

Liebe Kundinnen und Kunden

Bis zum Herbst erwiesen sich die Aktienmärkte als sehr robust und es bestand die Hoffnung, dass auf das negative 2022 ein Jahr mit überdurchschnittlich hoher Rendite folgen würde. Doch nach dem überraschenden Angriff der Hamas auf Israel wendete sich zwischenzeitlich das Blatt. Neben dem Konflikt im Nahen Osten belasten der Krieg in der Ukraine, eine hartnäckig hohe Inflation in den führenden Industrieländern und steigende Zinsen die Börsen. Diese setzten im Spätherbst zu einer Erholung an. In diesem anspruchsvollen Umfeld ist es besonders wichtig, eine langfristig sturm-erprobte und qualitativ hochwertige Anlagestrategie zu verfolgen.

«Ich bin der festen Überzeugung, dass der Versuch, in jedem einzelnen Jahr eine überragende Performance anzupeilen, nicht von Erfolg gekrönt sein wird. Vielmehr führt das Bestreben, durch Disziplin in schlechten Zeiten relativ betrachtet deutlich überlegene Ergebnisse zu erzielen, zu weniger Volatilität und zu weniger grossen Verlusten, die schwer wettgemacht werden können. Jedes Jahr ein wenig besser als der Durchschnitt abzuschneiden, führt am Ende zu mehr Erfolg.»

Diese aus unserer Sicht zutreffende und pointierte Aussage stammt von Howard Marks. Marks ist Gründer der amerikanischen Investmentfirma Oaktree und bekannt für seine legendären Anlagebriefe. Das Orakel von Omaha, Warren Buffett, liest diese stets mit Interesse. In Übereinstimmung mit dem Eingangszitat von Howard Marks, welches wir der Online-Zeitung «The Market» entnommen haben, hängt der langfristige Erfolg eines Anlagespezialisten nicht davon ab, ob er in einzelnen Jahren der Beste aller Vermögensberater ist – auch wenn dies, wie unsererseits im Jahr 2022, zufälligerweise der Fall sein kann. Wer *gezielt* versucht, in *einzelnen* Jahren die Nummer 1 von beispielsweise 100 Experten zu sein, wird unweigerlich scheitern, weil er zu hohe Risiken eingeht. Langfristig Erster wird sein, wer die grossen Fehler und Verluste vermeidet.

In der Geldanlage beschäftigen sich viele Investoren mit der Frage, wann wohl das richtige Timing für den Kauf und Verkauf von Aktien oder welches aktuell der aussichtsreichste Titel sei. Solche Fragen mögen besonders in Zeiten hoher Verunsicherung und Volatilität an den Märkten spannend klingen, aber sie sind im Grunde ziemlich irrelevant oder zumindest zweitrangig. Entscheidend am Ende ist nämlich, die richtige Anlagestrategie zu definieren und auf die langfristig aussichtsreichsten Anlagekategorien zu setzen. Die Erzielung einer dauerhaft attraktiven Rendite ist schliesslich nicht das Resultat orakelmässiger Vorhersagen, sondern die Folge einer erfolgreichen Anlagestrategie. In diesem Zusammenhang ist interessant, einmal einen Blick auf die Anlagestrategien von Family Offices, die grosse Vermögen reicher Familien disponieren und überwachen, zu werfen. Die UBS gibt in ihrem «Global Family Office Report 2023» Aufschluss, in welche Anlagekategorien vermögende Familien in aller Welt ihre Gelder lenken. Auf dem Radar der Grossbank befinden sich 230 Family Offices mit einem Gesamtvermögen von insgesamt rund USD 500 Mrd. Im Durchschnitt investieren die global vertretenen Family Offices 25 Prozent in Aktien der Industrieländer, 6 Prozent in Aktien der Schwellenmärkte, 11 Prozent in Anleihen von Indust-

rienationen und 3 Prozent in Schwellenmarktanleihen. In Private Equity legen reiche Familien 19 Prozent ihrer Vermögen an, 13 Prozent fließen in Immobilien und 7 Prozent in Hedge Funds. Die restlichen Mittel verteilen sich auf Cash (9 Prozent), Private Debt (2 Prozent), Gold (2 Prozent), Kunst (2 Prozent) und Rohstoffe (1 Prozent).

«Der Unterschied zwischen erfolgreichen Leuten und sehr erfolgreichen Leuten ist, dass die sehr erfolgreichen Leute zu beinahe allem «Nein» sagen.»

Warren Buffett, legendärer Investor und Orakel von Omaha, Nebraska

Welche Schlüsse lassen sich aus der Anlagepolitik reicher Familien ziehen? Wenig überraschend investieren sie mit 63 Prozent fast zwei Drittel ihrer Gesamtvermögen in produktive Realwerte, zu denen Aktien, Private Equity und Immobilien gehören. Es gibt keinen Zweifel, dass die langfristige Vermögensbildung und -vermehrung am allerbesten mit Unternehmensbeteiligungen und Immobilien gelingt. Weiter ist die Tatsache bemerkenswert, dass Aktien – sei dies in Form kotierter Aktien oder Private Equity – exakt die Hälfte der Vermögensmasse reicher Familien ausmachen, während Immobilien mit 13 Prozent weit dahinter rangieren. Dies deckt sich mit unserer Überzeugung, dass Immobilien eine zwar durchaus attraktive Anlagekategorie darstellen, bezüglich Renditen aber oft über- und bezüglich Risiken unterschätzt werden. Im Kontrast zu diesem Befund liegt allerdings der Anteil an Immobilien am Gesamtvermögen des Durchschnittsinvestors in der Schweiz und in Deutschland sehr viel höher als der Anteil Aktien – in weiten Teilen der Bevölkerung repräsentiert Betongold sogar den klar dominierenden Anteil am Gesamtvermögen.

Dass der Anteil an Private Equity mit 19 Prozent derart hoch ist, mag auf den ersten Blick überraschen, weil die entsprechenden Anteile institutioneller und privater Investoren viel tiefer liegen. Dazu kommt, dass nicht zuletzt von unserer Seite immer wieder Vorbehalte

gegenüber diesem Segment geäußert werden. Auf den zweiten Blick ist dieser hohe Anteil aber durchaus logisch nachvollziehbar, weil ein Grossteil davon Direktbeteiligungen von vermögenden Familien an *eigenen* Unternehmen ausmacht (Anmerkung: So gesehen ist auch der Vermögensanteil des Schreibenden an Private Equity sehr hoch – dies in Form der Anteile des familieneigenen Vermögensverwaltungsunternehmens). Das ändert nichts an der Tatsache, dass wir bezüglich der Anlageklasse Private Equity kritisch eingestellt bleiben, wie der anliegende Leitartikel «Private Equity – der Lack ist ab», den wir am 7. Oktober in der «Finanz und Wirtschaft» publiziert haben, unterstreicht.

Was an der Vermögensdisposition reicher Familien hingegen Fragen aufwirft, ist der hohe Grad an Komplexität. So liegt der Anteil hochmargiger und oft intransparenter Fund-of-Fund-Konstruktionen im zweistelligen Prozentbereich. Das erstaunt, denn es gibt aus unserer Sicht keinen Zweifel, dass diese Produkte vor allem viel kosten und ertragsmässig wenig bringen. Dass sich vermögende Privatinvestoren trotzdem zu solchen Produkten hinreissen lassen, liegt wohl nicht zuletzt an der gut geölten Marketing-Maschinerie der Banken- respektive Finanzindustrie. Mit komplexen Produkten lässt sich naturgemäss am meisten Geld verdienen, weshalb sie von der Branche mit Hochdruck vermarktet werden. Oft haben auch die Consultants von Family Offices ein Interesse an komplexen Strukturen und Produkten, denn diese rechtfertigen intensivere Beratungsdienstleistungen sowie Überwachungsfunktionen und folglich auch höhere Honorare.

«Fussball spielen ist sehr simpel, aber simplen Fussball zu spielen, ist das Schwierigste überhaupt.»

Johan Cruyff, niederländischer Fussballspieler und Trainer (1947–2016)

In der «UBS House View, Investor's Guide» vom Juni letzten Jahres empfiehlt die einzig verbliebene Schweizer Grossbank dies: «Zuletzt sind wir der Ansicht, dass Multi Strategy Funds, die verschiedene Hedge-Fund-Strategien kombinieren, auch eine wichtige Komponente in Portfolios bleiben.» Ufff! Wir können die wahren Gesamtkosten dieser Wahnsinnsprodukte nur rudimentär und ohne Gewähr auf Richtigkeit abschätzen, aber wir gehen erfahrungsgemäss davon aus, dass diese über 5 Prozent betragen dürften – jährlich. Damit ist nach unserer Überzeugung äusserst unsicher, ob die betreffenden Investorinnen und Investoren für ihre Risiken überhaupt noch eine adäquate Rendite erwarten können. Vielleicht sieht das auch die UBS nicht anders, denn weiter unten wird ergänzt: «Anleger sollten beachten, dass alternative Anlagen besonderen Risiken unterliegen. Dazu zählen eine geringere Liquidität, hohe Kosten und eine erhebliche Komplexität.» Ob da wohl die Juristen der Bank ihren Kollegen aus der Marketing-Abteilung die Leitplanken gesetzt und das Sicherheitsnetz für ihre bonusgetriebenen Empfehlungen gespannt haben?

Vermögende Familien machen sehr viel richtig in ihrer Vermögensallokation, sonst wären sie nicht reich. Mit komplexen und aufwendigen Strukturen haben wir jedoch unsere Mühe. Unabhängig von der Vermögenshöhe setzen wir deshalb alles daran, für unsere Kundinnen und Kunden einfache, transparente und kostengünstige Lösungen anzustreben. Dass dies nicht allen Consultants gefällt, ist naheliegend, denn die konsequente Vernichtung von Komplexität engt das Jobprofil vieler Berater ein oder macht es sogar überflüssig. Wir können es nicht genug betonen: Verzichten Sie vollständig auf komplexe, intransparente und margenträchtige Produkte – sie machen die Anbieter reich und die Käufer arm. Gerne empfehlen wir Ihnen in diesem Zusammenhang den anliegenden Leitartikel «Fragwürdige Akzente in der Vermögensanlage», den wir am 5. August in der «Finanz und Wirtschaft» publiziert haben.

«Ich schlage vor, wir vereinfachen die Anlagewelt und es gibt nur Aktien und Obligationen.»

Harry M. Markowitz, Begründer der Modernen Portfoliotheorie und Nobelpreisträger (1927–2023)

Per Mitte Dezember hat der amerikanische Aktienmarkt S&P 500 um 23 Prozent zugelegt. Interessant ist, dass für rund 80 Prozent dieser beeindruckenden Gewinne einzig die «Magnificent Seven» verantwortlich sind. So entpuppten sich die Tech-Schwergewichte Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia und Tesla als eigentliche Kursraketen, während es der breite Markt, der die «restlichen» 493 Titel umfasst, gemächlicher nahm – ähnlich war das bereits während der Corona-Krise. Der neue Überflieger der Tech-Giganten ist das amerikanische Unternehmen Nvidia, ein weltweit führender Entwickler von Grafikprozessoren und Chipsätzen für Personal Computer, Server und Spielkonsolen. Für die Anwendung von Künstlicher Intelligenz (KI) nehmen die Produkte von Nvidia eine Vorreiterrolle ein. Das Gewicht, das die «Magnificent Seven» in den amerikanischen Aktienindizes, die als Basis für das passive Investieren dienen, einnehmen, ist gewaltig. So repräsentieren sie per Mitte Dezember 2023 hohe 28 Prozent des breiten S&P 500 und sogar 47 Prozent der Technologiebörse Nasdaq.

Die «Magnificent Seven» nehmen ein Gewicht von rund 19 Prozent im gesamten Weltmarktindex von MSCI ein. Das ist mehr als China, Deutschland, Frankreich, Japan und die Schweiz zusammen. Alleine Apple repräsentiert darin ein Gewicht von 5,2 Prozent – gleich viel wie alle börsenkotierten Unternehmen in Deutschland und der Schweiz zusammen. Bei aller Sympathie, auch Wachstumstitel in einem hochwertigen Aktienportfolio zu führen: Dieses Klumpenrisiko weniger Titel widerspricht unserem Grundsatz einer soliden Diversifikation, weshalb wir von der Politik der tendenziellen Gleichgewichtung unserer qualitätsorientierten Titel überzeugt sind.

«Man muss die Dinge so einfach wie möglich machen. Aber nicht einfacher.»

Albert Einstein, deutsch-amerikanischer Physiker (1879–1955)

In jüngerer Zeit ist geradezu ein Hype rund um KI entstanden, der mit der Lancierung von ChatGPT im Jahr 2022 durch OpenAI, an der Microsoft eine signifikante Beteiligung hält, seinen Anfang nahm. Inzwischen sind auch Konkurrenten wie Amazon und Google mit eigenen Anwendungen auf den Zug aufgesprungen. Es besteht kein Zweifel, dass diese Entwicklungen weiterhin enorme Fortschritte machen und die Welt in vielen Anwendungsbereichen revolutionieren werden. Eine Frage, die sich uns als Vermögensverwalter stellt, ist diese: Wird KI respektive ein Chatbot wie ChatGPT auch die Prognose von Börsenkursen revolutionieren und uns Vermögensverwalter eines Tages vielleicht sogar überflüssig machen? Von einigen Finanzexperten und solchen, die es zu sein glauben, wird ChatGPT geradezu als Wunderwaffe unserer Zeit gepriesen, die das neue «Orakel der Börse» sein soll. Der Beitrag «Der Wau-Effekt» von Philipp Frohn in der «WirtschaftsWoche» vom 7. Juli des vergangenen Jahres gibt uns auf amüsante Weise Aufschluss, wie erfolgreich die Börsenprognosen von KI aus heutiger Perspektive sind.

Der Journalist hat untersucht, wie gut sein Hund Freddy, ein Maltesermischling, in seiner Aktienauswahl im Vergleich zu ChatGPT abschneidet. Frohn wollte wissen, ob sein Vierbeiner bei der Renditejagd ein glücklicheres Pfötchen hat als der grösste Hoffnungsträger des 21. Jahrhunderts: Künstliche Intelligenz. ChatGPT und Freddy bekamen jeweils etwas über EUR 19'000 und stellten daraus ein Portfolio zusammen. Aus 15 Branchen hatten sie jeweils drei zu wählen, und aus jeder dieser drei Branchen waren fünf von 50 Aktien zu bestimmen, so dass beide Portfolios schliesslich aus 15 Titeln bestanden. Auf jedem Zettelchen, das für Freddy am Boden bereit lag und auf dem die entsprechende Branche oder der Name der zu wählenden Aktie stand, befand sich ein identisches Futterstückchen. Die Selektion hing

somit davon ab, welches Futterstückchen sich Freddy jeweils zufällig schnappte. Mit seiner Aktienauswahl konkurrierte Freddy mit den Entscheidungen des Chatbots, der mittels KI ebenfalls 15 Aktien selektionierte. Abgerechnet wurde nach sechs Wochen. Nun, wer hat den Wettbewerb gewonnen? Erstaunlicherweise ging nicht etwa der «allwissende» Chatbot als Sieger hervor, sondern Freddy. Wenige Tage, bevor Nvidia zur Kursexplosion ansetzte, holte er sich nämlich den Chip-Hersteller in sein Portfolio. Während Freddy mit einer Performance von 13,5 Prozent brillierte, legte das Portfolio von ChatGPT nur gerade um 3,5 Prozent zu und musste sich dem Maltesermischling deutlich geschlagen geben. Auch der Weltindex MSCI World avancierte in derselben Zeit «nur» um vergleichsweise bescheidene 4,1 Prozent.

Auch wenn diesem Experiment selbstverständlich jede Wissenschaftlichkeit abzuspochen ist, so ist das Resultat alles andere als überraschend. In einer Finanzwelt, in der sich neue Informationen in Sekundenschnelle in die Kurse einarbeiten, kommt selbst die KI immer einen Schritt zu spät. KI mag zwar viel oder im Extremfall sogar alles wissen, was aus der Vergangenheit bekannt ist – all diese Informationen werden jedoch in einem effizienten Markt sofort und laufend in den Kursen abgebildet. Wir sind deshalb überzeugt: KI wird unser Leben in vielen Bereichen verändern, so zum Beispiel in der Informationsbeschaffung oder im Verfassen von Texten. Dass sie eines Tages aber in der Lage sein wird, Börsenkurse *systematisch* – und eben nicht zufällig, wie im Falle von Freddy – voraussagen, glauben wir nicht. Dies nicht zuletzt auch deshalb, weil es diese Chatbots im Börsenhandel in Form des Hochfrequenzhandels (HFT) im Grunde schon längst gibt. Ein Grossteil des weltweiten Börsenhandels wird nämlich schon seit vielen Jahren mit intelligenten und unglaublich leistungsfähigen Hochleistungsrechnern generiert, die Transaktionen mithilfe unvorstellbarer Datenmengen in Milli- und Nanosekunden abwickeln. KI ist im Börsenhandel schon längst etabliert. Diese Tatsache wirkt sich am Ende zum Vorteil für Durchschnittsanlegerinnen und -anleger aus, denn die Kapitalmärkte sind dadurch in ihrer Preisgestaltung *noch* effizienter und damit fairer geworden.

«Ich persönlich stehe dem Hype um die künstliche Intelligenz skeptisch gegenüber. Ich denke, dass altmodische Intelligenz ziemlich gut funktioniert.»

Charlie Munger (1924–2023), langjähriger Geschäftspartner von Warren Buffett, an der Jahrestagung von Berkshire Hathaway vom 6. Mai 2023

Wie irrational Menschen mit dem Hype um KI umgehen, zeigte sich bei der berühmten spanischen Weihnachtslotterie. Wie die «Zuger Zeitung» Anfang Dezember vermeldete, hatte eine spanische Zeitung angekündigt, dass laut ChatGPT der dicke Hauptgewinn (El Gordo) auf die Losnummern 02 695 oder 03 695 fallen könnte. Darauf stürmten unzählige Glücksritter die Lottogeschäfte. «Es war der Wahnsinn. Alle wollten diese Losnummern haben», berichtete Maria Irlles, die in der Mittelmeerstadt Elche eine Lottoverkaufsstelle führt. Die Medienmeldung war allerdings eine Ente, denn KI kann weder die Zukunft noch Gewinnzahlen einer Lotterie prognostizieren.

