

Januar **20**  
**22**

Redaktionsschluss  
13. Dezember 2021

## Geschätzte Kundinnen, geschätzte Kunden

Was für ein Börsenjahr! Zumindest bis Ende November gab es im abgelaufenen Jahr für Aktien fast nur eine Richtung: nach oben! Das freut AnhängerInnen von Dividendenpapieren. Unsere Kundinnen und Kunden konnten von diesem Schwung in besonderem Masse profitieren. Wermutstropfen dieses Börsenjahrgangs ist einzig die Tatsache, dass AnlegerInnen, die Neugelder antizyklisch investieren wollten, mangels Rückschlägen kaum Gelegenheit dazu hatten.

Die Jahreswende ist auch die Zeit der Prognostiker und Gurus. So sprach zu Beginn des letzten Jahres der in der Finanzbranche bekannte britische Investor Jeremy Grantham von einer «vollwertigen, epischen Blase», in der wir uns befinden würden. Der Gründer der in Boston domizilierten Anlagegesellschaft GMO (Grantham Mayo Van Otterloo), die ein Vermögen von USD 70 Mrd. verwaltet, verglich die Börsenhausse mit der legendären Südseeblase von 1720, dem spektakulären Börsencrash von 1929 und der Dotcom-9/11-Krise um die Jahrtausendwende. Weil ihm die westlichen Aktienmärkte masslos überteuert erschienen, empfahl Grantham, auf die im Vergleich günstigeren Aktien der Schwellenländer zu setzen. Wer seinem Rat folgte, hat das Anlegerglück im abgelaufenen Jahr definitiv nicht gefunden. Während Schwellenmarktaktien bis Ende November 2021 eine negative Performance abwarfen, avancierten die westlichen Aktienmärkte mit zweistelliger Rendite. Am 23. September des vergangenen Jahres antwortete Grantham in einem Interview in der «Handelszeitung» auf die Frage, wann die Blase an den Immobilien-, den Aktien- und den Anleihenmärkten denn platzen werde: «Irgendwann zwischen morgen und Weihnachten wird es krachen.» Wenn Sie diese Zeilen (Redaktionsschluss war in der ersten Dezemberhälfte 2021) lesen, liebe Kundinnen und Kunden, werden Sie wissen, ob die Prognose des Gurus doch noch eingetroffen ist oder nicht. Die schweizerische Bankerikone Oswald Grubel, die in ihrer einmaligen Karriere sowohl die Credit Suisse wie auch die UBS als CEO dirigierte, erklärte vor Jahresfrist in einem Interview

in der «Luzerner Zeitung», dass ihn eine 20-prozentige Korrektur der Aktienmärkte alles andere als überraschen würde. Auch für die Prognose des umjubelten Starbankers gilt: Fehlanzeige! Es gibt viele weitere Starexperten und Gurus, die längst einen Crash herbeiorakelt haben. Sicher ist dabei einzig, dass sie irgendwann einmal recht erhalten werden. Per Definition haben Dauerpessimisten noch jeden Börsenzusammenbruch vorausgesehen und werden wohl auch in Zukunft jeden voraussehen. Allerdings verpassen sie so auch alle Chancen und können vom langfristigen Aufwärtstrend der Aktienmärkte nicht profitieren.

«Ich glaube, es wurde mehr Leid durch Propheten verursacht als durch Staatsmänner.»

Henry Kissinger, ehemaliger amerikanischer Aussenminister und Friedensnobelpreisträger

Mit unseren Performance-Ergebnissen im abgelaufenen Jahr (per Redaktionsschluss dieses Briefes) sind wir sehr zufrieden. Wir liegen damit vorne im Quervergleich zu unseren Wettbewerbern – auf risikobereinigter Basis erst recht. Klar gibt es in einem Umfeld, in dem viele Investoren frivol jedes Risiko bereit sind einzugehen, Banken und Vermögensverwalter, die *noch* höhere Renditen ausweisen als wir. So what!? Damit können wir gut leben, und wir lassen uns von Traumrenditen und

Risikogelüsten anderer nicht irritieren. Ein Beispiel: Mark Haefele, Chief Investment Officer Global Wealth Management der UBS, riet seiner Kundschaft vor Jahresfrist die Nutzung von Fremdkapital und schrieb in seinem Juni-Kommentar: «Aufgrund der engen Kreditrisikoprämien und der steigenden Renditen von Staatsanleihen stufen wir Investment-Grade-Anleihen als «least preferred» ein und bevorzugen riskantere Segmente des Kredituniversums.» Auf Deutsch übersetzt heisst dies: Raus aus qualitativ erstklassigen Anleihen, rein in Ramschpapiere! Unsere Meinung dazu ist die folgende: Wenn eine Qualitätsverschlechterung im Portfolio einhergeht mit einer Kreditaufnahme und damit dem Einsatz von Hebel (Leverage), dann ist dies die perfekte Giftmischung im Hinblick auf eine nächste potenzielle Krise, die zweifellos einmal kommen wird. Da machen wir nicht mit. Den Kauf minderwertiger Qualität oder illiquider Anlagen, die in Krisenzeiten nicht mehr veräussert werden können, das Spekulieren auf Pump oder ein allzu hoher Anteil in Schweizer Small und Mid Caps, die im vergangenen Jahr besonders gut gelaufen sind, lehnen wir strikte ab. Auch ärgern wir uns nicht darüber, dass auch die Bankenwerte wieder einmal überdurchschnittlich abgeschnitten haben – wir betrachten uns als Investoren und nicht als Hasardeure. Eine solide internationale und qualitativ hochwertige Diversifikation sowie eine hohe Transparenz und Liquidität sind uns wichtig. Ein risikomässig gut diversifiziertes Navigieren schliesst aber per Definition aus, in der kurzen Frist die höchste Performance auszuweisen. Unser Ziel und Anspruch ist es vielmehr, *langfristig* top zu sein.

Einen Wermutstropfen gab es für uns im abgelaufenen Jahr. Bis Anfang Oktober bot sich für uns als ausgeprägte Antizykliker keine Gelegenheit, Aktien bei Rückschlägen zu kaufen. Dies, weil es seit Oktober 2020 für rund ein Jahr lang keinen Taucher von über 5 Prozent mehr gab. Neugelder von Kundinnen und Kunden blieben deshalb über Monate auf den Konten liegen, so dass von der herausragenden Aktien-Performance nur unterdurchschnittlich profitiert werden konnte. Jahre ohne Rückschläge von mindestens 10 oder 15 Prozent kommen äusserst selten vor und sind in keiner Weise der Normalfall. Das abgelaufene Jahr ist deshalb kein Grund dafür, von unserem bewährten Konzept des gestaffelten

Aufbaus abzuweichen, auch wenn entgangene Gewinne – die niemals mit Verlusten gleichgesetzt werden dürfen – nicht das sind, was wir uns beim Aufbau von Portfolios wünschen. Wichtig ist, in solchen Phasen die Ruhe zu bewahren und auf Chancen zu lauern. Aus Erfahrung wissen wir, dass Rückschläge überraschend kommen und heftig ausfallen können. Das hat uns letztmals die Corona-Krise im Frühjahr 2020 eindrücklich vor Augen geführt.

«Prognosen sagen viel über den Prognostiker und nichts über die Zukunft.»

Warren Buffett, legendärer amerikanischer Investor und Orakel von Omaha, Nebraska

Wie Sie wissen, verzichten wir auf direkte Investitionen in den aufstrebenden Ländern und fokussieren uns auf multinationale Unternehmen, die ihrerseits einen hohen Anteil ihres Umsatzes in diesen Ländern erzielen, aber ihren Sitz in einem *demokratischen* Land haben. Das zu Ende gegangene Jahr hat uns wieder einmal in aller Deutlichkeit vor Augen geführt, dass wir mit dieser Politik richtig liegen. So lag die Performance der etablierten Märkte per Ende November im zweistellig positiven Bereich, während die Emerging Markets sogar negativ rentierten. Insbesondere China, das als der «Emerging Champion» unter den aufstrebenden Ländern gilt, sorgte im letzten Jahr für negative Schlagzeilen. Regulatorische Eingriffe der Kommunistischen Partei unter Xi Jinping sorgten für erhebliche Verstimmung bei den Investoren. Am Beispiel des hochverschuldeten und taumelnden Immobiliengiganten Evergrande wurde darüber hinaus deutlich, wie verletzlich die Immobilien- und die Finanzwirtschaft im «Reich der Mitte» tatsächlich sind. Zum Thema der Emerging Markets empfehlen wir Ihnen die Lektüre des anliegenden Leitartikels, der am 13. November in der «Finanz und Wirtschaft» erschienen ist.

Regelmässig werden wir gefragt, nach welchen Kriterien wir denn eigentlich unsere Aktien auswählen würden. Es ist uns ein Anliegen, dies hier wieder einmal in geforderter

Form wiederzugeben. In erster Linie fokussieren wir uns auf Unternehmen, die in ihrer Branche zu den Weltmarktführern gehören. Branchen und Unternehmen, die über Jahre oder Jahrzehnte bewiesen haben, dass sie für die Aktionäre *nachhaltig* Mehrwert generieren, schaffen es in unsere Zielfolios. Ideal ist, wenn ein Unternehmen in seiner Branche eine Art «Alleinstellung» hat und über Produkte oder Dienstleistungen verfügt, die einzigartig und nicht einfach kopierbar sind. Darüber hinaus analysieren wir unter anderem die Bewertung (Kurs/Gewinn-Verhältnis), die Bilanzqualität (zum Beispiel die Höhe der Eigenmittel), die Dividendenrendite, die Eigentümerstruktur und die Kompetenz des Managements. Branchen, die diesen Erfordernissen nicht genügen, schliessen wir aus. Dazu zählen derzeit zum Beispiel Luftfahrtunternehmen und Grossbanken. Aktien von Unternehmen, die es in unsere Portfolios schaffen, haben starke Marken und sind in der Lage, auch Krisen zu überstehen. Sie überzeugen mit Geschäftsmodellen, die sie für Konkurrenten weniger angreifbar machen. Beispiele sind Nestlé, Google (Alphabet), Novo Nordisk oder Roche. Die Aktien, die wir bevorzugen, weisen idealerweise eine hohe Konstanz in der Gewinnerzielung auf, haben eine geringe Schuldenlast und erzielen eine attraktive Rendite auf ihren Eigenmitteln. Wenn wir ein Geschäftsmodell nicht verstehen, investieren wir nicht in dieses Unternehmen. Bei der Analyse ist es primär unsere Aufgabe, rigoros *Qualität* herauszufiltern. Für unsere Qualitätsanalyse brauchen wir nicht 30, 100 oder gar Hunderte von Analysten, wie sie die Banken haben. Das bringt in effizienten Märkten, in denen neue Informationen in Windeseile um die Welt gehen und in die Kursentwicklung einfließen, gar nichts. Wir glauben nicht an den erfolgreichen «Stock Pick», der ohnehin vom Zufall getrieben ist. Banken und Vermögensverwalter, die Analysten damit beschäftigen, diejenigen Aktien zu finden, die kurzfristig die höchste Rendite versprechen, unterliegen einer Illusion. Natürlich behaupten alle, *sie* hätten die besten Analysten und *sie* seien die besten Stock Picker. Das ist dummes Zeug.

Überragende Renditen in der kurzen Frist sind meist dem Zufall geschuldet. Sei es, dass man bei der Aktienauswahl und/oder dem Zeitpunkt des Investments Glück gehabt oder sich auf ein bestimmtes Anlagensegment

gestürzt hat, das gerade gut läuft – zum Beispiel die Konzentration auf hochbewertete Technologieaktien oder waghalsige Ramschanleihen. Dabei ist doch absurd: Inzwischen sind sogar die realen Junk-Bond-Renditen erstmals unter null gesunken. Gemäss einer Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist der Anteil der Zombie-Unternehmen, die nur dank den niedrigen Zinsen überleben, in den letzten 20 Jahren von 4 auf gegen 20 Prozent gestiegen. Wenn die Zinsen einmal steigen, wird eine Konkurswelle in diesem Segment wohl kaum mehr abzuwenden sein. Da machen wir nicht mit. Uns ist eine ausgewogene Diversifikation mit hoher Qualität sowie eine ausgewogene Branchenstruktur von zentraler Bedeutung. Ganz bewusst verzichten wir darauf, Rendite um jeden Preis zu jagen. Im Wissen, dass es die allermeisten Jungunternehmen nicht zum wirtschaftlichen Erfolg schaffen, suchen wir bei den Aktien auch nicht nach den Starperformern von morgen. Das ist uns zu riskant. Mit unserem Fokus auf hohe Qualität und Unternehmen mit bewährten Geschäftsmodellen fahren wir einen konservativen Ansatz. Das bedeutet natürlich auch, dass wir bewusst auf einige Chancen verzichten, die sich uns jeden Tag bieten. Unser Verantwortungsbewusstsein gegenüber unserer wertvollen Kundschaft lässt es schlicht nicht zu, Risiken zu tragen, die für andere in einem andauernden Umfeld von leidlichen Negativzinsen längst zur Selbstverständlichkeit geworden sind. Wir sind Langstreckenläufer und keine Sprint-Hasardeure.

«Stecke Dein Geld nur in Unternehmen, die auch ein Dummkopf führen könnte, denn früher oder später wird genau dies der Fall sein.»

