

Juli **20**
21

Redaktionsschluss
15. Juni 2021

Geschätzte Kundinnen, geschätzte Kunden

Zocken ist zur Modeerscheinung geworden. GameStop, Bitcoin, Greensill, Archegos Capital und die Credit Suisse im Sturm: Spinnen die da draussen eigentlich, oder sind vielmehr wir die Dummen, die gewaltige Chancen an uns vorbeiziehen lassen? Erfreulich im ersten Halbjahr 2021 ist die Tatsache: Wertorientierte Anlegerinnen und Anleger sind nach einer Durstperiode wieder auf der Überholspur!

Viele Anleger hatten während der Pandemie Zeit zum Zocken. Ende Januar ging es los. Milliarden schwere amerikanische Hedge Funds unter Führung von Melvin Capital setzten massenweise auf *sinkende Kurse* bei der schwächelnden texanischen Videospiele-Kette GameStop. Die Hedge-Funds-Manager kamen zum Schluss, dass der Verkauf von Videospiele über stationäre Ladenketten ein veraltetes Geschäftsmodell sei. Bestätigt fühlten sie sich dadurch, dass das Unternehmen das Jahr 2020 mit einem Verlust von USD 156 Mio. abschloss. Deshalb liehen sie sich GameStop-Aktien aus und verkauften diese in der Hoffnung, sie später zu tieferen Kursen wieder zurückzukaufen – ein sogenannter Leerverkauf. Eine Meute von Kleinanlegern war fest entschlossen, dagegenzuhalten. Sie kauften wie wild GameStop-Aktien und setzten auf *steigende Kurse*. Dabei orchestrierten sie ihre Käufe über die Social-Media-Plattform Reddit respektive deren Forum «WallStreet-Bets» und handelten ihre Aktien über Gratis-Broker wie Robinhood. Innert nur einer Woche stieg dessen Mitgliederzahl von unter zwei auf über sechs Millionen. Die Social-Media-Aktivisten waren überzeugt, dass der Aktienmarkt ein von Wall-Street-Profis manipuliertes Casino sei, das mit der Realität nichts zu tun habe. Sodann entbrannte ein Kampf um die Deutungshoheit: Zocker gegen Zocker! Zunächst wurden die zockenden Hedge Funds von den zockenden GameStop-Sympathisanten regelrecht abgezockt. Mit ihrer konzertierten Aktion über Social Media trieben sie die GameStop-Aktien ohne Stopp nach oben. Der euphorisierte

Kursanstieg schraubte beim auf Baisse spekulierenden Hedge Fund Melvin Capital die Verluste dermassen in die Höhe, dass er sich gezwungen sah, diese eiligst zu begrenzen und die leer verkauften Aktien am Markt zurückzukaufen. Fatal für Leerverkäufer wie Melvin Capital erwies sich dabei, dass diese Eindeckungskäufe den Kursanstieg der GameStop-Aktien nicht etwa stoppten, sondern im Gegenteil weiter befeuerten – ein klassischer «short squeeze». Sie können sich einen «short squeeze» etwa so vorstellen: 10 Ehemänner versprechen ihren Ehefrauen bei einem gemeinsamen, feucht-fröhlichen Abendessen, jeweils einen exklusiven Oldtimer eines ganz bestimmten Typs zu kaufen. Leider gibt es aber weltweit nur 8 Modelle von diesem Typ. *Mindestens* zwei der Ehemänner werden nun zwangsläufig ein Problem haben, ihr Versprechen einzulösen – die Nachfrage übertrifft das Angebot und der Preis explodiert. Als die Geschichte über einen potenziellen Bankrott des Hedge Funds Melvin Capital die Massenmedien erreichte, explodierte der Kurs von GameStop ohne fundamentale Neuigkeiten auf ein Allzeithoch von USD 483, nachdem die Aktie vorher über Monate bereits von USD 4 auf 40 avanciert war.

Wenn Zocker von Zockern abgezockt werden

Während gemäss einem Bericht des «Wall Street Journal» allein der Hedge Fund Melvin Capital innerhalb weniger Wochen USD 3,75 Mrd. verlor, machte die Kursexplosion der Aktie GameStop einige Kleinanleger zu Multimillionären. Keith Gill, ein 34-jähriger

Amerikaner aus Massachusetts, startete mit einem Einsatz von USD 43'000. Über «WallStreetBets» agierte Gill mit dem User-Namen «DeepFuckingValue», während er als «Roaring-Kitty» (brüllendes Kätzchen) twitterte – seine Baseballkappe trägt er dabei verkehrt herum, während er mit Zigarre im Mundwinkel ein Bier in der Hand hält. Dank seinen Aktien und Optionen von GameStop schnellte sein Kontostand am Mittwoch, 27. Januar 2021, auf einen Höchstwert von USD 47 Mio. Wahrlich keine schlechte Rendite: Sein Einsatz hatte sich innerhalb von wenigen Monaten mehr als vertausendfacht.

Sind es nur Spitzbuben und Hedge-Funds-Harsardeure, die mit Aktien von GameStop spekulieren? Fehlanzeige! Die grössten Aktionäre der Zocker-Aktie sind die amerikanischen Fonds-Riesen BlackRock, Vanguard und Fidelity. Sie verdienen im Hype Milliardensummen. Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) mischte als passive Investorin, die ihre Anlagen indexiert, kräftig mit. Innerhalb von vier Monaten machte sie mit Game-Stop einen Gewinn von CHF 43 Mio. Streng genommen ist folglich der Präsident der SNB, Dr. Thomas Jordan, genauso ein Zocker wie «DeepFuckingValue» – wenn auch ein «passiver». Dies ist einer unserer Gründe, nicht passiv respektive indexiert zu investieren – man macht sonst jeden Blödsinn automatisch mit. Die GameStop-Story erinnert an die extreme Kursblase, die sich im Herbst 2008 in der Aktie von Volkswagen ergeben hat. Die Aktien des Autobauers hatten sich am 28. Oktober 2008 innert Stunden um fast 100 Prozent verteuert und den Börsenwert auf gegen EUR 300 Mrd. hochgetrieben. Kurzzeitig war VW das wertvollste Unternehmen der Welt und repräsentierte gegen 30 Prozent der Kapitalisierung aller DAX-Konzerne. Was war passiert? Porsche und sein umtriebiger Chef, Wendelin Wiedeking, wollten fast um jeden Preis den viel grösseren VW-Konzern übernehmen. Wiedeking baute ein grosses VW-Aktienpaket auf und trieb so den Kurs nach oben. Gleichzeitig erachteten mitten im Sturm der Finanzkrise einige grössere Investoren die Börsenbewertung von VW als völlig überzogen und wetteten mittels Leerverkäufen auf sinkende Kurse. Zu ihnen gehörte der schwäbische Unternehmer und

Milliardär Adolph Merckle. Die von Wiedeking befeuerte Kursexplosion in VW verursachte Merckle Verluste in Milliardenhöhe – auch ihm wurde ein klassischer «short squeeze» zum Verhängnis, weil er seine Verluste im dümmsten Moment realisieren musste, um seine Verpflichtungen gegenüber seinen Hausbanken zu erfüllen. Die Geschichte endete tragisch: Im Januar 2009 warf er sich vor den Zug. Er hatte sein Lebenswerk, den führenden Generikahersteller Ratiopharm, verzockt.

Pleiten, Pech und Pannen bei der Credit Suisse

Eine veritable Realo-Spukgeschichte betrifft Lex Greensill und die Credit Suisse. Der heute 44-jährige Greensill wächst auf einer Wassermelonfarm in Bundaberg im australischen Gliedstaat Queensland auf. Als Junge erlebt er, wie schwierig es für ein Unternehmen sein kann, wenn es nach der Lieferung seiner Ernte Monate warten muss, bis die Kunden ihre Ware bezahlen und das Geld fliesst. Deshalb beschliesst er, Firmen mit innovativen Lösungen zu helfen, damit sie rascher an Liquidität kommen. Die Idee der sogenannten Supply Chain Finance, in der Forderungen vorfinanziert werden, war geboren. Im Jahr 2001 zieht Greensill nach London, wo er als Banker für Morgan Stanley tätig ist. 10 Jahre später macht er sich selbstständig und gründet die Greensill Capital. Es geht steil nach oben und Greensill schafft es, den früheren britischen Premierminister David Cameron zu beraten. Er erhält Regierungsaufträge. Im Jahr 2017 wird Lex Greensill im Alter von 40 Jahren von Prinz Charles mit dem Titel eines «Commander of the Order of the British Empire», dem britischen Ritterorden für Verdienste in der Unternehmenswelt, geadelt. Mit seinen vier Privatjets düst Greensill durch die Welt. Ab 2015 pflegt er eine Partnerschaft mit dem Schweizer Fondsgiganten GAM und dessen Star-Manager Tim Haywood. Doch die Probleme und Ungereimtheiten folgen auf dem Fuss. Im Juli 2018 wird Tim Haywood suspendiert, nachdem sich herausstellt, dass der Manager in seinen Fonds im grossen Stil Handelsverbriefungen gekauft hatte, die mit dem intransparenten Stahl- und Rohstoffimperium des indischstämmigen Sanjeev Gupta in Verbindung stehen. Dies stürzt GAM in eine Krise, von der sich

das Fonds-Haus bis heute nicht erholt hat. Eigentlich hätte man erwarten können, dass die Vorkommnisse rund um GAM sowie weitere Warnsignale das Ende der Erfolgsgeschichte von Lex Greensill bedeutet hätten. Das Gegenteil ist der Fall. Ab 2019 zündet Greensill erst recht den Turbo – die Zusammenarbeit mit der Credit Suisse nimmt Fahrt auf.