Banken und andere Finanzinstitute nutzen Hypes wie KI gerne, um ihre Kundinnen und Kunden dazu zu bewegen, in entsprechende Themenfonds zu investieren. Die Zahl der Themenfonds, die auf Trends und Megatrends setzen, ist in den vergangenen Jahren geradezu explodiert. In der Schweiz gibt es zurzeit rund 500 zugelassene Fonds, die gemäss dem Wirtschaftsmagazin «Bilanz» etwa 160 (!) unterschiedliche Themen abdecken. Dazu zählen neben KI zum Beispiel Themen wie Wasser, Seltene Erden, Nanotechnologie, Saubere Energie, Blockchain, Batterietechnik, Robotics, 3D-Druck, Raumfahrt, Holzwirtschaft, Cannabis, Cloud Computing, Drohnen oder die Überalterung der Gesellschaft. Themenfonds bilden die Grundlage für gute, schlüssige Geschichten, die sich hervorragend vermarkten lassen. Immer mehr Vermögensverwalter setzen deshalb solche Themenfonds ein. Die wenigsten mit Erfolg, wie eine neuere Studie des amerikanischen Finanzdienstleistungsunternehmens Morningstar aufzeigt. Demzufolge betrug die Erfolgsquote von Themenfonds im Zeitraum

2007 bis 2021 global betrachtet tiefe 10 Prozent. «In den vergangenen 15 Jahren wurden weltweit mehr als drei Viertel der thematischen Fonds geschlossen, und nur einer von zehn überlebte und erzielte eine überdurchschnittliche Performance», wird Kenneth Lamont, Themenspezialist bei Morningstar, in der «Bilanz» vom August vergangenen Jahres zitiert. Das heisst, dass von den im Jahr 2007 bestehenden Megatrend-Themenfonds per Ende 2021 nur jeder zehnte noch aktiv war und als Erfolg vermeldet werden konnte – ein ernüchterndes Ergebnis. Die Fondsspezialistin Morningstar spricht in diesem Zusammenhang von einem «Themenfriedhof». Fairerweise soll an dieser Stelle ergänzt werden, dass die Schliessungs- respektive Todesrate bei «normalen» Aktienfonds nicht weniger ernüchternd ausfällt.

Die ausgewiesenen jährlichen Gebühren von Themenfonds liegen typischerweise bei satten 1,5 bis 2,0 Prozent. Addiert man die versteckten, nicht ausgewiesenen Kosten hinzu, summieren sich die jährlichen Gebühren auf gut und gerne 2 bis 3 Prozent. Entsprechend freuen sich die Marketingabteilungen der Banken über diese horrenden Einnahmen. Als Beispiel sei der Pictet-Global Megatrend Selection erwähnt. Der Fonds der Genfer Privatbank setzt auf Megatrends wie Biotech, Digitalisierung, Ernährung, Robotics, Saubere Energie sowie Wald- und Wasserwirtschaft. Der über CHF 10 Mrd. schwere Fonds generiert alleine *ausgewiesene* Gesamtgebühren (TER) von jährlich über 3 Prozent respektive CHF 300 Mio. Wer Aktien der im Fonds befindlichen Ecolab, Thermo Fisher Scientific, Visa oder Waste Management halten möchte, um von den besagten Megatrends zu profitieren, kann dies mit Direktanlagen wesentlich kostengünstiger tun – zumal die Performance des Fonds unterhalb seiner selbst festgelegten Benchmark liegt. Unser Fazit ist klar: Erstens halten wir nichts von teuren Megatrend- und Themenfondsprodukten und zweitens rennen wir auch nicht einer Hype-Aktie wie Nvidia nach, die eine enorm hohe Bewertung aufweist. Die Chancen mögen hoch sein, aber mindestens ebenso hoch sind die Risiken. Mit vernünftig bewerteten Aktien von Microsoft oder Alphabet sind wir bestens abgedeckt, um von revolutionären Entwicklungen beispielsweise auf dem Gebiet der KI zu profitieren.

«Es ist nicht notwendig, aussergewöhnliche Dinge zu tun, um aussergewöhnliche Resultate zu erzielen.»

Warren Buffett, legendärer Investor und Orakel von Omaha, Nebraska

Erinnern Sie sich an den dramatischen Untergang der Credit Suisse? Natürlich ist diese Frage rhetorisch gestellt, denn er liegt weniger als ein Jahr zurück. Umso mehr erstaunt, dass gewisse Finanzexperten nichts daraus gelernt haben. Bekanntlich hat der Bund respektive ihre Aufsichtsbehörde FINMA bei der Kommunikation der Zwangsfusion mit der UBS am 19. März letzten Jahres mitgeteilt, dass die Inhaber von nachrangigen und hochriskanten CS-AT1-Anleihen (sogenannte CoCo-Bonds) ihren Einsatz vollständig verlieren würden. Mit der zwangsverordneten Abschreibung dieser Schuldverschreibungen in Höhe von CHF 16 Mrd. wurden die Eigenmittel der Credit Suisse – und folglich der übernehmenden UBS – gestärkt. Das offenkundig horrendes Risiko dieser hochverzinslichen Anleihen hielt Thomas Kirchmair, Fondsmanager der Zürcher Kantonalbank, jedoch nicht davon ab, in der «Finanz und Wirtschaft» vom 10. Mai *konservativen* Anlegerinnen und Anlegern AT1-Anleihen der UBS und der Genfer Kantonalbank zu empfehlen. Da können wir nur den Kopf schütteln. Erfahrene Portfoliomanager müssten eigentlich wissen, dass die Risiken solcher Anleihen enorm sind. So hat Emira Marika, Leiterin Industrieländeranleihen bei Pictet Asset Management, mit ihren ebenfalls in der «Finanz und Wirtschaft» empfohlenen Tipps für *konservative* Anleihenkäufer innert Jahresfrist (Anfang Februar 2022 bis Ende Januar 2023) satte 21,1 Prozent Verlust eingefahren, während sich die Verluste bei Marc Bourget, Senior Portfolio Manager bei Vontobel, in derselben Zeit sogar auf sagenhafte 32,9 Prozent türmten. Sie empfahlen konservativen Investoren unter anderem Schuldner russischer Anleihen, die zwischenzeitlich wertlos geworden sind.

Wir lehnen alle Arten von hochverzinslichen, nachrangigen und riskanten Anleihen konsequent ab. Stattdessen bevorzugen wir Schuldner mit hoher Bonität und Sicherheit mit dem Ziel, das investierte Geld am Ende der Laufzeit mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit zurückzuerhalten. Unser Credo lautet: Lieber vereinnahmen wir bei festverzinslichen Anleihen weniger Zins und halten im Gegenzug ein strategisches Übergewicht an erstklassigen Aktien, als dass wir hohe Risiken bei Anleihen eingehen. Wir beurteilen das langfristige Halten qualitativ erstklassiger Aktien im Vergleich zu spekulativen Anleihen als attraktiver und erst noch weniger riskant. Dazu lehrt uns die CS-Geschichte, dass die FINMA im Krisenfall ihre Entscheide zu CoCo-Anleihen ohne jede Vorankündigung und ohne Rücksprache mit den Aktionären der Bank durchsetzt. Diese Abhängigkeit von staatlichen Behörden ist uns suspekt.

Im Umgang mit Anleihen sind wir deckungsgleich mit dem eingangs zitierten Howard Marks, der sagt: «Bondinvestoren verbessern ihre Performance nicht durch das, was sie kaufen, sondern durch das Vermeiden von Verlierern – und darin liegt die Essenz: eine negative Kunst.» Bei Anleihen ist Disziplin besonders wichtig, denn hohe Zinserträge haben naturgemäss ihren Reiz. Viele Anlageexperten versuchen, innerhalb einer bestimmten Ratingklasse diejenigen Anleihen für ihre Kunden zu kaufen, die die höchsten Renditen abwerfen. Was auf den ersten Blick plausibel klingt, ist auf den zweiten Blick gefährlich. Nach dem Motto «der Markt hat immer Recht» gibt es nämlich in aller Regel einen Grund, warum die Verzinsung bei einem Schuldner höher ist als bei einem andern – höhere Renditen bedeuten höhere Risiken. Im Sinne von «there is no free lunch» entscheiden wir uns deshalb im Zweifelsfall *gegen* höhere Zinsen und *für* mehr Sicherheit. Dass dies in Eldorado-Zeiten, in denen die Jagd nach hohen Risiken von Erfolg gekrönt ist, zu einer temporären Unter-Performance führen kann, nehmen wir in Kauf. Die Sicherheit der Gelder unserer Kunden geht uns vor und wir sind stolz darauf, dass in unserer über 37-jährigen Unternehmensgeschichte *keine einzige* Anleihe *nicht* zurückbezahlt werden konnte respektive im Konkurs landete.

«Märkte liegen nie falsch. Meinungen dagegen oft.»

Jesse Livermore, amerikanischer Investor und Aktienhändler (1877–1940)

Apropos Untergang der Credit Suisse und deren Notübernahme durch die UBS: Im August verkündete die UBS, dass sie ab sofort auf sämtliche Garantien des Bundes im Zusammenhang mit der Rettung der CS verzichte – aus Sicht der Steuerzahler eine frohe Botschaft. Insgesamt hat der Bund von der UBS bis zu diesem Zeitpunkt CHF 200 Mio. als Abgeltung für ein staatlich garantiertes Notdarlehen und eine Verlustgarantie erhalten. Viele Marktbeobachter kommen deshalb zum Schluss, dass Bund und Steuerzahler erneut – wie schon bei der Rettung der UBS während der Finanzkrise im Jahr 2008 – von einer Bankenrettung profitiert hätten. Pascal Böni, Finanzprofessor der Universität Tilburg/Utrecht, kommt in seiner empirischen Studie «Helvetias Geschenk» jedoch zu einem anderen Schluss. Das von der Mega-UBS ausgehende systemische Risiko sei für die Schweiz höher, als dies bei jeder anderen globalen Bank der Fall sei. Dies hätte massive Kosten für die Schweizer Steuerzahler zur Folge.

«Das Risiko für die Eidgenossenschaft liegt primär in den ökonomischen Too-big-to-fail-Kosten. Diese sind mit dem Zusammengang von UBS und CS stark angestiegen.»

Pascal Böni, Finanzprofessor der Universität Tilburg/NL, «NZZ», 12. August 2023

Böni untermauert seine These anhand der gestiegenen Risikoprämie für Schweizer Staatsanleihen nach der Notübernahme der CS durch die UBS. So sind die Kosten, um sich gegen einen Konkurs der Eidgenossenschaft abzusichern, vorübergehend um satte 60 Prozent

angestiegen – von 0,11 auf 0,18 Prozent. Konkret heisst dies: Um Schweizer Staatsanleihen im Gegenwert von CHF 1 Mio. gegen einen Zahlungsausfall abzusichern, mussten nicht mehr CHF 1'100, sondern CHF 1'800 aufgewendet werden. Als direkte Folge davon müsse die Eidgenossenschaft mit höheren Zinsen auf ihre Schulden rechnen. Wie Pascal Böni in der «NZZ» ausführte, sei die Schweiz vor der CS-Rettung in Europa führend gewesen bezüglich ihrem tiefen Kreditrisiko. Dieses sei nun gefährdet. Aus der durch den Zusammenschluss von UBS und CS akzentuierten Too-big-to-fail-Problematik schliesst Böni, dass auf den Bund und damit die Steuerzahler erhöhte Zinskosten in Milliardenhöhe zukommen könnten. Gemäss Aymo Brunetti, Professor für Ökonomie an der Universität Bern und Vater der Too-big-to-fail-Regeln, könnte eine potenzielle Rettung der «Monster-UBS» die Solidität des staatlichen Haushalts ernsthaft gefährden und den Bund im Extremfall in die Nähe eines Staatsbankrotts bringen. Brunetti fordert deshalb unseres Erachtens zu Recht, dass systemrelevante Banken ihr Eigenkapital substanziell erhöhen müssen. Darüber hinaus fordert der marktwirtschaftlich orientierte Wissenschaftler die Abschaffung der Staatsgarantie sämtlicher Kantonalbanken. Sie sei wettbewerbsverzerrend.

«Die Gefahr ist gross, dass wir irgendwann in einer ähnlichen Situation landen wie bei der CS... Eine Schreinerei wird auch nicht vom Staat gerettet, wenn sie in Schwierigkeiten gerät.»

Aymo Brunetti, Professor für Ökonomie an der Universität Bern, Interview in der «NZZ am Sonntag», 3. September 2023

Anfang September legte die Expertengruppe «Bankenstabilität», die vom Ökonomieprofessor Yvan Lengwiler präsiert wird, ihren Bericht mit Empfehlungen zum CS-Desaster vor. Sie kamen zu einem erstaunlichen Schluss: Ausser, dass die Finanzmarktaufsichtsbehörde

FINMA gestärkt werden müsse, sieht sie keinen Handlungsbedarf – auch nicht in der Höhe des Eigenkapitals der Mega-UBS. Der Ökonom und ehemalige Mitarbeiter der Schweizerischen Nationalbank, Ariel Jost, reagierte in der «NZZ» vom 4. September mit Unverständnis: «Diesen Expertenbericht hätte auch die Bankiervereinigung schreiben können.» Jost fordert von der UBS eine harte Eigenkapitalquote von 30 Prozent – das Fünf- bis Sechsfache des heutigen Werts. Die Forderung des Experten mag hoch, aber nicht unberechtigt sein. So zeigt ein Stresstest des Internationalen Währungsfonds (IMF), dass von 900 in 29 Ländern untersuchten Banken jede dritte in die Bredouille kommen würde, sollte die Weltwirtschaft in eine Stagflations-Phase mit niedrigem Wachstum und hoher Inflation eintreten. Offenbar ist der Anteil schwacher Banken beträchtlich. Nichtsdestotrotz wird die mächtige Bankenlobby alles tun, um Forderungen nach signifikant höheren Eigenmitteln im Keim zu ersticken. Deshalb gilt wohl: Nach dem Knall ist vor dem Knall.

«Die Definition von Wahnsinn ist, immer wieder das Gleiche zu tun und andere Ergebnisse zu erwarten.»

Albert Einstein, deutsch-amerikanischer Physiker (1879–1955)

Als Vermögensverwalter sind wir bekanntlich Anhänger von Realwerten, zu denen in erster Linie Aktien gehören. In einem Umfeld stark erhöhter Inflation und potenziell steigender Zinsen stellt sich nun aber die Frage, ob Aktien immer noch die richtige Wahl sind. Die britischen Professoren Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton geben zu dieser Frage in ihrem von der Credit Suisse jährlich herausgegebenen «Global Investment Returns Yearbook 2023» interessante Hinweise. Darin zeigen die Forscher für die Zeitperiode von 1900 bis 2022 auf, dass Aktien in 95 Prozent aller untersuchten Subperioden, welche Phasen von sehr hoher bis sehr tiefer Inflation abdecken, besser abschneiden als Anleihen. Selbst in den Top-5-Prozent-Phasen, in denen die Inflation am höchsten ist, rentieren Aktien

besser als Anleihen. Aktien würden in solchen Hochinflationphasen aufgrund steigender Zinsen zwar auch an Wert verlieren, aber deutlich weniger als Anleihen. Dimson, Marsh und Staunton weisen darauf hin, dass Anleihen einzig in den extremsten 5-Prozent-Niedrigstinflationphasen besser abschneiden als Aktien. Das war zum Beispiel in der Corona-Krise der Fall, als die Inflation in vielen Ländern um null herum lag oder sogar unter null sank und die Wirtschaft rezessiv war. Zwar steigen in solchen Extremphasen, die von tiefer Inflation, sinkenden Zinsen und oft auch einer Rezession begleitet sind, interessanterweise nicht nur die Anleihenurse, sondern – eher kontraintuitiv – aufgrund steigender Bewertungen auch die Aktien. Nur sind die Zuwächse bei den festverzinslichen Papieren in solchen Phasen *noch* grösser als bei den Dividendenpapieren. Um es auf den Punkt zu bringen: Wer darauf wetten will, dass Anleihen besser abschneiden als Aktien, erwartet im Grunde eine Rezession mit sinkender Inflation und sinkenden Zinsen. Allerdings gestalten sich dafür die Wettchancen als nicht besonders günstig, denn dieses ohnehin kaum vorhersehbare Szenario trifft bekanntlich nur sehr selten ein.

Zugunsten von Anleihen kann ins Feld geführt werden, dass sie in der kurzen Frist sicherer sind als Aktien. Auch wenn wir seit der im Jahr 2022 eingesetzten Zinswende einen veritablen Bond-Crash erlebt haben, ist im Regelfall die Schwankungsbreite von Anleihen deutlich geringer als bei Aktien. Aber sind Aktien auch in der langen Frist riskanter als Anleihen? Um eine Antwort auf diese Frage zu erhalten, haben Dimson, Marsh und Staunton errechnet, wie lange auf *realer*, inflationsbereinigter Basis eine Durststrecke für Investorinnen und Investoren dauern kann, wenn sie ihr Geld ausgerechnet zur Unzeit auf einem historischen *Höchststand* anlegen. Mit anderen Worten: Wie lange dauert es, wenn man prozyklisch auf einem Höchststand investiert, bis man auf *realer* Basis wieder im Plus ist? Bezogen auf den Weltaktienmarkt und für den Betrachtungshorizont von 1900 bis 2022 war es so, dass die längste Phase für Aktionäre, *inflationbereinigt* die zwischenzeitlichen Verluste wieder aufzuholen und die Nulllinie zu überschreiten, 22 Jahre betrug. Konkret: Wer zwischen dem

Ende des Ersten Weltkriegs und dem Beginn der Grossen Depression der 1920er-Jahre zur Unzeit in Aktien eingestiegen ist, hat nach einem erdbebenartigen Börsenschock auf realer Basis nach 22 Jahren sein Geld wieder zurück gehabt.