Warren Buffett, amerikanische Anlegerlegende und Orakel von Omaha, Nebraska

Wie geht es an den Märkten weiter? Sie wissen es: Wir wissen es nicht. Wissen tun wir aber, dass die Investorenwelt ihr Auge vor allem auf eine Grösse gerichtet hat: die Inflation. Die Entwicklung der Teuerung ist matchentscheidend dafür, wie sich die amerikanische Fed, die

europäische EZB und die japanische BoJ bezüglich ihrer Zinspolitik verhalten werden. Und diese wird massgeblich darüber bestimmen, wie es in den nächsten Monaten und Jahren an den Anleihen-, Aktien- und Immobilienmärkten weitergehen wird. Die Notenbanker werden sich erst dann veranlasst sehen, die Zinsen zu erhöhen, wenn es nicht mehr anders geht respektive die Inflation aus dem Ruder läuft. Zu genau wissen sie nämlich, was passieren kann und wohl auch wird, wenn die Zinsen deutlich angehoben werden müssten: Viele Staaten und Zombie-Unternehmen, die über alle Ohren verschuldet sind, werden bankrott gehen. Notenbanker und Politiker bilden deshalb eine Art Schicksalsgemeinschaft. Gemeinsam hoffen sie, dass die Teuerung unter Kontrolle bleibt, so dass kein Bedarf für graduelle Zinssteigerungen besteht. Aus marktwirtschaftlicher Sicht wäre im Grunde längst klar, dass schnellstmöglich aus dem langjährigen Null- und Negativzinsregime ausgestiegen werden müsste, denn die Wirtschaft läuft auf vollen Touren und wir haben eine Beschäftigung, die erfreulich hoch ist. Je länger an der Tiefzinspolitik festgehalten wird, desto grösser werden die Schuldentürme und desto lauter wird der potenzielle Knall sein, wenn die unsägliche Flutung der Märkte mit Liquidität einmal zu ihrem Ende kommt.

«Die Technologie hat sich verändert, die Körpergrösse der Menschen hat sich verändert und die Mode hat sich verändert. Die Fähigkeit der Regierungen und der Investoren, sich einer Täuschung hinzugeben und periodische irrationale Überschwänge zu fördern, die üblicherweise in Tränen enden, scheint sich allerdings nicht verändert zu haben.»

Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff, amerikanische Wissenschaftler und Ökonomen, in ihrem Buch «Dieses Mal ist alles anders – Acht Jahrhunderte Finanzkrisen»

Höhere Öl- beziehungsweise Rohstoffpreise sowie anhaltende Störungen in globalen Lieferketten haben zu steigenden Produzentenpreisen geführt. Auch die Wohnungsmieten verteuerten sich deutlich. In den Vereinigten Staaten von Amerika lag die Inflation im abgelaufenen Jahr zeitweise bei 6,8 Prozent. Einen solchen Anstieg gab es seit 1990 nicht mehr. Allerdings geht die Notenbank davon aus, dass diese hohe Teuerungsrate aufgrund des Konjunkturreinbruchs während der Corona-Pandemie einen Einmaleffekt darstellt und deshalb nicht überbewertet werden dürfe. Für das Jahr 2022 erwarten die Verantwortlichen bereits wieder eine normalisierte Inflation im Bereich von rund 2 Prozent. Immerhin hat die Fed unter Jerome Powell aber im Herbst angekündigt, die Anleihenkäufe sukzessive zurückzufahren und die Leitzinsen in den kommenden Jahren behutsam anzuheben. Der Markt geht inzwischen davon aus, dass es in den USA im kommenden Jahr drei Leitzinserhöhungen geben wird. Auch in Deutschland lag die Inflation im Herbst bei 5,2 Prozent, während sie im gesamten Euro-Raum 4,9 Prozent erreichte. So stark zogen die Konsumentenpreise seit 13 Jahren nicht mehr an. Einzig in der Schweiz verharrte die Teuerung mit rund 1,2 Prozent hartnäckig auf sehr tiefem Niveau, so dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) keinerlei Handlungsbedarf für eine Erhöhung des Leitzinses, der nach wie vor bei unterirdischen  $-0,75$  Prozent liegt, sieht. Die Mutter aller Fragen im Hinblick auf die weitere Entwicklung der Finanz- und Immobilienmärkte dürfte somit die folgende sein: Wird die Inflation zu einem ernstzunehmenden, *dauerhaften* Problem, oder fällt sie in den Vereinigten Staaten von Amerika und Europa wieder auf ein normalisiertes und auch angestrebtes Niveau von rund 2 Prozent zurück? Diese so wichtige Frage lässt sich kaum beantworten. Hätte uns nämlich jemand während der Finanzkrise prophezeit, dass die Notenbanken die Märkte während eineinhalb Jahrzehnten aus allen Rohren mit Liquidität versorgen werden und es in der Folge *keine signifikante Teuerung* geben würde, wir hätten viel dagegen gewettet – und verloren. Was wir in jungen Jahren an unseren Wirtschaftsuniversitäten über den Zusammenhang von Geldmenge und Teuerung gelernt haben, scheint Schnee von gestern. Die damaligen Lehrbücher gehören

wohl in ein Brockenhaus. Was wir im Hinblick auf die Zukunft aber mit recht hoher Wahrscheinlichkeit sagen können, ist dies: Bleiben Inflation und Zinsen in Zukunft weiter tief und die weltweite Pandemie unter Kontrolle, dürfte der Boom an den Finanzmärkten seine Fortsetzung finden – wenn auch mit erhöhten Schwankungen. Interessant ist in diesem Zusammenhang der Hinweis, dass in der Vergangenheit moderat steigende Inflationsraten von den Aktienmärkten jeweils problemlos verkraftet wurden. Droht hingegen der Trend zu drehen, und Teuerung sowie Zinsen ziehen kräftig an, dürfte es zu einer Belastungsprobe für die Märkte kommen. Das gilt nicht nur für die Anleihen- und Aktienmärkte, sondern in verstärktem Masse auch für die Preise von Immobilien. Gerät darüber hinaus die Pandemie ausser Kontrolle, könnte auch das unappetitliche Gespenst der Stagflation zum Thema werden – die Kombination aus wirtschaftlicher Stagnation und hoher Teuerung.

«Unsichtbar wird der Wahnsinn,  
wenn er genügend grosse Ausmasse  
erreicht hat.»

Bertold Brecht, deutscher Schriftsteller (1898 – 1956)

Um bei der Politik der SNB zu bleiben: Sie entbehrt nicht einem gewissen Mass an Schizophrenie. Einerseits warnen deren Verantwortliche seit Jahren vor einem überhitzten Immobilienmarkt und mahnen die Banken, im Umgang mit Hypothekenkrediten zurückhaltender zu werden. Im Frühherbst verwiesen sie im Zuge des anhaltenden Immobilienbooms auf eine «substanzielle Verwundbarkeit» an den Hypothekar- und Immobilienmärkten. Sie diagnostizieren eine «erhöhte Anfälligkeit für Kurskorrekturen in Form von Preisrückgängen und Anstiegen der Kreditausfälle». Andererseits befeuert die SNB die Kredit- und damit auch die Immobilienmärkte mit ihrer beharrlichen Negativzinspolitik seit Jahren aus allen Rohren. Die Folgen sind offenkundig: Das Verhältnis zwischen den ausstehenden Hypothekarkrediten und dem Bruttoinlandprodukt (BIP) beträgt in der Schweiz horrend 150 Prozent. Bei der Höhe unserer Immobilienkredite sind

wir damit Weltmeister. Gemäss Dr. Fritz Zurbrügg, Vizepräsident des Direktoriums der SNB, deuten bei allen Wohnliegenschaften wie Ein- und Mehrfamilienhäusern sowie Eigentumswohnungen viele Indikatoren auf eine Überbewertung respektive Überhitzung hin. Zurbrügg schätzt die Überbewertung auf durchschnittlich rund 30 Prozent. Das birgt naturgemäss Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems, wie auch die schweizerische Finanzmarktaufsicht Finma in ihrem im November veröffentlichten Bericht bestätigt: «Die Konsequenzen einer Immobilienkrise wären bedeutend für den Schweizer Finanzplatz.» In Zürich sind die Preise für Wohneigentum inzwischen vierzigmal so hoch wie die jährlichen Mietzinseinnahmen – das ist weltweit rekordverdächtig. Diese Bewertung entspricht einer *Bruttorendite* von gerade einmal 2,5 Prozent. Werden Unterhalts- und Renovationskosten korrekt in Abzug gebracht, bleibt unter dem Strich kaum noch etwas übrig. Die Belehnung der Immobilien liegt in der Schweiz meist zwischen 60 und 80 Prozent des Verkehrswertes. Das ist hoch, vermutlich zu hoch. Es ist nämlich eine Tatsache, dass die meisten Finanzkrisen der Geschichte durch einen platzenden Immobilienmarkt ausgelöst wurden. Der Grund ist immer derselbe: eine zu hohe Verschuldung der Häuslebauer. Die SNB weist darauf hin, dass schon bei einem Preisrückgang von 20 bis 30 Prozent ein substanzieller Anteil der Hypothekarkredite nicht mehr ausreichend gesichert wäre. Wer nun glaubt, solche Preisrückgänge seien unrealistisch, sollte sich wieder einmal vor Augen führen, welche verheerende Verwerfungen die Immobilienkrise in der Schweiz zu Beginn der 1990er-Jahre brachte. Damals korrigierten die Preise von Wohnimmobilien um durchschnittlich 35 bis 40 Prozent. Dabei blieben auch die besten Lagen nicht vor Preiseinbrüchen verschont. Zahlreiche Banken wie zum Beispiel die Spar- und Leihkasse Thun gingen pleite und die Konjunktur brach ein. Schweizer Banken mussten insgesamt CHF 42 Mrd. abschreiben, weil die Hypothekenschuldner nicht mehr zahlen konnten respektive deren Verpflichtungen nicht mehr durch den eingedampften Marktwert ihrer Liegenschaft gedeckt waren.

«Ich habe mit Kenneth Rogoff nachweisen können, dass nach Finanzkrisen die realen Häuserpreise über einen Zeitraum von sechs Jahren um durchschnittlich 35 Prozent eingebrochen sind.»

Carmen M. Reinhart, amerikanische Chefökonomin der Weltbank und Wirtschaftswissenschaftlerin an der Universität Harvard

Viele Schweizer und noch viel mehr Deutsche haben eine grosse Affinität zu Immobilienanlagen. Der Durchschnittsschweizer hält 44 Prozent seines Vermögens in «Betongold» und nur gerade 7 Prozent in Aktien. Dies erstaunt angesichts der Tatsache, dass die langfristige Rendite von Aktien markant über derjenigen von Immobilien liegt. Dazu kommt, dass der Kauf von Aktien auf Pump verpönt ist, während es bei Wohneigentum schon fast unschicklich ist, es *nicht* mit viel Fremdkapital zu finanzieren. Anleger, die einen sehr hohen Anteil ihres Vermögens in Immobilien halten und diesen mit einem hohen Hebel fremdfinanziert haben, empfehlen wir, ihn im aktuellen Boom zu reduzieren. Wenn die Zinsen nämlich einmal signifikant steigen sollten und der Markt zum Kippen kommt, wird es erfahrungsgemäss schwierig werden, überhaupt noch einen Käufer für eine Immobilie zu finden. Zurzeit stehen die Käufer (noch) Schlange. Das kann sich aber, wie uns die 1990er-Jahre gelehrt haben, schnell ändern. Um es auf den Punkt zu bringen: Genau so, wie wir qualitativ erstklassige Aktien so gut wie nie verkaufen, wenn wir das Geld nicht brauchen, verkaufen wir auch erstklassige Immobilien an guten Lagen nicht. Anders sieht es aber aus, wenn in hohem Mass auf Pump gekauft wurde. In diesem Fall bietet die aktuelle Marktlage eine gute Möglichkeit für einen Ausstieg, begleitet von einer Reduktion der Schuldenlast.

«Immobilienblasen sind das grösste gesamtwirtschaftliche Risiko überhaupt. Mit allen anderen kommen wir zurecht.»

Tobias Straumann, Wirtschaftshistoriker an der ETH Zürich

Eine graduelle Schizophrenie lässt sich bei der SNB auch in ihrer Währungspolitik nicht absprechen. Wir erinnern uns: Am 6. September 2011 führte sie den Mindestkurs von 1.20 gegenüber dem Euro ein. Diese Massnahme war damals nötig geworden, weil der Schweizer Franken im Zuge der Eurokrise monumental überbewertet war. Gemessen an den Kaufkraftparitäten war der Franken gegenüber dem amerikanischen Dollar, dem Euro und dem britischen Pfund um 20 bis 30 Prozent zu hoch bewertet. Das gefährdete die Schweizer Exportindustrie. Am 15. Januar 2015 haben die Schweizer Währungshüter die Kursuntergrenze gegenüber dem Euro wieder aufgehoben, nachdem sich die Verhältnisse an den Devisenmärkten normalisiert hatten. Trotzdem kauft die SNB weiterhin ausländische Devisen und weist gebetsmühlenartig darauf hin, der Schweizer Franken sei nach wie vor «hoch» bewertet. Mit Verlaub: Das stimmt schlicht nicht mehr. Im Verlauf der letzten Jahre hat sich die Überbewertung des Frankens sukzessive abgebaut. Dies deshalb, weil die Inflation in der Schweiz notorisch unter derjenigen des Euro-Raums, Amerikas und Grossbritanniens liegt. Beim amerikanischen Dollar ist es heute so, dass dieser gegenüber dem Schweizer Franken sogar *überbewertet* ist. Der Euro ist höchstens noch marginal unterbewertet – eine leichte Unterbewertung ist historisch betrachtet aber normal, weil der Franken schon immer einen «Fluchtwährungsbonus» hatte.