«Zahle niemals im Voraus, wenn Du nicht schlecht bedient sein willst.»

Denis Diderot, französischer Philosoph und Enzyklopädist (1713 bis 1784)

Intransparenz, Klumpenrisiken und Luftgeschäfte

Vier Supply-Chain-Finance-Funds der Grossbank in Höhe von über USD 10 Mrd. dienen als Hauptfinanzierungsquelle für Greensill. Die Fondsanteile werden eifrig an die besten Kunden der Bank verkauft. Gemäss den Verkaufsunterlagen versprechen die Fonds eine stabile Rendite von 3 bis über 5 Prozent – nicht schlecht für vermeintlich «sichere» Anlagen. Greensill wählt die Verbriefungen aus, verpackt sie und reicht sie an die Fonds der Credit Suisse weiter. Gemäss Medienberichten führen die Fondsmanager der Bank keine Qualitätsprüfungen durch, sie vertrauen voll und ganz auf Greensill. Dabei wies die Online-Zeitung «The Market», auf die sich ein schöner Teil unserer Informationen stützt, schon im Jahr 2019 darauf hin, dass sich in den Fonds der Credit Suisse beträchtliche Klumpenrisiken des Firmengeflechts rund um den streitbaren Stahltycoon Sanjeev Gupta befinden. Der in Grossbritannien als «Retter des Stahls» gefeierte Gupta publiziert keine konsolidierte Buchhaltung, und die unabhängige Beratungsfirma Independent Credit View aus Zürich kam in einer Studie im August 2019 zu einem vernichtenden Urteil über Greensill: «Die Transparenz der Greensill-Gruppe ist nicht kapitalmarktwürdig und verdient kein Vertrauen.» Die Rede ist von einem Schneeballsystem und Luftbuchungen, hinter denen keine existierenden Lieferungen stehen – der deutsche

Skandal um das einstige Börsenwunderkind Wirecard lässt grüssen. Kritische Fragen von britischen Finanzjournalisten prallten wie im Falle von Wirecard an den Verantwortlichen der Credit Suisse ab. Letztere wiesen darauf hin, dass die Forderungen in ihren Fonds versichert seien. Doch die Kunden der Credit Suisse investierten ihr Geld faktisch in fiktive Anlagen. Die Bank und ihre Kunden sind offensichtlich einem betrügerischen Plan aufgefressen.

«Lebenskünstler leben von den Zinsen eines nicht vorhandenen Kapitals.»

Stanislaw Jerzy Lec, polnischer Lyriker und Aphoristiker (1909 bis 1966)

Damit nicht genug: Die Credit Suisse gewährt der Greensill Capital im Zusammenhang mit einem geplanten und kurz darauf verworfenen Börsengang einen Geschäftskredit in Höhe von USD 160 Mio. Gemäss der «Financial Times» hätten sich die Londoner Risikomanager zwar gegen den Kredit ausgesprochen. Die oberste Risikochefin der Bank, Lara Warner, die eigentlich vor Risiken *warnen* müsste, habe diese jedoch überstimmt. Am 1. September 2020 kündigt der Hauptversicherer der Fonds, die japanische Tokio Marine, die Geschäftsbeziehung wegen Ungereimtheiten und teilt den Verantwortlichen mit, dass die Versicherungsdeckung per 1. März 2021 erlöschen werde. Im Februar 2021 – reichlich spät – wird den Bossen der Credit Suisse endlich klar, dass sie ein grösseres Problem haben. Die vier Fonds werden eingefroren und liquidiert. Es drohen Milliardenverluste für die Investoren, zu denen auch solche der sogenannten «Strategic Client Group» – das sind die wichtigsten Kunden der Bank – gehören sollen. Die Fonds wurden ausschliesslich Pensionskassen, Versicherungen, Firmen und reichen Privatpersonen ans Herz gelegt – Kleinkunden scheinen für einmal nicht betroffen zu sein (einmal abgesehen von drohenden Gebührenerhöhungen auf ihren Konti und Depots, die die Verluste der Bank wieder kompensieren könnten).

«Vielmehr deutet einiges darauf hin, dass der Greensill-Absturz, um in der Diktion der Luftfahrt zu bleiben, nicht auf technisches Versagen, sondern auf Pilotenfehler zurückzuführen ist.»

Ermes Gallarotti und André Müller, Wirtschaftsredaktoren der «NZZ», in ihrem Beitrag vom 30. März 2021

Die Verlockung fatter Gebühren und der Verkaufsdruck der Chefs

Wir erinnern uns: Die Finanzkrise brachte monumentale Verluste, weil haufenweise minderwertige Hypothekenkredite verbrieft und als sichere Anlage angeboten wurden. Nun, einige Jahre später, dasselbe Spiel: Intransparente, teilweise minderwertige und hoch riskante Handelsfinanzierungen werden verpackt und als sichere, diversifizierte Anlagen mit attraktiver Rendite als Ersatz für Anleihen verkauft. Aus der Branche ist zu hören, dass es unter der Leitung des früheren Divisionschefs der Credit Suisse, Iqbal Khan, hohen Verkaufsdruck und Ranglisten der fleissigsten Verkäufer von Supply-Chain-Produkten gab. Kundenberater mussten offenbar die Produkte einer sehr wohlhabenden Kundschaft vorbehaltlos empfehlen – abweichende Meinungen waren unerwünscht. Der grösste der vier Fonds, der CS (Lux) Supply Chain Finance Fund, der ein Volumen von USD 6,8 Mrd. aufwies, warf eine jährliche Verwaltungsgebühr (Management Fee) von 0,7 Prozent ab – was den CS-Leuten pro Jahr alleine schon fast USD 50 Mio. in die Kassen spülte. Die Maximierung der eigenen Bonuszahlungen steht offenbar über dem Wohl der Kunden und der Aktionäre. Im Erfolgsfall sacken die Investmentbanker den Grossteil der Gewinne ein. Geht es hingegen schief, tragen die Aktionäre die Verluste und schiessen im Bedarfsfall neues Geld ein. Gleichzeitig hinkt die Credit Suisse meilenweit hinter der amerikanischen Konkurrenz hinterher und spielt im Konzert der internationalen Banken in der zweiten Liga. JP Morgan erzielte allein im ersten Quartal dieses Jahres 50 Prozent mehr Gewinn als die Credit Suisse in den letzten 10 Jahren kumuliert.

Trotzdem orientieren sich ihre Chefs bei den Salären an der Champions League. Das ist ein Witz und wäre etwa so, wie wenn die Trainer und Spieler des FC Thun Löhne und Erfolgsprämien eines Messi oder Ronaldo fordern würden. Die Verantwortlichen in den Teppichetagen der Grossbanken haben nichts gelernt. Deshalb ist nach dem Debakel immer auch vor dem Debakel, und nach Verantwortlichkeitsprozessen ist vor Verantwortlichkeitsprozessen. Und die cleveren Chefs wechseln ganz einfach ihren Stuhl, wenn dieser einmal zu heiss wird: Iqbal Khan amtiert inzwischen als Co-Chef der weltweiten Vermögensverwaltung bei der Konkurrentin UBS: Neues Spiel, neues Glück.

«Sie verarbeiten, tranchieren und verpacken Katzenfutter und verkaufen es danach als Rindsfilet. Am Ende ist es aber immer noch bloss: Katzenfutter.»