Wer nun argumentiert, dass diese lange Durststrecke die nicht zu unterschätzenden Risiken von Aktien reflektieren würde, hat sicherlich nicht unrecht. Allerdings: Für Besitzer von Anleihen sieht es (noch) viel übler aus. Bezogen auf den Weltanleihenmarkt betrug nämlich die längste Durststrecke, auf *realer* Basis die zwischenzeitlichen Verluste wieder aufzuholen, abenteuerliche 82 (!) Jahre. Wer während der Grossen Depression sein Geld zur Unzeit in Anleihen steckte, musste über acht Jahrzehnte warten, bis er auf inflationsbereinigter Basis sein Geld zurück hatte. Deutsche Anleihen landeten damals im Bankrott. Es ist folglich eine Illusion zu glauben, Anleihen seien *langfristig* risikoärmer als Aktien – das Gegenteil ist der Fall, insbesondere wenn das Gespenst der Teuerung mit ins Kalkül einbezogen wird. Deshalb ist es auch keine gute Idee von Anlegerinnen und Anlegern, in inflationären Zeiten über viele Jahre übermässig viel Geld auf ihren Konten oder in Anleihen zu parken – sie werden durch die Teuerung eiskalt enteignet.

«Jetzt verstehen wir besser, wie wenig wir über Inflation verstehen.»

[Jerome Powell, Präsident der amerikanischen Notenbank Fed](#)

Der Traum vieler Investorinnen und Investoren ist es, in Hausse-Phasen im Aktienmarkt investiert zu sein, um sodann Baissen, wie wir sie insbesondere im Jahr 2022 erleben mussten, möglichst zu vermeiden. Dabei stellt sich die Frage, wie realistisch der Wunsch nach erfolgreichem Timing tatsächlich ist. Der Journalist Erich Gerbl hat in der Juli-Ausgabe des Wirtschaftsmagazins «Bilanz» anhand des amerikanischen Aktienmarktes S&P 500 und für die Zeit von 1928 bis 2022 aufgezeigt, dass es in der fast 100-jährigen Periode insgesamt 27 Bullenmärkte gab. Dabei hielt er sich an eine verbreitete

Definition, dass ein Bullenmarkt so lange als Bullenmarkt gilt, bis der Aktienmarkt von einem einmal erreichten Höchststand um 20 Prozentpunkte korrigiert hat. In seiner Analyse stellte Gerbl fest, dass Bullenmärkte mit einer Dauer von 1'011 Tagen im Durchschnitt dreimal so lange dauern würden wie Bärenmärkte (diese dauern so lange, bis sich der Markt von einem einmal erreichten Tiefpunkt um 20 Prozentpunkte erholt hat), die im Durchschnitt «nur» etwa eine Länge von gut 300 Tagen aufweisen. Was sind die Gründe, dass Haussen offensichtlich viel länger dauern als Baissen?

Zwei Gründe sind dafür verantwortlich, die sehr wichtig für das Verständnis von Aktienbörsen und auch die Frage des Timings von Ein- und Ausstieg sind. Erstens: Wenn die Aktienmärkte einmal zu einer Korrektur ansetzen, geht es oft schneller respektive steiler runter als rauf. Dies liegt in der Natur des Menschen, der dazu neigt, in ökonomisch sowie politisch unruhigen Zeiten und angesichts sinkender Kurse in Panik zu geraten. Wenn Investorinnen und Investoren zum Ausgang rennen, rennen viele andere hinterher – der klassische Herdentrieb. Deshalb sind Baissen oft heftiger, aber kürzer als Haussen. Zweitens, und das ist der banalere, aber noch wichtigere Grund, dass Haussen länger dauern als Baissen: Langfristig *steigen* Aktienmärkte! Wachsende Volkswirtschaften, produktive Unternehmen und damit eine hohe Wertschöpfung sorgen dafür, dass Aktienmärkte in der langen Frist steigen. Mit anderen Worten: Haussen *müssen* im Durchschnitt länger dauern als Baissen, sonst kann der langfristige Trend von Aktienmärkten – und das wird auch in Zukunft so bleiben, wenn die Welt nicht untergeht – schwerlich steigend sein. Aufgrund dieser bedeutenden Tatsache vergleichen wir notorische Crash-Propheten gerne mit Schwimmern, die in Rotterdam in den Rhein springen und versuchen, rheinaufwärts (in Richtung Basel) schneller zu schwimmen als jemand, der die Strecke flussabwärts (also von Basel in Richtung Rotterdam) in Angriff nimmt. Wer auf Baissen setzt, schwimmt flussaufwärts, braucht viel mehr Kraft und wird das Rennen gegen den Strom auf Dauer garantiert verlieren – das ist mutig, wenn nicht sogar übermütig. Wer mit der Hoffnung auf gutes Timing versucht, eine Baisse zu

vermeiden und aus den Aktienmärkten aussteigt, ist ein Spekulant, der auf Dauer scheitern wird. Dies nicht zuletzt deshalb, weil in effizienten Märkten eine Prognose, wann genau eine Baisse einsetzen und wann sie enden wird, schlicht unmöglich ist. Aus diesem Grund bleiben wir, zumindest mit einem Grossteil der Anlagen, *immer* strategiekonform investiert und profitieren langfristig vom Treiben des Wassers.

«Wenn Du es liebst, ständig zu kaufen und zu verkaufen, dann möchte ich Dein Broker sein – aber nicht Dein Partner.»

Warren Buffett, legendärer Investor und Orakel von Omaha, Nebraska

Dass das Finden des perfekten Timings für den Ein- und Ausstieg ein Ding der Unmöglichkeit ist, unterstreicht eine Studie der Investmentbank Goldman Sachs. Wer von 1900 bis 2022 im amerikanischen S&P 500 investiert war, erzielte in dieser Zeit eine Durchschnittsrendite von jährlich 9,8 Prozent. Wer aber jeweils den besten Monat eines Jahres verpasste, schaffte es bloss auf eine jährliche Durchschnittsrendite von 1,8 Prozent. Wenn auch die Grundlage der Untersuchung etwas hypothetisch anmutet, so zeigt sie doch auf, dass aggressives Timing brandgefährlich sein kann, weil man riskiert, die beste Zeit zu verpassen. Wir können Ihnen versichern: Wer an Timing-Künste glaubt und aussteigt, um Verluste zu vermeiden, vermeidet in der Regel nicht Verluste, sondern verpasst im Gegenteil satte Gewinne. Auch dies liegt in der menschlichen Psyche: Die meisten Investorinnen und Investoren verkaufen in Panik, wenn die Märkte aufgrund miserabler politischer oder wirtschaftlicher Nachrichten am Taumeln sind. In der Folge wollen sie erst wieder einsteigen, wenn sich der trübe Börsenhimmel aufgehellt hat. Das ist prozyklisch und immer viel zu spät, denn nach ihrem angstgetriebenen Ausstieg steigen die Aktien bereits wieder an, wenn nur schon ein schwaches Lichtlein am Ende des Tunnels zu erkennen ist. Aktien erreichen dann ihren Tiefpunkt,

wenn die Aussichten am trübsten sind. Wenn die Sonne wieder scheint und der Himmel wolkenlos ist, erreichen sie neue Höchststände.

«Kaufen Sie Aktien, nehmen Sie Schlaftabletten, und schauen Sie alle Papiere nicht mehr an. Nach vielen Jahren werden Sie sehen: Sie sind reich.»

André Kostolany, ungarisch-amerikanischer Börsenspekulant, Entertainer und Buchautor (1906–1999)

Nachdem wir uns in unserem Kundenschreiben von Anfang Juli zurückhaltend zu Schwellenmarktanlagen geäussert haben, wollen wir unserer kritischen Sicht nochmals Nachdruck verleihen. Die unumstrittene Lokomotive unter den Emerging Markets ist China. Nach dem Ende der Null-Covid-Politik war sich die Anlegerwelt einig, dass das Reich der Mitte im Jahr 2023 eine Auferstehung erleben würde. Sie wurde arg enttäuscht – die Wirtschaft der Volksrepublik kommt schlicht nicht in die Gänge. Entscheidend für die Beurteilung von Schwellenmarktanlagen ist aber die lange Frist. Im «Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2023» geben die britischen Professoren Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton einen repräsentativen Überblick über die Performance von Emerging Markets im Vergleich zu den etablierten Westmärkten. Wer in der Zeitperiode von 1900 bis 2022 in Aktien der Emerging Markets investiert hat, erzielte eine jährliche Performance von 6,8 Prozent – aus USD 1 resultierte ein Endvermögen von USD 3'249. In derselben Periode warfen Aktien der entwickelten Industrieländer jährlich 8,2 Prozent ab – aus USD 1 resultierte ein Endvermögen von USD 16'505, also das Fünffache. Dazu kommt, dass die Schwankungsrisiken von Schwellenmarktaktien erst noch höher sind als diejenigen von Aktien der Industrienationen. Nicht besser sieht es bei Anleihen der Schwellenmärkte aus. Sie warfen in der langen Frist eine jährliche Rendite von 2,6 Prozent ab – aus USD 1

resultierte ein Endvermögen von gerade einmal USD 23. Im Vergleich dazu rentierten Anleihen der entwickelten Länder mit jährlich 4,5 Prozent – aus USD 1 wurden am Ende USD 217 und somit fast das Zehnfache.

«Der Zinseszinsseffekt ist das achte Weltwunder. Wer ihn versteht, verdient daran, alle anderen bezahlen ihn.»

Albert Einstein, deutsch-amerikanischer Physiker (1879–1955)

Die sogenannten Brics-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika) bemühen sich seit längerer Zeit, eine eigene Brics-Handelswährung als Konkurrenz zum Dollar ins Leben zu rufen. Immerhin leben 40 Prozent der Weltbevölkerung in diesen Staaten, die rund 26 Prozent des globalen Bruttoinlandprodukts stellen. Hat das Projekt eine Chance? Der britische Ökonom Jim O'Neill, der kurz nach der Jahrtausendwende die Abkürzung Bric (Südafrika kam erst später dazu) prägte, meldete sich im August in der «Financial Times» zu Wort. Obwohl er die Vorherrschaft des Dollars nicht unkritisch sieht, fragt er an die Adresse der Brics-Staaten: «Wollen sie eine Brics-Zentralbank schaffen? Wie das?» O'Neill bezeichnet das Projekt als «lächerlich», denn seit ihrem ersten Treffen im Jahr 2009 hätten die Brics schlicht «nichts erreicht» – ein vernichtendes, aber wohl realistisches Fazit. Dieses wird noch bekräftigt, wenn man einen Blick auf die sechs Länder wirft, die per 1. Januar dieses Jahres zum Brics-Klub dazugestossen sind: Es sind dies Saudi-Arabien, Iran, die Vereinigten Arabischen Emirate, Argentinien, Ägypten und Äthiopien. Insgesamt sollen rund 40 Länder ein Interesse an einem Beitritt haben. Dass aus einem Gruselkabinett besonders menschenverachtender Gwaltherrschaften eine Währung gezaubert werden kann, die das Vertrauen von Investoren verdient, ist nach unserer Überzeugung reine Utopie.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) schrieb in ihrem Ende Juni veröffentlichten Finanzstabilitätsbericht, Einfamilienhäuser und Stockwerkeigentum seien

zwischen 15 und 40 Prozent überbewertet. Trotzdem bestand für die Anhänger von «Betongold» lange die Hoffnung, dass die Immobilienpreise im Kontrast zu Anleihen und Aktien von der eingetretenen Zinswende verschont bleiben würden. Nun mehren sich die Stimmen, dass die Blase, die sich in etlichen Regionen der Schweiz gebildet hat, Luft ablässt. Die Hoffnung auf eine Fortsetzung der langjährigen Hausse ist zwischenzeitlich sowohl in der Schweiz als auch in Deutschland geplatzt. So zeigt sich, dass sich auch Renditeliegenschaften der Schwerkraft der Zinsentwicklung nicht entziehen können. Gemäss dem Beratungsunternehmen Fahrländer Partner haben die Preise für Immobilien in der Schweiz um deutlich über 10 Prozent korrigiert – das gilt gleichermaßen für Mehrfamilienhäuser, Büroliegenschaften und gemischte Nutzungen. Am Kapitalmarkt bestätigt sich dieses Bild: Ein Grossteil der Immobilien-Fonds und -Aktiengesellschaften werden an der Börse mit einem starken Abschlag gegenüber dem ausgewiesenen Inventarwert gehandelt – noch vor zwei Jahren war es umgekehrt. Zu hohe buchhalterische Werte werden in Zukunft wohl nach unten angepasst werden müssen.

«Es war völlig klar, dass diese Trendwende kommen würde, wir wussten bloss nicht wann.»

Ernst Schaufelberger, Präsident des Verwaltungsrates der Immobilienengesellschaft Intershop, «NZZ am Sonntag», 13. August 2023

Andreas Loepfe, Immobilienökonom und CEO des Beratungsunternehmens Inreim, liess in der «NZZ am Sonntag» durchblicken, dass Transaktionen mit Mehrfamilienhäusern und Büroimmobilien je nach Schätzung um 50 bis 80 Prozent eingebrochen seien: «Versicherungen und auch andere institutionelle Investoren haben ihre Anlagen in Schweizer Immobilien heruntergefahren oder vorläufig sogar ganz eingestellt.» Tatsächlich ist von vielen Marktkennern zu hören, dass ein Verkauf eines Objekts anspruchsvoller geworden ist und es oft viel länger dauert, bis ein Käufer – nicht selten mit Preisnachlässen – gefunden wird.

Ob die Korrektur an den Immobilienmärkten damit bereits einen Boden gefunden hat, ist zumindest fraglich. So hat sich die Erhöhung der Leitzinsen bis jetzt noch kaum spürbar auf die Belastung der Hypothekarschuldner ausgewirkt, da diese ihre Kredite noch zu tiefen Zinsen aufnehmen konnten. Gemäss dem Bundesamt für Wohnungswesen lag im vergangenen Jahr die durchschnittliche Zinslast auf alle laufenden Hypotheken noch bei 1,5 Prozent. Müssen diese inskünftig bei Sätzen von 3 oder mehr Prozent erneuert werden, droht eine sogenannte «Refinanzierungsmauer» respektive eine Verdoppelung der Zinslast. Im laufenden Jahr werden laut dem Immobilienberater Moneypark um die CHF 130 Mrd. an Hypotheken erneuert, auf welche bislang nur gerade 1,4 Prozent an Zinsen bezahlt werden. Sodann werden im Jahr 2025 CHF 130 Mrd. und im Jahr 2026 CHF 140 Mrd. zur Erneuerung fällig, die im Durchschnitt zu 1,35 respektive 1,3 Prozent verzinst werden. Innerhalb von drei Jahren wird mit CHF 400 Mrd. somit ein Drittel des gesamtschweizerischen Hypothekarvolumens zur Erneuerung fällig. Dieses reflektiert mit CHF 1'200 Mrd. das Anderthalbfache des schweizerischen BIP, was Weltrekord bedeutet – wir Schweizer sind zwar bewunderte Vorbilder bei den Staatsschulden, bei privaten Schulden hingegen lieben wir das Risiko. Es liegt auf der Hand: Die Zinswende kommt im Immobilienbereich mit Verzögerung an – dies aber mit Bestimmtheit. Das birgt Risiken nicht nur für Eigenheimbesitzer, sondern auch für kreditgebende Banken.

«Insgesamt ist der Wohnimmobilienmarkt anfällig – die Preisempfindlichkeit gegenüber Schocks ist erhöht.»

Schweizerische Nationalbank, Finanzstabilitätsbericht 2023

Wir erinnern uns: In den 1990er-Jahren gingen im Zuge einer monumentalen Immobilienkrise unzählige Kantonal- und Regionalbanken unter oder wurden übernommen. Zwangsversteigerungen häuften sich und viele Banken wurden unfreiwillig zu Eigentümern von Büro-,

Einfamilien- sowie Mehrfamilienhäusern, Gewerbebauten und Hotels. Auch wenn die Banken heute betonen, sie hätten aus der Geschichte gelernt, beobachtet die schweizerische Aufsichtsbehörde FINMA gemäss einem Beitrag der «Zuger Zeitung» vom 9. Oktober seit geraumer Zeit, dass etliche Banken nicht nachhaltige Vergabekriterien für Hypotheken anwenden würden. So würden sie die Tragbarkeitsrichtlinien der Kreditnehmenden tendenziell verletzen. Bei einem Zins von 3 Prozent sähen gemäss FINMA 20 bis 30 Prozent aller neuen Hypotheken wackelig aus, weil sämtliche Mieteinnahmen dafür verwendet werden müssten, um die Hypothekarzinsen zu bezahlen. Das sind wahrlich düstere Perspektiven, die es im Auge zu behalten gilt. Wir können es nicht genug betonen: Überschätzen Sie nicht die realistisch zu erzielende Nettoertragsrate nach Abzug von Unterhalts- und Sanierungsbeiträgen, unterschätzen Sie nicht die effektiven Risiken ihres Wohneigentums und sorgen Sie dafür, dass Sie immer konservativ finanziert sind – nicht, dass Sie im dümmsten Moment von Ihrer Bank unter Druck gesetzt werden, um Ihre Hypotheken zu amortisieren. Eine tiefe oder gar keine Fremdfinanzierung sorgt für Beruhigung. Ähnlich wie bei Aktien gilt auch bei Immobilien das Motto: Die Unabhängigkeit von Banken und Bankern ist von fundamentaler Bedeutung.

«Ein Bankier ist ein Mensch, der seinen Schirm verleiht, wenn die Sonne scheint, und ihn sofort zurückhaben will, wenn es zu regnen beginnt.»

Mark Twain, amerikanischer Schriftsteller (1835–1910)

Bereits grösser ausgefallen als in der Schweiz sind gemäss Experten die Preiskorrekturen in Deutschland, Italien, Australien, Kanada und in den Vereinigten Staaten von Amerika, die mit weit höheren Zinsen und Inflationsraten zu kämpfen haben. Wie schwierig das Terrain im Immobilienmarkt Deutschland ist, zeigt das Beispiel des Immobilieninvestors Peach Property. Das Unternehmen investiert vor allem in Mietwohnungen

sogenannter B-Städte in Deutschland. Über 90 Prozent des EUR 2,5 Mrd. umfassenden Portfolios sind in mehr als 27'500 Wohnungen investiert. Die Aktie von Peach Property hat seit ihrem Höchststand im Jahr 2021 über 80 Prozent ihres Kurswertes verloren und notiert nahe an ihrem Allzeittief.