Wer glaubt, die Fed oder die EZB seien die grössten «Sünder» im Aufblähen ihrer Bilanz, irrt. Die SNB sitzt heute auf einem Berg ausländischer Devisen, der nahe bei 1'000 Milliarden Schweizer Franken liegt. Die Bilanzsumme der SNB im Verhältnis zum inländischen Bruttoinlandprodukt (BIP) beträgt rund 145 Prozent. Im Vergleich dazu ist die Bilanzsumme der EZB mit rund 60 und diejenige der Fed mit rund 35 Prozent

im Verhältnis zu ihrem BIP geradezu bescheiden. Die Währungs- und Kursrisiken der SNB sind gigantisch. Allein ein recht bescheidener Rückgang der Devisenkurse um 10 Prozent würde bei ihr zu einem Verlust von sage und schreibe 100 Milliarden Franken führen. Sollten potenzielle Devisenverluste zusätzlich begleitet sein von einem Zinsanstieg und den daraus resultierenden Verlusten auf den Anleihensbeständen, würden die Gesamtverluste der SNB ein Mass annehmen, das kaum vorstellbar ist. Im Grunde macht die SNB eine monumentale Währungsspekulation auf Pump. Wir verstehen nicht, warum die Nationalbank im Sinne eines Risikomanagements nicht längst Devisen im Gegenwert von ein paar hundert Milliarden Franken verkauft hat und sich so auch die Möglichkeit schafft, bei potenziellen Verwerfungen am Markt erneut als antizyklische Käuferin aufzutreten. Wenn nicht jetzt verkaufen bei Sonnenschein, wann dann? Wenn die Gewitterwolken aufziehen und sich entladen werden, wird es zu spät sein. Die Nationalbank braucht sich längst keine Sorgen mehr zu machen um einen zu starken Schweizer Franken. Bei Lichte betrachtet ist dessen Stärke nämlich ein veritables Fitnessprogramm für die Schweizer Wirtschaft und damit im Grunde sogar ein Glücksfall. Die international tätigen Schweizer Unternehmen sind trotz oder eben gerade *wegen* der starken Währung äusserst kompetitiv positioniert und erfolgreich. Sie brauchen definitiv keine Unterstützung mehr von der Nationalbank. Diese ist aber, was die Zins- und Währungspolitik anbelangt, längst zu einer faktischen «Filiale» der Fed und der EZB mutiert. Solange die führenden Notenbanken der Welt ihre Leitzinsen nicht erhöhen, geht bei unseren Währungshütern gar nichts. Unabhängigkeit sieht anders aus.

«Am Ende des Tages sitzen Herr Jordan und Herr Zurbrugg im Seitenwagen des Töffs von Frau Lagarde.»

Dr. Daniel Kalt, Chefökonom und Regional Chief Investment Officer der UBS

Das Thema «Nachhaltigkeit» bleibt omnipräsent – zu Recht, wie wir meinen. Ohne auf Panik machen zu wollen, sind wir uns sehr wohl bewusst, dass wir unserer Umwelt vermehrt Sorge tragen müssen. Das sind wir uns und vor allem auch den nachfolgenden Generationen schuldig. Nachhaltiges Investieren hat deshalb in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Gemäss den Zahlen des Datenanbieters Morningstar betrug der Markt für Anlagen, die nach den Kriterien Umwelt (Environment), Gesellschaft (Social) und gute Unternehmensführung (Governance) unter dem Kürzel ESG investiert werden, per Ende Juni 2021 bereits USD 2,24 Bio. (2'240 Mrd.). In der Schweiz ist bereits mehr als die Hälfte des Fondsmarktes nachhaltig angelegt. Der Trend mit jährlich prozentual zweistelligen Zuwachsraten dürfte sich fortsetzen. Es stellt sich die Frage: Hat dieses rasante Wachstum nachhaltiger Anlagen auch unser Klima nachhaltig verbessert? Leider ist die Antwort darauf ein klares Nein. In weiten Teilen der Welt wächst der CO<sub>2</sub>-Ausstoss entgegen allen Zielverkündigungen weiterhin an. Dies ist bedauerlich und es stellt sich eine Folgefrage: Warum gibt es diese eklatante Diskrepanz zwischen den Anstrengungen der Finanzbranche, nachhaltiges Investieren zu fördern, und der realen Klimapolitik? Wir versuchen, nicht zum ersten Mal in diesen Spalten, der Sache auf den Grund zu gehen. Um ihre Ziele zu erreichen, müssten Nachhaltigkeitsfonds den investierten Unternehmen im Grunde ausschliesslich Kapital zur Verfügung stellen, das *zusätzlich* grün angelegt wird. Das ist aber nicht der Fall. Stattdessen wird in ein grünes Unternehmen investiert, das vorher schon grün war – einfach mit einem anderen Aktionär. Das ist ein Etikettenschwindel und bringt definitiv keine Klimaverbesserung. Was sich in Sachen «Nachhaltige Anlagen» abspielt, ist zu einem Grossteil als «Greenwashing» zu bezeichnen und schlicht ein Armutszeugnis für unsere Branche. In der *realen* Welt kann es gar *nicht* so schnell vorwärtsgehen, wie es die Finanzbranche vorgaukelt. Die Angaben, was nachhaltig ist und was nicht, basiert überdies oft auf einer SelbstdeklARATION der Anbieter. Eine Untersuchung des Think-Tanks InfluenceMap kommt zum Schluss, dass knapp die Hälfte von 130 analysierten Klimafonds den Zielen des Pariser Klimaabkommens widersprechen würde. Darunter sind

auch Fonds von führenden Anbietern wie Blackrock, dem grössten Vermögensverwalter der Welt. Eine Studie der EU-Kommission hat ergeben, dass von 101 selbst-deklarierten «grünen» Fonds gerade einmal 3 (drei!) das strenge EU-Ecolabel bekommen würden, wenn die entsprechenden Normen konsequent angewendet würden.

«Kundinnen und Kunden werden Anlageprodukte angeboten, die aufgrund ihrer Bezeichnung einen positiven Einfluss auf Umwelt und Gesellschaft implizieren, die aber diese Wirkung in den allerwenigsten Fällen erzielen. Banken und Vermögensverwalter betreiben aus unserer Sicht Greenwashing.»

Greenpeace, zitiert aus dem Artikel «Greenwashing wird für Anleger zunehmend zum Ärgernis», NZZ, 19. Juli 2021

Die Kritik von Greenpeace scheint nicht unbegründet zu sein. Die Schweizer Rating-Agentur Inrate hat gemäss NZZ eine Untersuchung von 51 nachhaltigen Fonds durchgeführt und kam zum Schluss, dass es den Fonds nicht gelinge, «mehr Kapital in Richtung einer nachhaltigen Wirtschaft zu lenken als konventionelle Fonds». Die internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (Iosco) verweist überdies auf eine Studie, in der die Verkaufsunterlagen von 100 grünen Themenfonds in der Europäischen Union untersucht wurden. Nicht weniger als 85 dieser Fonds reklamieren für sich, positive Wirkungen im Bereich der Umwelt herbeizuführen. Allerdings seien die Behauptungen nur in zwei Fällen nicht irreführend gewesen. Ähnlich kritisch äussern sich die Finma und renommierte Wissenschaftler zu dem Thema. Professor Falko Paetzold, Institutsleiter an der Universität Zürich und Co-Autor einer weltweit beachteten Studie, die untersucht hat, ob nachhaltige Anlagen die Welt effektiv besser machen, kommt zu einem niederschmetternden

Befund: Bis heute bleibe die positive Wirkung weit hinter den Erwartungen zurück. Paetzold vergleicht die Nachhaltigkeitsfonds mit einem Placebo: «Die Produkte geben den Käufern ein gutes Gefühl und beruhigen ihr Gewissen. Doch ein grosser Teil schafft es nicht, eine messbare Veränderung herbeizuführen.» Gemäss Paetzold trägt das «grüne Geld» kaum etwas dazu bei, die globalen Umweltprobleme zu lösen.

Dazu kommt, dass sich die weltweit führenden Rating-Agenturen MSCI, Standard & Poor's (S&P) sowie Sustainalytics in ihrer Einschätzung, was ESG-konforme Anlagen sind und was nicht, kolossal widersprechen. So hält eine vom Credit Suisse Research Institute in Auftrag gegebene Studie fest, zwischen den verschiedenen ESG-Ratings bestehe «praktisch kein wahrnehmbarer Zusammenhang». Weil die Rating-Agenturen unterschiedliche Prioritäten bei der Beurteilung der drei Nachhaltigkeitskriterien Umwelt, Gesellschaft und Unternehmensführung haben, kommen sie auch zu völlig unterschiedlichen Schlüssen, welche Unternehmen als nachhaltig zu gelten haben und welche nicht. So erhalten der Pharmakonzern Roche, der Nahrungsmittelmulti Nestlé und die Grossbank UBS bei S&P einen Spitzenrang, während sie bei Sustainalytics im schlechtesten Drittel landen. Umgekehrt ist es bei Adecco, Lonza, Swatch Group und Richemont: top bei Sustainalytics, flop bei S&P. Im vergangenen Jahr hat die Europäische Kommission Nachhaltigkeitsversprechen von Unternehmen untersucht und kam zu einem ernüchternden Ergebnis. Sie kam zum Schluss, dass die Behauptungen der Unternehmen in 42 Prozent der betrachteten Fälle «übertrieben, falsch oder irreführend» seien. Viele Aussagen von Unternehmen zum Thema Nachhaltigkeit seien nichts weiter als heisse PR-Luft. Ein Problem dabei sei, dass der Begriff «Nachhaltigkeit» das vielfältige und komplexe Dreierpaket aus Umweltfreundlichkeit, positiver Sozialwirkung und guter Unternehmensführung umfasse. Wo soll da am Ende der Akzent gesetzt werden? Auf die Reduktion des CO<sub>2</sub>-Ausstosses? Auf die Frage, ob ein Unternehmen in Geldwäscherei- oder Korruptionsfälle verwickelt ist? Oder vielmehr darauf, ob im Sinne der Diversität eine angemessene Frauenquote erreicht wurde? Es ist wohl kein Wunder, dass es unendlich viele

Interpretationsmöglichkeiten und Widersprüche gibt. Welche Anlegerin oder welcher Anleger ist da schon in der Lage, die relevanten Fakten zu prüfen und abzuwägen?

Ein «Working Paper» des European Corporate Governance Institute (ECGI) vom Januar 2021 mit dem Titel «Rewriting History II: The (Un)Predictable Past of ESG Ratings» kommt zu weiteren brisanten Erkenntnissen im Kontext von Ratings für Nachhaltigkeitsanlagen. Darin zeigen die Wissenschaftler Florian Berg (Massachusetts Institute of Technology MIT), Kornelia Fabisik (Frankfurt School of Financial Management) und Zacharias Sautner (Frankfurt School of Financial Management) auf, dass Refinitiv, ebenfalls ein bedeutender Ratinganbieter für Nachhaltigkeit, systematisch historische ESG-Scores verfälsche, so dass die nachhaltigen Unternehmen eine nach oben manipulierte Aktienperformance aufweisen würden. Gemäss den Autoren würden somit *rückwirkend* Ratings so verändert, dass die historische Performance nachhaltiger Anlagen besser ausfällt, als sie wirklich ist. Das ist *refinitiv* (sic!) eine *nachhaltige Irreführung* der Anlegerinnen und Anleger. Refinitiv wurde ursprünglich vom umtriebigen Unternehmer Peter Ohnemus unter dem Namen ASSET4 gegründet und später von ihm an den Nachrichtenkonzern Thomson Reuters verkauft. Wir erinnern uns: Peter Ohnemus war auch der Gründer von Fantastic Corporation, einem magischen Technologieunternehmen, das in der Dotcom-Blase einen aufgeblasenen Marktwert von CHF 10 Mrd. aufwies, um anschliessend mit krachendem Getöse zum Nonvaleur zu kollabieren.

«Als Unternehmer muss man Megatrends erkennen.»

Peter Ohnemus, Gründer des Tech-Börsenwunders Fantastic Corporation, das mit dem Platzen der Dotcom-Bubble zu Beginn des neuen Jahrtausends grandios zusammenbrach.

Der ehemalige Verantwortliche für nachhaltige Anlagen bei Blackrock, Tariq Fancy, packt aus und bringt auf den Punkt, was andere nicht zu sagen wagen: Nachhaltige Anlagen würden die Illusion aufbauen,

dass der Finanzmarkt für gesellschaftliche Probleme eine Lösung bereithalten würde. Faktisch würden die Marketing-Abteilungen der Nachhaltigkeitsfonds aber sogar verhindern, dass die Politik die notwendigen Schritte für eine nachhaltigere Politik beschliesst. Statt Dinge an der Wurzel zu packen und zu verbessern, würde man sich gegenseitig einreden, bereits viel getan zu haben. Besser wäre es, fossile Energien mit einer CO<sub>2</sub>-Abgabe zu belegen. Dann würde die Wall Street sofort Billionen von Dollar in grüne Aktivitäten umleiten. Der Gedanke von Tariq Fancy ist nachvollziehbar. Es braucht wohl eher eine CO<sub>2</sub>-Steuer, um die Klimaziele zu erreichen, als Nachhaltigkeitsfonds, die Greenwashing betreiben.

«Der Grund, warum Goldman Sachs kein Drogenkartell an die Börse bringt, ist einfach der, dass dieses Geschäft verboten und damit unrentabel ist. Wir müssen also Anreize setzen, dass grüne Wirtschaft sich lohnt, braune nicht mehr. Der Rest erledigt der Kapitalismus.»