Mark Dittli, Chefredaktor der Online-Zeitung «The Market», the big picture, 12. März 2021

Gier und Naivität werden den Säckelmeistern vieler Gemeinden zum Verhängnis

In Bremen dient die Greensill Bank als Finanzierungsquelle für Greensill Capital. «Unsere finanzielle Stärke ist Ihre Sicherheit», lautet der Slogan der Bank auf ihrer Website. Die Bank bietet deutlich höhere Zinsen als die Konkurrenz: Plus 0,7 Prozent für einjährige Festgeldanlagen. Das ist in einem Umfeld von Null- und Negativzinsen verdächtig viel und müsste eigentlich stutzig machen. Doch die Bank zieht nicht nur Gelder von Kleinanlegern an, sondern auch von zahlreichen Gemeinden. Das ist bitter für sie, denn die Bremer Bank ging im Strudel des Skandals pleite. Der Freistaat Thüringen soll mit EUR 50 Mio., das nordrhein-westfälische Monsheim mit EUR 38 Mio. und das hessische Eschborn bei Frankfurt mit EUR 35 Mio. betroffen sein. Geschädigt sind auch die Städte Wiesbaden, Osnabrück, Giessen, Friedrichshafen sowie Dutzende kleinere Gemeinden. Alleine deren Gesamtschadenssumme beträgt weit über EUR 300 Mio. Tragisch für die Städte und Gemeinden

ist die Tatsache, dass Einlagen von öffentlichen Gebietskörperschaften vom deutschen Einlagensicherungsfonds (ESF) nicht abgedeckt sind. Es drohen somit gewaltige Löcher in den Staatskassen sowie langwierige Gerichtsprozesse. Nun, was hat die Bremer Bank mit den Geldern gemacht, die sie von Privat- und Geschäftskunden, von Städten und Gemeinden erhalten hat? Von den gesamten Einlagen in Höhe von gut EUR 4 Mrd. wurden offenbar rund EUR 2,7 Mrd. an eine einzige Person respektive dessen Firmengeflecht ausgeliehen: Sanjeev Gupta – von einem Albtraum zu sprechen, wäre in diesem Zusammenhang wohl eine glatte Untertreibung. Die Moral der Geschichte? Die Finanzkrise von 2008 hatte ihre Ursache in intransparenten Produkten, in die Müll gepackt wurde, um sie danach Kunden als sichere Anlagen anzupreisen. Die Credit Suisse hat von 2009 bis 2020 nicht zuletzt aufgrund solcher Verfehlungen insgesamt die monumentale Summe von CHF 15,7 Mrd. an Bussgeldern aufgewendet. Ende 2020 musste der CEO der Credit Suisse, Thomas Gottstein, erneut eine Busse von USD 680 Mio. verkünden, die auf die Sünden der damaligen Zeit zurückreicht. Trotz dieser bitteren Erfahrungen scheint die Finanzkrise bereits zu lange her zu sein, um noch im Erinnerungsvermögen gewisser Banker Platz zu haben. Nichts gelernt oder alles schon vergessen? Mit Verlaub: Wenn «sichere» Renditen von 3 oder 5 Prozent in einem zinslosen Umfeld locken, müsste doch eigentlich jedem Anleger und Banker klar sein, dass etwas faul ist und die Anlage nicht risikofrei sein kann.

«Um es in ein Bild zu fassen: Waghalsige CS-Banker schrecken nicht davor zurück, mit ihrem Ferrari selbst auf unbefestigten Waldwegen durch die Kurven zu driften – und landen allzu oft im Graben.»

Ermes Gallarotti, Wirtschaftsjournalist der «NZZ», in der Ausgabe vom 3. April 2021

Archegos: Nächster Flop mit einem Hedge Fund

Seit Jahren und Jahrzehnten kritisieren wir die Hedge-Funds-Branche hart. Eigentlich müsste nach all den Skandalen, die sich seit dem legendären Kollaps von Long Term Capital Management (LTCM) im Jahr 1998 ereignet haben, jeder wissen, dass viele dieser intransparenten, hochmargigen und nicht selten illiquiden Produkte brandgefährlich sind. Mitnichten: Ende November 2020 gab die Credit Suisse bekannt, dass sie einen Abschreiber von USD 450 Mio. auf ihrer Beteiligung am Hedge Fund York Capital vornehmen müsse. Kurz nach dem Greensill-Skandal rauscht die Grossbank Credit Suisse in den nächsten Flop mit einem Hedge Fund: Die New Yorker Archegos Capital Management bricht im März dieses Jahres zusammen. Zu den kreditgebenden Banken gehören die US-Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley, die japanische Nomura sowie die schweizerischen Grossbanken Credit Suisse und UBS. Diese Banken gaben dem Hedge Fund Kredite in zweistelliger Milliardenhöhe. Archegos hebelte mittels dieser Kredite seine Wetten in luftige Höhen – kolportiert wird, dass auf jeden Dollar Eigenkapital ein Kredit von fünf Dollar aufgenommen wurde. Archegos soll demnach mit einem Eigenkapital von rund USD 10 Mrd. ein abenteuerliches Rad von gegen 60 Mrd. gedreht haben. Laut dem «Wall Street Journal» hat alleine die Credit Suisse dem Hedge Fund Kredite in Höhe von CHF 20 Mrd. für Börsenspekulationen gegeben – eine Summe, die rund der Hälfte des Eigenkapitals der Bank entspricht. Ein Wahnsinn. Die Finanzakrobaten zockten zudem mit nur wenigen Einzeltiteln, zu denen die Aktien der amerikanischen Medien- und Unterhaltungskonzerne Discovery und ViacomCBS sowie der chinesische Suchmaschinenbetreiber Baidu gehören. Nach einem beeindruckenden Kursanstieg hörte die Musik plötzlich auf zu spielen, und die mit horrenden Krediten belehnten Aktien verloren an Wert. In der Folge forderten die kreditgebenden Banken zusätzliche Sicherheiten von Archegos – in der Fachsprache ist in diesem Zusammenhang von einem «margin call» die Rede.

«Die Musik wird aufhören zu spielen, sobald die ersten Investoren verkaufen wollen und merken, sie finden keine Abnehmer.»

Dan Rasmussen, Gründer von Verdad Capital, in der «NZZ» vom 20. November 2019

Die rauchenden Colts der amerikanischen Cowboys

Das zockende Finanzvehikel war jedoch nicht in der Lage, dieser Nachschusspflicht nachzukommen. So verkauften die nervös gewordenen amerikanischen Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley eiligst entsprechende Aktienpakete, die ihnen als Sicherheiten dienten, in zweistelliger Milliardenhöhe, um sich gegen Kreditverluste abzusichern. Nach dem Motto «the first cut is the cheapest» zückten die amerikanischen Cowboy-Banker den Colt und sicherten mit einem sogenannten «fire sale» ihre Kreditrisiken. Dagegen verpennten die japanische Nomura sowie die Credit Suisse den Moment, um ihre Pfänder rechtzeitig zu verwerten. Die Credit-Suisse-Banker waren dem Spiel der grossen Cowboys schlicht nicht gewachsen. Die Letzten beißen bekanntlich die Hunde – so standen die Credit-Suisse-Manager mit abgesägten Hosen da. Ein Kenner der Szene sieht das pragmatisch: «Kommst Du bei einem fire sale nicht als Erster aus der Tür, verbrennst Du.» Die Aktien von ViacomCBS und Discovery, die als Sicherheiten dienten, büssten innerhalb einer Woche etwa die Hälfte ihres Wertes ein. Die Credit Suisse verkündete in der Folge einen Verlust von USD 5 Mrd. auf faulen Krediten, für die nicht etwa die bonusverwöhnten Banker geradestehen werden, sondern in geradezu monotoner Selbstverständlichkeit die schon seit Jahren und Jahrzehnten leidgeprüften Aktionäre. Es ist absurd: Die Rohners, Thiams, Gottsteins (alle Credit Suisse), Webers und Ermottis (beide UBS) verkünden seit Jahren, die hohen Löhne und Bonuszahlungen ihrer Kader seien nötig, um die besten Talente anzuziehen. Nur, was sind das für Talente, die Milliardensummen verzocken und verbrennen? 1'400

Kaderleute bei der Credit Suisse, sogenannte «risk takers», verdienen mehr als eine Million pro Jahr. 1'400! «Risk takers»? Nein, diese Leute tragen persönlich keine unternehmerischen Risiken, sie sind reine «bonus takers». Die «risk takers» sind die Aktionäre – wobei «loss takers» wohl zutreffender wäre.

«Es gibt drei Arten, um in den Ruin zu fallen: Liquor, Ladies and Leverage.»