Die Europäische Zentralbank (EZB) warnte Ende Mai im Zuge der Zinswende vor einer «ungeordneten Korrektur» der Immobilienpreise. Die Weltbank wiederum sorgt sich um europäische Immobilienfirmen, die in den kommenden Jahren ausstehende Schulden im Gegenwert von CHF 165 Mrd. zu deutlich höheren Zinssätzen erneuern müssen. Geradezu spektakulär erscheint in diesem Zusammenhang der Kollaps der Signa Holding rund um den österreichischen Immobilienmogul und Wunderwuzzi René Benko. Erstaunlich an diesem Fall ist die Tatsache, dass sich erfolgreiche Persönlichkeiten wie Klaus-Michael Kühne (Kühne und Nagel), Ernst Tanner (Lindt & Sprüngli), der Thurgauer Kaffeemaschinenhersteller Arthur Eugster, der deutsche Fressnapf-Gründer Torsten Toeller, der österreichische Baulöwe Hans Peter Haselsteiner und der deutsche Unternehmensberater Roland Berger vom intransparenten und mit Milliardenkrediten in luftige Höhen gehobelten Konstrukt dieses Kaufhaus-Zampanos blenden und verführen liessen. In Schweden ist der Immobilienkoloss SBB schon im vergangenen Mai in Schieflage geraten. In den USA sind viele Häuserpreise um rund 20 und Büroliegenschaften um 30 Prozent eingebrochen. Geradezu aus den Fugen geraten ist der Immobilienmarkt im krisengeschüttelten China. Der bereits vor zwei Jahren ins Wanken geratene Immobilienentwickler Evergrande beantragte im August Gläubigerschutz. Gleichzeitig kam auch die mit USD 194 Mrd. verschuldete Country Garden in die Bredouille. In China, wo 70 Prozent der Privatvermögen in Immobilien stecken, sollen rund 100 Millionen Wohnungen leer stehen. Weil in der Volksrepublik der Boden einzig und allein dem Staat gehört, können Privatpersonen und Unternehmen nur Nutzungsrechte erwerben. Da aber erfahrungsgemäss der Baugrund der langfristig wertvermehrende Faktor einer Immobilie darstellt und nicht der Beton, ist in China der Druck auf die Häuserpreise besonders gross.

«Die Blase am Immobilienmarkt in China hat sich über eine lange Zeit hinweg entwickelt, sie ist eine der grössten in der Geschichte.»

Jim Rogers, amerikanischer Investor und Rohstoff-Guru sowie früherer Partner von George Soros

Erinnern Sie sich an die unzähligen osteuropäischen Häuslebauer, die in der Zeit der Finanzkrise Kredite im tiefverzinslichen Schweizer Franken aufnahmen, um damit ihre Wohnungen und Häuser in Polen und Ungarn zu finanzieren? Damit glaubten sie, besonders schlau zu sein, denn die Hypothekarzinsen in Schweizer Franken liegen notorisch um mehrere Prozentpunkte tiefer als diejenigen in Forint oder Zloty. Damals wurden in Polen und Ungarn bis zu 80 Prozent aller Kredite in Schweizer Franken vergeben – mit fatalen Folgen für die Eigenheimbesitzer. Bis zur Rückzahlung der Hypothekarkredite werteten sich nämlich sowohl der ungarische Forint als auch der polnische Zloty um die Hälfte gegenüber dem Schweizer Franken ab. Die ungarischen und polnischen Häuslebauer mussten in der Folge doppelt so viele Forint und Zloty aufwenden, um ihren Franken-Kredit zurückzuzahlen. Der Zinsvorteil war mehr als aufgebraucht und der Wert ihrer Wohnung oder ihres Hauses deckte den Franken-Kredit nicht mehr. Viele Eigenheimbesitzer rasselten in die Pleite. Sie missachteten die simple Regel der Zinsparität: Währungen, in denen die Inflation und damit auch das Zinsniveau hoch sind, sind langfristig schwach. Forint und Zloty schwächen sich nach dieser simplen Logik langfristig in der Höhe der Zinsdifferenz zum Schweizer Franken ab. Wäre dem nicht so, könnten wir risikoloses Geld verdienen, indem wir Kredite zu 3 Prozent in Schweizer Franken aufnehmen und diese zu 5 Prozent in Dollar oder zu 23 Prozent in türkischer Lira anlegen würden.

«Wohnungen sind zum Wohnen da, nicht zum Spekulieren.»

[Xi Jinping, Staatspräsident der Volksrepublik China](#)

Trotz dieser Gesetzmässigkeit wiederholt sich die Geschichte gerade in ähnlicher Form. Viele Investorinnen und Investoren verschulden sich in Schweizer Franken und insbesondere im japanischen Yen, um das geborgene Geld höherverzinslich anzulegen. In Japan verharren die Zinsen aufgrund der persistenten Tiefzinspolitik der Bank of Japan, ganz im Gegensatz zu Regionen wie die Vereinigten Staaten von Amerika oder Europa, nahe an der Nulllinie. Das auf Pump aufgenommene Geld wird sodann in höherverzinsliche Währungen im osteuropäischen und südamerikanischen Raum angelegt. Für Anleger, die sich in Yen zu 1 Prozent verschulden und den Gegenwert zu 11 Prozent in kolumbianischen Peso anlegen, war das in jüngerer Vergangenheit ein Bombengeschäft. So haben sowohl der kolumbianische als auch der mexikanische Peso im abgelaufenen Jahr gegenüber dem Schweizer Franken stark zugelegt. Auch der polnische Zloty und der ungarische Forint haben deutliche Zuwächse verzeichnet. Die Strategie, tiefverzinsliche Kredite aufzunehmen und diese in höherverzinslichen Währungen anzulegen, wird in der Fachsprache als Carry Trade bezeichnet. Ob das Spiel der Carry Trader diesmal gut enden wird? Wir haben unsere Zweifel. Es ist wohl nur eine Frage der Zeit, bis sich das Carry-Trade-Blutbad wiederholt, denn für die notorischen Schwachwährungen aus Kolumbien, Mexiko, Polen oder Ungarn gilt naturgemäss das Gesetz der Schwerkraft. Dieses besagt, dass sie aufgrund hoher Inflation und Zinsen langfristig zur Schwäche neigen. Für viele Carry Trader und Hedge Funds wird es ein böses Erwachen geben, wenn ein Währungszerfall die Zinsgewinne ausradieren wird.

Gezockt wird auch mit Kryptowährungen. Aus früheren Kundenbriefen sowie publizierten Fachartikeln kennen Sie unsere Meinung zu digitalem Geld. Bitcoin hat keinen intrinsischen Wert, wirft weder einen Zins noch eine Dividende ab und reflektiert einzig die Hoffnung, dass einem jemand die gekauften Coins zu einem

höheren Preis abkauft – despektierlich wird diese Art von Hoffnung auch als «Greater-Fool-Phänomen» bezeichnet. Man hofft auf einen noch Verrückteren, der einem das digitale Geld mit Gewinn abnimmt. Nun ist als erste Staatsbank der Schweiz die Zuger Kantonalbank, über die wir als Depotbank zahlreicher unserer Kunden eine vertrauensvolle und gute Zusammenarbeit pflegen, in das Geschäft mit Kryptowährungen eingestiegen. Kunden können über die Bank seit dem 1. Oktober Bitcoin, Ethereum, Litecoin, Polygon, Ripple und Uniswap kaufen sowie verwahren lassen. Auf die Frage, was die Gründe der Bank sind, ins Kryptogeschäft einzusteigen, liess sich ihr CEO, Hanspeter Rhyner, in der «Finanz und Wirtschaft» wie folgt zitieren: «Die Anfragen zu Investitionen in digitale Assets haben sich in letzter Zeit gehäuft» – insbesondere auch bei Privatinvestoren. Die Antwort ist erfrischend ehrlich und entlarvend zugleich. Banken bieten nicht in erster Linie Anlagen und Produkte an, von denen sie auch selber überzeugt sind, sondern was gerade Mode ist und nachgefragt wird. Ob eine Anlage aus Investorensicht sinnvoll ist oder nicht, ist von zweitrangiger Bedeutung. Mit dem Kryptoangebot will die Zuger Kantonalbank ihr Kommissionsgeschäft steigern. Gemäss Pressebericht betragen die Gebühren auf Transaktionen von bis zu CHF 50'000 lukrative 1,3 Prozent. Während die Luzerner Kantonalbank ihre Kunden seit Jahresbeginn ebenfalls mit Kryptoanlagen beglückt, arbeitet die PostFinance an einem Angebot für ihre 2,5 Millionen Kunden ab dem Jahr 2024. Ufff, wenn das nur gut geht. Definitiv nicht gut steht es um die im Crypto-Valley Zug domizilierte Kryptohandelsplattform SmartValor, die im Februar 2022 mit viel Marketinglärm an die Börse gegangen ist. Seither haben Anleger satte 97 Prozent ihres Geldes verloren. Die Hoffnung auf Besserung stirbt bekanntlich zuletzt.

«Niemand war je in der Lage, die Börse vorherzusagen. Es ist eine totale Zeitverschwendung.»

[Peter Lynch, legendärer amerikanischer Investor und Fondsmanager](#)

Was ist nun für das gerade begonnene Börsenjahr an Rendite zu erwarten? Sie wissen es: Wir wissen es nicht, denn von kurzfristigen Prognosen halten wir nichts. Bleiben wir aber realistisch, was unsere Renditeerwartungen anbelangt. Aufgrund der Aufzeichnungen der Genfer Privatbank Pictet, die bis ins Jahr 1926 zurückgehen, wissen wir, dass Schweizer Aktien in gut 73 Prozent aller Jahre eine positive Rendite abwarfen. Immerhin in mehr als jedem vierten Kalenderjahr hatten die Renditen von Schweizer Aktien aber ein negatives Vorzeichen. Es sind genau diese negativen Resultate, die wir aushalten müssen – im Nichtwissen, wann sie eintreten. Sie sind der Preis für die langfristig überragende Rendite von Schweizer Aktien, die über die Zeitperiode von 97 Jahren nominal bei jährlich 7,7 Prozent und real bei 5,6 Prozent lag – bei Anleihen waren es jährlich 3,9 respektive 2,0 Prozent. Vergleichen wir diese historischen Renditen mit den subjektiven Renditeerwartungen von 8'550 Privatanlegern, die von Natixis Investment Managers, einem französischen Vermögensverwalter, befragt wurden, so ergibt sich eine erschreckende Diskrepanz. Während Schweizer Privatinvestoren langfristig eine bereits utopische *Realrendite* von jährlich 9,6 Prozent erwarten, liegt der entsprechende Wert bei den befragten internationalen Anlegern bei sagenhaften 12,8 Prozent – nominal liegen diese Werte sogar noch um rund 2 Prozentpunkte höher. Das ist natürlich kolossales, unverünftiges Wunschdenken und jenseits jeglicher Realität.

Wenn Sie nun glauben, zu hohe Renditeerwartungen seien «nur» der Naivität von uninformierten Privatanlegern geschuldet, täuschen Sie sich. Auch Schweizer Lebensversicherer – die bekannteste ist Swiss Life – versprechen massiv höhere Renditen, als ihre Kunden eigentlich erwarten dürften. Dies geht aus einer Medienmitteilung der Finanzmarktaufsicht FINMA von Ende August hervor. Bei fondsgebundenen Lebensversicherungen seien die Renditeversprechen systematisch zu hoch, wie die Untersuchung der FINMA für die Zeitperiode von Januar 2020 bis März 2021 bei insgesamt 85'000 Versicherungsabschlüssen ergeben hat. «Über 90 Prozent der von der FINMA untersuchten Beispielrechnungen weisen teilweise weit zu optimistische Renditeentwicklungen aus», sagt ad-interim-Direktorin Birgit

Rutishauser. Ganz besonders gelte dies für ungünstige Szenarien, die aufzeigen sollten, wie hoch die Rendite ausfällt, wenn starke Zinsanstiege oder Börsenkorrekturen auf die Performance drücken. «Die Versicherer wiesen hier im Untersuchungszeitraum sogar bei der Annahme eines schlechten Verlaufs der Anlage Werte aus, die weit über der risikolosen Rendite liegen», so Rutishauser. So hätten einige Versicherer in diesem üblen Szenario eine Rendite von 3,5 Prozent in Aussicht gestellt, obwohl der risikofreie Zins im gleichen Zeitraum negativ war. Mit Verlaub: Das ist nicht nur schönfärberisch, sondern schlicht unseriös.

«Die Welt will betrogen werden, also betrügen wir sie – das wussten schon die alten Römer.»

Andreas Loeffe, Immobilienexperte und Geschäftsführer von Inreim

Eine fragwürdige Praxis bezüglich erwarteter oder erzielter Renditen treffen wir leider regelmässig auch in der Banken- und Vermögensverwalterwelt an. Bei potenziellen Neuakquisitionen stehen wir bekanntlich im harten Wettbewerb mit Gross-, Privat- und Kantonalbanken sowie unabhängigen Vermögensverwaltern. Private und vor allem institutionelle Investoren wie Pensionskassen wollen vor einer möglichen Zusammenarbeit jeweils wissen, wie hoch denn unsere zu erwartende Rendite für die Zukunft und unsere Performance in der Vergangenheit ausgefallen sei. Es ist für uns eine Frage der Ehre, der Ehrlichkeit und des Anstandes, realistische und wahrheitsgetreue Angaben und Versprechen zu machen. Das sind wir unseren Kundinnen und Kunden schuldig, auch wenn wir mit dieser Haltung zu den Ausnahmen in der Branche gehören. Da wird geblufft, geprahlt, beschönigt und gelogen, dass sich die Balken biegen. Ein Beispiel: Bei einer im Grunde seriösen Bank führen wir einige Mandate von Kunden, die sowohl von der Bank wie auch von uns seit vielen Jahren ein Portfolio verwalten lassen. Von diesen Kunden erfahren wir jeweils am Jahresende, wie unsere Wettbewerber bezüglich Performance abgeschnitten haben. Diese

Renditen notieren wir fein säuberlich in unseren Akten, um einen langjährigen Vergleich unserer Anlageleistung mit der Konkurrenz zu erhalten.

Vor einiger Zeit interessierte sich eine Unternehmerpersönlichkeit für unsere Dienstleistung. Im Gespräch teilte sie uns mit, dass ihre Entscheidung für die Vergabe eines Mandates zwischen uns und der besagten Bank fallen würde. Was wir im Verlauf des Akquisitionsprozesses mit blankem Erstaunen feststellten, war geradezu abenteuerlich. Die von der Bank für die Vergangenheit angegebenen Performance-Zahlen lagen in einzelnen Jahren um glatte 10 Prozentpunkte (!) über dem, was sie gemäss unseren Aufzeichnungen tatsächlich erzielt hat – eine ungeheuerliche Schönung der Tatsachen. Leider stellen wir diese Praxis öfters fest – potenzielle Kunden werden für dumm verkauft. Wir können es nicht genug betonen: Selbstverständlich ist die Performance eines Vermögensverwalters am Ende des Tages von vorrangiger Bedeutung und Ausfluss einer erfolgreichen Anlagephilosophie. Aber wählen Sie einen Geldmanager *niemals* aufgrund seiner Renditeversprechen oder aufgrund seiner angeblich in der Vergangenheit erzielten Renditen aus. Die Wahrscheinlichkeit, dass er Fakten negiert, verzerrt und beschönigt, ist hoch – zumal es in einer Bank in der Regel eine einheitlich messbare Strategie schon gar nicht gibt, weil oft eine «Wünsch-Dir-was-Politik» gegenüber den Kunden praktiziert wird. So antwortet der CIO der Zürcher Kantonalbank in einem gesponserten Interview mit der «NZZ» auf die Frage, wie viele Anlagestrategien die ZKB für die unterschiedlichen Risikoprofile denn habe: «Mittlerweile haben wir rund 2'300...» 2'300 Anlagestrategien! Da wird es naturgemäss immer ein paar Strategien geben, die in einer bestimmten Zeitperiode überdurchschnittlich gut abschneiden. Um es auf den Punkt zu bringen: Wenn Sie 20 Banken und Vermögensverwalter fragen, ob sie in der Vergangenheit eine überdurchschnittliche Anlageleistung erbracht haben oder nicht, werden ihnen mutmasslich 100 Prozent der 20 Dienstleister bestätigen, dass sie zumindest zur besseren Hälfte, vermutlich sogar zu den besten 20 Prozent aller Anbieter gehören würden. Das Resultat dürfte noch viel eindrücklicher ausfallen als bei Umfragen, die ermitteln, wie Autofah-

rer ihre Fähigkeiten im Quervergleich mit der Durchschnittsbevölkerung einschätzen. Bei dieser Befragung sind es «nur» etwa 80 Prozent, die von sich behaupten, sie würden überdurchschnittlich gut Auto fahren – auch dies natürlich eine statistische Unmöglichkeit.

«Die Statistik ist wie eine Laterne im Hafen. Sie dient dem betrunkenen Seemann mehr als Halt als zur Erleuchtung.»

Hermann Josef Abs, deutscher Bankier (1901–1994)

Bleiben wir auf dem Boden und vor allem ehrlich, was unsere Erwartungen an die zukünftig zu erwartende Rendite anbelangt. Während in der Referenzwährung Schweizer Franken mit Aktien eine nominelle Rendite (Kurssteigerungen plus Dividenden) von jährlich 6 bis 8 Prozent – real entspricht dies rund 4,5 bis 6,5 Prozent – realistisch erscheint, darf bei qualitativ erstklassigen Anleihen mit nominell 1,0 bis 1,5 Prozent – real entspricht das einer schwarzen Null – gerechnet werden. In der Referenzwährung Euro liegen die Renditeerwartungen um gut 1 Prozent höher, weil parallel dazu auch das Zinsniveau höher liegt. Um es im Jargon des schweizerischen Nationalsports «Jassen» respektive dem beliebten «Differenzler» auszudrücken: Wir sagen lieber realistisch an, um am Ende nicht an einer zu grossen Differenz zu scheitern.

