsfonds. Warum die Schweiz nicht? Staatsfonds beruhen immer auf irgendwelchen Vermögenswerten, die öffentlich verwaltet werden. In Norwegen ist es Öl, in Singapur Budgetüberschüsse. Die Schweiz hat keine vergleichbare Einnahmequelle.

Dennoch fordern einzelne Stimmen, mit den Devisenreserven einen Schweizer Staatsfonds zu schaffen. Diese Forderungen stehen im Raum. Allerdings benötigt die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine gewisse Liquidität, um den Franken zu stärken oder zu schwächen. Da der grösste Teil dieser Reserven langfristig gehalten wird, wäre eine langfristige Anlage durchaus möglich. In einem gewissen Mass macht die Nationalbank dies bereits, da sie ihre Anlagepolitik per Gesetz selbst bestimmen kann. Es spricht nichts dagegen, mehr auf Anlagen wie Aktien oder – wie es bei einem Staatsfonds die Idee ist – auf ausländische Wertpapiere zu setzen.

Also hat die Schweiz bereits eine Art Staatsfonds? Die SNB verfügt über Volksvermögen, das sie anlegt, die Erträge werden an Bund und Kantone ausgeschüttet. Das hat durchaus Staatsfonds-Charakter.

Wie könnte ein richtiger Staatsfonds aussehen? Die erste Möglichkeit sieht vor, die Devisenreserven besser, also ertragreicher anzulegen. Aber ich denke, die SNB macht das bereits. Und man muss auch die Risiken berücksichtigen, die sich durch Investitionen in ausländische Papiere ergeben. Üblicherweise wird die Verwaltung des Staatsfonds ausgegliedert, dadurch würde der SNB zudem die Kontrolle über die Devisenreserven entzogen werden.

Wie sieht die zweite Möglichkeit aus? In der offensiveren Variante würde Geld gedruckt, um mit der zusätzlichen Liquidität Vermögenswerte anzukaufen. Aber auch durch die Ausweitung der Geldmenge können keine realen Werte wie beispielsweise aus Öleinnahmen geschaffen werden. Nochmals eine andere Möglichkeit wäre, Staatsanleihen aufzulegen und damit im Ausland zu investieren. Dies können auch Pensionskassen übernehmen, die aber eventuell regulatorisch daran gehindert sind. Es ist besser, diese Schranken abzubauen, als indirekt einen Staatsfonds einzuführen.

Würde ein Staatsfonds die Unabhängigkeit der Nationalbank gefährden? Ja, sie käme unter grösseren politischen Druck. Die Hauptaufgabe der Nationalbank ist die Geldpolitik. Dass sie mit einem Staatsfonds darüber hinaus Erträge generieren müsste, könnte zu einem Problem werden. Zudem wäre dieser Ertrag nur ein Scheinertrag: Denn immer wenn Geld gedruckt wird, muss einer die Rechnung bezahlen. Diese würde auf die Inhaber nominaler Frankenguthaben abgewälzt, also die Sparer.

Wie würde dieses Bezahlen in der Praxis aussehen? Beispielsweise in Form von Inflation, aber nicht im klassischen Sinn, sondern über eine Inflation der Vermögenspreise. Das heisst Aktien und Immobilien würden teurer.

Welchen Vorteil hätte die Schaffung eines Staatsfonds unter dem Strich? Keinen, Geld drucken kann ex nihilo keine Werte schaffen. ■

Reto Föllmi ist Professor für internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität St. Gallen.

■ *Der Grossteil des Vermögens fliesst in inländische Kapitalanlagen, speziell in Firmen aus der Finanzbranche. Damit verfolgen die Fonds auch wirtschaftspolitische Ziele: Indem sie vor allem in Krisenzeiten in einheimische Unternehmen investieren, fungieren sie als Kreditgeber letzter Instanz.*

» fonds ist im Gegensatz zu denen im Osten sehr transparent», so Liechti, der das Vorgehen der verschiedenen Fonds verglichen hat. Das Resultat: «Eine typische Anlagestrategie gibt es nicht.» Die Norweger haben beispielsweise eine Aktienquote von 60 Prozent, während sie bei anderen Fonds deutlich geringer ist.

Darüber hinaus legen sie grossen Wert auf Diversifikation über Branchen und Länder sowie Nachhaltigkeit: Ob in ein Unternehmen investiert wird, entscheidet der Ethikrat. Firmen, die Menschenrechte verletzen, Waffen produzieren oder die Umwelt stark belasten, landen auf einer schwarzen Liste.

Staatsfonds investieren neben den traditionellen Aktien- und Obligationenmärkten vermehrt auch in illiquide Anlagen wie etwa Private Equity, Infrastruktur oder Hedgefonds, erklärt Liechti. Ein Grossteil des Vermögens fliesse jedoch in inländische Kapitalanlagen, speziell in Unternehmen aus der Finanzbranche. Damit verfolgten die Fonds auch wirtschaftspolitische Ziele: Indem sie vor allem in Krisenzeiten in einheimische Unternehmen investieren, fungieren sie als Kreditgeber letzter Instanz.