Charlie Munger, langjähriger Partner des legendären Investors Warren Buffett

Wer steckt hinter Archegos Capital? Liess sich vertreten, diesem Finanzvehikel milliardenschwere Kredite zu erteilen? Hinter Archegos steht der Finanzjongleur Bill Hwang, ein gebürtiger Südkoreaner, der als Jugendlicher in die USA kam. Hwang wird in der Branche als «Tigerbaby» bezeichnet, weil er sein Geschäft bei den Tiger-Fonds des legendären Hedge-Fund-Pioniers Julian Robertson erlernt hat. Bill Hwang soll von den Banken besonders umworben gewesen sein, weil er als Geschäftspartner sehr grosszügig war und nicht lange über Konditionen verhandelte. Allerdings muss man wissen, dass Hwang schon im Jahr 2008 zu denjenigen gehörte, die wie Adolph Merckle mit VW-Aktien enorme Verluste erlitten. Er war als Spekulant bekannt. Im Jahr 2012 wurde Hwang von der US-Börsenaufsicht wegen Insiderhandels und Marktmanipulation zu einer Strafe von USD 44 Mio. verdonnert und musste seinen Hedge Fund schliessen. In Hongkong wurde er aufgrund seiner illegalen Handelsaktivitäten wegen Betrugs verurteilt und vom Handel ausgeschlossen. Es war also längst bekannt, dass Bill Hwang ein verurteilter Betrüger ist. Dass der Pfarrerssohn sein Investmentvehikel auf den Namen «Archegos» taufte, dürfte kein Zufall sein: Archegos heisst im Griechischen so viel wie «Anführer». Über seine Investments sagte er einmal: «Ich investiere mit Gottes Perspektive, nach seinem Timing.» Als Beobachter fragt man sich: Was ist denn da los mit dem Risikomanagement und der Compliance der Credit

Suisse? An der personellen Stärke kann es kaum liegen: Von 2016 bis 2018 stockte die Bank, dessen Risikoausschuss im Verwaltungsrat vom inzwischen zurückgetretenen Risikospezialisten Andreas Gottschling präsiert wurde, diese Truppe zügig um über 40 Prozent auf. Sie umfasst mittlerweile 5'000 Expertinnen und Experten. Allerdings begleitet von eher mässigem Erfolg, wie sich zeigt: Die Credit Suisse hat die Risiken nicht im Griff. Übler noch: Pikanterweise oblag die operative Kontrolle des Geschäfts einer Person, die in ihrer früheren Funktion in der Bank selbst spekulative Finanzprodukte an Archegos verkaufte – sie kontrollierte sich also quasi selbst. Die Lehrlinge der Credit Suisse lernen bereits in ihrem zweiten Lehrjahr brav, dass die Belehnung eines *gut diversifizierten Aktienportfolios* nicht höher sein soll als 50 Prozent der Kurswerte – gegenüber Bill Hwang erreichte die Belehnung für *wenige Aktien* aber das Mehrfache der zur Verfügung stehenden Eigenmittel. Es ist erstaunlich, wenn am Ende des Tages die Lehrlinge besser Bescheid wissen über das Kreditrisiko ihrer Bank als eine ganze Armada von Risikospezialisten. Immerhin gehört bekanntlich das Kreditgeschäft zum Kerngeschäft der Bank. Sarkastisch fragt man sich als Aussenstehender: Sind eigentlich Anlagen und Kredite das Kerngeschäft der Bank, oder sind es vielmehr die Skandale? Sicher scheint zu sein, dass das Investment Banking der Bank längst vom Kerngeschäft zum Kernproblem mutiert ist. Die Grossbank verzockt rund USD 5 Mrd. mit einem einzigen Deal – das muss zu denken geben. Was uns aber noch mehr zu denken gibt bei all diesen Flops: Sie passierten in Zeiten, in denen die Börse boomte. Was passiert denn einmal, wenn die unsägliche Flut von billigem Notenbankgeld zum Stoppen kommt und die Anleihen-, Immobilien- und Aktienmärkte einknicken? Es könnte wohl das Ende für einige Casino-Kapitalisten bedeuten. Leider ist zu befürchten, dass diverse Banken wiederum beim Staat um Hilfe betteln werden. Wir kennen das ja: «too big to fail» wird es dann wohl wieder heissen.

«Wie kann es sein, dass Credit Suisse bei der Kreditvergabe an die schnellsten und windigsten Akteure auf dem Finanzmarkt jeweils ganz vorne mitmisch, in der Risikokontrolle aber jedes Mal Verspätung hat?»

Ruedi Keller, «The Market», 29. März 2021

In der «Luzerner Zeitung» vom 10. April 2021 gaben die Grandessen Sergio Ermotti, ehemaliger Konzernchef der UBS und neuer Verwaltungsratspräsident der Swiss Re, sowie Walter Kielholz, abtretender Präsident der Swiss Re und ehemaliger Präsident der Credit Suisse, gemeinsam ein Interview. Das Interview liess eine gewisse Selbstkritik vermissen. So antwortete Kielholz auf die Frage des Journalisten, warum Banken auch über 10 Jahre nach der verheerenden Finanzkrise immer noch hochriskante Geschäfte und übermässige Risiken eingehen würden, wörtlich dies: «Die Grossbanken haben die Risiken insgesamt reduziert. Trotzdem passieren Unfälle. Denn null Risiken – das kann's nicht sein. Ebenso falsch wäre es, aus der Finanzindustrie Moralpolizei zu machen. Wir sind nicht die Ethikkommission der Welt.» Hoppla! Also weiterwurschteln, lautet die Devise. Ethik? Nach unseren Massstäben müsste Ethik im Finanzgeschäft längst eine Selbstverständlichkeit sein. Das scheint aber offensichtlich noch nicht überall angekommen zu sein. So hat die schweizerische Bundesanwaltschaft in diesem Frühjahr eine Klage gegen die Credit Suisse eingereicht. Die Grossbank habe nicht genug getan, um Geldwäscherei im Zusammenhang mit einem bulgarischen «Kokain-König» zu verhindern, lautet der Vorwurf. Wen wunderts. Seit Jahren sehen sich die Credit Suisse und viele andere Banken mit Vorwürfen, Klagen und Bussen konfrontiert: Unsauberes bis betrügerisches Gebaren bei Zinsen, Wechselkursen, Anleihen, Krediten, Verbriefern und in der Vermögensverwaltung. Ein Insider, der einmal zum innersten Machtzirkel der Credit Suisse gehörte, verlautete am 16. Mai gegenüber der «NZZ am

Sonntag»: «Die Skandale haben einen tieferen Grund: Die Bank pflegt eine toxische Kultur, die den Profit über die Sicherheit stellt.» Thomas Gottstein, der heutige CEO der Bank, ist bekannt als überragender Golfspieler mit einem tiefen Handicap. Sein Handicap als CS-Chef dürfte wohl um einiges höher sein.

«Unser Ziel ist es, zu zeigen, dass die Credit Suisse die am besten performende integrierte Universalbank ist.»

Urs Rohner, Präsident des Verwaltungsrates der Credit Suisse, bei seinem Amtsantritt im Jahr 2011 (damals lag der Kurs der CS-Aktie bei rund CHF 40, im Mai 2021 lag er unter CHF 10)

Wirtschaftsuniversitäten: aufgepasst!

Mitten im Sturm des Greensill-Archehos-Tornados wurde publik, dass die renommierte Universität St. Gallen (HSG) von der Credit Suisse ein Sponsoring in Höhe von CHF 20 Mio. erhalten werde. Das Geld soll in die Forschung fliessen, und zwar in die Bereiche Finance, Management und Recht. Es seien mehrere neue Professuren und ein Forschungszentrum geplant. Weitere Millionen investiert die Grossbank in ein neues Lerncenter. Das klingt alles schön und gut. Allerdings stellt sich die Frage: Wird eine Universität, die von einer Grossbank gesponsert wird, überhaupt noch unabhängig forschen können? Wir haben unsere Zweifel. Erik Hofmann, Professor der HSG und dort Direktor des Instituts für Supply Chain Management, sagte in einem Interview mit der «NZZ» vom 5. März 2021, es sei seit längerem ein offenes Geheimnis gewesen, dass Greensill teilweise exotische Deals eingegangen sei und eine stark verschachtelte und schwer durchschaubare Organisationsstruktur aufweise. Er kritisierte damit implizit auch die Verantwortlichen der Credit Suisse. Wird der HSG-Professor solche Aussagen auch in Zukunft noch machen können, oder ist seine Unabhängigkeit aufgrund des Sponsorings dahin? Die Hoffnung stirbt bekanntlich zuletzt. Auch die UBS betreibt im grossen Stil Sponsoring für die Akademie: So unterstützt sie die Universität Zürich seit dem Jahr 2012 mit einem Gesamtbetrag in

dreistelliger Millionenhöhe. Das ist heikel. Es besteht die latente Gefahr, dass Lehrstühle zu faktischen Leerstühlen mutieren und deren Professoren die Interessen ihrer Sponsoren vertreten. Leider ist das noch nicht alles. Grossbankenvertreter infiltrieren auch einflussreiche Medienkonzerne. Der Verwaltungsratspräsident der UBS Schweiz, Lukas Gähwiler, sitzt seit 2017 im Verwaltungsrat des Ringier-Konzerns, zu dem unter anderem die Boulevard-Zeitung «Blick» gehört. Wird der «Blick» noch kritisch über die UBS berichten, wenn dort ein Skandal passiert? Es ist zu hoffen. Trotzdem: Unabhängige Professoren und Medien sind zentral für ein demokratisches Land wie die Schweiz.

«Ich bezweifle, ob das Management überhaupt weiss, was es tut. Wenn Du mit einem bankrotten Kunden nicht umgehen kannst, solltest Du gar keine Kunden annehmen dürfen.»