Auch im Umgang mit dem Thema nachhaltiger Anlagen ist Realitätssinn gefordert. In früheren Kundenbriefen haben wir uns ausführlich zur ESG-Thematik und zur Problematik des Greenwashing geäussert. Nun hat gemäss Berichten der «Schweiz am Wochenende» und der «Zuger Zeitung» die schweizerische Post eines der grössten privaten Waldgebiete Thüringens im Umfang von 2'400 Hektaren gekauft. Der Staatskonzern hat sich zum Ziel gesetzt, ab 2023 klimaneutral zu sein. Der Verkäufer des Waldes ist Prinz Michael von Sachsen-Weimar-Eisenach. Seine Tochter, Prinzessin Leonie, möchte sich nicht mehr mit dem Zillbacher Forst, der aus Kiefern, Lärchen, Fichten und Buchen besteht, ab-

mühen. Gemäss Presseberichten erhielt der Prinz für den Verkauf rund EUR 60 Mio., was das Mehrfache des von Marktbeobachtern geschätzten Werts reflektiert. Die Post geht davon aus, dass durch das deutsche Waldengagement jährlich an die 9'000 Tonnen Kohlendioxid (CO₂) gebunden werden könnten. Nun wurde im September publik, dass das Waldstück bereits in der Klimabuchhaltung Deutschlands eingerechnet sei – es besteht somit der Verdacht, dass doppelt gezählt wird. Was die schweizerische Post betreibe, sei «übelstes Greenwashing», sagte denn auch Sebastian Rüter vom Hamburger Thünen-Institut für Holzforschung der deutschen Wochenzeitung «Die Zeit» – die Post spricht ihrerseits lieber von «unterschiedlichen Bilanzkreisen». Was die Post unter «unterschiedlichen Bilanzkreisen» genau versteht und was sie antreibt, in Deutschland Waldwirtschaft zu betreiben, entzieht sich unserer Kenntnis. Fest steht, dass sich die Umwelt durch ihren Erwerb kaum verbessert, denn der Wald hat vorher schon bestanden – einfach unter einem anderen Besitzer.

Eine hartnäckig hohe Kerninflation, eine weltweit immer höhere Staatsverschuldung, ein erstaunlich robuster Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten von Amerika und der Wegfall der Anleihenkäufe des Fed haben im vergangenen Jahr dazu beigetragen, dass die Zinsen der führenden Industriestaaten im Jahresverlauf kräftig angezogen haben. In Europa und in den USA sind die Zinssätze auf das Niveau von 2007 zurückgekehrt. Von einer wirtschaftlichen Abschwächung oder gar einer Rezession, wie sie viele Auguren zu Beginn des Jahres 2023 erwartet haben, ist bisher wenig zu spüren. Als Folge davon erreichten 10-jährige Staatspapiere in den USA zwischenzeitlich ein Zinsniveau von rund 5, in Deutschland rund 3 und in der Schweiz immerhin wieder deutlich über 1 Prozent. Es ist noch nicht lange her, seit diese Sätze nahe bei null oder sogar negativ notierten. Als Folge dieses Zinsanstiegs konnte ein veritabler Anleihen-Crash beobachtet werden. Wer im Frühjahr 2020 20-jährige US-Staatsanleihen kaufte, hat zwischenzeitlich mehr als 50 Prozent seines Einsatzes verloren. Zum Vergleich: Der amerikanische Aktienmarkt verlor in der historischen Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 mit 55 Prozent nur unwesentlich mehr. Wer sich auf der

Jagd nach positiver Rendite im Sommer 2020 entschied, 100-jährige österreichische Staatsanleihen zu kaufen, hat vom erreichten Höchststand sogar rund 70 Prozent verloren. Unser Fokus auf Anleihen mit erstklassiger Bonität und kurzen bis mittleren Laufzeiten hat unsere Kunden vor derartigen Schäden bewahrt.

«Der Gescheiterte gibt nach! Eine traurige Wahrheit. Sie begründet die Weltherrschaft der Dummheit.»

Marie Ebner von Eschenbach, mährisch-österreichische Schriftstellerin (1830–1916)

Per Mitte Dezember (Drucklegung des vorliegenden Kundenbriefs) lässt sich sagen, dass zwar kein berauschendes, aber durchaus ordentliches Anlagejahr hinter uns liegt. Die Euphorie nach den Verlusten des Vorjahres, die die Märkte zu Beginn des Jahres versprühten, legte sich im Laufe des Jahres einerseits deshalb, weil sich die hohe Inflation als hartnäckiger erweist als erhofft. Andererseits akzentuierten sich die Ängste der Anleger, als die Hamas im Oktober überraschend Israel angriff. In der Folge gerieten die Aktienmärkte unter Druck. Aus unserer Perspektive erfreulich ist die Tatsache, dass wir nach dem rekordverdächtigen Vorsprung, den wir im relativen Vergleich zu relevanten Indizes und Wettbewerbern im Jahr 2022 erzielen konnten, mit unserer Aktienausswahl auch im Jahr 2023 überzeugten – trotz dem Boom hoch bewerteter und riskanter Technologiewerte, die wir untergewichtet halten. Im Hinblick auf die (unsicheren) Zukunftsaussichten ist positiv zu werten, dass die Zinsen in den vergangenen zwei Jahren kräftig angezogen haben. Erstens werfen festverzinsliche Anlagen wieder einen signifikanten Zins ab – wenn auch real nicht viel übrig bleibt. Zweitens, und das ist das Entscheidende, hat sich durch die seit 2022 eingesetzte Aktienkorrektur auch die Bewertung der Dividendenpapiere an das höhere Zinsniveau angepasst. Tiefere Aktienbewertungen bedeuten in der Folge höhere Renditeerwartungen für die Zukunft. Im Grunde wussten wir alle, als die Zinsen für Jahre im negativen

Bereich verharren, dass irgendeinmal die Zinsen steigen und wir durch das Tal der Tränen gehen müssen. Steigende Inflation und Zinsen drücken vorübergehend auf die Bewertung – nur wusste niemand, wann dies der Fall sein würde. Dieser schmerzliche Prozess erfasst erfahrungsgemäss zuallererst die liquiden Kapitalmärkte der Anleihen und Aktien. Mit Verzögerung erfolgt der Anpassungsprozess auch bei illiquiden Segmenten wie Immobilien und Private Equity. Bei aller Unwissenheit, was die Zukunft bringen wird, macht uns das bezüglich der mittel- und längerfristigen Aussichten für Aktien optimistisch – nicht zuletzt auch deshalb, weil die führenden Notenbanken der Welt in ihrem Kampf gegen die hohe Inflation auf gutem Weg zu sein scheinen.

Für das neue Jahr 2024 wünschen wir Ihnen und Ihren Lieben das Beste, vor allen Dingen 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



Fragwürdige Akzente in der Vermögensanlage

Pirmin Hotz

Der Fokus auf Stock Picking, das Timing des Ein- und Ausstiegs sowie das Erzielen einer Überrendite führen in die Irre. Entscheidend ist die richtige Anlagestrategie. An einer soliden Diversifikation führt kein Weg vorbei.

Finanzexperten und Investoren kennen die Stammtischgespräche nur allzu gut. «Welche Aktie empfehlst du aktuell zum Kauf?», lautet eine viel gestellte Frage. Eine andere: «Ist jetzt ein guter Zeitpunkt, um zu investieren?» Während es in der Diskussion mit Privaten um Stock Picking und Timing geht, drehen sich die Gespräche mit Institutionellen um die Frage, ob eine Benchmark geschlagen respektive eine Überrendite zum Vergleichsindex erzielt wird. Aber sind das wirklich die relevanten Fragen, die sich Anleger zu stellen haben, um langfristig erfolgreich zu sein?

Wer über Börsenerfahrung und die nötige Portion kritischer Selbstreflexion verfügt, weiss nur allzu gut, wie gefährlich es ist, Stock Picking zu betreiben, das auf beispielsweise vier oder fünf Aktien von Unternehmen abstützt, von denen man glaubt, es seien die aussichtsreichsten. Wir erinnern uns: Der legendäre Banker Martin Ebner war vor der Jahrtausendwende über viele Jahre äusserst erfolgreich darin, auf wenige «Pferde» wie ABB, Roche, SBG oder Winterthur zu setzen. Das ging so lange gut, bis ihn das Platzen der Dotcom-Blase und die Folgen von 9/11 in den finanziellen Abgrund rissen.

Martin Ebner wurden zwei elementare Fehler zum Verhängnis, deren Vermeidung jedem Investor wie ein Leuchtturm dienen sollte: mangelnde Diversifikation und zu hoher Leverage. Selbst hervorragend informierte Profis wissen nicht, ob in den nächsten zwölf Monaten Novartis oder Roche die bessere Performance aufweisen werden, denn in effizienten Märkten spielt der Zufall eine grosse Rolle.

Deshalb führt an einer soliden Diversifikation, die mindestens 25 bis 30 qualitativ erstklassige Aktien umfasst, kein Weg vorbei. Auf Leverage sollte verzichtet werden. Elon Musk, einer der Reichsten der Welt, musste nach der Übernahme von Twitter leidvoll

erfahren, was es heisst, grosse Aktienpakete von Tesla zu Schleuderpreisen verkaufen zu müssen, um seine Kredite zu reduzieren.

Eigene Fähigkeit überschätzt

Investoren überschätzen auch ihre Timing-Fähigkeiten. Das Erwischen des idealen Kauf- oder Verkaufszeitpunkts ist reine Glückssache. Das grösste Risiko für Market-Timer und Zauderer besteht darin, nicht oder ungenügend investiert zu sein, wenn an der Börse die Post abgeht. Erfolgreiche Anleger kümmern sich wenig um das Timing und stehen Baissen durch, die sie nach Möglichkeit zu antizyklischen Zukäufen nutzen.

Das Mass aller Dinge im institutionellen Geschäft ist das Schlagen einer Benchmark respektive die Erzielung einer Überrendite. Selbstverständlich kommt dem Ziel einer langfristig herausragenden Performance zentrale Bedeutung zu. Dieses Ziel wird aber nicht mit der Kristallkugel erreicht, sondern indem die richtigen Fragen gestellt werden. Welche Anlagen werfen langfristig die höchsten Renditen ab? Können respektive sollen 10, 20, 40, 60 oder mehr Prozent in Aktien angelegt werden? Wie bedeutend soll der Anteil an Immobilien und Anleihen sein? Soll in Hedge Funds, Private Equity, Infrastruktur oder Kryptowährungen investiert werden?

Die Antworten darauf entscheiden zu rund 90% darüber, wie sich ein Portfolio bezüglich Renditen und Risiken entwickeln wird. Wenn die Anlagestruktur optimal definiert ist, ist die Frage, ob eine Benchmark geschlagen wird oder nicht, fast schon irrelevant.

«Ist die Anlagestruktur optimal definiert, ist die Benchmark fast irrelevant».

Um es auf den Punkt zu bringen: Lieber erzielt eine Pensionskasse eine Unterrendite von 0,3% gegenüber einer optimal definierten Benchmark, die langfristig 7% abwirft, als eine Überrendite von 0,4% gegenüber einer suboptimalen Benchmark, die im Durchschnitt der Jahre nur

FINANZ und WIRTSCHAFT

gerade 3,5% rentiert. In der Welt der Consulting-Firmen, die Pensionskassen beraten, wird der Manager des Portfolios im ersten Fall abgestraft, im zweiten gefeiert.

Im Durchschnitt besitzen Pensionskassen rund 30% Aktien. Bei der Publica, der Pensionskasse der Bundesangestellten, sind es trotz faktisch unendlichem Anlagehorizont und hoher Risikofähigkeit gerade mal 25%. Angesichts dessen, dass Dividendenpapiere langfristig die überragende Anlagekategorie sind, ist das viel zu wenig.

Irritierend ist auch, dass Publica nur 3% in Schweizer Aktien, aber mehr als 7% in Schwellenländer investiert. Untersuchungen der britischen Professoren Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton zeigen, dass Schweizer Aktien seit 1900 jährlich 4,5% Realrendite (in Dollar) abwarfen, während Emerging Markets mit deutlich höheren Risiken nur 3,8% rentierten.

Viele Consultants empfehlen ihren institutionellen Kunden überdies, einen Grossteil der Gelder passiv respektive indexiert zu investieren, weil sie nicht an die langfristige Erzielung einer Überrendite glauben. Gleichzeitig empfehlen sie den Kauf hochriskanter Hedge Funds, deren Geschäftsmodell einzig in der Hoffnung auf Erzielung einer Überrendite basiert. Das ist ein Widerspruch. Statt den Fokus auf die Erzielung einer Überrendite zu legen, wären Pensionskassen und deren Consultants gut beraten, empfohlene Anlagestrategien kritisch zu hinterfragen.

Wer strategisch optimal positioniert ist, braucht sich um eine taktische Überrendite, die oft dem Zufall geschuldet ist, nicht zu sorgen. Das beweist der äusserst erfolgreiche norwegische Staatsfonds, der ein Volumen von über 1200 Mrd. Fr. umfasst. Er investiert zu 70% in Aktien, zu 25% in Anleihen und zu 5% in Immobilien.

Scheindiversifikation

Eine der Hauptursachen von suboptimalen Anlagestrategien vieler institutioneller Anleger liegt in der Messung kurzfristiger Schwankungsrisiken. Die Ermittlung von Volatilitäten und des Value at Risk im Monats- oder Quartalsrhythmus verhindert eine optimale Langfriststrategie und führt letztlich zu suboptimalen Renditeergebnissen. Die Messung kurzfristiger Risiken im

Kontext einer langfristigen Anlagestrategie ist potenziell sogar brandgefährlich.

Um die von Controllern berechneten Risiken wie Volatilität oder Value at Risk nämlich reduzieren zu können, investieren institutionelle Anleger zunehmend in komplexe und illiquide Alternativen wie Hedge Funds, Infrastruktur und Private Equity. Daraus resultiert eine Scheindiversifikation mit künstlich geglätteten Risikomassen, denn illiquide Produkte mit rein buchhalterisch ermittelten Werten (Net Asset Value) schwanken per Definition viel weniger als kotierte Werte.

Die wahren Risiken liegen denn auch in der Illiquidität, Intransparenz und den horrenden ausgewiesenen sowie versteckten Gebühren dieser Produkte. Sie rentieren bei Licht betrachtet viel weniger gut, als es von vielen Produktanbietern in ihren Hochglanzbroschüren angepriesen wird.

Teurer Irrtum

Consultants haben eine gewisse Tendenz zu Komplexität, um ihr eigenes Geschäftsmodell zu optimieren. Wenn sie glauben, sie müssten im Sinne einer falsch verstandenen Portfoliotheorie möglichst viele Anlagekategorien berücksichtigen, um Vermögen ausreichend zu diversifizieren, ist das ein Irrtum, der Pensionskassen langfristig Milliardenbeträge kostet.

Diversifikation ist nur solange etwas Gutes, wie auch die entsprechende Anlagekategorie etwas taugt. Thorsten Hens, Professor am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich, brachte zu Beginn des Jahres in einem Interview mit «Finanz und Wirtschaft» auf den Punkt, dass das Erfolgsrezept der Geldanlage in der Einfachheit liegt: «Wenn Sie zehn Jahre Zeit haben, investieren Sie zu 100% in Aktien, und fertig.»

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

Nie in Kuhmist diversifizieren

Pirmin Hotz

Harry Markowitz würde sich im Grab umdrehen: Seine Portfoliotheorie wird oft missbraucht.

Ende Juni ist der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Harry Markowitz im Alter von 95 Jahren in San Diego verstorben. Der Begründer der modernen Portfoliotheorie hat Bahnbrechendes für die Geldanlage geleistet. Obwohl seine Arbeiten, welche die Finanzwelt vor rund siebzig Jahren revolutionierten, aktueller sind denn je, werden seine Erkenntnisse von einer breiten Anlegerschar ignoriert, abgelehnt oder zumindest falsch verstanden.

Markowitz wies nach, dass Diversifikation in der Wertpapieranlage das Mass aller Dinge ist. Auf Aktien übertragen heisst dies, dass ein Portfolio, das aus einem einzigen oder nur wenigen Titeln besteht, bezüglich Risiko- und Renditeeigenschaften niemals optimal sein kann. Weil Aktien unterschiedlicher Unternehmen nicht perfekt korreliert sind und teilweise völlig unterschiedliche Entwicklungen aufweisen, ergibt sich ein Risiko-diversifikationspotenzial durch Streuung des Portfolios. Markowitz unterschied zwischen dem unsystematischen Risiko, welches das titelspezifische Risiko einer einzelnen Aktie repräsentiert, und dem systematischen Risiko, das dem Gesamtmarktrisiko entspricht. Während sich das titelspezifische Risiko ganz einfach durch Diversifikation reduzieren respektive ganz eliminieren lässt, kann das Marktrisiko nicht weiter gesenkt werden, ohne dass – beispielsweise durch Absicherung – Renditeeinkommen in Kauf genommen werden müssen.

Harry Markowitz entwickelte ein mathematisches Modell, um effiziente respektive optimale Portfolios zu ermitteln. Die daraus abgeleitete Effizienzlinie weist alle Portfolios aus, die bezüglich Rendite/Risiko-Eigenschaften optimal sind. Im Jahr 1990 erhielt Markowitz für seine Arbeiten den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften.

Der enorme Praxiswert der wissenschaftlichen Erkenntnisse von Markowitz kann am Beispiel des schweizerischen Aktienmarktes einfach erklärt werden. Seine jährliche Rendite von 1926 bis 2022 betrug gemäss Pictet 7,7 Prozent, das Risiko in Form der Volatilität 20,1

Prozent. Während die Rendite des Marktes per Definition auch dem Durchschnitt der Renditen der Einzelaktien entspricht, verhält es sich – aufgrund der Korrelationseigenschaften zwischen den einzelnen Aktien – bei den Risiken anders. Alle oder zumindest fast alle Einzelaktien, die im Index enthalten sind, weisen nämlich eine Volatilität auf, die deutlich höher liegt als diejenige des Gesamtmarktes. Durch Diversifikation sinkt demnach das Schwankungsrisiko, ohne dass dabei Renditeeinkommen in Kauf genommen werden müssen. Aus portfoliotheoretischer Sicht kann Diversifikation zu Recht als einziger Free Lunch der Kapitalanlage betrachtet werden.