Norwegischer Musterschüler

Die Aktivitäten der Staatsfonds haben auch Einfluss auf die Privatwirtschaft: Gerade institutionelle Anleger orientieren sich häufig an den Investitionen der Vehikel, allen voran jenen des norwegischen. Auch Private können sich eine Scheibe abschneiden, denn die Fonds schaffen es im Gegensatz zu vielen anderen, auch in schwierigen Zeiten der langfristigen Strategie treu zu bleiben. Oft wird antizyklisch agiert: Baissen werden für Zukäufe genutzt. Diese Strategie hat sich in der Vergangenheit bezahlt gemacht: Zwischen 1988 und 2015 erzielte das norwegische Konstrukt im Durchschnitt 5,6 Prozent pro Jahr.

Der norwegische Musterschüler ist nicht nur erfolgreich, sondern transparent zugleich: Sämtliche Positionen werden in Quartalsberichten veröffentlicht. In diesen wird auch über Ausblicke und Unternehmen oder andere Investitionen informiert, die ausgeschlossen oder unter Beobachtung gestellt werden. Natürlich können Anleger nicht einfach die Anlagestrategie kopieren, dazu sind es zu viele Transaktionen. Aber als Inspirationsquelle eignen sie sich allemal.

Über die Vor- und Nachteile von Staatsfonds sind sich Experten uneins. Einige argumentieren, sie seien wichtig für die generelle Stabilität der Finanzmärkte. Zum einen versorgen sie diese mit Liquidität, zum anderen schaffen sie durch ihre langfristigen Investitionen einen gewissen Puffer gegen kurzfristige Schwankungen. Letztlich erfüllen sie auch eine überwachende Funktion, denn als Grossaktionär haben sie viel Mitspracherecht bei Übernahmen, Fusionen und Managerlöhnen. Mitte 2016 kündigte der Chef des norwegischen Staatsfonds gegenüber der *Financial Times* an, künftig keine Aktien mehr von Unternehmen zu erwerben, die sich nicht anständig verhalten und enorm hohe Boni zulassen.

Kritiker betonen hingegen die Schattenseite der geballten Macht: Mit ihren Aktivitäten beeinflussen sie die Preisbewegungen von Vermögenswerten stark. In China wurden die Gelder beispielsweise genutzt, um die Märkte zu stützen. Im Sommer, als der Aktienindex CSI 300 gegenüber seinem Juni-Hoch um 43 Prozent einbrach, hatten staatliche Fonds in den drei Monaten bis Ende August nach Angaben von Goldman Sachs 236 Milliarden Dollar investiert, um den Einbruch abzufedern. Die Vehikel können selbst für Kurskapriolen sorgen, wenn sie grosse Positionen umschichten, wie die jüngste Vergangenheit zeigte. Durch den drastischen Zerfall des Ölpreises mussten einige Staatsfonds auf

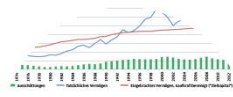
ihre Sicherheitspolster zugreifen, um Budgetlöcher zu stopfen. Gemäss Daten des Sovereign Wealth Fund Institute wurden 2015 bereits Aktien im Wert von mehr als 200 Milliarden Dollar veräussert.

Fehlende Kontrolle

Der Trend wird sich auch in den nächsten Jahren fortsetzen, vor allem weil einige Staaten in ihren Budgets von zu hohen Ölpreisen ausgingen. Die genauen Auswirkungen solcher Verkäufe sind unklar, doch die Gefahr, dass sie die Kurse massiv ins Wanken bringen, ist real. Besonders kleine und illiquide Märkte wie derjenige für US-Hochzinsanleihen würden dies nur schwer verkraften.

In Anbetracht der Grösse der Staatsvehikel ist zudem kritisch zu bewerten, dass es oft keine politische Kontrolle gibt. Das zeigte sich immer wieder durch Korruptionsskandale. Der malaysische Fonds 1MDB beispielsweise wurde dieses Jahr zahlungsunfähig. Gelder in Höhe von rund vier Milliarden Dollar sollen veruntreut worden sein. Involviert ist auch die Tessiner Bank BSI. Sie habe mit Geschäftsbeziehungen und Transaktionen im Umfeld des 1MDB schwer gegen die Geldwäschereibestimmungen und das Gewährserfordernis verstossen, schreibt die Finma. Auch die UBS ist wegen Regelverstössen im Zusammenhang mit 1MDB in den Skandal involviert. Problematisch ist auch, dass das Management von Staatsfonds nicht immer unabhängig von der Regierung ist.

Solche Verstrickungen haben dazu geführt, dass sich im Jahr 2008 23 Länder auf einen Verhaltenskodex namens «Santiago-Prinzipien» einigten. Doch mit der Transparenz nehmen es die meisten Fonds bis heute nicht so genau. ■



mit Vergleichswerten ... dass die Ausschüttungen ...
Ziele ...
Prognose ...
Ergebnisse ...
Maßnahmen ...

Publikationen

der Tragfähigkeit
 ...
 ...
 ...

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Videos



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Stiftungszweck und Anlagepolitik
 Vermögensanlagen als Instrument der Vermögensverwaltung des Stifters

Tagungen

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



Website



PPCmetrics AG
 Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**