Jim Cramer, amerikanischer Börsenguru und Unternehmer, im Nachrichtensender CNBC zur Credit Suisse im Zusammenhang mit dem Archehos-Debakel

Bitcoin zwischen Innovation und Wahnsinn

Im März knackte der Bitcoin-Kurs die Marke von USD 60'000. Wir erinnern uns: Zu Beginn des Jahres 2020 kostete ein Bitcoin noch rund USD 7'200, und vor fünf Jahren war ein Bitcoin fast umsonst zu haben. Gibt es fundamental erklärbare Gründe für diese märchenhafte Geldvermehrung, und geht dieses Kursfeuerwerk weiter? Die Antwort gibt der Gründer von Bitcoin Suisse, der Däne Niklas Nikolajsen, gleich selber: «Wird Bitcoin in den nächsten drei Jahren USD 100'000 oder mehr erreichen? Absolut!», sagt er im Interview mit der «NZZ am Sonntag» vom 7. März 2021. Wer im Interview nach fundamental untermauerten Argumenten sucht, *warum* denn der Kurs weiter steigen sollte, wird enttäuscht. Es findet sich nichts. Die amerikanische Grossbank JP Morgan hilft weiter. Sie gab zum Jahresbeginn ein Kursziel von USD 146'000 für den Bitcoin heraus. Wie kommen die US-Banker auf diesen Wert?

Ganz einfach: Sie betrachten die Kryptowährung Bitcoin als das neue Gold. Und wenn nun alle Privatinvestoren ihr Gold verkaufen und den Gegenwert in Bitcoin umschichten würden, stiege dessen Kurs eben auf diese Höhe. Aha, so einfach ist das also! Es gibt somit noch viel (heisse) Luft nach oben: Der Wert eines Bitcoins kann sich locker weiter vervielfachen. Warum nicht auf USD 500'000? Oder auf USD 3,6 Mio.? Wenn nämlich alle weltweit gehandelten Aktien verkauft und der Gegenwert in Bitcoins angelegt würde, kommen Sie approximativ auf diesen Wert.

«Der Bitcoin ist die Mutter und der Vater aller Spekulationsblasen.»

Nouriel Roubini, amerikanischer Starökonom und Professor der New York University Stern School of Business

Was sind die Fakten? Ursprünglich war geplant, Bitcoin als digitales Zahlungsmittel einzusetzen. Die Anwendung ist in unserem Alltag bisher aber bedeutungslos geblieben. Das war zu erwarten. Stellen Sie sich einmal vor, Sie hätten vor Jahresfrist eine Wohnung gemietet, die Sie mit einem Gegenwert von CHF 3'500 monatlich in Bitcoin bezahlen. Ein Jahr später hat sich Ihr Mietzins aufgrund des Kursanstiegs des Bitcoins glatt auf über CHF 30'000 fast verneunfacht – ein finanzielles Waterloo. Oder Sie hätten im Frühjahr 2017 ein Haus gekauft und Ihre Hypothek in Bitcoin aufgenommen. Die zu leistenden Zinszahlungen hätten sich seither um das 50-fache erhöht und Sie wohl längst ruiniert. Als Zahlungsmittel taugt Bitcoin offensichtlich nicht, auch wenn die Einwohner des Crypto-Valley-Kantons Zug ihre Steuern optional auch in Bitcoin bezahlen können. Ein reiner Marketing-Gag – der Kanton Zug wechselt die Bitcoins nämlich unverzüglich in verlässliche Schweizer Franken und reicht so die heisse Kartoffel weiter. Der Chefredaktor der «Bilanz», Dirk Schütz, brachte es in der Juni-Ausgabe des Magazins wie folgt auf den Punkt: «Von den klassischen Tugenden eines Zahlungsmittels – Stabilität und Effizienz – bleibt Bitcoin so weit entfernt wie ein Grossbanker vom Bonusverzicht.»

Selbstverständlich sind wir aber nicht von vorgestern und schliessen nicht aus, dass Kryptowährungen eine Zukunft haben. So hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) Versuche mit einem eigenen Digitalgeld erfolgreich abgeschlossen. Sie arbeitet dabei mit der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zusammen. Das Projekt soll nun in eine weitere Phase gehen, die bis zum dritten Quartal 2021 abgeschlossen sein soll. Europa plant seinerseits die Einführung eines digitalen Euro, die Vereinigten Staaten von Amerika setzen auf einen digitalen Dollar und China auf einen digitalen Yuan. Es gibt somit Hoffnung, dass diese himmelstürmende Branche einen seriösen Anstrich erhält.

«Wenn einer meiner Leute anfängt, mit Bitcoin zu handeln, werde ich ihn binnen einer Sekunde feuern.»

Jamie Dimon, CEO und Chairman von JP Morgan Chase & Co.

Wenn also nicht als Zahlungsmittel: Taugen Kryptowährungen als Kapitalanlage? Betrachtet man den fulminanten Kursrausch des Bitcoin, ist man versucht, die Frage zu bejahen. Immerhin haben sich namhafte Firmen zwischenzeitlich öffentlichkeitswirksam dazu entschlossen, grosse Summen ihrer liquiden Mittel in Bitcoin zu tauschen. So hat im Dezember 2020 die US-Softwarefirma MicroStrategy bekanntgegeben, dass sie mehr als USD 1 Mrd. in Bitcoin investieren wolle. Im Frühjahr 2021 kündigte Tesla an, ihre liquiden Mittel mit Bitcoin diversifizieren zu wollen, und investierte USD 1,5 Mrd. in die Kryptowährung. Diese Meldungen haben veritable Kursraketen gezündet. Aber reicht ein Kursfeuerwerk als Argumentarium, um Bitcoin oder andere Kryptowährungen als Anlageklasse zu «beweisen»? Nein, natürlich nicht. Erstens verkörpert Bitcoin, anders als eine Aktie oder Immobilie, kein Produktivkapital und keinen Realwert. Es gibt weder eine Dividende noch einen Zins. Und während Gold zumindest in der Schmuckindustrie breite Verwendung findet und unsere Währungsordnung über lange Jahre auf dem Goldstandard beruhte, ist der Bitcoin

weit davon entfernt, unser Leben in relevanter Form zu beeinflussen. Der Bitcoin ist ein reines Spekulationsobjekt, für das es überhaupt keine Bewertungsmaßstäbe gibt. Wenn Investoren den 1'000-fachen Gewinn für den Kauf der Aktie Tesla bezahlen, kann man sich zwar ebenfalls darüber streiten, ob dies gerechtfertigt ist oder nicht. Immerhin gibt es bei Aktien, Immobilien oder Anleihen aber Bewertungsrichtlinien und Erfahrungswerte, aufgrund deren Vergleiche gezogen werden können. Und bei Bitcoin? Keine Ahnung, es ist ein Stochern im Nebel. «La hausse amène la hausse», lautet ein französisches Sprichwort. Frei übersetzt bedeutet dies: Wenn die Kurse einmal steigen, braucht es keine fundamentalen Gründe für weitere Kursanstiege. Die Kurse steigen, weil sie steigen. Käufer kaufen, weil andere kaufen. Viele halten es schlicht nicht mehr aus, wenn der Nachbar von seinen märchenhaften Gewinnen erzählt, die er im Homeoffice innerhalb weniger Wochen hereingespielt hat. Aufsteigen auf den Zug und mitprofitieren, lautet dann die Devise. Die Hausse nährt sich von alleine. Genau das passiert bei Bitcoin. Dabei sind die Kursschwankungen respektive die Volatilität gewaltig. Wir erinnern uns: Im Sturm der Pandemie im März 2020 hat der Bitcoin innerhalb von nur zwei Tagen die Hälfte des Wertes verloren – um das Gesamtjahr 2020 mit einer Kurssteigerung von 300 Prozent abzuschliessen. Da soll noch einer sagen, es handle sich um eine seriöse Währung oder Anlage. Im Ernst: Etwas einzig deshalb zu kaufen, weil es steigt, ist so ziemlich das dämlichste Argument, um zu investieren.

«Es gibt nur einen spekulativen, sich selbst erfüllenden Preisanstieg, und dieser Anstieg ist vollständig angetrieben durch Manipulation.»

