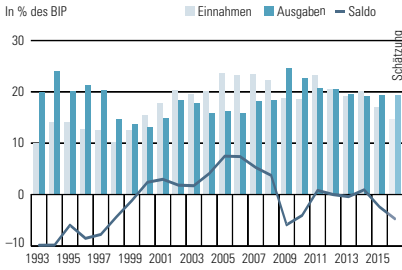


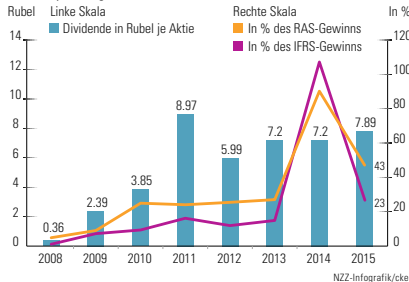
Gerangel um russische Dividenden

Der Staatshaushalt taucht



QUELLEN: SBERBANK, GAZPROM

Aber Gazprom zögert mit drastisch hohen Zuschüssen



# Russlands Staatsfirmen wollen keine Staatskühe sein

Gazprom und andere Konzerne opponieren gegen Zwang zu höheren Dividenden

Der russische Haushalt braucht dringend Geld. Grosse Staatskonzerne wollen sich aber nicht so leicht melken lassen und suchen kreative Auswege.

Marktkapitalisierung grössten russischen Konzerns beschloss eine Dividende von Rbl. 7.89 je Aktie und würde damit rund 23% des nach internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS kalkulierten Gewinns ausschütten. Zwar entspricht der Betrag zugleich immerhin 43% des nach russischen Rechnungslegungsstandards RAS berechneten Gewinns – aber Medwedewes Dekret sieht vor, dass der höhere Gewinn beider Berechnungsmethoden zur Grundlage gemacht wird. Gazprom verdiente 2015 nach RAS umgerechnet 6 Mrd. \$, nach IFRS hingegen 11,8 Mrd. \$. Jetzt wird der weltgrösste Erdgasproduzent seinen Anlegern davon «nur» umgerechnet 2,7 Mrd. \$ auszahlen. Der Krell hält knapp über die Hälfte der Gazprom-Aktien.

Andere Grosskonzerne testen ebenfalls ihre Verhandlungsmacht. So will der Pipelinebetreiber Transneft laut Medienberichten den niedrigeren RAS-Gewinn zur Grundlage nehmen, und die wichtige Energie-Holding Rosneftgaz hat sich auch gegen Erhöhungen ausgesprochen. Zurückhaltung wollen ferner der Erdölkonzern Rosneft und der Stromversorger Interroa üben, die nicht namentlich in dem Dekret genannt sind. Ein Argument der Konzerne ist der Bedarf für Investitionen, für die bei einer höheren Dividende weniger Geld

zur Verfügung stünde und die derzeit besonders wichtig für die Wirtschaft seien. Dabei müssen höhere Ausschüttungen nicht zwangsläufig ein Loch in die Kasse der Firma reissen, wenn sie sich fit macht und auf Effizienz trimmt. Der Bedarf dafür ist gross bei den russischen Staatsriesen. Manchmal steht die Dividende in Konflikt mit anderen Staatswünschen: So braucht Gazprom Kapital, um eigene Aktien zurückzukaufen, die von der maroden staatlichen Entwicklungsbank VEB gehalten werden. Die VEB könnte diese Finanzspritze gut brauchen.

## Loch bei den Einnahmen

Der russische Staatshaushalt ist dringend auf höhere Einnahmen angewiesen. Von Januar bis April betrug das Haushaltsloch 4,7% des Bruttoinlandsprodukts. Hauptgrund ist der gesunkene Erdölpreis; die Einnahmen fielen 14% niedriger aus als im Vorjahreszeitraum. Konzerne der Öl- und Gasbranche werden bereits mit höheren Steuern zur Kasse gebeten, aber von einer höheren Belastung für die Bevölkerung hat der Krell bisher abgesehen. Teilprivatisierungen von Staatsbetrieben sind zwar wie schon so oft auf dem Papier vorbereitet, aber noch nicht vollzogen.

«Börsen und Märkte», Seite 29

## Tricks mit den Bilanzen

Doch Gazprom hat klargemacht, diese Vorgabe nicht so genau zu nehmen. In der vergangenen Woche kam die Gewissheit: Der Verwaltungsrat des nach

# Die eiserne Lady Brasiliens

Mit Maria Silvia Bastos übernimmt eine Frau eine Schlüsselposition

ALEXANDER BUSCH, SÃO PAULO

Sie ist es gewohnt, die Quotenfrau der brasilianischen Wirtschaft zu sein. Nun ist es wieder so weit. Nachdem der Interimspräsident Michel Temer «vergessen» hatte, eine Frau unter seinen zwei Dutzend Kabinettsmitgliedern zu ernennen, erinnerte sich die Männerrunde an Maria Silvia Bastos als eine geeignete Person für den Job an der Spitze der nationalen Entwicklungsbank BNDES.