Indexanlage als Portfoliotheorie-Folge

Die Arbeiten von Harry Markowitz bilden die Grundlage für die Entstehung und die fulminante Entwicklung des passiven Investierens. So hat John Bogle im Jahr 1975 Vanguard gegründet, die heute zu den weltweit führenden Anbietern von Indexprodukten gehört. Insbesondere für Investorinnen und Investoren, die mit begrenztem Budget nicht in der Lage sind, mittels Direktanlagen ausreichend zu diversifizieren, sind indexorientierte und kostengünstige ETFs die perfekte Anlageform.

«Markowitz hat sich immer wieder skeptisch zu Alternativenanlagen geäussert.»

Leider wird das nicht nur wissenschaftlich lupenreine, sondern auch für Praktiker äusserst wertvolle Gedankengut von Harry Markowitz immer wieder missbraucht, um die Verkaufsbemühungen der Finanzbranche zu befeuern. So rät eine Unzahl von Experten, Bankern und Vermögensverwaltern mit dem Argument, ein Vermögen besser zu streuen und nicht alle Eier in denselben Korb zu legen, zu allen möglichen und unmöglichen Anlagekategorien. Mit dem Verweis auf angebliche portfoliotheoretische Erkenntnisse werden sodann Anlagen in Hedgefonds, Infrastruktur, Private Equity, Private Debt



und Bitcoins empfohlen. Auch Swiss Banking, die ehemalige Bankiervereinigung, empfahl im Jahr 2017 in einem aufwendigen Grundlagenpapier, aus Diversifikationsgründen stärker in Alternativenanlagen zu investieren, und berief sich dabei wiederholt auf den Nobelpreisträger Harry Markowitz.

Was Swiss Banking offenbar nicht wusste: Markowitz selbst hat sich immer wieder skeptisch zu Alternativenanlagen geäussert und würde sich wohl im Grab umdrehen, wenn er in Bitcoin oder Hedgefonds investieren müsste. Eine einfache Google-Suchanfrage verrät, dass Markowitz von Hedgefonds nichts hielt. Um es auf den Punkt zu bringen: Harry Markowitz war ein Fan der Diversifikation, dies aber ausschliesslich in Anlagekategorien, die ihm finanzökonomisch als zweckmässig erschienen – das sind vor allem Aktien und Anleihen. Markowitz hätte niemals in Kuhmist diversifiziert, nur weil dessen Wertentwicklung mit Aktien oder Anleihen tief korreliert ist.

Missbrauch zu Marketingzwecken

Die berühmte Effizienzlinie der Portfoliotheorie wird von vielen Experten und Consultants falsch interpretiert und zu Marketingzwecken missbraucht. So vergleichen sie Volatilitäten von illiquiden Anlagen wie Private Equity, Infrastruktur oder Immobilien mit denjenigen liquider Aktien, die an einer Börse gehandelt werden. Damit vergleichen sie Äpfel mit Birnen und sauren Gurken. Die Messung der Volatilität von Privatmarktanlagen ist allein deshalb unsinnig, weil es für diese naturgemäss keine Börsenkurse gibt. Die wirklichen Risiken liegen bei solchen Produkten nicht in den nicht vorhandenen Marktschwankungen, sondern in der Intransparenz, Illiquidität und den horrenden Kosten, welche die Renditen erheblich schmälern. Es ist deshalb kein Zufall, dass während der Finanzkrise die modellhaft berechneten Risiken und Korrelationen von Mortgage-Backed Securities (MBS) regelrecht explodiert sind.

Markowitz hat sich oft darüber geärgert, wenn Praktiker sein Modell missbrauchten, um ein scheinbar optimales Portfolio zu «beweisen». Fast nach Belieben werden subjektive Renditeerwartungen für Produkte aller Art in einen Optimierer gestopft, bis dieser ein gewünschtes Portfolio ausspuckt. Auf der «Effizienz-

linie» liegen dann vermeintlich optimierte Portfolios, die nichts anderes als die subjektiven, völlig unsicheren Renditeerwartungen des Anwenders reflektieren. «Garbage in – garbage out» ist die logische Folge. Viele Anwender von Portfoliooptimierungsmodellen haben schlicht keine Ahnung, wie diese in Einklang mit der Portfoliotheorie funktionieren. So negieren sie insbesondere die von Harry Markowitz unterstellte Effizienz der Märkte, die uns Bescheidenheit im Umgang mit unserer Prognosefähigkeit lehrt.

Märkte sind effizienter denn je

Einige Experten stellen sich auf den Standpunkt, die Märkte seien nicht effizient, sonst würde es nicht immer wieder zu Blasen und irrationalen Übertreibungen kommen. Sie irren.

Zwar ist völlig richtig, dass es immer wieder Blasen und Herdentriebefekte gibt. Die grosse Schwierigkeit liegt nun aber darin, diese frühzeitig und systematisch – also nicht rein zufällig – zu erkennen. Blasen können lange anhalten, bis sie platzen. Und wenn sie schliesslich platzen, ist für die selbsternannten Gurus und notorischen Untergangsapologeten im Nachhinein immer alles klar – sie haben es natürlich längst vorausgesehen.

Wären die Märkte tatsächlich nicht effizient, wären Blasen und Fehlbewertungen von Profis frühzeitig erkennbar, und sie würden sie zu ihrem eigenen Profit ausnutzen. Exakt dieses Ziel verfolgen Hedgefonds.

Wer aber den Leistungsausweis dieser aktivistischen Finanzartisten über die lange Frist betrachtet, ist mehr als ernüchtert. Ausser Spesen nichts gewesen, lautet das desillusionierende Fazit, das die wissenschaftlichen Erkenntnisse von Harry Markowitz perfekt untermauert. Wer in einer schnelllebigen Welt, in der neue Informationen mittels Bloomberg, Reuters, Swissquote, Twitter oder Hochfrequenzhandel in Windeseile in die Welt getragen werden, behauptet, die Märkte seien nicht effizient, ist ignorant und überschätzt seine Fähigkeiten systematisch. Das Gedankengut von Harry Markowitz lebt – mehr denn je.

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



Das kaufen Profis «Keine Grossbank-Aktien kaufen»

Harry Büsser

Seine Anlagestrategie basiert darauf, die Dummheiten der anderen zu vermeiden. Das bedeutet, zu sehr vielem Nein zu sagen und langfristig in fünfzig Einzelaktien zu investieren

Der Hauptteil seines Vermögens sei langfristig in rund fünfzig Einzelaktien investiert. «Was ich verdiene, lege ich möglichst antizyklisch, bei Rückschlägen am Markt, in Aktien an», sagt Pirmin Hotz. Daneben halte er ungefähr 10 Prozent seines Vermögens liquide. Zudem besitze er ein Wohnhaus in Zug sowie ein geerbtes, älteres Mehrfamilienhaus und die Büroräumlichkeiten seiner Firma in Baar.

Sonst investiere er, «aus tiefer Überzeugung», in gar nichts: «Keine Obligationen, keine strukturierten Produkte, keine Edelmetalle, keine Hedgefonds, kein Private Equity, keine Kryptos, keine Ferienwohnung, keine Oldtimer, keine Yacht, keine teure Uhr und keine Designerklamotten.» Sein Luxus: «Ab und zu ein schönes Hotel geniessen, ein wunderbares Essen und ein hervorragendes Glas Wein.»

Mit fünfzig Einzelaktien sei er mehr als ausreichend diversifiziert (es würden auch schon weniger reichen). Da er die Titel jahrzehntelang halten will, ist er bei der Selektion rigoros. So achtet er darauf, dass es sich um Marktführer in ihrem Segment handelt, die schon jahrelang erfolgreich waren.

Kein Wunder also, finden sich unter den Schweizer Werten Nestlé, Novartis, Roche, ABB und Holcim. Zudem internationale Titel wie Apple, BASF, Bayer, Munich Re, Siemens, Danone, GSK, Rio Tinto, Shell, BP, Unilever, Coca Cola, Johnson & Johnson, Medtronic, Microsoft, Procter & Gamble, IBM, Exxon Mobil, Sony und BHP. Sie sollten alle eine möglichst attraktive Dividende bieten und ein vernünftiges Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) aufweisen.

Wegen des hohen KGVs sei etwa eine Nvidia nicht in seinem Portfolio. Wichtig ist ihm auch, dass die Firmen in seinem Depot eine gesunde Bilanz mit viel Eigenkapital haben. «Deswegen habe ich schon vor vielen Jahren entschieden, dass ich keine Grossbankaktien

kaufen will.» Ein grosser Teil der Bankenwelt vernichte bloss Aktionärswert. Das sei auch in der Flugzeugindustrie der Fall, weshalb er keine Airline-Titel halte.

1. DORMAKABA – Die Sicherheitsfirma beschäftigt 15000 Mitarbeiter und ist in fünfzig verschiedenen Ländern tätig.

2. ORIOR – Der Nahrungsmittelhersteller ist auf Convenience-Food spezialisiert. Die Aktie bietet eine Dividendenrendite von rund 3,5 Prozent.

3. LINDT & SPRÜNGLI – Der Schweizer Schoggikonzern hat an der Börse eine steile Performance gezeigt. Die Firma ist heute rund 25 Milliarden Franken wert.

Dagegen besitzt er einige Schweizer Nebenwerte. Darunter Bossard, Dätwyler, Lindt & Sprüngli, Dormakaba und Orior. Die Titel werden nicht nach Marktkapitalisierung gewichtet, sondern alle ungefähr gleich.

Dass Aktien aus seinem Depot fliegen, komme selten vor, vielleicht eine oder zwei pro Jahr. «Es können aber auch mal null sein.» Zu den Gründen zählt Hotz unter anderem ein Management, das ungläubwürdige Aussagen mache, Rechtsunsicherheiten – oder dass die Firma systematisch Geld verliere.

PIRMIN HOTZ (62), Gründer der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen, die 24 Mitarbeitende beschäftigt. Er ist auch Autor: «Über die Gier, die Angst und den Herdentrieb der Anleger.»



Erfolg durch Investieren oder Spekulieren?

Thomas Hauser

Viele Private und Institutionelle tätigen Anlagen, kaufen also Aktien, Anleihen, Gold oder anderes. Was braucht es für den langfristigen Erfolg? Viele glauben, es sei die Kristallkugel für die Prognose verbunden mit entschiedenem Handeln nach dem Prinzip «all in» oder «all out». Wir sagen: Nervenkitzel lohnt sich nicht.

Wir sind der Überzeugung, dass es eine Handvoll Grundsätze gibt, die man bei der Geldanlage beherzigen muss. Obschon diese wohlbekannt sind, sind sie nicht einfach einzuhalten. Wir zeigen auf weshalb:

1) Beauftragen Sie einen Unabhängigen

Wenn Sie die Vermögensanlage an einen Profi delegieren, sollte nicht der Prunk von dessen Büroräumlichkeiten oder die Einladungen an Events ausschlaggebend sein – Sie bezahlen diese selbst durch überhöhte Gebühren. Viele Vermögensverwalter und Banken haben einen Anreiz für teure Anlagen wie gewisse Fonds oder strukturierte Produkte. Denn trotz Bundesgerichtsentscheid vereinnahmen immer noch viele Vermögensverwalter und Banken Retrozessionen, die nun einfach Vertriebsentschädigungen heissen.

Wenn der Verwalter zum Beispiel ein Drittel der Kosten eines Produktes als versteckte Einnahme zugespült bekommt, setzt er lieber ein Strukturiertes Produkt zu Kosten von 2,5% ein als Direktanlagen, die keine verdeckten Einnahmen ermöglichen. Was kann das für den Anleger bedeuten? Unterstellen wir ein Mischmandat mit einer erwarteten Rendite von 5% und direkten Vermögensverwaltungskosten von 0,9% in beiden Fällen. Bei der Anlage in Direktanlagen verdoppelt sich das Kapital nach rund 17 Jahren, was einer Rendite von 100% entspricht. Das Produkte-Portfolio erzielt in dieser Zeit eine Nettorendite von nur gut 30%. Fazit? Fehlanreize durch verdeckte – und somit zu hohe – Kosten gehen massiv ins gute Tuch! Kosteneffiziente Direktanlagen werden nur von unabhängigen Beratern eingesetzt. Unabhängig ist nur, wer keinen einzigen

Franken über versteckte Gebühren in Produkten einnimmt. Daher setzen wir nur Direktanlagen ein.

2) Diversifikation – aber bitte richtig

Oft finden sich in Portfolios alle möglichen Anlageklassen neben Aktien und Anleihen: Insurance Linked Securities, Gold, Private Equity, Hedge Funds, Infrastruktur, Private Debt und vieles mehr. Die Komplexität lässt den Vermögensberater unersetzlich erscheinen und gut verdienen. Die relevanten Fragen sind jedoch: Welche Anlageklassen haben über Jahrzehnte wirklich Rendite nach Kosten abgeworfen? Und: Nützt die Anlageklasse wirklich bei der Risikostreuung? Die illiquiden und intransparenten Anlageformen fallen durch diese Kontrolle, denn sie sind entweder zu teuer oder diversifizieren nur scheinbar, weil gar keine Marktpreise vorhanden sind, die schwanken könnten. Es ist jedoch besser, handelbare Anlagen zu haben als unverkäufliche!

Mit diesen Überlegungen rücken die zwei klassischen Anlagen in den Fokus: Aktien als Renditetreiber und gute Anleihen als Stabilisator und «Liquiditätsspeicher», um über die Zeit Verpflichtungen nachkommen zu können. Daher ist es wichtig, bei den Anleihen keine Abstriche bei der Qualität zu machen und auf allzu lange Laufzeiten zu verzichten.

3) Aktien: Weltportfolio ohne Klumpenrisiken

Bei Aktienanlagen versuchen viele, durch «überlegene» Kursprognosen zu punkten und dem Kunden Kompetenz zu suggerieren. Mit viel (Über-)Mut wird umgeschichtet, Wetten mit grossen Einzelpositionen eingegangen oder die Aktienquote massiv reduziert. In liquiden Märkten ist es jedoch kaum möglich, mit Prognosen systematisch einen Mehrwert zu erzielen. Mit Aktien wollen wir die Wertschöpfung des globalen Unternehmertums einfangen; dazu wird ein über die Branchen diversifiziertes Portfolio von etablierten Branchenführern gebildet, die über stabile, krisenerprobte Geschäftsmodelle verfügen. Es ist gewissermassen ein Portfolio der Welt AG. Dabei



gilt es, konsequent Klumpenrisiken zu vermeiden durch eine Gleichgewichtung der Positionen. Dieses Portfolio der Welt AG muss mit ruhiger Hand und viel Disziplin bewirtschaftet werden. Denn obschon man die Kurse nicht prognostizieren kann, lässt sich die Qualität von Unternehmen analysieren, um faule Eier auszusortieren.

4) Mit Disziplin gegen die Herde

Disziplin ist das A und O bei der Aktienanlage. Erstens braucht es Disziplin bei der Portfoliozusammensetzung. Wenn man ein ausgewogenes Portfolio der Welt AG erstellt hat, muss man immun sein gegen die Versuchung, kurzfristigen Trends oder einzelnen High-Flyern nachzurrennen. Wenn beispielsweise eine Aktie eine absurd hohe Bewertung hat und die Zukunftsgeschichte noch so gut klingt, kann es dennoch angebracht sein, diesen Kelch an sich vorbeiziehen zu lassen.

Zweitens braucht es Disziplin bei der Steuerung des Aktienanteils. Wenn dieser in der Hausse weit über den Normalwert ansteigt, muss der Aktienanteil durch Gewinnmitnahmen reduziert werden. Dies ist psychologisch der einfachere Teil. Denn besondere Disziplin ist gefragt, wenn in grossen Baissen mehrfach Aktien in einem von schlechten Wirtschaftsnachrichten geprägten Umfeld nachgekauft werden müssen, um die Aktienquote zu halten. Dieses antizyklische Rebalancing ist

zentral und führt langfristig zu einem Mehrwert – wir setzen diese antizyklische Steuerung konsequent um. Drittens ist Disziplin beim Aufbau von Portfolios gefragt. Wir bauen Aktienportfolios in mehreren Schritten gemäss klaren Prinzipien auf. Auch hier erfolgen Investitionsschritte in Schwächephase des Marktes. Es gibt in jeder Marktkorrektur jedoch 1000 scheinbare Gründe, um kurzfristig nichts zu investieren. Will man aber langfristigen Erfolg, muss man konsequent am zuvor definierten Aufbauplan festhalten. Die Praxis zeigt, dass dies die wenigsten Anleger können, weil sie sich zu stark vom Lärm der schlechten Nachrichten ablenken lassen.

Die langfristig erfolgreiche Anlagepolitik erfordert keine Kristallkugel für die Prognose, sondern klare Anlageprinzipien und viel Disziplin. Wir beweisen beides seit über drei Jahrzehnten.

DR. THOMAS HAUSER, geschäftsführender Partner der
Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG in Baar.

Private Equity – der Lack ist ab

Pirmin Hotz

Die hohen Renditeversprechen vieler Anbieter von Privatmarktanlagen sind unglaubwürdig. Die Risiken von illiquiden und mit erheblichem Fremdkapital gehebelten PE-Investments werden unterschätzt.

Private Equity (PE) ist im Grunde attraktiv, denn es repräsentiert unternehmerisches Realkapital, das in Form von Venture Capital oder Buyout-Transaktionen prädestiniert ist, langfristig hohe Renditen abzuwerfen. Es ist von jährlichen Renditen die Rede, die zwischen 10 und 30% liegen, was zunehmend institutionelle und private Anleger anlockt. Im Vergleich dazu werfen kotierte Aktien, je nach Beobachtungszeitraum, eine jährliche Rendite von fast lächerlichen 6 bis 10% ab.

Es gibt wohl kaum eine Anlagekategorie mit so vielen Rendite- und Risikomythen wie diejenige von PE. Das liegt primär daran, dass die verfügbaren Informationen «private» sind und es keine Börsenkurse gibt, die sich zur Analyse der tatsächlich erzielten Rendite herbeiziehen lassen. Im Unterschied zu kotierten Anlagen ist das Publikum auf Aussagen der Branchenvertreter angewiesen. Diese stützen sich auf selbst berechnete Renditen in Form des Internal Rate of Return (IRR).