Nouriel Roubini, amerikanischer Starökonom und Professor der New York University Stern School of Business

Kryptowährungen als ökologischer Albtraum

Es ist wohl kein Zufall, dass mit Tesla und Bitcoin ausgerechnet zwei der derzeit spekulativsten Finanzanlagen zueinandergelassen haben. Ohne den Verkauf von Emissionszertifikaten respektive Abgasrechten, die Tesla von den USA und der EU für jedes verkaufte Elektroauto erhält, würde der Autobauer bis heute keinen Gewinn ausweisen. Anfang Februar kaufte dann ausgerechnet das grüne Unternehmen Tesla im grossen Stil Bitcoin, die vielleicht grösste Umweltsünde unserer Zeit. Das bedeutete wohl selbst für den umtriebigen und innovativ-verrückten Unternehmer Elon Musk einen akrobatischen Vorwärtssalto mit dreifacher Schraube. Im Mai gab derselbe Musk bekannt, dass Tesla Zahlungen in Bitcoin per sofort nicht mehr akzeptieren würde – auch den Rückwärtssalto beherrscht der umtriebige Unternehmer perfekt. Ohne Ökoeiferer zu sein, ist es doch paradox: Gemäss Experten benötigt alleine die Bitcoin-Schürfung mehr als doppelt so viel Strom wie die ganze Bevölkerung der Schweiz, und jede einzelne Überweisung in Bitcoin bedarf etwa so viel Energie, wie ein Schweizer in eineinhalb Monaten verbraucht. Wenn der Strom zu teuer wird, lohnt sich das «Mining» der Coins schlicht nicht mehr. Deshalb stehen viele Mining-Rechner in Gebieten, wo der Strom billig ist: Beispielsweise in Island oder in der Nähe von Kohlekraftwerken in der Mongolei. In Teheran sollen stromhungrige Bitcoin-Farmen zu Stromausfällen geführt haben. Das alles ist ein ökologischer Albtraum.

«Tesla made more money holding bitcoins one month than in 14 years of car making. Front running financial markets is a winner.»

Ludovic Phalippou, renommierter Professor in Financial Economics an der Universität Oxford, in seiner Mitteilung auf LinkedIn am 22. Januar 2021

Gerne wird im Zusammenhang von Bitcoin auf das Bedürfnis von Ländern wie Venezuela verwiesen, das eine jährliche Inflation von 100'000 bis zu einer Million

Prozent aufweist. Bürger dieses Landes seien schlicht auf eine stabilere Währung angewiesen, um ihr Geld vor Entwertung zu schützen. Das ist weitgehend ein Scheinargument, schliesslich gibt es ja auch für seriöse und vermögende Bürger Venezuelas Ausweichmöglichkeiten in US-Dollar, Euro oder Schweizer Franken. Vielmehr dienen Kryptowährungen vermögenden Bürgern korrupter Länder dazu, dreckige Geschäfte und Geldwäscherei zu betreiben. So titelte die «Handelszeitung» vom 21. Januar 2021 auf ihrer vierten Seite: «Die Bitcoin-Wäsche». Im entsprechenden Artikel beurteilt der anerkannte Geldwäschereiexperte Daniel Thelesklaf den illegalen Gebrauch von Kryptowährungen mit Sorge. Weil es bei ihnen eine grosse Anonymität und auch keinen automatischen Informationsaustausch gebe, sei Steuerhinterziehung an der Tagesordnung. Darüber hinaus würden Kryptowährungen zur Finanzierung extremer politischer Gruppierungen wie Dschihadisten oder rassistische Alt-Right-Aktivistinnen und Rechtsextreme verwendet. Eine Forschergruppe um den australischen Finanzprofessor Sean Foley hat Drogenhandelsplätze im Darknet durchleuchtet. Ihre Studie ist im Jahr 2019 im renommierten «Review of Financial Studies» publiziert worden. Ihr Fazit: Jährlich werden Millionen von Bitcoin-Transaktionen mit dubiosem und kriminellen Hintergrund abgewickelt, die dem Gegenwert einer hohen, zweistelligen Milliardensumme entsprechen. Sehr oft sind Drogengeschäfte im Spiel. Die Identität der Nutzer wird verschleiert. Der geschätzte Anteil der illegalen Bitcoin-Transaktionen beläuft sich auf 46 Prozent, wobei selbst diese erschreckend hohe Zahl gemäss Experten das wahre Ausmass noch unterschätzen würde. Auch bei der Cyberattacke gegen die US-Pipeline Colonial wurde das Lösegeld in Höhe von USD 4,4 Mio. offenbar in Bitcoin bezahlt. Bitcoin dient oft als Shitcoin für Geldwäsche und kriminelle Zahlungen. Die US-Behörde für Finanzkriminalität, FinCen, erhielt im Krypto-Bereich alleine im Jahr 2019 Verdachtsmeldungen auf Geldwäscherei im Umfang von USD 119 Mrd. Es gibt Stimmen, die deshalb ein Verbot von Kryptowährungen fordern. Erstaunlich: Tansania, selbst kein Musterschüler in Sachen Korruption, hat ein Verbot bereits durchgesetzt, und in der

Türkei sind Zahlungen mit Kryptowährungen seit dem 30. April verboten. Als dann China im Mai verkündete, dass Kryptowährungen nicht für Zahlungszwecke verwendet werden dürfen, sackten Bitcoin, Ether & Co. an einem einzigen Tag um bis zu 40 Prozent ab. Charlie Munger, der legendäre 97-jährige Partner von Warren Buffett, brachte seine Bitcoin-Kritik an der letzten Generalversammlung von Berkshire Hathaway pointiert auf den Punkt: «Ekelhaft, nützlich für Kidnapper und Erpresser.»

«Es ist töricht zu glauben, dass Bitcoin je das von den Notenbanken herausgegebene Geld ersetzen wird.»

Kenneth Rogoff, Professor für Ökonomie und Public Policy an der Harvard University

Es gibt mittlerweile Tausende von Kryptowährungen. Im Februar dieses Jahres explodierte der Kurs des Dogecoins, nachdem Elon Musk einen seiner berühmtesten Tweets abgesetzt hatte. Für das Kursfeuerwerk reichte ein einziges Wort: «Doge». Dabei wurde der Dogecoin als Scherz unter Freunden bei einem Feierabendbier kreiert. Der Programmierer Billy Markus und sein Kollege Jackson Palmer machten sich über Kryptowährungen lustig und entwickelten Dogecoin als Parodie auf den Bitcoin. Zur Überraschung der beiden kauften unzählige Zocker den Dogecoin. Im Mai zwitscherte Musk erneut: Er kündigte an, einen Satelliten namens Doge ins All zu schießen, der allein mit Dogecoin finanziert werden sollte. Was als Witz begann, überstieg im Mai dieses Jahres den Marktwert von USD 80 Mrd. – was einem Kursgewinn seit Jahrbeginn von 15'000 Prozent entspricht. Ein Teil der Anlegerwelt scheint verrückt geworden zu sein. Allerdings: Kryptowährungen kommen und gehen. Auf der Website deadcoins.com sind über 2'000 digitale Währungen aufgelistet, die in den wenigen Jahren seit der Erfindung des Bitcoins bereits das Zeitliche gesegnet haben. Über 1'000 sind «aufgegeben» worden, gegen 1'000 basierten auf Betrug, etwa 100 wurden als Parodie

gegründet und ein paar Dutzend wurden von Hackern zerstört. Der Friedhof der Kryptowährungen, in denen viel heisse Luft steckt, wird sich wohl in Zukunft noch massiv ausdehnen.

«Es sagt einiges über den Stand der Kryptowährungen, wenn eine Währung mit einem Hund als Logo, deren Software seit mehr als zwei Jahren kein Update mehr gesehen hat, einen Marktwert von einer Milliarde erzielt.»

Jackson Palmer, Mitgründer von Dogecoin, in einem Interview im Jahr 2016 (trotzdem stieg der Marktwert von Dogecoin in diesem Frühjahr auf über 80 Milliarden Dollar)

Gemäss dem Geschäftsführer von Bitcoin Suisse war das Volumen der Neukundenanfragen in den zwei Monaten Januar und Februar dieses Jahres höher als der gesamte Kundenstamm vor Jahresfrist. Das boomende Kryptounternehmen hat im Juli 2019 eine Banklizenz bei der Finanzmarktaufsicht Finma beantragt. Nun hat die Finma allerdings festgestellt, dass «nach heutigem Stand die Gesellschaft als nicht bewilligungsfähig eingestuft und derzeit eine ungünstige Prognose gestellt werden muss». Es bestünden unter anderem Hinweise auf Mängel im Geldwäscherei-Abwehrdispositiv. Das sind harte Worte der Aufsichtsbehörde, die aufhorchen lassen. Unser Rat ist deshalb kompromisslos: Halten Sie sich trotz exponentiell steigender Preise des Bitcoin zurück und beschweren Sie sich lieber über verpasste Chancen als später über verlorenes Geld. Verluste in reinen Spekulationsvehikeln wieder aufzuholen, ist ungleich schwerer, als Gewinne zu erzielen. Die britische Finanzmarktaufsicht FCA schreibt in ihrem Bericht Klartext: «Anleger sollten vorbereitet sein, ihr gesamtes Geld zu verlieren.»

«Die Geschichte lehrt uns, dass Regierungen das Geldmonopol nicht einfach aus der Hand geben.»