Tariq Fancy, ehemaliger Chief Investment Officer für nachhaltige Anlagen beim Fondsriesen Blackrock, Tages-Anzeiger vom 2. September 2021

Desiree Fixler ist ehemalige Leiterin Nachhaltigkeit bei DWS, einem zur Deutschen Bank gehörenden Fonds-Vermögensverwalter mit Sitz in Frankfurt am Main. Seit ihrem Rauswurf befindet sie sich im Rechtsstreit mit DWS. Fixler wirft DWS vor, dass Greenwashing betrieben und Anlagen wider besseres Wissen als nachhaltig beworben würden. Nach Antritt ihrer Stelle als Chefin für Nachhaltigkeit im August 2020 machte Desiree Fixler eine sogenannte «Gap-Analyse», in der sie bestehende Defizite in der praktischen Umsetzung der bankeigenen Nachhaltigkeitskonzepte aufzeigen wollte. Dabei fiel ihr unter anderem auf, dass ausgerechnet die Aktie des skandalumwobenen Zahlungsdienstleisters

Wirecard vom internen Nachhaltigkeitstool der DWS, der «ESG Engine», bis weit in das erste Halbjahr 2020 hinein die zweitbeste Note für Governance – das G in ESG – erhielt. Trotz zahlreicher besorgniserregender Enthüllungen in der internationalen Presse war Wirecard demzufolge im «DWS ESG Investa Fund» vertreten, der den Anlegern «neben dem finanziellen Erfolg» auch die Berücksichtigung «ökologischer und sozialer Aspekte der Grundsätze guter Unternehmensführung» verspricht. Die Fortsetzung ist Geschichte: Wirecard entpuppte sich als einer der grössten Betrugsfälle der deutschen Wirtschaftsgeschichte. Für die Anleger von Wirecard waren am Ende nur die Verluste nachhaltig. Trotzdem sagte der DWS-Chef Asoka Wöhrmann auch noch an der Generalversammlung vom 18. November 2020, DWS verfolge einen «bahnbrechenden Ansatz für die ESG-Integration», der einzigartig sei: «Wir nutzen unsere firmeneigene ESG-Engine, um mithilfe von Forschungsdaten und künstlicher Intelligenz potenzielle Portfoliorisiken in unserer Anlageplattform zu identifizieren.» Der Vorwurf der geschönten Nachhaltigkeit scheint Substanz zu haben. Die US-Börsenaufsicht SEC, das amerikanische Justizministerium und die deutsche Finanzmarktaufsicht Bafin haben entsprechende Untersuchungen eingeleitet. Es wird spannend sein zu verfolgen, was die Aufsichtsbehörden und Richter zu diesem Fall von potenziellem Greenwashing zu sagen haben.

Wie so oft geht es bei diesem Prozess auch um die Frage, was überhaupt nachhaltige Anlagen sind. So erwirtschaftet zum Beispiel Volkswagen einen grossen Anteil des Umsatzes mit Benzinern und Dieselfahrzeugen, will aber verstärkt auf E-Fahrzeuge umschwenken. Ist VW nun ein nachhaltiges oder nicht nachhaltiges Unternehmen? Unternehmen, die Kohle und Öl fördern, können stark in Alternativenergien investieren, sich sozial engagieren, sich für die Menschenrechte stark machen oder die Korruption bekämpfen. Reicht dies aus, um Aktien solcher Konzerne in Nachhaltigkeitsfonds zu halten? Wir trauen uns eine klare Antwort auf solche Fragen nicht zu, denn die Sache ist kompliziert.

«Wo so viel widersprüchlicher Bullshit zusammenkommt, kann der Mensch nur gezwungen sein, selbst nachzudenken.»

Milosz Matuschek, polnischer Jurist, Journalist und Autor

Ob wir es wollen oder nicht: Kohle, Öl und Gas werden noch während vieler Jahre die wichtigsten Energiequellen für die Weltwirtschaft bleiben. Der globale Energiebedarf wird heute noch zu 83 Prozent aus fossilen Quellen gedeckt. Nicht nur in China, sondern über die ganze Welt verteilt werden sie wohl noch in 15 Jahren weit mehr als die Hälfte des Energiebedarfs decken. Parallel werden – das zeigt das Beispiel Royal Dutch Shell in den Niederlanden – immer mehr westliche Öl- und Rohstoffkonzerne unter steigendem öffentlichen Druck gezwungen, sich aus der Förderung fossiler Energieträger zu verabschieden. In der Folge reduzieren sie ihre Investitionen in neue Förderprojekte, was in der Tendenz steigende Preise fossiler Energieträger zur Folge haben dürfte. Aus einer reinen Renditeperspektive können sodann Investitionen in Öl- und Rohstoffunternehmen durchaus attraktiv sein – vorausgesetzt, man kann sie mit dem eigenen Gewissen vertreten. So haben sich im abgelaufenen Jahr im Zuge einer markanten Erhöhung der Öl- und Rohstoffpreise die von uns gehaltenen Unternehmen prächtig von der extremen Baisse im Jahr 2020 erholt – viele Anlegerinnen und Anleger haben damals Titel wie Royal Dutch Shell oder BP prozyklisch zu Schleuderpreisen auf den Markt geworfen, während wir dazugekauft haben. Dass es überdies sogar umweltaffizienter sein kann, «Sündenunternehmen» zu halten als sie zu verkaufen, lebt die Investorengruppe Engine No. 1 vor. Diese will den amerikanischen Ölmulti Exxon Mobil zu mehr Klimaschutz zwingen. Mit einem bedeutungslosen Kapitalanteil von gerade einmal 0,02 Prozent ist es dem aktivistischen Investor gelungen, drei der zwölf Sitze im Verwaltungsrat von Exxon Mobil zu erobern. Dieser Erfolg zeigt eindrücklich auf, dass man Probleme nicht lösen kann, indem man davonläuft respektive

die Aktien verkauft, sondern indem man versucht, die Macht als Eigner eines Unternehmens zu nutzen, um Dinge zu ändern.

«Man kann nicht davon ausgehen, dass sich das Klima verbessert, einfach weil die SNB einen Titel aus ihrem Portefeuille entfernt.»

Dr. Thomas Jordan, Präsident der Schweizerischen Nationalbank, in einem Interview der NZZ vom 22. Mai 2021

Der Nutzen für die Umwelt darf selbst dann nicht überschätzt werden, wenn sich ein Unternehmen von seinen «Sünden» trennt. Ein Bericht der Nachrichtenagentur Bloomberg hat dies eindrücklich aufgezeigt. So verkaufte der britische Ölkonzern BP im September 2019 seine Förderaktivitäten in Alaska und hat damit seine ESG-Bilanz deutlich verbessert. Wunderbar, würde man meinen. Käufer der Anlagen war die private Hilcorp Energy, die nicht an einer Börse kotiert ist und damit mehr oder weniger unter dem Radar der medialen Öffentlichkeit wirtschaftet. Alle Daten deuten darauf hin, dass die ehemaligen BP-Anlagen in Alaska unter der neuen Führung mehr Schadstoffe emittieren als zuvor. Ähnliches geschah mit einer petrochemischen Anlage in Texas, die BP ebenfalls einem privaten Investor verkauft hat. Das ist eine bedenkliche Entwicklung. Förderanlagen für fossile Brennstoffe geraten in den Besitz von Investoren, die sich im Gegensatz zu kotierten Konzernen wie BP, Royal Dutch Shell, Exxon Mobil oder Total keinen Transparenzpflichten ausgesetzt sehen. Resultat: Die Anleger von Unternehmen mit verbesserter Nachhaltigkeit fühlen sich wohl, obwohl sich die Umweltsituation bei Lichte betrachtet verschlechtert hat.

«Man muss die Tatsachen kennen, bevor man sie verdrehen kann.»

Mark Twain, amerikanischer Autor (1835 – 1910)

Nachhaltigkeit im Zusammenhang mit unserer Umwelt, mit der Führung von Unternehmen und mit sozialen Themen sind für uns von fundamentaler Bedeutung und wir unternehmen sehr viel, um diese Ziele auch in unserer Anlagetätigkeit abzubilden. Aber wir dürfen uns nichts vormachen: Eine nachhaltige Verbesserung der Nachhaltigkeit muss von der *Politik und von uns als Gesellschaft* getragen und gelebt werden sowie von einem technologischen Wandel begleitet sein, sonst verändert sich gar nichts. Und wir müssen uns bewusst sein, dass diese Veränderungen nicht möglich sein werden, ohne einen bestimmten Preis dafür zu bezahlen. Am 13. Juni 2021 hat das Schweizer Stimmvolk über ein CO<sub>2</sub>-Gesetz abgestimmt, das unter anderem die viel zu billigen Flugpreise mit einer Umweltabgabe verteuert hätte. Eine knappe Mehrheit der Schweizer Bevölkerung und eine überwiegende Mehrheit der Kantone haben die Vorlage abgelehnt. Im Gegensatz zur Mehrheit hat der Schreibende die CO<sub>2</sub>-Vorlage mit Überzeugung angenommen. Schliesslich ist schwer nachvollziehbar, dass ein Flugticket von Zürich nach Düsseldorf und wieder zurück vor 25 Jahren CHF 1200 kostete und heute für einen Zehntel zu kaufen ist. Wenn wir hehre Vorsätze fassen, aber nicht willens sind, sie umzusetzen und dafür zu bezahlen, ändert sich nie etwas. Zwar rufen alle nach nachhaltigen Anlagen, aber ein nachhaltiges Klima darf nichts kosten. Gleichzeitig unterliegen wir den Versprechen von Marketingartisten aus der Banken- und Fondsbranche, die Greenwashing betreiben und ihre seit Jahren in den Kundenportfolios gehaltenen Anlagen einfach als «nachhaltig» umbenennen. Oder um es aus Sicht der Anleger dieser Produkte salopp auszudrücken: Vielleicht lässt sich mit besserem Gewissen nach Bangkok oder Singapur fliegen, wenn man den Flug aus den Ausschüttungen eines sündhaft teuren Nachhaltigkeitsfonds bezahlt. So zum Beispiel mit jenem des Credit Suisse Rockefeller Ocean Engagement Fund (was für ein Name!), der sich «im Einklang mit dem UN-Nachhaltigkeitsziel «Leben unter Wasser» die Verbesserung der Gesundheit der Weltmeere zum Ziel gesetzt hat». Ein Fonds, der zur besten Sendezeit und über viele Wochen im Schweizer Fernsehen beworben wird, muss schliesslich seinen Preis haben.

## «Die Gefahr von Greenwashing ist gross.»

Ueli Maurer, Bundesrat, am «Impact-Forum» der NZZ im Herbst 2021

Was machen wir als «Hotz» in Sachen Nachhaltigkeit bei den Anlagen unserer Kunden? Bei aller Skepsis und Kritik bezüglich Greenwashing betreiben wir einen sehr ernsthaften und professionellen Ansatz, um unsere Investitionen ständig einer Nachhaltigkeitskontrolle zu unterziehen. Einerseits stützen wir uns auf die Analysen der führenden Rating-Unternehmen von MSCI und S&P Global. Sie liefern uns wertvolle Informationen, welche Aktien wir mit gutem Gewissen in unser Anlageuniversum aufnehmen können und von welchen wir uns fernhalten sollten. *Zusätzlich* führen wir auch eine gezielte *eigene* Prüfung durch, welche Unternehmen uns bezüglich Nachhaltigkeit überzeugen und welche nicht. Eine Grossbank beispielsweise, die in Geldwäscherei- und Korruptionsfälle involviert ist, viele Klagen und Milliardenbussen anhängig hat, über ein hartes Eigenkapital von weniger als 6 Prozent verfügt und gleichzeitig in allen Nachhaltigkeitsfonds prominent vertreten ist, schliessen wir aus. Unsere Nachhaltigkeitskriterien sind bei einigen Beurteilungskriterien sogar restriktiver als diejenigen der führenden Rating-Agenturen. Diese sind überdies oft gar nicht unabhängig, weil die analysierten Unternehmen gleichzeitig auch ihre Kunden sind, die sie beraten. Am Ende dürfen wir uns aber nichts vormachen: Auch unser Ansatz, so professionell er auch sein mag, unterliegt naturgemäss einer gewissen Subjektivität.