Maria Silvia Bastos  
Neue Präsidentin der  
Entwicklungsbank  
BNDES

nen zu behaupten. Für das Amt an der Spitze der Staatsbank qualifizieren sie ihre Erfahrungen sowohl in der Privatwirtschaft als auch in der öffentlichen Verwaltung. Zuletzt hat sie drei Jahre bis 2014 das private olympische Unternehmen geleitet, welches die Spiele für dieses Jahr in Rio de Janeiro vorbereitet.

Begonnen hat sie ihr Berufsleben ebenfalls in Rio de Janeiro als promovierte Ökonomin und Volkswirtschaftsprofessorin an den zwei führenden privaten Fakultäten der Stadt am Zuckerhut. BNDES lernte sie ebenfalls früh kennen: Mit 34 Jahren stieg sie dort in Wendeseile als erste Frau in die Direktorenebene auf. Dort war sie 1991 an den ersten Privatisierungen Brasiliens beteiligt. Zudem leitete sie die Schuldenverhandlungen mit dem Internationalen Währungsfonds.

Danach verwaltete sie als Staatssekretärin die Finanzen des Bundesstaates Rio. Die «Eine-Milliarde-Dol-

lar-Lady» wurde sie dort genannt, als sie ihren Job nach der Abwahl des Gouverneurs wechselte. Ungewöhnlich für einen Säckelmeister in Brasilien hatte sie ihrem Nachfolger ein dickes Plus im Budget überlassen. Auch an der Spitze des gerade privatisierten Stahlkonzerns CSN bekam sie als erste Frau in der Branche den Namen «eiserne Lady». Vermutlich auch, weil sie bereits einen Monat nach der Geburt ihrer Zwillinge wieder das Kommando übernahm. Vollends in die Privatwirtschaft wechselte sie als Präsidentin des Versicherers Icatu.

## Lob von fast allen Seiten

Die Industrieverbände sind erleichtert, dass Bastos BNDES führen wird – und nicht ein Banker, von dem sie fürchten, er würde die Entwicklungsbank am liebsten filetieren und privatisieren. Denn die Firmen brauchen die subventionierten Kredite der Staatsbank bei einem Letztzins von fast 15%. Nur der linke Ökonom Marcio Pochmann mäkelte über Bastos neue Position: Das sei ein Rückschritt in die neunziger Jahre, kritisiert er – und trifft auf den Punkt. Doch eine offene Marktwirtschaft mit Privatisierungen wie in den 1990er Jahren ist genau das, was sich die brasilianische Industrie am meisten wünscht.

# Swiss Life setzt sich im BVG an die Spitze

Die Verbreiterung des Sortiments trägt Früchte

Hinsichtlich Prämienaufkommen hat sich die Swiss Life nunmehr vom härtesten Rivalen, der Axa Winterthur, etwas abgesetzt. Es wird schwierig, BVG-Neukunden gute Anlagerenditen zu bieten.

WERNER ENZ

Wettbewerb belebt das Geschäft. Das ist eine gute Sache vor allem auch für die Kunden, welche im Falle der beruflichen Vorsorge (BVG) kompetente Dienstleister suchen. Kleinere Unternehmen sind klassische Kunden von Schweizer Lebensversicherern, denn es ist schwierig, auf autonomer Basis ein Vorsorgewerk für wenige Mitarbeiter auf die Beine zu stellen. Eine Alternative, nämlich eine unabhängige Sammelstiftung, ist wegen des fehlenden Kapitalschutzes nicht nach jedermanns Geschmack.

## Eine starke Anlagerendite

Wer die Leistungsausweise 2015 der beiden führenden Lebensversicherer, Axa Winterthur und Swiss Life, miteinander vergleicht, sieht für beide Anbieter Vor- und Nachteile. Eine einjährige Sichtweise, das sei zur Einschränkung gesagt, würde in diesem langfristigen Geschäft, in dem es ums Ansparen von Rentengeldern geht, ein verzerrtes Bild geben. Hinsichtlich der Zahl von Versicherten lag Axa Winterthur mit 623 000 Personen knapp vor Swiss Life (613 000). Dafür hatte die Swiss Life mit der Anlagerendite von 3,40% gegenüber der Axa (3,17%) und auch hinsichtlich des Prämienaufkommens mit 8,7 Mrd. Fr. gegenüber 7,6 Mrd. Fr. die Nase vorn.

Die Swiss Life setzte 2015 ihre früh aufgelegte Strategie fort, mit einem breiten Sortiment gezielter auf Kunden-

wünsche einzugehen. Das hohe Prämienwachstum von 6% auf 8,7 Mrd. Fr. war von teildominanten Lösungen getrieben; hier tragen Kunden Teile des Anlagerisikos selber. Hans-Jakob Stahel, Leiter Unternehmenskunden, erklärte an einer Presseorientierung, die Preise für Risiko- und Kostenprozesse seien unter Druck. Das lässt sich denn auch an der verhaltenen Entwicklung der Prämien (vgl. Tabelle) ablesen.