Jim Rogers, Wall-Street-Legende, Rohstoffguru und Buchautor

Zu Recht werden Sie vielleicht einwenden, dass die *Blockchain-Technologie*, auf der auch der Bitcoin basiert, einen Zukunftsmarkt darstellen würde. Das mag so sein, und einige Finanzdienstleister haben dies erkannt. So zum Beispiel die Fondsgesellschaft Invesco, die kürzlich einen Blockchain-ETF an der Börse von London kotiert hat. Wer allerdings wissen will, was sich *genau* in diesem passiven Fonds befindet, kommt ins Staunen. So investiert der Fonds in den Rohstoffkonzern Rio Tinto, den Chip-Hersteller Intel, den Online-Händler Amazon, die Aluminium Corporation of China und den Social-Media-Giganten Facebook. Ob wohl die Vertreter des Produkts oder deren Kunden wissen, was denn all diese Unternehmen mit Blockchain zu tun haben? Vielleicht ist es einfach ein teurer Marketing-Gag. Apropos Marketing-Gag: Seit Ende 2020 gibt es den sogenannten YBO. YBO steht für Young Boys Fan Token. Es wurden 5 Millionen YBOs des führenden Schweizer Fussballclubs kreiert. Wer weiss: Vielleicht gewinnen die Berner ja bald einmal die Champions League und der YBO entwickelt sich zur neuen Weltwährung.

Das wertorientierte Anlegen erlebt eine Renaissance!

Die Durststrecke der Anhänger von «Value» scheint zumindest fürs Erste überwunden zu sein. Während der Höhenflug von Wachstumsaktien wie Amazon, Facebook, Netflix und Tesla abgebremst wurde, erwachten klassische Substanzaktien, zu denen auch die Öl- und Rohstoffwerte gehören, zu neuem Leben. Unsere Unterperformance im Jahr 2020 hat sich im ersten Halbjahr 2021 in eine Über-Performance verwandelt. Inwieweit dieser Trend anhalten wird, ist offen. Wir sind jedoch auf längere Sicht optimistisch, dass wertorientiertes Anlegen wieder die Gunst der Anleger gewinnen wird. Unser Optimismus wird gestützt durch die Tatsache,

dass Substantitel im Mittel der letzten 20 Jahre etwa halb so hoch bewertet waren wie Wachstumsaktien – gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis. Zu Beginn des Jahres handelten die Substanzaktien aber mit einem Abschlag von 45 Prozent auf dieses Mittel. Es ist anzunehmen, dass Wachstumstitel in einem Umfeld tendenziell steigender Zinsen überdurchschnittlich leiden werden, da die weit in der Zukunft liegenden Ertrags-erwartungen mit höheren Zinsen abdiskontiert werden müssen.

Die Notenbanken unter Führung des amerikanischen Fed und der europäischen EZB befeuern mit ihren gigantischen Wertpapierkäufen sowie ihren umfangreichen Konjunkturprogrammen weiterhin die Finanzmärkte. So kauft das Fed monatlich für USD 120 Mrd. Wertpapiere. Das wirkt zwar stabilisierend, gleicht aber einem Spagat auf dem Hochseil, denn trotz dieser Interventionen sind die Renditen von US-Staatsanleihen innerhalb von Jahresfrist von gut 0,5 auf zwischenzeitlich 1,7 Prozent gestiegen. Erfreulich entwickeln sich die weltweiten Wachstumsaussichten für das laufende Jahr. So wird für die Wirtschaftslokomotive USA ein Wachstum von rund 6 Prozent erwartet. Damit wird der Einbruch aus dem Corona-Schock-Jahr 2020 mehr als wettgemacht. Gleichzeitig dürften die Unternehmensgewinne um rund 25 Prozent steigen. Klar, das sind alles Annahmen, die mit hoher Unsicherheit versehen sind. Aber von einer Weltuntergangsstimmung, die noch vor Jahresfrist herrschte, ist trotz anhaltender Pandemie weit und breit nichts mehr zu sehen.

«Bonds sind die grösste Blase aller Zeiten.»

Louis-Vincent Gave, Gründungspartner und CEO der Analyse-Boutique Gavekal-Research, London

Was könnte die Märkte kurz- und mittelfristig nervös machen? Es sind wohl die Inflations- und Zinsbefürchtungen. Der renommierte Finanzprofessor der Wharton School of the University of Pennsylvania, Jeremy Siegel, erwartet für 2021 eine signifikant höhere Inflation. Er

begründet dies damit, dass die inflationsrelevante Geldmenge M2 jüngst so stark angestiegen ist wie noch nie zuvor. Mit der Bekämpfung der Covid-19-Krise fliesst die von den Notenbanken geschaffene Liquidität, die in der Vergangenheit primär zur Stützung maroder Staaten und Banken diente, verstärkt in den Konsum. Für Siegel ist es deshalb eine Frage der Zeit, bis es an den Anleihenmärkten zu einem Kurssturz kommt. Der frühere Berater von Ronald Reagan, der Ökonom Steve Hanke, erwartet für die kommenden drei Jahre eine amerikanische Inflationsrate von 5 bis 6 Prozent. Auch für den populären Schweizer Ökonom, Professor Ernst Baltensperger, ist es nur eine Frage der Zeit, bis Inflation in einem Umfeld monumentaler Geldschwemme zu einem Problem wird. Allerdings: Glaubten wir alle das nicht schon vor einem, drei, fünf oder gar zehn Jahren? In der Tat: Bereits vor über 12 Jahren, als die unsägliche Geldflutung der Notenbanken ihren Lauf nahm, gingen wir davon aus, dass eine höhere Inflation und höhere Zinsen nur eine Frage der Zeit sein würden. Das Gegenteil ist eingetroffen. Die aktuell zu beobachtenden Teuerungsraten haben zwar zweifellos steigende Tendenz, was nicht zuletzt auf die deutlich erhöhten Rohstoffpreise zurückzuführen ist. Dass sich dieser Trend jedoch weiter fortsetzt oder sogar beschleunigt, ist alles andere als sicher. Bekanntlich hatten wir vor Jahresfrist kurzfristig negative Ölpreise zu verzeichnen. Es könnte deshalb durchaus sein, dass der aktuelle Inflationsdruck auf einem einmaligen *Basis-effekt* basiert. Die Zukunft bleibt deshalb in den Sternen. Bleiben die Zinsen nachhaltig und langfristig tief, sind eine Flucht in Realwerte und ein weiterer Anstieg der Aktienkurse definitiv nicht auszuschliessen.

Was uns Sorgen macht, ist die Tatsache, dass die Verschuldung der Staaten mittlerweile ein stratosphärisches Niveau angenommen hat. Wir erinnern uns: Im Jahr 2012 war Griechenland pleite und musste gerettet werden. Die Staatsschulden betragen 162 Prozent des Bruttoinlandprodukts (BIP). Ein Schuldenschnitt unter Mithilfe der privaten Gläubiger, die einen Teil ihres Geldes abschreiben mussten, wurde nötig. Nun beträgt der Schuldenstand Griechenlands sagenhafte 210 Prozent des BIP. Trotzdem sind die Zinssätze in

Griechenland von 35 Prozent auf fast null gesunken. Das geht nur, weil die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrer Liquiditätsschwemme und ihren uferlosen Anleihenkäufen die Zinsen künstlich tief hält. Die Bruttoverschuldung in den entwickelten Ländern steht heute bei durchschnittlich 130 Prozent des BIP – das übertrifft erstmals den bisherigen Höhepunkt, der nach dem Zweiten Weltkrieg erreicht wurde. Während die Vereinigten Staaten von Amerika einen Stand von rund 130 Prozent erreichen, steht der Pegel in Italien bei 210, in Frankreich bei 115 und in Japan bei sagenhaften 260 Prozent. Deutschland mit 70 und die Schweiz mit 45 Prozent stehen vergleichsweise gut da – aber auch in diesen Ländern ist die Tendenz klar steigend. Gleichzeitig sind die durchschnittlichen Langfristzinsen aller entwickelten Länder mit 0,5 Prozent so tief wie noch nie zuvor. Der Markt wird ausgehebelt. Kann das auf Dauer gut gehen? Zweifel sind angebracht. Nicht erstaunlich ist deshalb, dass der internationale Währungsfonds (IMF) nebst höheren Mehrwertsteuern eine temporäre Covid-19-Wiederaufbausteuer ins Spiel bringt, die auf hohen Einkommen und Vermögen zu erheben wäre. Auch Erbschaftssteuern stehen zur Debatte. Die Reichen sollten sich also nicht zu stark über boomende Anleihen-, Immobilien- und Aktienmärkte freuen. Es droht finanzielle Repression, die diese Gewinne wieder abschmelzen lassen könnte.