Im Frühjahr 2021 haben die Skandale rund um Greensill und Archegos die Credit Suisse erschüttert. Milliardenverluste sind, einmal mehr, die Folgen. Eigentlich würde man meinen, dass dies einen Einzelfall darstellt und zwischenzeitlich jede und jeder gemerkt hat, dass Hedge Funds eine Erfindung der Finanzbranche sind, die im Grunde niemand braucht – ausser vielleicht die bonusgetriebenen Anbieter selbst. Nun hat es auch den deutschen Versicherungskonzern Allianz mit einem solchen Produkt empfindlich

erwischt. Deren Tochtergesellschaft Allianz Global Investors hat unter dem Namen «Structured Alpha Fonds» Vehikel aufgelegt, die zum Ziel hatten, eine stetig positive Rendite zu erzielen – egal, ob die Märkte steigen oder fallen. In den Investmentgefässen wurde aktiv mit Kauf- und Verkaufsoptionen mit dem Ziel gehandelt, in Baisse-Phasen nur wenig zu verlieren. Zudem sollten die Produkte den mit Alpha bezeichneten Renditevorsprung liefern. Das klingt wunderbar und fast schon wie ein Märchen. Offenbar lagen die Allianz-Manager per Ende Februar 2020 aber deutlich hinter ihrem Vergleichsindex zurück, weshalb es galt, verlorenes Terrain wieder aufzuholen. Gemäss Marktbeobachtern sollen die Fondsmanager einen sogenannten «Hail Mary Pass» versucht haben. Im American Football ist dies ein letzter und riskanter Pass aus grosser Entfernung, um ein Spiel doch noch gewinnen zu können. Die Strategie der Allianz-Manager war es, auf eine sinkende Volatilität zu spekulieren. Damit setzten sie darauf, dass die Aktienmarktschwankungen gering bleiben würden. Dann kam die Pandemie, die einen scharfen Einbruch der Börsenkurse und damit eine explodierende Volatilität an den Märkten zur Folge hatte – der Wurf, der eigentlich ein Befreiungsschlag hätte sein sollen, wurde zum Bumerang. Nun sieht sich die Allianz mit Klagen eingedeckt. Mit einem der Hedge Funds erlitten die Anleger laut den Klägern einen Verlust von 97 Prozent, und zwei der Fonds hat die Allianz bereits liquidiert. Die Kläger, zu denen der Pensionsfonds für Lehrer im US-Bundesstaat Arkansas, die New Yorker Verkehrsgesellschaft Metropolitan Transport Authority und die Lehigh University in Pennsylvania gehören, werfen der Allianz vor, bewusst von der Strategie abgewichen zu sein, die Fonds mit Optionen gegen einen kurzfristigen Absturz an den Finanzmärkten abzusichern. Es drohen Bussen in Milliardenhöhe. Irgendwie ist der unerschütterliche Glaube an geldvermehrnde Hedge-Fund-Artisten trotz immer neuer Flops und Skandale einfach nicht auszurotten.

«Wir glauben, dass wir durch besseres Verständnis und eine tatkräftige Umsetzung dauerhaft überlegene Anlageergebnisse erzielen können.»

Tobias C. Pross, CEO der Allianz Global Investors, auf der firmeneigenen Homepage

Im Zusammenhang mit den neuen gesetzlichen Bestimmungen (Finanzdienstleistungsgesetz Fidleg und Finanzinstitutsgesetz Finig) werden wir uns in Zukunft der Finanzmarktaufsicht Finma unterstellen. Damit werden wir uns einer ähnlichen Kontrolle zu unterziehen haben wie die Banken. Mit dem Inkrafttreten dieser neuen Gesetze soll unter anderem der Anlegerschutz verbessert werden. Unsere Vorbereitungen zur Unterstellung laufen bereits auf Hochtouren, und wir sind optimistisch, diesen Prozess bis Ende 2022 abschliessen zu können. Leider wird sich der regulatorische und bürokratische Aufwand in unserem Unternehmen dadurch weiter erhöhen. Noch umfassendere Risikoauflösungen gegenüber unseren geschätzten Kundinnen und Kunden, die laufende Durchführung interner Risikokontrollen, die schriftliche Aufzeichnung von Kundengesprächen und eine eigene Compliance-Abteilung werden unseren Alltag begleiten. Wir haben unsere Zweifel, ob dies wirklich alles nötig und nutzstiftend ist. Wirft man nämlich einen Blick in die Bankenwelt, kommt Irritation auf: Obwohl diese schon seit Jahren und Jahrzehnten von der Finma in jeder einzelnen Ader geröntgt wird, passieren laufend Gaunereien, Verfehlungen und Skandale. So beschäftigt zum Beispiel die Grossbank Credit Suisse rund 5'000 Compliance- und Risikospezialisten. Trotzdem passieren monumentale Flops wie Greensill oder Archegos – von dem von der Finma monierten «schweren Verstoß» gegen die geldwäscherechtliche Meldepflicht im Fall eines betrügerischen Kredits an den afrikanischen Staat Mosambik gar nicht zu reden. Moralisch ehrwürdiges Verhalten, das sich ausschliesslich nach den Interessen und Wünschen der Kunden richtet, lässt sich eben nicht durch eine noch so strenge Aufsichtsbehörde wie die

schweizerische Finma oder die deutsche Bafin verordnen. Im Gegenteil: Wer ständig Normen, Regeln und Reglemente im Nacken hat, überlegt sich umso mehr, wie man sie auf möglichst legale Weise austricksen kann. Moral, Anstand und Ehrlichkeit sind eine Frage des Charakters – nicht von bürokratischen Monsterregeln.

«Klar ist, dass sich Dummheit und Irrtümer nicht wegregulieren lassen – sonst müsste man die Menschen verbieten.»

Hansueli Schöchli, Wirtschaftsredaktor der NZZ, 5. Juni 2021

Was uns bei dem riesigen Regelwerk von Fidleg/Finig sauer aufstösst, ist dies: Ausgerechnet beim für die Anleger vermutlich schutzwürdigsten Punkt ist der schweizerische Gesetzgeber vor der hiesigen Finanzlobby regelrecht eingeknickt: So sind in der Schweiz die seit vielen Jahren verpönten Kick Backs respektive Retrozessionen nach wie vor erlaubt. Das ist schlicht unglaublich, nachdem das Bundesgericht mit einem ersten Urteil bereits im Jahr 2006 entschieden hat, dass diese versteckten Kommissionen dem Kunden gehören. In der EU sind sie längst verboten. Befürchtungen werden laut, die Schweiz habe sich mit ihrem Entscheid den Weg zur Äquivalenz mit dem europäischen Partner verbaut. Gemäss einem Blogbeitrag des Beratungsunternehmens KPMG im September 2020 bilden Retrozessionen gerade im Bereich des Fonds- und Wertschriftenparens sogar «oft das wesentliche Ertragselement». Die Banken kassieren nach wie vor Retrozessionen in Milliardenhöhe und stipulieren dies einfach in den «Allgemeinen Depotbestimmungen», die in der Regel kaum ein Bankkunde liest. Stellvertretend für die Bankenwelt sei nachfolgend ein Auszug aus den Allgemeinen Depotbestimmungen der Zürcher Kantonalbank wiedergegeben. Kunden, die diese lesen, wissen damit messerscharf, dass ihre Kundenberaterin oder ihr Kundenberater einem ständigen Interessenkonflikt ausgesetzt ist.

*«Sofern die Entschädigungen (Anmerkung: Kick Backs auf Strukturierten Produkten und Anlagefonds aller Art) in Erfüllung eines Auftragsverhältnisses an den Kunden weitergeleitet werden müssten, verzichtet der Kunde in Kenntnis der in oben erwähntem Merkblatt ausgewiesenen Berechnungswerte ausdrücklich auf deren Erstattung (Art. 21)... Vertriebsentschädigungen und der Einsatz von konzernerneigenen Anlageprodukten wie Fonds- und Strukturierte Produkte können bei der Bank zu einem Interessenkonflikt bei der Produktauswahl im Vergleich zu Produkten ohne Vertriebsentschädigungen oder zu konzernfremden Produkten führen (Art. 22).»*

Allg. Handels- und Depotbedingungen der Zürcher Kantonalbank

Die Banken foutieren sich offensichtlich um Bundesgerichtsurteile und sprechen ihren Kundinnen und Kunden mit ihren Knebel-Depotbestimmungen die Rechte ab. Aus ihnen lässt sich glasklar entnehmen, dass die vereinnahmten Kick Backs bei Anlagefonds und Strukturierten Produkten bis zu 2 Prozent jährlich betragen können. Ein Wahnsinn! Selbstverständlich hat dies enorme Auswirkungen auf die Performance der Kundinnen und Kunden. Urs Bürgi, Partner bei Bürgi Nägeli Rechtsanwälte in Zürich, die Kunden in Sachen Rückforderungsansprüche beraten, sagt: «Was Ansprüche aus der Vergangenheit angeht, haben Kleinkunden und Privatanleger resigniert. Die Banken sperren sich, wodurch der Aufwand für die Kunden und ihre Rechtsvertreter steigt.» Wie kann man glaubwürdig ein neues Anlegerschutzgesetz ins Leben rufen, wenn Banken und Vermögensverwalter nach wie vor legitimiert sind, auf Kosten der Anleger Kick Backs auf Fondsprodukten, auf Strukturierten Produkten, auf Börsentransaktionen, auf Währungsgeschäften oder auf Depotgebühren zu kassieren? Solange diese ärgerlichen Interessenkollisionen nicht ausgerottet sind, ist es schlicht eine Illusion

zu glauben, dass sich Banken und Vermögensverwalter am Wohl ihrer Kundinnen und Kunden orientieren. Sie werden sich im Zweifel immer zuerst selbst bereichern.

Unabhängige Untersuchungen zeigen, wie gross der Einfluss auf die langfristige Performance ist, wenn eine Bank oder ein Vermögensverwalter die Portfolios der Kunden zu einem Grossteil mit teuren eigenen sowie fremden Produkten bestückt und auf letzteren auch noch Retrozessionen erhält. Im Durchschnitt vermindert sich die Performance um gut 2 Prozent – jährlich! Anstelle von 1 Prozent zahlt die Kundin oder der Kunde also 3 Prozent – sie oder er wird auf diese Weise schleichend und oft unmerklich ausgeblutet. In seinem im Jahr 2020 erschienenen Buch «Die Bank gewinnt immer» schreibt der deutsche Volkswirt und Politiker Gerhard Schick im Zusammenhang mit dem Vertriebssystem der Bankbranche, dass «die zu grossen Teilen nicht wesentlich anders operiert als die Nigeria Connection». Bankberater würden nicht Kunden beraten, sondern primär die Produkte ihrer Arbeitgeber an diese verkaufen. «Das ist in etwa so, als würde man sich von einem Anwalt vertreten lassen, der bei der Gegenseite angestellt ist», lautet denn auch das Fazit des Autors.

*«Die Schweizer Banken kassieren Retrozessionen, als ob es nie ein Bundesgerichtsurteil gegeben hätte.»*

Hubert Schwärzler, Geschäftsführer des Unternehmens Liti-Link, das für Bankkunden Retrozessionen zurückfordert.

Apropos Interessenkonflikte: Ein 50-jähriger Schweizer Geschäftsmann ist gemäss einem Bericht der NZZ vom 2. August 2021 vom Bezirksgericht Zürich unter anderem wegen mehrfacher Veruntreuung zu einer Freiheitsstrafe von 3,5 Jahren verurteilt worden. Eine seiner Anlagefirmen, bei denen er jeweils Gründer, Geschäftsführer und Verwaltungsrat war, hiess «Money4me AG». Dem Namen dieses Anlageunternehmens ist eine gewisse Ironie nicht abzusprechen. «Geld für mich» bedeutete offenbar nicht Geld für die investierenden

Kunden, sondern vor allem für den Firmeninhaber selber. Immerhin: Der Betrüger war irgendwie ehrlich und hat – im Unterschied zu verdeckten Kick-Back-Jägern – seine Interessen im Firmennamen schon bei der Gründung transparent offengelegt. Selbst schuld, wer da investiert hat! Wie andere seiner Unternehmen landete auch «Money4me» im Konkurs.

2006 waren es die Panama Papers, 2017 die Paradise Papers und 2021 die Pandora Papers. Ein internationales Netzwerk von Investigativ-Journalisten deckt in regelmässigen Abständen auf, wie Staatschefs, Spitzenpolitiker und reiche Privatpersonen nach wie vor Offshore-Konstrukte nutzen, um Gelder zu verstecken. Besonders stark involviert in diesem «Versteckspiel» sind gemäss Medienberichten Schweizer Anwälte und Treuhänder. Diese haben im Berner Parlament offenbar eine besonders starke Lobby. Anders ist es wohl nicht zu erklären, dass die Anwaltslobby im Frühjahr 2021 entgegen dem Willen des Bundesrates verhindern konnte, die Zunft der Anwälte im Kampf gegen Geldwäscherei den verschärften Sorgfalts- und Meldepflichten zu unterstellen. Die Frage sei erlaubt: Was nützen denn am Ende all die Regeln und Verordnungen, wenn sie nicht für alle gelten?

«Wir helfen allen, die zu uns kommen und Geld gemacht haben mit Drogen, Menschenhandel und vielem mehr.»

Mark Pieth, Strafrechtsprofessor an der Universität Basel und Antikorruptionsexperte

Anstatt die wichtigen Dinge konsequent zu regeln, verlangt die Finma von den ihr unterstellten Finanzdienstleistern auch Skurriles, wie wir jüngst selber feststellen durften. So lautet eine der neuen Gesetzesbestimmungen, dass das *Aktienkapital* eines Vermögensverwaltungsunternehmens mindestens CHF 200'000 betragen muss – das gesetzliche Minimum für schweizerische Aktiengesellschaften liegt bei CHF 100'000. In unserem Fall ist diese Bestimmung eine Lächerlichkeit. Die Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG verfügt

seit ihrer Gründung über das gesetzlich minimale Aktienkapital, das heute noch CHF 100'000 beträgt. Da wir seit über 35 Jahren erfolgreich unterwegs sind, noch nie Fremdkapital in Anspruch nahmen und über *substanzuelle* Eigenmittel in Form von aufgelaufenen Reserven verfügen, gab es für uns nie ein Bedürfnis oder Erfordernis, unser Aktienkapital zu erhöhen. Unsere äusserst starke Bilanz besteht einzig aus Eigenmitteln – davon können andere Finanzinstitute nur träumen. Trotzdem werden wir nun verpflichtet, unser Kapital zu erhöhen. Absurd. Aber klar, Gesetze sind Gesetze, und sie sollen eingehalten werden: Wer demnach im Laufe der nächsten Wochen oder Monate im «Amtsblatt des Kantons Zug» (dieses ist sozusagen die wöchentliche «Amts-Bibel» vieler Zuger) lesen wird, dass wir unser Aktienkapital von CHF 100'000 auf CHF 200'000 erhöht haben, könnte sich die Frage stellen: «Warum um Himmels willen muss diese erfolgreiche Firma nach Jahrzehnten des Bestehens ihr Aktienkapital um einen vergleichsweise bescheidenen Betrag erhöhen? Brauchen die Geld?» Die Antwort ist simpel: «Nein, weil es der Gesetzgeber respektive die Finanzmarktaufsicht so will – basta!» Also machen wir das, auch wenn wir definitiv keine Kapitalerhöhung brauchen. Unser Geschäft entwickelt sich prächtig, und im abgelaufenen Jahr sind rekordverdächtig viele Neukundinnen und Neukunden zu uns gestossen – das Buch «Über die Gier, die Angst und den Herdentrieb der Anleger», das nach wenigen Monaten bereits ausverkauft war und aufgrund einer überwältigenden Nachfrage bereits zweimal nachgedruckt wurde, hat uns dabei spürbaren Rückenwind verliehen.