Ludovic Phalippou, Finanzprofessor der renommierten University of Oxford, kritisiert seit Jahren, dass IRR-Renditen irreführend seien und keine vernünftige Aussage über die wirkliche Performance von PE-Anlagen zuließen. Der Irrsinn sei, dass führende PE-Häuser hohe Renditen der Vergangenheit über Jahre und Jahrzehnte in die Zukunft extrapolieren würden. In einem sarkastischen LinkedIn-Kommentar vom 28. Februar 2023 gratuliert der Forscher dem amerikanischen Marktführer KKR zu seiner sagenhaften IRR-Rendite von 25,6% im schwierigen Jahr 2022. Das sei erstaunlicherweise exakt die gleiche Rendite, die KKR bereits in jedem einzelnen Jahr der zwei Jahrzehnte zuvor verkündet hätte. Bei anderen PE-Gesellschaften sei dies genauso.

Anklänge an Schneeballsystem

In der Tat erstaunt es, dass die selbst errechneten Renditen vieler PE-Anbieter auch während Finanz- und Coronakrisen konstant auf über 20% verharren – ganz im Gegensatz zu kotierten Aktien, die in solchen Zeiten massiv einbrechen. Die Anlegerlegende Warren Buffett wies zu Beginn des Jahres an einer Investorenkonferenz darauf hin, dass sich die Branche abenteuerlicher Methoden bediene, um ihre Renditeergebnisse in luftige Höhen zu hebeln. Während beispielsweise bei der Berechnung der Fees auch die Kundengelder eingerechnet würden, die noch gar nicht abgerufen wurden, würden exakt diese Gelder bei der Renditeberechnung herausgerechnet. Diese krude Praxis führt dazu, dass IRR-Renditen im Vergleich zu gängigen Renditeberechnungen erheblich verzerrt sind. Forscher Phalippou hält IRR-Renditen schlicht für, pardon, Bullshit. Niemand in der Branche würde 25 oder 30% Rendite erwirtschaften; das Gehen über Wasser sei realistischer, schreibt er in seinem Tweet vom 21. März.

«Die jährliche Performance nach Kosten liegt unter derjenigen kotierter Aktien.»

Eine Annäherung an die Realität, wie PE über einen langen Zeitraum tatsächlich rentiert, bieten kotierte PE-Beteiligungsgesellschaften, deren Performance über die Börse transparent nachvollziehbar ist. Sie sind dem harten Wettbewerb des Markts ausgesetzt und es ist anzunehmen, dass deren Manager alles daran setzen, im Scheinwerferlicht der Öffentlichkeit möglichst erfolgreich abzuschneiden. Schönfärberei ist ausgeschlossen. Die Fakten sprechen gegen die PE-Magier. Für einen breit abgestützten, schweizerisch-liechtensteinischen PE-Basket, der unter anderem die kotierten Princess Private Equity (Partners Group), Private Equity Holding (Alpha Associates) und Castle Private Equity (LGT)

FINANZ und WIRTSCHAFT

enthält, errechnet sich für die Periode vom 1. Januar 2000 bis 31. August 2023 eine jährliche Rendite von $-0,6\%$. Das liegt weit unter der Rendite von kotierten Schweizer Aktien, die in derselben Periode jährlich $4,6\%$ abgeworfen haben.

Wer Anfang 2000 den Betrag von 1000 Fr. in PE-Beteiligungsgesellschaften investiert hat, besass Ende August 2023 den Gegenwert von 867 Fr. – bei kotierten Schweizer Aktien resultierten 2899 Fr. Dazu kommt, dass der Maximalverlust bei PE mit 69% massiv höher ausfiel als bei kotierten Schweizer Aktien mit 35% . Bezeichnend für die monumentale Diskrepanz zwischen rein buchhalterisch errechnetem Net Asset Value (NAV) und effektivem Marktkurs ist das schwierige Jahr 2022: Während der NAV beispielsweise von Princess Private Equity nur $1,6\%$ einbüsste, sackte der Börsenkurs 42% ab. Ein Bonmot der Finanzbranche lautet: Der Markt hat immer recht. Das gilt auch für PE.

Mikkel Svenstrup, CIO der grössten staatlichen Pensionskasse Dänemarks, ATP, verglich im Herbst letzten Jahres an der IPEM Private Equity Conference in Cannes das Anlagesegment PE mit einem Schneeballsystem. Geteilt wird diese Meinung gemäss «FT» von Vincent Mortier, CIO des Vermögensverwalters Amundi Asset Management. Beide Kritiker verweisen darauf, dass Buyout-Gesellschaften sich ihre Beteiligungen zunehmend gegenseitig verkaufen würden, um ihr Business aufzupolieren.

In seinen rund 150 PE-Funds stellte Svenstrup fest, dass 2021 mehr als 80% der Portfolioverkäufe entweder an eine andere Buyout-Firma gingen oder es sich um sogenannte continuation Fund Deals handelte. Bei diesen veräussert eine PE-Firma eine Unternehmensbeteiligung von einem Fund an einen zweiten, wobei die Firma auch diesen Fund beherrscht. Gemäss Svenstrup sei es auf diese Weise üblich, durch gezielte Transaktionen die Performance-Fee zu erhöhen. Das sind harte Vorwürfe, die ins Mark der Branche zielen.

Die Risiken von illiquiden und mit erheblichem Fremdkapital (Leverage) gehebelten PE-Anlagen werden massiv unterschätzt. So ist es ein Mythos, dass PE die Volatilität in Wertschriftenportfolios reduzieren würde. Es klingt wie im Märchen: viel höhere Renditen,

und das erst noch bei geringeren Risiken – ein vermeintlicher Free Lunch. Mitnichten: Weil der rein buchhalterisch ermittelte NAV naturgemäss viel geringeren Schwankungen ausgesetzt ist als ein Börsenkurs, sind die berechneten Schwankungsrisiken per Definition geglättet.

Transaktionsvolumen ist eingebrochen

Deshalb ist es absurd, bei illiquiden Anlagen wie PE, einer Oldtimer-Sammlung oder einem Stück Weideland in der Provence die Volatilität als Risikomass heranzuziehen. Genauso gut könnte man bei Nestlé anstelle der Schwankung des Aktienkurses diejenige des Eigenkapitals messen. So mutiert jede kotierte Aktie, schwuppdiewupp, zu einem äusserst konservativen Investment.

Weil in jüngerer Zeit das Transaktionsvolumen eingebrochen ist und Rückflüsse an Investoren ins Stocken geraten sind, gewähren viele PE-Anbieter ihren Kunden Preisnachlässe oder sogenannte Management Fee Holidays, um sie bei der Stange zu halten. Einige nehmen auch teuer verzinsliche Kredite in der Höhe von bis zu 30% des ihnen anvertrauten Kapitals auf, um Teile davon für Rückflüsse an die Investoren zu verwenden – ein gewagtes und absurdes Manöver, das desaströs enden kann. Aufgrund von Intransparenz ist dies für Investoren schwer zu durchschauen.

Vor Kosten dürfte die jährlich zu erwartende Rendite von PE im Durchschnitt leicht über derjenigen von kotierten Aktien liegen – beispielsweise bei 10% versus 8% . Da die Gesamtgebühren von PE gemäss dem Beratungsunternehmen PPCmetrics aber auf jährlich rund 6% veranschlagt werden, während sie bei kotierten Aktien weniger als 1% betragen, liegt die jährliche Performance nach Kosten 3 bis 4% unterhalb derjenigen von kotierten Aktien. Die in wundersamen Slideshows angepriesenen Superrenditen und die Illiquiditätsprämie von PE-Anlagen erweisen sich, bei Lichte betrachtet, als Fata Morgana. Wer in PE investieren will, kauft nicht die Produkte, sondern die Aktien der Anbieter.

Das unabwendbare Scheitern einer talentierten Behörde

Thomas Hauser

Die Erwartungen an die Finma sind riesig. Die Behörde versucht, ihre grosse Verantwortung durch eine exzessive Formalisierung tragbar zu machen. Zudem statuiert sie Exempel an kleineren Fischen, schont aber die grossen.

Stellen Sie sich folgendes vor: Ein grosses Wasserbecken mit 100 Haifischen und tausenden kleineren Fischen, darüber eine Tafel mit der Aufschrift: «Wir schauen, dass es allen gutgeht. Ihr Aufseherteam.» Als Zuschauer weiss man sofort, dass dennoch gelegentlich Fische von den Haien gefressen werden, selbst wenn sich das Aufseherteam alle Mühe gibt. Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht hat genau diese unmögliche Aufgabe gefasst. Auf ihrer Website steht: «Die Finma setzt sich für den Schutz der Gläubiger, Anleger und Versicherten sowie für den Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ein.» Die Finma ist gewissermassen der verlängerte Arm des Staates, der alle vor allem Unbill schützen soll, was selbstredend unmöglich ist.

Dieser Anspruch ist verbunden mit steigendem Wohlstand, durch den sich viele nach Absicherung sehnen. Diesem gesellschaftlichen Trend hin zu weniger Eigenverantwortung folgt die Politik und somit der Gesetzgeber. Als Brandbeschleuniger dieser Entwicklung wirkte die globale Finanzkrise von 2007 bis 2009, als in der Schweiz viele Sparer Geld mit Finanzprodukten verloren haben und die UBS vom Staat gerettet werden musste. «Nie mehr wieder!», lautete danach die politische respektive gesetzgeberische Vorgabe und somit der Auftrag an die Finma.

Diese in Gesetze und Verordnungen gegossene Anspruchshaltung ist jedoch nicht realistisch. Dass der Staat Geldwäscherei und Finanzdelikte effizient bekämpft und Regeln für einen funktionierenden Finanzmarkt und stabile Banken setzt, ist unbestritten und wichtig. Der Gesetzgeber müsste aber das Pflichtenheft der Finma klarer begrenzen. Wie weit soll die Behörde gehen, um beispielsweise Anleger zu schützen? Der mündige Anleger braucht Zugang zu den nötigen Informationen; hier kann die Behörde mit der Pflicht zur Informationsbereitstellung zu Produkten und

deren Kosten helfen. Die Finma will im Einklang mit dem europäischen Regulator aber mehr: Die Bank oder der Finanzberater sollen zum Schutz des Anlegers besser wissen als er selbst, welche Produkte zu seinem Wissensstand und seiner finanziellen Situation passen. So geht die Behörde von einem zu bevormundenden Anleger aus. Doch der Anleger wie auch der mündige Bürger können falsch entscheiden – das ist die Kehrseite der Entscheidungsfreiheit.

Exzessive Formalisierung

Die detailversessene Regulierung mit dem universellen Anspruch, sämtliche künftigen Fehlentwicklungen zu vermeiden, kann nicht funktionieren. Das Bestreben, die Verantwortung für die Finma und deren Mitarbeitende tragbar zu machen, führt zu einer exzessiven Formalisierung. Ob zum Beispiel ein Verwaltungsrat einer Bank «Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit» bietet, lässt sich einfacher anhand einer formalen Checkliste abarbeiten als durch eine inhaltliche Beurteilung der Fähigkeiten der betreffenden Person. Gemäss Checkliste sind sodann Lebenslauf, Zeugnisse, Arbeitsverträge und anderes einzureichen. Schliesslich ist das Fehlen eines Arbeitszeugnisses des vorletzten Arbeitgebers viel leichter zu überprüfen als das Fehlen von Wissen.

Ob das Fachwissen des potentiellen Verwaltungsratsmitglieds überzeugt, hat schon die Findungskommission des Verwaltungsrates unter Zuhilfenahme von Assessmentprofis geprüft. Wie will die Behörde mehr wissen als die Vertreter der Eigentümer? Die formale Check-the-Box-Prüfung bringt nichts ausser Aufwand. Selbst fachlich kompetente Personen können kolossale Fehler machen, wie das Beispiel des Verwaltungsrates der Credit Suisse zeigt. Aus Sicht der Behörde ist die Formalisierung jedoch der Königsweg, da sich die Einzelpersonen bei der Beurteilung weniger exponieren müssen. Und das macht die Verantwortung tragbar: Man ist primär verantwortlich für das Einholen aller Dokumente gemäss Checkliste, nicht aber für die inhaltliche Beurteilung.

Neben der Formalisierung scheint es eine ungeschriebene Regel zu geben, wonach man Exempel in der kleinsten Schweiz an kleineren und nicht an den grossen Fischen statuiert. Im Mai 2014 bekannte sich die Credit Suisse in den USA der Beihilfe zur Steuerhinterziehung schuldig und bezahlte eine Busse von 2,8 Milliarden Dollar – die höchste Strafe, die dort je einer Firma für steuerrechtliche Vergehen aufgebremst wurde. Konsequenzen in der Geschäftsführung oder dem Verwaltungsrat der Bank hatte dies nicht; die Finma sah die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung nach wie vor als gegeben.

Nicht so bei Andreas Waespi, der bis zum Sommer im selben Jahr CEO der Bank Coop war. Die Bank hatte von 2009 bis 2013 den Kurs der eigenen Aktie gestützt, was als Kursmanipulation ausgelegt wurde. Obschon keine persönliche Bereicherung stattfand, galt der CEO als Hauptverantwortlicher, und dieses Mal griff die Finma hart durch: Das im Oktober 2014 ausgesprochene Verdikt war ein Berufsverbot von drei Jahren sowie das erstmalige Publizieren des Namens eines Bestraften.

Samthandschuhe trug die Finma hingegen bei Urs Rohner: Er war ab 2004 Group General Counsel, wechselte 2009 in den Verwaltungsrat und war von 2011 bis 2021 Präsident des Verwaltungsrats der Credit Suisse. In seine Amtszeit fielen der erwähnte CS-Skandal, aber auch weitere wie jener um die heimliche Überwachung von Führungskräften. In seiner Amtszeit als Verwaltungsratspräsident gab der Aktienkurs um gegen 75 Prozent nach. Ein personelles Führungsproblem wollte die Finma jedoch über Jahre nicht sehen. Ruft man sich in Erinnerung, wie in anderen Fällen kleinere Fische grilliert wurden, fragt man sich, warum der Walfisch Credit Suisse weiterhin frei schwimmen durfte. Nach der Notübernahme der Credit Suisse durch die UBS wirkt das vorgebrachte Argument der fehlenden Kompetenzen vorgeschoben.

Abgrenzung von der allumfassenden EU-Regulierung

Was wäre also zu tun, um die Regulierung und Kontrolle, die es zweifellos braucht, zu verbessern?

1. Sowohl der Gesetzgeber als auch die Finma müssen Abstand nehmen vom Gedanken, dass man alle vor allen Unwägbarkeiten schützen kann. Insbesondere nach dem zweiten Kollaps einer Schweizer Grossbank darf nicht noch mehr (über)reguliert werden; zu einer funktionierenden Marktwirtschaft gehört das Scheitern.
2. Folglich muss sich die Schweiz dringend abgrenzen von der paternalistischen, allumfassenden EU-Regulierung und sich auf die wesentlichen Risiken konzentrieren. Verursacht werden diese in aller Regel oben in der Hierarchie und nicht bei den subalternen Funktionen.
3. Es sind weniger, aber die richtigen Fragen zu stellen: Die Scheinsicherheit durch die hohe Formalisierung ist zu ersetzen durch eine – zugegebenermassen schwierige – inhaltliche Kontrolle. Mit dem Abhaken von Checklisten wird die Welt noch nicht besser.
4. Der Regulator muss in gravierenden Fällen den Mut aufbringen, auch bei grossen Fischen durchzugreifen.
5. Das Aussprechen von Massnahmen und das Durchgreifen müssen immer regelgebunden erfolgen. Hierzu müssen die beaufsichtigten Finanzinstitute auch niederschwellige Möglichkeiten haben, sich gegen als unsinnig empfundene Massnahmen zur Wehr zu setzen. Denn es ist stossend, dass beispielsweise die Rundschreiben der Finma Verordnungscharakter haben, aber keiner Vernehmlassung oder Kontrolle unterliegen. In einer Demokratie ist es problematisch, wenn sich einzelne Behörden die Spielregeln selbst vorgeben. Denn: Wer bewacht den Wächter?

Überschätzte Immobilienanlagen

Pirmin Hotz

Der Boden am Immobilienmarkt dürfte noch nicht erreicht sein. Die Hypothekarschuldner werden die höheren Zinsen zu spüren bekommen, wenn sie auslaufende Kredite verlängern müssen.

Eigenheimbesitzer und Hypothekarschuldner haben über viele Jahre vom billigen Geld profitiert. Die seit der Zinswende sinkenden Preise und der Fall des Immobilienmoguls René Benko rufen in Erinnerung, dass Immobilienrisiken oft sträflich unterschätzt werden.

Immobilienanlagen gehören, wie Aktien, zu den Realwertanlagen und sind langfristig attraktiv. Gemäss Statistik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) waren zu Beginn der 2020er-Jahre 44% der Schweizer Privatvermögen in «Betongold» investiert. Im Vergleich dazu investieren Schweizer nur gerade 7% ihres Vermögens in Aktien. Liegenschaftsbesitz ist damit des Schweizlers mit Abstand beliebteste Kapitalanlage.

Besitzer von Häusern oder Wohnungen hatten in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten viel Grund zur Freude. Besonders Objekte an bevorzugter Lage haben eine fulminante Entwicklung hingelegt. Sie wurde befeuert durch historisch niedrige Zinsen und kapitalkräftige Zuwanderer. Es erstaunt deshalb nicht, dass Käufer neuer Wohnliegenschaften eine Bruttorendite von rekordverdächtig niedrigen 2% oder weniger akzeptierten. Netto entspricht dies einer Rendite, die unwesentlich über der Nulllinie liegt.

In den vergangenen Jahren wies die SNB immer wieder darauf hin, dass Einfamilienhäuser und Stockwerkeigentum zwischen 15 und 40% überbewertet seien. Seit Einsetzen der Zinswende im Frühjahr 2022 ist der Himmel am Immobilienfirmament mit Wolken verhangen, und viele Liegenschaften haben laut Experten zwischen 10 bis 15% korrigiert. Führende Schweizer Immobiliengesellschaften wie PSP Swiss Property oder Swiss Prime Site haben von ihren Höchstständen, die sie 2020 erreicht haben, sogar zwischen 25 und 30% abgegeben.