## Es geht zackig in Richtung 5%

Die Swiss Life verstärkte ihre Reserven um weitere 939 (i. V.: 783) Mio. Fr., um wegen der sinkenden Zinsen vorzuziehen. Für absehbar Verluste wegen der Verrentung mit dem gesetzlichen Umwandlungssatz von schwindelerregenden 6,8% wurden 275 Mio. Fr. auf die hohe Kante gelegt bzw. umverteilt. Der Zukunftserwartungen spiegelnde technische Zins liegt nun klar unter 2%; bis 2020 wird ein Umwandlungssatz von 5,1% angesetzt. Umschichtungen auf Kapitalanlagen von 64 Mrd. Fr. erfolgten zu den Aktien (Quote: 6%), Immobilien (14%) und Hypotheken (7%).

«Reflexe», Seite 34

## BVG-Rechnung der Swiss Life

Geldwerte in Mio. Fr.

	2012	2013	2014	2015
Prämienbeitrag	6518	7374	8196	8688
Sparprämie	5857	6505	7304	7778
Risikoprämie	659	666	683	695
Kostenprämie	202	203	209	215
Kapitalerträge, netto	2402	1999	2074	2119
Leistungen <sup>1</sup>	1938	2113	2052	2250
Rückkaufwerte	871	613	662	591
Betriebsergebnis	206	197	205	199
Ausschüttung (%)	93,3	92,4	92,6	92,9

<sup>1</sup> Alter, Tod und Invalidität; Leistungen an die Versicherten; lediglich der Mindestquote (Legal Quote) unterliegt Geschäft.

# Umdenken gefordert

Mervyn King über akademische Modelle und den Euro

Die Präsenz von Bodyguards und Sicherheitsleuten haben die Besucher schon beim Eingang daran gemahnt, dass es kein normaler Vortrag war. Der Redner an der Universität Zürich war Lord Mervyn King (siehe Zusatz). Doch der Grund für die erhöhten Sicherheitsvorkehrungen dürfte wohl an der Zuhörerschaft gelegen haben: Das gesamte Direktorium der Schweizerischen Nationalbank (SNB) hat am Montag nach Feierabend im knallgrün gestrichenen Vorlesungssaal die Schulbank gedrückt. Nicht alles, was ihnen ihr früherer Zentralbankkollege erzählt hat, dürfte der SNB-Spitze gefallen haben.

King hat seine Rede mit einer Schelte der Ökonomenzeitung begonnen. Die Finanzkrise sei ein kollektives intellektuelles Versagen gewesen, meinte er. Die Ursache des Scheiterns der Wirtschaftswissenschaften sieht King in der fehlerhaften Modellierung der Unsicherheit. Die Zukunft sei in vielen Belangen nicht nur unsicher, sondern auch nicht mit Wahrscheinlichkeiten modellierbar. King lässt auch kein gutes Haar an Modellen, die in Zentralbanken eingesetzt werden.

Bei seiner Kritik schimmert mehr als einmal Bewunderung für Keynes durch. Er zieht eine Parallele von angebotsorientierter Arbeitsmarktpolitik zur Zinspolitik: Tiefere Zinsen würden ebenso wenig zu mehr Investitionen führen, meint King, wie tiefere Löhne in keynesianischen Modellen zu mehr Beschäftigung führten. Neben einem Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik forderte der ehemalige Gouverneur der Bank of England zudem einen radikalen Umbau der Finanzarchitektur. Auch hier ist der Einfluss Keynes erkennbar. Sein Vorschlag räumt den Zentralbanken massiv mehr Macht ein und

würde zu einer zentralistischen Feinststeuerung führen (NZZ vom 20. 5. 16).

Neben den Ökonomen bekamen am Ende auch die Politiker ihr Fett ab; sichtlich Bauchschmerzen bereiten King die jüngsten Entwicklungen in Europa. Nüchtern erläuterte er, welche Optionen in der Euro-Krise bestehen. Für ihn ist klar: Die Lösung liegt nicht in der Geldpolitik. Er fordert, dass die Politik endlich beherzt Massnahmen ergreife. Und so wünscht man sich, die Zuhörer Kings wäre nicht Vertreter der SNB, sondern Europas Politiker. Denn während seine Vision einer Zentralbank etwas gar staatsgläubig ist, so spricht der Brite erfrischend Klartext, wenn es um das Durchwursteln bei der Euro-Krise geht.

## Baron King of Lothbury

Mervyn King war von 2003 bis 2013 Gouverneur der Bank of England. Er verantwortete somit die Geldpolitik Grossbritanniens nicht nur während der Finanzkrise, sondern auch bereits in den von steigenden Hauspreisen geprägten Boomjahren. Vor seiner Ernennung zum Gouverneur war er stellvertretender Direktor und langjähriger Chefökonom der britischen Zentralbank. Der Wirtschaftswissenschaftler forschte unter anderem in Harvard, am MIT und an der London School of Economics (LSE). 2013 wurde King zum Ritter geschlagen und trägt seitdem den Titel Baron King of Lothbury. Der 68-jährige Brite ist mit einer Finnis verheiratet. Seit seinem Rücktritt als Gouverneur der Bank of England lehrt er an der New York University und an der LSE.