In eigener Sache noch dies: Obwohl wir als Vermögensverwalter gerne an traditionell Bewährtem festhalten, wollen wir uns den modernen Entwicklungen selbstverständlich nicht verschliessen. Sie können, wenn Sie das wünschen, unsere Presseveröffentlichungen und unsere Meinung zu aktuellen Themen auf den Sozialen Medien live verfolgen und teilen. Mit den untenstehenden QR-Codes erreichen Sie den direkten Zugang zu unserem LinkedIn-Profil und zu unserer Webseite.

Für das neue Jahr 2022 wünschen wir Ihnen und Ihren Liebsten nur das Beste, vor allen Dingen aber Gesundheit. Für das grosse Vertrauen, das Sie uns entgegenbringen, bedanken wir uns ganz herzlich und freuen uns auf die weitere Zusammenarbeit!

Mit herzlichen Grüssen, im Namen des ganzen  
«Hotz-Teams», Ihr

Dr. Pirmin Hotz



## Verzerrte Wahrnehmung

Pirmin Hotz

### **IMMOBILIENANLAGEN – Anlegerinnen und Anleger unterliegen einigen Selbsttäuschungen. Dabei wäre gerade im Vergleich zu Aktien mehr Realitätssinn bei Immobilieninvestments angebracht.**

Die Anlageklasse der Immobilienanlagen ist die mit Abstand beliebteste in der Schweiz. Gemäss der Statistik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) ist über die Hälfte des Reinvermögens der privaten Haushalte in Betongold investiert. Demgegenüber halten die Durchschnittsschweizer weniger als 10 Prozent ihres Vermögens in Aktien. Macht das Sinn?

#### **Unterschätzte Kosten**

Immobilien sind langfristig, nach Aktien, die zweitrentabelste Anlagekategorie. Allerdings ist der Abstand beträchtlich. Die Professoren der London Business School Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton, haben im Jahr 2019 die langfristigen Renditen der wichtigsten Anlagekategorien errechnet. Für den Zeitraum von 1900 bis 2017 ermittelten sie für globale Aktien eine Realrendite von 5,2 Prozent. Im Vergleich dazu warfen Wohnimmobilien eine Realrendite von 2,4 Prozent ab, während USStaatsanleihen teuerungsbereinigt 2 Prozent rentierten.

Die Preise von Immobilien wurden in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten von einer historisch beispiellosen Zinssenkungsphase getrieben. Anhänger von Wohneigentum überschätzen deshalb das Renditepotenzial. Dazu kommt, dass viele Immobilienbesitzer die Unterhalts- und Nebenkosten unterschätzen. Insbesondere einmalige und überraschend auftretende Aufwendungen fliessen ungenügend in die Renditeberechnung ein.

Die Rücklagen für Erneuerung und Sanierung werden ebenfalls unterschätzt. Wenn Immobilieninvestoren auf ihrer Liegenschaft 1 Prozent für Abschreibungen und Unterhalt zurückstellen, ist das viel zu wenig. Wer richtig rechnet, ist gut beraten, ein Gebäude innerhalb von vierzig Jahren abzuschreiben, was alleine jährliche Abschreibungen von 2,5 Prozent zur Folge

hätte. Immobilienbesitzer sind auch Rechenkünstler. So beziehen viele die aktuellen Zinseinnahmen auf einen tiefen Anschaffungswert, der vor zehn, zwanzig oder dreissig Jahren zustande kam. Das ist ein billiger Taschenspielertrick. Schliesslich käme auch niemand auf die Idee, die aktuelle Dividende der NestléAktie, die 2,75 Franken beträgt, auf den vor vielen Jahren bezahlten Einstandswert von 20 Franken zu beziehen. Aus einer Marktrendite von rund 2,5 Prozent würde dann – schwuppdwupp – eine Traumrendite von fast 14 Prozent.

«Richtig gerechnet ist die Miete häufig günstiger als der Kauf»

Irreführend ist auch, wenn die Rendite einer Liegenschaft ausschliesslich auf die eingesetzten Eigenmittel bezogen und so gehebelt wird. Fakt ist doch, dass auch das eingesetzte Fremdkapital als Risikokapital dient, weshalb die Rendite immer auf das gesamthaft eingesetzte Kapital zu beziehen ist. Jede andere Rechnung ist Schönfärberei und Selbstbetrug.

Andererseits werden die Risiken von Immobilienanlagen oft unterschätzt. Wenn für den Kauf eines Objekts 70 oder 80 Prozent Fremdmittel eingesetzt werden, sind gewaltige Hebeleffekte wirksam, die enorme Risiken implizieren. Sollte es aufgrund steigender Zinssätze einmal zu einer Abschwächung der Immobilienpreise kommen, könnte dies für Nervosität unter Investoren und kreditgebenden Banken sorgen. Dieselben Banker, die in guten Zeiten grosszügige Kreditlinien gewähren, werden dann nach einer Eintrübung der Grosswetterlage von ihren Kunden höhere Eigenmittel fordern.

#### **Einbruch der 1990er Jahre vergessen**

Es ist immer wieder erstaunlich festzustellen, dass sich Immobilienbesitzer mit einer Belehnung von 60 oder 70 Prozent als konservativ betrachten, währenddessen sie Anleger, die ihr Geld zu 100 Prozent eigenfinanziert in Aktien anlegen, als Hasardeure bezeichnen. Die

amerikanischen Professoren Carmen Reinhart und Kenneth S. Rogoff haben in ihrem Bestseller («Dieses Mal ist alles anders – Acht Jahrhunderte Finanzkrisen», 2010) eindrücklich aufgezeigt, dass Immobilienblasen die häufigste Ursache von Finanzkrisen bilden. So war es sowohl in der Finanzkrise als auch Ende der 1980er Jahre in Japan. Die meisten Schweizer dürften wohl vergessen oder gar nicht erlebt haben, dass der hiesige Immobilienmarkt Anfang der 1990er Jahre um rund 40 Prozent eingebrochen ist. Selbst an besten Lagen stürzten die Preise ein und die Schweizer Banken schrieben die horrenden Summe von 42 Milliarden Franken ab, weil ihre Hypothekenforderungen nicht mehr gedeckt waren.

Damals wie heute galten sinkende Immobilienpreise in der Schweiz quasi als undenkbar. Immobilienbesitzer unterschätzen die Preisrisiken, weil es für ihr Eigenheim keinen täglichen Marktpreis gibt, der sie nervös machen könnte. In Krisenzeiten ist exakt diese Illiquidität aber ein grosses Risiko. Die Erfahrung zeigt, dass Immobilienfonds und stiftungen oft über Nacht geschlossen werden müssen, da eine geordnete Abwicklung der Verkäufe nicht mehr gewährleistet werden kann.

Die Schweiz ist trotz tiefen Zinsen ein Volk von Mietern. Auch wenn die Wohnungen und Hauseigentümer es in einem Umfeld von historischen Niedrigzinsen anders sehen mögen: Richtig gerechnet ist die Miete oft günstiger als der Kauf. Diese Einsicht ist jedoch in Zeiten boomender Immobilienpreise nicht einfach zu vermitteln.

---

**PIRMIN HOTZ**, Gründer und Inhaber Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen, Baar.



### Das Buch

Der Autor Pirmin Hotz, Gründer und Inhaber Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen in Baar, schreibt kenntnisreich und launig über verschiedene Investmentstrategien, die wirklich erfolgreich sind. Finanzbuch Verlag, München 2021, etwa 40 Franken.

## Die Börse ist keine Lotterie

Pirmin Hotz

**Die überragende Rendite von Aktien ist letztlich die Konsequenz erfolgreichen Unternehmertums. Dieses hat höchstens am Rande mit Zufall und schon gar nichts mit einem Glücksspiel zu tun.**

Angesprochen auf seine persönlichen Investments, antwortete der honorige Schweizer Medtech-Milliardär Hansjörg Wyss jüngst im Wirtschaftsmagazin «Bilanz», dass ihn die Aktienmärkte nicht interessierten. «Die Börse ist längst zur Lotterie geworden, deshalb lässt sich das nicht vernünftig steuern», liess er sich zitieren. Die Aussage erstaunt, hat der erfolgreiche Unternehmer sein immenses Vermögen doch mit den kotierten Aktien Synthes gemacht und sein Lebenswerk 2012 an Johnson & Johnson verkauft. Aber ist der Aktienmarkt wirklich zu einer Lotterie geworden?

Beruft man sich auf wissenschaftliche Fakten, so könnte man tatsächlich versucht sein zu glauben, die Börse sei ein Glücksspiel. So zeigte der amerikanische Nobelpreisträger Eugene Fama bereits in den 1960er-Jahren auf, dass Aktienkurse weder mit fundamentaler noch technischer Analyse systematisch, also nicht rein zufällig, prognostizierbar sind und die Kurse demnach einem Zufallspfad folgen.

Der renommierte Professor Burton Malkiel publizierte 1973 den Bestseller «A Random Walk Down Wall Street». Seine provokante These, dass Affen, die mit verbundenen Augen Pfeile auf das Kursblatt der New Yorker Börse werfen und damit keine schlechtere Aktienausswahl als professionelle Analysten treffen würden, bleibt unvergessen.

Die wissenschaftlichen Erkenntnisse Famas und Malkiels, die nun bereits ein halbes Jahrhundert alt sind, gründen in der Effizienz der Kapitalmärkte. Effiziente Kapitalmärkte bedeuten nichts anderes, als dass die Börsen neue und relevante Informationen zu Unternehmen, Zinsen oder Devisen unverzüglich in den Kursen eskomptieren.

«Die Durchschnittsrendite am Aktienmarkt ist deutlich positiv.»

### Effiziente Märkte

In den vergangenen Jahrzehnten sind die Kapitalmärkte noch effizienter geworden. So wurde in der Schweiz 1995 der Ringhandel durch den elektronischen Börsenhandel abgelöst. Statt durch Zuruf der Händler an einem Börsenring werden Aktientransaktionen in Windeseile über moderne Handelssysteme abgewickelt, und die Preisstellung ist transparent für alle Marktteilnehmer sichtbar. In globalisierten Zeiten rasen neue Informationen in Sekundenbruchteilen um die Welt. Beschleunigt wird dieser Prozess von Hochfrequenzhändlern, die Transaktionen in Milli- oder sogar Mikrosekunden abwickeln.

Darüber hinaus sorgen griffige Strafnormen dafür, dass Insider ihr privilegiertes Wissen nicht ausnützen dürfen. Die Zeiten, in denen Insidergeschäfte Kavaliersdelikte waren und nicht informierte Anleger von Insidern über den Tisch gezogen wurden, sind vorbei. Effiziente Märkte sind der Garant dafür, dass für alle Marktteilnehmer faire Bedingungen herrschen. Es besteht deshalb kein Zweifel, dass in der heutigen Welt die Erkenntnisse Famas und Malkiels mehr denn je ihre Gültigkeit haben.

Effiziente Märkte bedeuten, dass niemand weiss, wo die Börsen in einer Woche, einem Monat oder einem Jahr stehen. Wer Aktien mit einer kurzen Frist kauft, beteiligt sich tatsächlich an einer Lotterie. Die Wahrscheinlichkeit, dass in einer Woche oder in einem Monat die Aktienkurse höher oder tiefer stehen werden als heute, liegt nahe bei 50%. Auch die Frist eines ganzen Jahres reicht nie und nimmer aus, um mit Aktienanlagen eine hohe Sicherheit für das Erzielen einer positiven Rendite zu haben.

Die vom Bankhaus Pictet ermittelte Zeitreihe der Renditen von 1926 bis 2020 zeigt, dass für Schweizer Aktien fast in jedem dritten Jahr Verluste entstanden. Natürlich wusste niemand im Voraus, in welchen Jahren diese eintreten würden. Ist somit alles reiner Zufall, eine Lotterie? Natürlich nicht.

Jeder vernünftige Aktienanleger weiss, dass sein Anlagehorizont langfristig ausgerichtet sein sollte. Die

## FINANZ und WIRTSCHAFT

durchschnittliche Jahresrendite seit 1926 für Schweizer Aktien beträgt gemäss Pictet 7,8%. Das ist nicht etwa Zufall oder ein Lotteriegewinn, sondern die Entschädigung der Aktionäre für ihr Risiko, das sie als Miteigentümer von Unternehmen tragen. Zufall oder eine Lotterie war nur, ob in einem einzelnen Jahr die Rendite höher oder niedriger als diese 7,8% ausfiel. Etwa in der Hälfte aller Jahre lag die Rendite darüber, in der anderen Hälfte lag sie darunter.