Der Stresstest steht noch an

Es ist nicht unwahrscheinlich, dass der Boden am Immobilienmarkt noch nicht erreicht ist. Da die Hypothekarschuldner die stark erhöhten Zinsen erst im Lauf der nächsten Jahre zu spüren bekommen werden, wenn sie ihre auslaufenden Kredite verlängern müssen, ist davon auszugehen, dass der eigentliche Stresstest für die Branche erst noch ansteht. Während nämlich die durchschnittliche Zinslast gemäss dem Bundesamt für Wohnungswesen zurzeit noch bei rund 1,5% liegt, beträgt der aktuelle Zins für eine fünfjährige Festhypothek bereits rund 2,5%. Es droht eine markante Erhöhung der Zinslast.

2024 bis 2026 werden Hypotheken im Gesamtbeitrag von rund 400 Mrd. Fr. und damit ein Drittel aller in der Schweiz bestehenden Hypotheken fällig. Das impliziert erhebliche Risiken für Immobilienbesitzer und kreditgebende Banken, auf die die SNB und die Finanzmarktaufsicht Finma schon länger hinweisen. In der EU warnte die Europäische Zentralbank Ende Mai sogar vor «ungeordneter Korrektur» der Immobilienpreise. Viele Immobilienbesitzer tendieren dazu, die Rendite ihrer Anlagen zu überschätzen. Wenn jährlich 1% des Immobilienwerts für Unterhalts- und Nebenkosten budgetiert wird, ist das langfristig zu wenig, weil darin einmalige Aufwendungen sowie Rücklagen für Erneuerungen und Sanierungen nicht ausreichend abgebildet sind. Eher wären jährlich 2% oder mehr angebracht, um auf der sicheren Seite zu sein. Als Folge davon reduziert sich die zu erwartende Nettorendite signifikant.

Gewisse Wohneigentümer rechnen sich überdies reich, indem sie ihre Rendite nicht etwa auf den Marktwert, sondern auf den Anschaffungspreis ihrer Liegenschaft beziehen. Das wäre etwa so, wie wenn Nestlé-Aktionäre ihre Dividendenrendite nicht auf den aktuellen Marktpreis der Aktien, sondern auf den viel niedrigeren Einstandspreis beziehen würden, den sie einst bezahlt hatten. Das ist schönfärberisch.

FINANZ und WIRTSCHAFT

Dazu kommt, dass nicht wenige Schlaumeier die Rendite ihrer Liegenschaft nicht auf den Gesamtwert, sondern einzig auf die eingesetzten Eigenmittel berechnen. Das ist irreführend, denn schliesslich entspricht das risikotragende Kapital, das investiert wird, dem Kaufpreis der Immobilie.

Während es bei börsengehandelten Obligationen und Aktien einfach ist, historische Renditen zu bestimmen, gestaltet sich dies bei Immobilien, die privat gehandelt werden, schwieriger. Die jährliche Rendite von Obligationen seit 1926 liegt gemäss Pictet bei 3,9%, während sie für Aktien 7,7% erreicht. Marktbeobachter gehen davon aus, dass die durchschnittlich erzielte Nettorendite im Immobiliensegment irgendwo dazwischen angesiedelt ist, in der Tendenz mit 4 bis 5% aber näher bei der Obligationenrendite.

«Die Fallhöhe für Immobilienbesitzer und kreditgebende Banken ist hoch.»

Nicht nur werden die Renditen von Wohneigentum überschätzt, sondern zudem die Risiken unterschätzt. Das liegt wohl auch daran, dass die letzte grosse Immobilienkrise, die in der Schweiz wütete, bereits drei Jahrzehnte zurückliegt. In den Neunzigerjahren sackten die Preise für Wohn- und Büroliegenschaften im Zuge drastischer Zinserhöhungen 30 bis 50% ab. Viele Immobiliengesellschaften meldeten als Folge davon den Konkurs an, und unzählige Regional- und Kantonalkassen gingen unter oder wurden übernommen. Von 1991 bis 1996 schrieben helvetische Banken die sagenhafte Summe von 42 Mrd. Fr. ab, was 8,5% ihrer ausstehenden Kredite entsprach. Das ist lange her. Von vielen Branchenkennern ist im derzeitigen Umfeld zu hören: «Das war damals. Heute kann das nicht mehr passieren.» Wirklich nicht?

Im Geschäft mit Immobilien wird viel Fremdkapital eingesetzt. Gemäss einer Anfang 2022 erstellten Studie des Immobilienspezialisten MoneyPark weisen Neukäufer im Durchschnitt eine Belehnung von 71% auf, während sie bei bestehenden Eigentümern 54% beträgt. Es bedarf keiner anspruchsvollen Mathematik, um festzustellen, dass viele Neukäufer bereits in die

Bredouille kommen, wenn der Wert ihrer Liegenschaft 15 bis 20% korrigiert. Zur Verunsicherung trägt bei, dass die private Schuldenquote in der Schweiz mit rund 150% des BIP Weltrekord bedeutet. Dabei sind des Schweizers Schulden fast ausschliesslich Hypotheken, die hierzulande bis ins hohe Alter nur sehr zögerlich amortisiert werden.

Grossrisiko Immobilienblase

Wir mögen die Reichsten der Welt mit einer niedrigen Staatsschuldenquote sein, haben aber auch die höchsten privaten Schulden. Das birgt Sprengpotenzial. Für viele Häuslebauer und kreditgebende Banken mag ein erneuter Immobilien-Crash unvorstellbar sein, doch in dieser Überzeugung schwingt eine gewisse Naivität mit, denn gemäss den renommierten Harvard-Professoren Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff («Dieses Mal ist alles anders – acht Jahrhunderte Finanzkrisen») sind Immobilienzusammenbrüche regelmässige Vorkommnisse in der Finanzgeschichte und sogar die Hauptursache von Finanzkrisen. Der Wirtschaftshistoriker Tobias Straumann (Universität Zürich) hat es in der «Zuger Zeitung» vom 27. Juni 2022 auf den Punkt gebracht: «Immobilienblasen sind das grösste gesamtwirtschaftliche Risiko überhaupt. Mit allen anderen kommen wir zurecht.»

Ende August 2021 verkündete Fritz Zurbrügg, damaliger Vizepräsident der SNB, dass etwa jede fünfte Liegenschaft nicht mehr tragbar sei, wenn die Zinsen auf 3% stiegen. Diesem Satz haben wir uns zwischenzeitlich angenähert. Der Superzyklus ist vorbei, und die Fallhöhe für etliche Immobilienbesitzer und kreditgebende Banken ist hoch. Dies gilt primär für diejenigen, die ihre Liegenschaft, so wie der österreichische Immobilienmogul René Benko und seine Signa Holding, mit viel Pump gekauft oder dafür ihr Pensionskassenvermögen geplündert haben. Selbst wenn ein Crash aus heutiger Sicht als unwahrscheinlich gilt: Auch Pensionskassen und Versicherungen bekommen die Korrektur auf ihrem Immobilienvermögen schmerzlich zu spüren.

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



«Warren Buffett ist kein Vorbild für mich»

Der Vermögensverwalter Pirmin Hotz erklärt, wieso er Bitcoins und auch Bankaktien meidet.

Daniel Zulauf

Schauen wir auf das nächste Börsenjahr. Wie wird 2024?

Pirmin Hotz: Die Frage habe ich befürchtet. Ich weiss ebenso wenig wie alle anderen, wie die Zukunft aussieht, und bin ehrlich gesagt froh darüber.

Und das sagen Sie auch Ihren Kunden, die Ihnen ihr Vermögen anvertrauen, damit Sie es mehren?

Klar. Aber ich sage ihnen auch, dass ich mich gut auskenne mit intelligenten und wissenschaftlich erprobten Methoden, mit denen man diese Unsicherheit bewältigen kann.

Dann legen Sie uns doch einmal einige Ihrer Grundsätze dar, bitte!

Ich investiere nur in Anlagen, denen ein ökonomischer Wertschöpfungsprozess zugrunde liegt.

Was ist dieser ökonomische Wertschöpfungsprozess?

Von Nestlé weiss ich als Aktionär, dass sich jeden Tag über 300'000 Leute an die Arbeit machen, um etwas zu produzieren oder zu verkaufen. Am Ergebnis dieser Arbeit bin ich mit einer Dividende beteiligt, und langfristig nimmt auch der Wert meiner Aktie zu, weil die Firma mit dem bestehenden Kapital kontinuierlich ihre Gewinne steigert. Kaufe ich aber einen Bitcoin, dann erhalte ich weder eine Dividende noch einen Zins. Meine Hoffnung beruht allein darauf, dass mir jemand mehr für den Bitcoin zahlt, als ich bezahlt habe. Ähnlich ist es – überspitzt gesagt – bei einem Schneeballsystem. Es gibt also keinen ökonomischen Wertschöpfungsprozess, und darum halte ich keine Bitcoins.

Wie lautet der nächste Grundsatz?

Eine solide Diversifikation der Anlagen ist zentral für den langfristigen Börsenerfolg. Ein durchschnittliches Aktienportefeuille enthält etwa 50 Titel – aufgeteilt nach Branchen, geografischen Regionen und anderen Kriterien. So kommt man langfristig auf eine Durchschnittsrendite von sieben bis zu neun Prozent pro Jahr – je nach Beobachtungszeitraum. Das belegen die historischen Performance-Analysen, wie sie die Bank Pictet seit 1926 oder die drei Finanzmarkthistoriker Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton über eine Periode von 122 Jahren nachweisen.

Die Schweizer Börse hat 2023 unterdurchschnittlich abgeschnitten – vor allem wegen Roche. Manche Risiken lassen sich offenbar nicht wegdiversifizieren.

Ihr Beispiel zeigt sehr gut, warum eine gute Diversifikation wichtig ist. Gerade weil wir nicht wissen, welche Aktien im nächsten Jahr die besten sein werden, ist es wichtig, dass wir die Risiken ausdiversifizieren. Wüssten wir, dass im kommenden Jahr Novo Nordisk und Eli Lilly noch einmal alle anderen Pharmatitel in den Schatten stellen werden, dann müssten wir uns natürlich ganz auf diese beiden Titel konzentrieren und Roche, Novartis, Pfizer oder Merck beiseitelassen.

Aber Sie tun es nicht und schmälern Ihre Rendite.

Nein, denn vielleicht sind ja gerade Roche oder Novartis die zukünftigen Renditetreiber. Jedes diversifizierte Portefeuille enthält auch immer Titel, die schlecht laufen. Aber nehmen Sie das Beispiel von Martin Ebner. Er war in den 1990er-Jahren ausgesprochen erfolgreich mit seiner Strategie, auf ganz wenige Titel zu setzen. Ich hatte ihn drei- oder viermal in Zürich getroffen. Er lachte über meinen konsequenten Diversifikationsansatz. Er sagte mir: Wir wissen doch genau, welche Titel wir kaufen müssen. Wir kaufen drei oder vier Aktien – Roche war eine, ABB eine andere –, von denen wir so viel wissen, dass wir auf den Markt immer einen Vorsprung haben und besser sind.

«Komplette Selbstüberschätzung ist die Krankheit aller vermeintlichen Gurus.»

Dann ging Ebner fast pleite.

Genau. 2001 platzte die Dotcom-Blase. Im September des gleichen Jahres kam es zum Terroranschlag auf das New Yorker World Trade Center. Die Märkte brachen um mehr als 40 Prozent ein. Martin Ebner kollabierte komplett – aus zwei Gründen: Weil er seine Anlagen nicht diversifiziert hatte und weil er zu viel Fremdkapital einsetzte. Das Beispiel Ebner beweist, dass irgendwann jeder Guru zum Opfer von Selbstüberschätzung wird.

Wann überschätzt sich ein Investor?

Das ist der Kernpunkt, warum ich so gern sage, dass ich ein wissenschaftsbasierter Vermögensverwalter bin. Ich habe meine Dissertation über die Portfoliotheorie von Harry Markowitz geschrieben, der übrigens erst kürzlich mit 95 Jahren verstorben ist. Viele lachen heute über diese Theorie, die im Grunde nichts anderes sagt, als dass die Märkte unglaublich schnell und effizient darin sind, neue Informationen zu verarbeiten und in die Kurse von Aktien, Obligationen und allen anderen börsengehandelten Wertschriften einzupreisen. Weil das so schnell geht, kommen selbst Profis immer zu spät.

Aber ein Profi ist doch kein Profi, wenn er immer zu spät kommt.

Doch, damit müssen wir leben. Aber die Ebners und all die Hedgefonds-Manager dieser Welt, die alle mehr oder weniger Guru-Status geniessen, stehen am Morgen auf und glauben, sie wüssten mehr als die anderen. Markowitz hat mir in jungen Jahren Bescheidenheit beigebracht. Ich sah, dass sich jede Bank mit ihren besten Analysten, Produkten und Prognostikern hervorzutun versuchte. Ich habe gelernt, dies als komplette Selbstüberschätzung zu entlarven, und weiss inzwischen, dass dies die Krankheit aller vermeintlichen Gurus ist.

Warren Buffett ist auch ein Guru, aber ein erfolgreicher.

Sie haben recht. Warren Buffett ist wirklich eine Legende. Aber Buffett ist trotzdem kein Vorbild für mich – heute noch weniger als früher. Erstens investiert er fast ausschliesslich in amerikanische Titel. Zweitens hat er ein grosses Gewicht bei Aktien von Versicherungen und Banken. Vor allem aber repräsentiert drittens seine Apple-Beteiligung etwa die Hälfte seines ganzen Anlagevermögens. Das widerspricht vollständig meinem Prinzip. Auch Apple ist kein unverletzliches Unternehmen.

Heisst diversifizieren, dass man auch Aktien von Unternehmen oder Branchen kaufen muss, die man gar nicht gut findet?

Nein. Es gibt auch Ausschlusskriterien. Vor etwa zehn Jahren entschlossen wir uns, keine Airline-, Automobil- und Bankaktien mehr zu halten. Wir mussten uns eingestehen, dass diese Branchen in einer langen Frist nicht mit dem Durchschnitt des Marktes mithalten können. Es sind Branchen, in denen der Wettbewerb verhindert, dass langfristig Aktionärswert geschaffen werden kann.

UBS hat sich mit der CS ein Schnäppchen einverleibt. Verpassen Sie nicht eine grosse Gelegenheit?

Wir meiden Bankaktien, weil wir überzeugt sind, dass die Branche in einer nächsten Krise wieder kollektiv vor dem Abgrund stehen wird. Die Banken haben viel zu wenig Eigenmittel. Auch das ganze Bonussystem in den Grossbanken ist mir suspekt.

Die schwedische Investmentgesellschaft Cevian prophezeit UBS eine Kursverdoppelung.

Natürlich hat UBS jetzt eine grosse Chance, sich viel Credit-Suisse-Geschäft einzuverleiben. Aber Cevian ist für uns kein Grund, auch einzusteigen. Aktivistische Investoren sind Spekulanten, wir spekulieren nicht, sondern investieren langfristig. UBS wird erst noch beweisen müssen, dass die CS-Übernahme der grosse Hit war.

Wie sieht es denn mit Aktien einzelner Firmen aus? Wie lange schaut man dem Niedergang zu?

Solche Entscheidungen zu treffen, ist viel schwieriger, als eine ganze Branche zu meiden. General Electric war bis in die 1990er-Jahre eine Ikone im amerikanischen Aktienmarkt. Alle mussten diesen Titel haben – auch wir. Aber dann kam allmählich der Niedergang. Die Trennung von den Papieren war extrem schwierig, denn je tiefer eine Aktie fällt, desto grösser wird das Potenzial einer Kurserholung. Aber das können trügerische Momente sein, denn das Risiko ist extrem hoch. Nicht immer funktioniert eine Sanierung so gut wie damals vor gut 20 Jahren im Fall von ABB. Wer auf eine Aktie setzt, die 80 Prozent verloren hat, verhält sich im Prinzip wie ein Casinogänger, der am Roulettetisch auf Rot oder Schwarz setzt.

Sie investieren nicht nur in Aktien, sondern etwa auch in Anleihen. Wie sehen Sie das Problem der Verschuldung bei Staatsanleihen?

Die global hohe Verschuldung macht uns sehr grosse Sorgen, zumal sie weiter zunimmt. Japan, USA, Italien – die Haushalte vieler Industrieländer sind Sanierungsfälle. Anleihen von derart hoch verschuldeten Staaten kann ich mit gutem Gewissen nicht mehr kaufen.

Kann man sich schadlos halten?

Nein. Irgendwann werden wir Steuerzahler diese Schuldenberge abtragen müssen. Und auch die Unternehmen, in die wir investieren, werden in einer nächsten Schuldenkrise nicht ungeschoren davorkommen. Aber ich fühle mich trotzdem viel wohler, in Firmen Geld zu investieren, anstatt es Staaten zu geben, von denen ich weiss, dass sie hoffnungslos überschuldet sind.

Also, was werden Schweizer Aktien 2024 bringen?

Ich bin und bleibe Optimist. Schweizer Unternehmen sind insgesamt sehr solide unterwegs und erzielen erfreuliche Gewinne für ihre Aktionäre. Weil die Zinsen gestiegen sind, ist immerhin die Bewertung von Aktien gesunken. Das ist eine solide Basis.



Pirmin Hotz

Pirmin Hotz, 62, dissertierte an der Universität St. Gallen zur Portfolio-Theorie von Harry Markowitz, der 1990 mit dem Nobelpreis geehrt wurde. Viele Banken in der Schweiz und in Deutschland waren empfänglich für die moderne Theorie und engagierten den jungen Doktoranden aus Zug als Ausbilder für ihre Kundenberater. 1986 gründete er seine nach ihm benannte Vermögensberatungsfirma, die inzwischen 25 Mitarbeitende zählt. 2021 verfasste er unter dem Titel «Über die Gier, die Angst und den Herdentrieb der Anleger» (Finanzbuch Verlag, München) ein umfangreiches Buch über Anlagestrategien. Pirmin Hotz ist Vater von drei erwachsenen Kindern.