Wie sieht das in einer Lotterie oder im Casino aus? Auch beim Zahlenlotto oder Roulette ist das Ergebnis, ob man als Spieler gewinnt oder verliert, vom Zufall getrieben. Der entscheidende Unterschied zwischen einem Glücksspiel und der Aktienbörse ist nun aber der folgende: Während die Durchschnittsrendite am Aktienmarkt deutlich positiv ist, ist diese beim Glücksspiel deutlich negativ.

### Roulette-Kugel rollt gegen Spieler

Ein einfaches Beispiel illustriert die markanten Unterschiede der beiden «Glücksspiele» in der langen Frist. Nehmen wir an, Sie legen 100'000 Fr. am Aktienmarkt an. Bei einer jährlichen Nettorendite von 7% wird Ihr Endkapital nach zwei Jahrzehnten die Höhe von gegen 400'000 Fr. erreicht haben. Wenn Sie sich alternativ dafür entscheiden, im Laufe der kommenden 20 Jahre mit dem Betrag von 100'000 Fr. – jährlich ergibt dies einen Wetteinsatz von 5'000 Fr. respektive wöchentlich einer von knapp 100 Fr. – Lotto zu spielen, dann wird Ihnen am Ende ein zu erwartender Betrag von knapp 60'000 Fr. verbleiben. Diese Annahme ist realistisch, weil beim Zahlenlotto nur rund 60% der einbezahlten Gelder als Gewinne wieder an die Spieler ausgeschüttet werden. Auch Roulette-Spieler müssen realisieren, dass aufgrund der ungleichen Wahrscheinlichkeitsverteilung zwischen Spieler und Casino mit zunehmender Dauer des Spiels die Kugel für das Casino und nicht für sie rollt.

Glücksspiele sind definitiv keine gute Anlage. Während Aktionäre für ihr Risiko langfristig entschädigt werden und ihr Vermögen auf Dauer mehren, wird dieses bei Roulette- und Lotterie-Spielen systematisch vernichtet.

### Erfolg mit Aktien ist planbar

Wer Aktien mit einem Horizont von mindestens zehn Jahren kauft, ist alles andere als ein Hasardeur. Seit der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre gab es einzig die Dekade von 2000 bis 2009, in der Schweizer Aktien negativ rentierten. In diese Periode fielen sowohl der monumentale 9/11-Dotcom-Kollaps als auch die geschichtsträchtige Finanzkrise.

Der Erfolg mit Aktien ist somit planbar und deren langfristige Durchschnittsrendite schlägt diejenige aller anderen Anlagekategorien bei weitem. Der Zufall beschränkt sich einzig auf die kurze Frist von Wochen, Monaten oder wenigen Jahren. Die überragende Rendite von Aktien ist schliesslich nichts anderes als die Konsequenz von erfolgreichem Unternehmertum. Dieses hat höchstens am Rande mit Zufall und schon gar nichts mit einer Lotterie zu tun.

Es stellt sich abschliessend die Frage, ob die Lebenserwartung und der Anlagehorizont des 86-jährigen Hansjörg Wyss nicht zu kurz sind, um in Aktien zu investieren. Viele Experten berufen sich dabei auf die Faustregel «100 minus Alter = Aktienanteil». Im Falle des Unternehmers würde dies bedeuten, dass sein Aktienanteil gerade einmal 14% betragen dürfte. Es ist jedoch stark zu bezweifeln, ob solche Faustregeln sinnvoll sind, denn bei älteren und in ihren Ansprüchen oft bescheidenen Vermögenden ist davon auszugehen, dass sie der weitaus überwiegende Teil ihres Vermögens überleben wird. Damit ist ihr impliziter Anlagehorizont faktisch sehr langfristig oder fast unendlich. Das prädestiniert sie zu einem sehr hohen Aktienanteil.

---

**PIRMIN HOTZ**, ist Gründer und Inhaber der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG mit Sitz in Baar.

## EmMa-Anlagen sind kein Muss

Pirmin Hotz

**Wer in Aktien der Emerging Markets (EmMa) investiert, geht im Vergleich zu Engagements in den etablierten Märkten höhere Risiken ein, kann aber keine Mehrrendite erwarten.**

Es gibt gute Gründe, in Schwellenmärkte zu investieren. So weisen die sogenannten Emerging Markets (EmMa) im Vergleich zu den entwickelten Ländern deutlich höhere Wachstumsraten auf. Der «Emerging Champion» unter den Schwellenländern ist China, das im MSCI Emerging Markets ein Gewicht von 34% aufweist. Zählt man Taiwan hinzu, sind es sogar 49%. In der Dekade von 2011 bis 2020 wies China eine durchschnittliche jährliche BIP-Wachstumsrate von 6,8% auf. Sie ist zwar nicht mehr so hoch wie noch im Jahrzehnt zuvor, aber immer noch deutlich höher als diejenige der restlichen Welt. Das weltweite jährliche Wirtschaftswachstum, ohne China gerechnet, betrug in derselben Periode bescheidene 2%.

Viele Anleger leiten daraus ab, dass in den Wachstumsmärkten auch die langfristige Aktienrendite höher sei. Darüber hinaus sei die Korrelation von Schwellenmarktinvestments zu anderen Anlagekategorien niedrig, was EmMa-Engagements im Hinblick auf eine optimale Diversifikation des Wertschriftenportfolios als Beimischung geradezu prädestiniere.

Es stellt sich die Frage: Schlugen sich die höheren Wachstumsraten in den Schwellenmärkten auch in einer höheren Rendite nieder? Die Antwort ist ein Jein, denn dies hängt vom betrachteten Zeitraum ab. Die Dekade von November 2011 bis Oktober 2021 war im Quervergleich keine gute für die Schwellenländer. Gemessen an den MSCI-Indizes warfen Aktienanlagen der Emerging Markets eine jährliche Gesamtrendite von 5,4% und in China 8% (jeweils in Franken) ab. Demgegenüber rentierten Anlagen in den Weltindex der entwickelten Länder (MSCI Developed Markets) mit 12,8% und in Schweizer Aktien mit 10,5% in derselben Periode markant höher.

«In führenden Schwellenländern ist  
Misswirtschaft besonders ausgeprägt.»

### Politische Risiken und Instabilität

Mit Blick auf zwanzig Jahre sieht es für die Aktien der Schwellenländer besser aus. Von November 2001 bis Oktober 2021 betrug ihre jährliche Rendite 7,5 und für China gar 8,9%, was deutlich über derjenigen der entwickelten Länder mit 5,2% und derjenigen der Schweiz mit 5,8% lag.

Die renommierten britischen Professoren Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton haben die Renditen von entwickelten und aufstrebenden Märkten für die sehr lange Frist von 1900 bis 2018 untersucht und verglichen. Die Resultate sind ernüchternd: Während die Emerging Markets eine durchschnittliche Jahresrendite von 7,2% abwarfen, erreichten Dividendenpapiere der entwickelten Märkte 8,2% (jeweils in US-Dollar). Bezogen auf die Vergangenheit gibt es somit keine Evidenz, dass EmMa-Anlagen systematisch mit einer höheren Rendite entschädigt worden wären.

Wie sieht es mit den Risiken aus? Die Kursschwankungen der Schwellenmärkte sind grösser als diejenigen der entwickelten Märkte. So beträgt die durchschnittliche jährliche Aktienmarktvolatilität für den Zeitraum von zwanzig Jahren in den Schwellenmärkten 20,8 und in China gar 27,8%. Im Vergleich dazu fallen die Schwankungsrisiken in den entwickelten Ländern mit 18,9% und im Schweizer Markt mit 18,3% geringer aus. Allein in den Jahren 2006/2007 verdreifachte sich der MSCI China in euphorischer Weise, fiel dann in der darauffolgenden Finanzkrise in noch kürzerer Frist auf das ursprüngliche Niveau zurück.

Besonders in Krisenzeiten, in denen viele Anleger ihre Risiken reduzieren sowie ihr Geld in sichere Häfen verschieben respektive in ihren Heimatmarkt zurückziehen, scheint das Diversifikationsargument nicht zu stechen.

Dazu gesellen sich bei EmMa- bzw. Chinaanlagen politische Risiken, wie die Parteidiktatur Pekings aktuell wieder eindrücklich vor Augen führt. Seit Beginn des Jahres rollt eine gewaltige Regulierungswelle über das von Präsident Xi Jinping mit eiserner Faust dirigierte Land. Die kommunistische Regierung akzeptiert nicht

## FINANZ und WIRTSCHAFT

mehr, dass monopolähnliche Unternehmen unermesslich hohen Profit erwirtschaften. Tech-Giganten wie Alibaba oder Tencent werden zunehmend wettbewerbsrechtlich belangt und ihre Steuervorteile gestrichen. Mächtige und reiche Wirtschaftsbosse wie Jack Ma verschwinden ebenso schnell von der Bildfläche wie aufmüpfige Journalisten, die die Parteiführung kritisieren.

Kollabiert sind auch Aktien privater Bildungsunternehmen, nachdem die Parteiführung ankündigte, ihr Angebot zugunsten des staatlichen Angebots einzuschränken. Die Regulierungswut, die zunehmende Einflussnahme Pekings und das Wackeln des Immobiliengiganten Evergrande haben dazu geführt, dass der chinesische Aktienmarkt im laufenden Jahr meilenweit hinter etablierten Märkten wie etwa den USA oder der Schweiz zurückliegt.

### Zweifel an Chinas Wachstumsraten

Warum aber werden die höheren Wachstumsraten und die höheren Risiken der Emerging Markets nicht dauerhaft mit höherer Rendite entschädigt? Ein Grund dürfte der sein, dass in führenden Schwellenländern wie Argentinien, Brasilien, China, Indien, Malaysia, Peru, Russland oder Südafrika die Misswirtschaft ganz besonders ausgeprägt ist. Oft fehlt es in diesen Ländern an einer rechtsstaatlichen und demokratischen Ordnung, an einer freien Presse sowie an der Achtung elementarer Menschenrechte. Es ist überdies zu vermuten, dass ein nicht unerheblicher Teil des hohen Wachstums der Schwellenmärkte im Sumpf der Korruption verschwindet.

In der Volksrepublik China dürfte überdies ein wesentlicher Teil des Wachstums von Staatsbetrieben und staatsnahen Unternehmen generiert werden, von dem private Aktionäre nicht profitieren können. Die renommierte amerikanische Wissenschaftlerin Carmen Reinhart (Harvard University; Chefökonomin und Vizepräsidentin der Weltbank) hat vor zwei Jahren in einem Interview in dieser Zeitung sogar ihre Zweifel daran geäußert, ob die publizierten Wachstumsraten Chinas überhaupt stimmten oder vielmehr nach oben manipuliert würden.

### Aktien von Multis ins Portfolio

Ein erschwerter Markt- respektive Börsenzugang, komplexe Titelstrukturen in Aktienanlagen und teilweise exorbitante Gebühren für Börsentransaktionen in Schwellenländern wie etwa der Volksrepublik China sind Dauerprobleme, mit denen sich westliche Investoren herumzuschlagen haben. Dazu gesellen sich in vielen Emerging Markets ein hohes Mass an Unberechenbarkeit, erhebliche politische Willkür und eine oft brutale Machtpolitik, die bis zur Enteignung der privaten Aktionäre gehen kann. Überdies ist die Kontrolle von Nachhaltigkeitskriterien in diesen Märkten besonders schwierig.

Es gibt Alternativen zu Direkt- oder Fondsanlagen in diesen Regionen. Der Schweizer Nahrungsmittelkonzern Nestlé etwa erwirtschaftet über 40% seines Umsatzes in den aufstrebenden Märkten, der niederländische Konkurrent Unilever sogar rund 60%. Auch beim deutschen Industriekonzern Siemens macht der EmMa-Anteil deutlich mehr als 40% des weltweiten Konzernumsatzes aus.

Wer sein Aktienportfolio mit Titeln solcher und vieler anderer multinationaler Unternehmen diversifiziert, die ihren Sitz in westlichen und demokratischen Ländern haben, braucht keine Anlagen in den Emerging Markets zu halten. Das Investieren in Aktien erfolgreicher Unternehmen, die ihrerseits in den aufstrebenden Märkten stark präsent sind, ist der transparenteste und kostengünstigste Weg, mit kontrollierten Risiken optimal von ihren Zukunftschancen zu profitieren.

---

**PIRMIN HOTZ**, ist Gründer und Inhaber der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG mit Sitz in Baar.



## Das Greenwashing ist nachhaltig

Pirmin Hotz

### Meinungswirrwarr und Scheinheiligkeit prägen das Geschäft mit nachhaltigen Anlagen.

Es gibt wohl keinen ernsthaften Zweifel, dass nicht nur die Knappheit fossiler Brennstoffe, Klimaveränderungen und die Luftverschmutzung, sondern auch die ethisch-moralisch fragwürdige Geschäftspolitik einiger Unternehmen ein Umdenken erfordert. Alles andere wäre ein Betrug an den nachfolgenden Generationen. Es mag deshalb als eine erfreuliche Tatsache gewertet werden, dass der Anteil nachhaltiger Anlagen in den letzten Jahren regelrecht explodiert ist. Allerdings stellt sich die Frage: Hat dieses rasante Wachstum auch unser Klima nachhaltig verbessert? Leider ist die Antwort darauf ein klares Nein. In weiten Teilen der Welt wächst der CO<sub>2</sub>-Ausstoss entgegen allen Zielverkündigungen weiter an. Das ist bedauerlich und es stellt sich eine Folgefrage: Warum gibt es diese eklatante Diskrepanz zwischen den Anstrengungen der Finanzbranche, nachhaltiges Investieren zu fördern, und der realen Klimapolitik?

Um ihre Ziele zu erreichen, müssten Nachhaltigkeitsfonds den investierten Unternehmen ausschliesslich Kapital zur Verfügung stellen, das zusätzlich grün angelegt wird. Das ist aber nicht der Fall. Stattdessen wird in ein grünes Unternehmen investiert, das vorher schon grün war – nun einfach mit einem neuen Aktionär. Umgekehrt landet auch ein «Sünden-Unternehmen», das verkauft wird, bei einem anderen Eigentümer und verpestet weiterhin die Luft. Das ist ein Etikettenschwindel respektive Greenwashing und bringt definitiv keine Klimaverbesserung.

### Widersprüchliche Ratingagenturen

Darüber hinaus besteht ein grosser Wirrwarr darüber, was überhaupt nachhaltige Anlagen sind. Dies wird spätestens klar, wenn man die Einschätzungen weltweit führender Ratingagenturen wie MSCI, Standard & Poor's (S&P) oder Sustainalytics miteinander vergleicht. So kommen die renommierten englischen Professoren Elroy Dimson, Paul Marsh und Michael Staunton in ihrer Studie zum ernüchternden Befund,

dass es keinen signifikanten Zusammenhang zwischen den ESG-Ratings verschiedener Anbieter gibt. Weil die Ratingagenturen unterschiedliche Prioritäten bei der Beurteilung der drei Nachhaltigkeitskriterien Umwelt, Gesellschaft und Unternehmensführung haben, kommen sie auch zu völlig unterschiedlichen Schlüssen, welche Unternehmen als nachhaltig gelten und welche nicht. Während beispielsweise der Pharmakonzern Roche, der Nahrungsmittelmulti Nestlé und die Grossbank UBS bei S&P als sehr nachhaltig qualifiziert werden, schneiden diese Unternehmen bei Sustainalytics schlecht ab. Bei Licht betrachtet überraschen diese Ergebnisse nicht. Wo soll bei der Nachhaltigkeitsbeurteilung der Akzent gesetzt werden? Auf der Reduktion des CO<sub>2</sub>-Ausstosses? Auf der Frage, ob ein Unternehmen in Geldwäscherei- oder Korruptionsfälle verwickelt ist? Oder vielmehr darauf, ob im Sinne der Diversität eine angemessene Frauenquote erreicht ist? Kein Wunder, dass es fast beliebig viele Interpretationsmöglichkeiten und Widersprüche gibt, die am Ende auch die Anlegerinnen und Anleger überfordern.

### Fonds zur Gewissensberuhigung

Eine Studie der EU-Kommission hat ergeben, dass von 101 selbstdeklarierten «grünen» Fonds gerade einmal drei das Ecolabel bekommen würden, wenn das strenge EU-Label angewendet würde. Falko Paetzold, Institutsleiter an der Universität Zürich und Co-Autor einer weltweit beachteten Studie, die untersucht hat, ob nachhaltige Anlagen die Welt effektiv besser machen, kommt zu einem ernüchternden Befund: «Die Produkte geben den Käufern ein gutes Gefühl und beruhigen ihr Gewissen. Doch ein grosser Teil schafft es nicht, eine messbare Veränderung herbeizuführen.» Vielleicht lässt sich aber mit besserem Gewissen nach Bangkok oder New York fliegen, wenn die Flüge aus den Ausschüttungen eines sündhaft teuren Nachhaltigkeitsfonds bezahlt werden. Oft nützt es auch nichts, wenn sich Unternehmen dem Druck der Investoren beugen und ihre Dreckschleuder-Beteiligungen verkaufen. Sie landen dann nicht selten bei einem anderen Unter-



nehmen, welches im Gegensatz zu einer BP, Exxon oder Royal Dutch Shell nicht börsennotiert ist und somit weniger strengen Transparenzvorschriften ausgesetzt ist als diese. Die Klimabilanz kann sich dadurch sogar verschlechtern.

Wenn Banken und ihre Marketingabteilungen medienwirksam verkünden, sie würden nun quasi auf Knopfdruck ihre gesamten Anlagen auf Nachhaltigkeit umstellen, grenzt das an Heuchelei. Oft wird der Kundschaft alter Wein in neuen Schläuchen verkauft. Im Kontext einer explosionsartigen Greta-Hysterie so zu tun, als ob die Welt schlagartig eine bessere sein würde, nur weil wir oder irgendeine Ratingagentur all unseren Anlagen das Label «nachhaltig» verpasst, ist scheinheilig und am Ende eine Irreführung der Investoren. Teure Nachhaltigkeitsfonds, die von der Finanzbranche mit Hochdruck vermarktet werden, sind zum lukrativen Mode-Hype geworden.

«Teure Nachhaltigkeitsfonds, mit Hochdruck vermarktet, sind lukrativer Mode-Hype.»

### **Politiker und Konsumenten gefordert**

In der realen Welt kann es gar nicht so schnell vorwärtsgehen, wie es die Finanzbranche vorgaukelt. Die Politik, der technologische Wandel und am Ende wir Konsumentinnen und Konsumenten selbst müssen ein Umdenken und ein nachhaltiges Handeln fördern respektive umsetzen. In der Klimapolitik wird das am effizientesten in Form einer CO<sub>2</sub>-Steuer über den Preis herbeigeführt. Es kann schliesslich nicht sein, dass ein Flug von Zürich nach Hamburg und zurück heute einen Zehntel dessen kostet, was vor dreissig Jahren bezahlt wurde. Wer die Luft verpestet, soll dies mit höheren Kerosin- und Benzinpreisen verursachergerecht bezahlen. Allein aufgrund einer veränderten Anlagepolitik von Banken und Vermögensverwaltern werden die Konsumenten ihr Verhalten kaum ändern. Wird das Ziel einer nachhaltigen Politik jedoch über den Preis gesteuert, werden nicht nachhaltige Unternehmen automatisch aus dem Markt ausscheiden und deren Aktien verschwinden auch aus den Portfolios der Anleger. Die gegenwärtige Nachhaltigkeitspolitik scheint ein altes Bonmot zu bestätigen: «Das Gegenteil von gut ist gut gemeint.»

---

**PIRMIN HOTZ**, Gründer und Inhaber Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen, Baar.

## Unabhängig und ohne Interessenkonflikte

Pirmin Hotz

**Der Gründer und Inhaber eines der renommiertesten unabhängigen Vermögensverwaltungsunternehmen der Schweiz, Dr. Pirmin Hotz, hat im Frühjahr ein Buch veröffentlicht, das zum Bestseller geworden ist. Darin schildert er seine Überzeugungen und langjährigen Erfahrungen in pointierter, packender und unterhaltsamer Weise. Pirmin Hotz spricht schonungslos Klartext über Anlagestrategien und die Finanzbranche.**

### *Pirmin Hotz, was war Ihre Motivation, ein Buch zu schreiben?*

Im Haifischbecken der Finanzbranche wimmelt es von Gurus, Blendern und Abzockern. Jede Bank und jeder Vermögensverwalter proklamiert, die besten Analysten, die besten Prognostiker und die besten Fondsmanager zu haben. Das ist absurd und reines Marketing. Es ist mir ein Anliegen, einem breiten Investorenpublikum ungeschönt aufzuzeigen, welche Anlagen und Finanzprodukte wirklich taugen und welche nicht. Das Buch ist gleichermassen praxisbezogen und wissenschaftlich fundiert, weshalb es sowohl von Anlegern, Studenten und auch Laien geschätzt wird. Es beinhaltet viele Reminiszenzen aus meinem Erfahrungsschatz, welche die Leser zum Schmunzeln bringen. Aufgrund der grossen Nachfrage wurde das Buch schon zweimal nachgedruckt. Die Resonanz ist überwältigend.

### *Welches Ereignis prägte Sie besonders in Ihrem Werdegang?*

Während meines Studiums an der Universität St. Gallen lernte ich einen Direktor von Merrill Lynch kennen. Er schwärmte von der Kompetenz des weltweit führenden Brokers, für den er tätig war. Er und sein Team würden den Aktienmarkt Tag und Nacht beobachten und dank geschicktem Trading wären die Renditen der Kunden herausragend. Da ich als Student kein Geld für eine Anlage hatte, motivierte ich meinen Vater, zu investieren. Nach wenigen Monaten lag der Broker mit rund 30 Prozent im Gewinn, doch danach ging es mit den wilden Spekulationen nur noch in eine Richtung:

Bergab! Das Portfolio musste nach rund einem Jahr mit einem Totalverlust liquidiert werden. Mein Vater klopfte mir auf die Schulter und riet mir, aus dieser üblen Geschichte die Lehren zu ziehen. Dem Rat meines Vaters bin ich gefolgt, indem ich mich seither als langfristiger Investor und nicht als kurzfristiger Spekulant profiliere.

### *Was ist Ihr spezieller Börsentipp in der aktuellen Börsenlage?*

Von kurzfristigen Börsenprognosen halte ich nichts. Anlageexperten und Gurus überschätzen ihre Prognosefähigkeit monumental. Die Finanzmärkte sind extrem effizient und reagieren sekundenschnell auf neue Informationen. Wir dürfen uns nichts vormachen. Wo der SMI in einem Monat, in einem halben Jahr oder auch in zwei Jahren steht, ist Kaffeesatzleserei.

### *Ist denn alles Zufall an der Börse?*

Kurzfristig ja, langfristig nein! Wir wissen, dass Aktien langfristig die mit Abstand attraktivste Anlagekategorie bilden, klar vor der Immobilienanlage. Dieses Wissen gilt es in der Anlage zu nutzen.

### *Wie investieren Sie das Geld ihrer Kunden und fliessen auch Gedanken zur Nachhaltigkeit mit ein?*

Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont empfehlen wir einen hohen Aktienanteil. Wichtig dabei ist, in erstklassiger Qualität zu investieren und breit zu diversifizieren. Auch Nachhaltigkeit ist uns wichtig – im Bewusstsein, dass in unserer Branche leider oft teures Greenwashing betrieben wird. Wir verstehen Nachhaltigkeit in Finanzanlagen umfassend. Deshalb halten wir beispielsweise keine Aktien von Grossbanken, die sich mit zahlreichen Klagen und Bussen konfrontiert sehen und keinen nachhaltigen Mehrwert für ihre Aktionäre schaffen. Die effiziente und kostengünstige Umsetzung erfolgt mit Direktanlagen. Wir verzichten vollständig auf margenträchtige Produkte. Die richtige Anlagestrategie und tiefe Kosten entscheiden über die langfristige Rendite.

# Tagesanzeiger

## **Was halten Sie von Alternativen Anlagen?**

Wenig bis gar nichts. Hedge Funds machen nur die Anbieter reich, aber kaum je die Kunden. Bei Infrastrukturanlagen und Private Equity gäbe es zwar Argumente, die für ein Engagement sprechen. Aufgrund der Intransparenz, Illiquidität und der oft exorbitant hohen Kosten, die auf verschiedenen Ebenen anfallen, verzichten wir auch auf diese. Die effektiven Renditen liegen wesentlich tiefer, als es in vielen Hochglanzprospekten versprochen wird. Wer mit Private Equity Geld verdienen will, kauft am besten die Aktien eines erfolgreichen Anbieters und verzichtet auf dessen Produkte.

## **Welche Rolle spielt der Herdentrieb bei der Umsetzung Ihrer Anlagestrategie?**

Eine entscheidende! Als Vermögensverwalter habe ich verschiedene grosse Crashes erlebt. Am «Schwarzen Montag» vom 19. Oktober 1987 verloren die Aktienmärkte an einem einzigen Tag über 20 Prozent, in der Dotcom-9/11-Krise um die Jahrtausendwende sowie in der Finanzkrise von 2007 bis 2009 über 50 Prozent ihrer Kurswerte. Während der Corona-Krise sackten Aktien in einem Monat 35 Prozent ab. Zwar wissen wir nie, wann jeweils der Tiefpunkt erreicht ist. Entscheidend aber in jeder Krise ist, antizyklisch und mutig zuzukaufen, wenn die Herde die Nerven verliert oder aufgrund zu hoher Kredite gezwungen wird, im dümmsten Moment auszusteigen.

## **Was sind die Tricks, die die Finanzbranche einsetzt, um Anleger abzuzocken?**

Obwohl das Bundesgericht seit seinem ersten Urteil im Jahr 2006 mehrfach entschieden hat, dass Kick Backs respektive sogenannte Retrozessionen dem Kunden gehören, werden diese verpönten Gebühren nach wie vor in Milliardenhöhe vereinnahmt. Heute steht einfach in den Allgemeinen Depotbestimmungen der Depotbank, dass solche verdeckten Kommissionen, die bis zu 2 Prozent betragen können, einkassiert werden. Die meisten Anlegerinnen und Anleger dürften sich kaum bewusst sein, dass sie auf diese Weise über den Tisch gezogen werden. Wer liest schon das Kleingedruckte dieser «Beipackzettel»?

## **Welche Lehren sollten Anleger daraus ziehen?**

Investoren sollten darauf bestehen, dass ihr Bankberater oder ihr Vermögensverwalter einzig vom Honorar seiner Kunden lebt. Nur wer unabhängig und frei von jeglichen Interessenkollisionen ist, kann als Geldverwalter konsequent im Sinne des Kunden handeln, so wie er es mit dem eigenen Geld tut. Wer indirekte und versteckte Gebühren kassiert, ist nicht unabhängig und hat Interessenkonflikte. Das ist auch dann der Fall, wenn eigene Produkte eingesetzt werden. Am Ende des Tages wird der zum Verkäufer mutierte Berater dem Kunden nämlich genau diese ins Portfolio legen, um die Gehaltstüte aufzupolieren.