Investoren nehmen immer grössere Risiken in Kauf

Was uns weiter Sorgen macht, ist die teilweise ungeheuerliche Risikobereitschaft, die viele Marktteilnehmer eingehen. Das gilt nicht nur für die Casino-Kapitalisten der Credit Suisse, Greensill und windige Hedge Funds. Investoren kaufen bedenkenlos spekulative Hochzins-Anleihen, die nicht einmal über eine anlagewürdige Kreditbonität verfügen. Dabei gäbe es Warnzeichen. So ist die Ausfallrate für spekulative Anleihen innerhalb von Jahresfrist von 2 auf 5,4 Prozent hochgeschneit. Mehr als jede zwanzigste Ramsch-Anleihe geht somit in den Konkurs – und das in einem fast wolkenlosen Umfeld von Börsenhochständen und Niedrigstzinsen. Unter Experten ist von einer «Zombifizierung» der

Anleihen die Rede. Gemeint sind damit Staaten und Unternehmen, die langfristig nicht überlebensfähig sind und nur deshalb noch nicht aus dem Markt ausgeschieden sind, weil sie dank künstlich verbilligtem Geld ihre Schulden weiterhin begleichen können. Was rollt da am Anleihenmarkt auf uns zu, wenn sich der Börsenhimmel einmal eindunkelt und die Inflation sowie die Zinsen stärker anziehen sollten? Junk Bonds, Archegos, GameStop, Greensill, Bitcoin, Kunst oder Oldtimer werden Anlegern als *sichere* Kapitalanlage schmackhaft gemacht: Es beschleicht uns ab und zu das Gefühl, die Anlegerwelt sei verrückt geworden.

«Ähnlich wie der Franken, Immobilien oder Oldtimer sind auch Kunstanlagen zu einem sicheren Hafen geworden.»

Camille Vial, geschäftsführende Gesellschafterin und Präsidentin des Exekutivausschusses der Privatbank Mirabaud & Cie, in ihrem Artikel «Keine Kultur, keine Zukunft», «Finanz und Wirtschaft», 31. März 2021, Sonderbund «Private Banking»

Gelegentlich ist zu hören, wir würden ein «Banken-Bashing» betreiben. Nein, wir haben kein Interesse, auf Banken einzudreschen. Im Gegenteil: Wir sind interessiert an starken und stabilen Banken, die schliesslich als Depotstelle auch unsere Geschäftspartner und diejenigen unserer Kundinnen und Kunden sind. Auch innerhalb der schweizerischen Grossbanken arbeiten wir täglich und vertrauensvoll mit ehrenwerten Fachkräften zusammen. Aufgrund unserer Unabhängigkeit ist es uns aber ein Anliegen, Sie auf die Gefahren und Risiken aufmerksam zu machen, die sich für viele Marktteilnehmer immer wieder als Stolpersteine erweisen. Wenn wir lesen, dass die von Banken vergebenen Wertpapierkredite innerhalb von Jahresfrist um über 50 Prozent explodiert sind, gibt uns das zu denken. Iqbal Khan, der heute für das weltweite Vermögensverwaltungsgeschäft der UBS die Verantwortung trägt, ist bekanntlich ein grosser Promotor von Wertpapierkrediten. Sie werden der perfekte Nährboden für die

nächste Börsen- und Bankenkrise sein. Und wenn wir lesen, dass der Verlust der UBS, der Rivalin der Credit Suisse, im Zusammenhang mit Archegos «nur» USD 774 Mio. betragen würde und dies fast noch als Heldentat vermarktet wird, gibt uns das ebenfalls zu denken. Der Finanzmarkt ist wie ein Gewässer, in dem es von Hai-fischen nur so wimmelt. Unser Ziel ist es, von diesen Raubtieren nicht gefressen zu werden. Deshalb lehnen wir gewisse Risiken in einer Zeit des billigen Geldes, das zu frivolen Zockereien und Kreditaufnahmen geradezu einlädt, konsequent ab. Das kostet uns vielleicht etwas an kurzfristiger Rendite, und wir nehmen damit ganz bewusst in Kauf, zwischenzeitlich auch einmal hinter einer Benchmark oder hinter einigen unserer Wettbewerber zu liegen. Das ist uns aber aus langfristiger Optik egal und macht uns – so komisch dies klingen mag – sogar ein wenig stolz. Denn es ist wichtiger, langfristig die grossen Fehler zu vermeiden, als kurzfristig eine grandiose Über-Performance zu zelebrieren. Vielleicht wäre der abgetretene Chef der Credit Suisse, Urs Rohner, gut beraten gewesen, sich diesen Leitsatz bei seinem Amtsantritt in sein Pflichtenheft zu schreiben.

«Das Wichtigste beim Geldanlagen ist, grosse Verluste zu vermeiden.»

Mark Spitznagel, amerikanische Anleger-Ikone und Hedge-Funds-Manager

Übrigens: Das Spekulieren auf fallende Kurse ist kein neuzeitliches Phänomen. Der berühmteste Spekulant des 19. Jahrhunderts war wohl der Amerikaner Jesse Livermore. Er war der Erste, der im grossen Stil auf fallende Kurse wettete und damit reich und berühmt wurde – um später alles wieder zu verlieren. Im Jahr 1906 wettete er darauf, dass die Eisenbahngesellschaft Union Pacific einen Kurseinbruch erleiden würde. Kurz darauf erschütterte ein Erdbeben die Stadt San Francisco, und Livermore machte damit ein kleines Vermögen. Darauf setzte er gleich bei mehreren Unternehmen auf fallende Kurse und machte im Börsencrash von 1907 ein grosses Vermögen. Später spekulierte er

mit Baumwolle und verlor nach anfänglichen Gewinnen sein gesamtes Vermögen. Im Jahr 1915 ging Livermore zum ersten Mal pleite. Nach dem Black Tuesday respektive dem monumentalen Börsencrash von 1929 besass er wieder ein Vermögen in dreistelliger Millionenhöhe – nach heutigen Massstäben war er damit Milliardär. Wiederum folgte der Absturz – insgesamt ging Livermore viermal in den Konkurs. Trotz seiner Verluste wird er noch heute in gewissen Internetforen als «erfolgreichster Börsenspekulant aller Zeiten» gefeiert. Sein Buch «Das Spiel der Spiele – Folgen Sie dem König der Spekulation» ist noch heute als Bestseller im Handel erhältlich. Das Privatleben von Jesse Livermore war turbulent und endete tragisch: 1940 erschoss sich der 63-Jährige in der Garderobe seiner Lieblingsbar.

In eigener Sache noch dies: Es freut uns sehr, einen hochkarätigen Neuzugang zu vermeiden. Der 38-jährige Marco Fässler, der bisher die Abteilung Institutionelle Kunden bei der Schwyzer Kantonalbank leitete und sie massgeblich mitaufbaute, wird unser Team per Anfang August verstärken. Marco verfügt über einen Wirtschaftsabschluss der Hochschule Luzern sowie eine Weiterbildung zum Anlageexperten (AZEK). Er ist fachlich hoch qualifiziert, ambitioniert und sehr bodenständig. Von über hundert Bewerbungen hat Marco das Rennen gemacht. Wir freuen uns sehr, Marco in unser schlagkräftiges Team zu integrieren. Bedanken möchte ich mich schliesslich für die unzähligen positiven Feedbacks zu meinem Buch sowie die tollen Rezensionen auf Amazon und anderen Plattformen – positive Rezensionen, die natürlich weiterhin sehr willkommen sind, hieven dieses Werk in den Empfehlungslisten weiter nach oben. Aufgrund dieses Buches habe ich auch die ehrenvolle Anfrage erhalten, in Zukunft hie und da einen *Leitartikel* in der renommierten «Finanz und Wirtschaft» zu verfassen – den ersten Beitrag finden Sie in diesem Heft. Eine persönliche Genugtuung ist überdies, dass mein Buch Eingang in die Bibliotheken sämtlicher führender Wirtschaftsuniversitäten des deutschsprachigen Europas gefunden hat. Vielleicht wird die Lektüre des Buches bei den heutigen Wirtschaftsstudenten und morgigen Spitzenmanagern ein ganz klein wenig dazu beitragen, dass die Bankenskandale in Zukunft

nicht mehr im Monats-, sondern vielleicht nur noch im Halbjahresrhythmus erfolgen werden (mit den in Mode gekommenen SPACs scheint der nächste Spuk der Spekulanten allerdings bereits aufgegleist zu sein – die Credit Suisse ist mit ihrem umtriebigen Verwaltungsrat Michael Klein in diesem umstrittenen Geschäft erneut an vorderster Front aktiv. Affaire à suivre...).

Liebe Kundinnen und Kunden, für Ihr geschätztes Vertrauen in einer geschichtsträchtigen Zeit bedanken wir uns bei Ihnen sehr herzlich. Wir wünschen Ihnen und Ihren Lieben schöne Sommerwochen und vor allem beste Gesundheit.

Mit lieben Grüßen, im Namen des ganzen
«Hotz-Teams», Ihr



Dr. Pirmin Hotz

Pirmin Hotz: «Was bei Institutionellen abläuft, ist brandgefährlich»

Pirmin Hotz

Vermögensverwaltungs-Doyen Pirmin Hotz erzählt im Interview mit finews.ch über sein erstes Kundengespräch im Pyjama und geisselt die derzeitigen Anlagetrends. Die Vermögensverwalter-Branche werde boomen – und konsolidieren.

Herr Hotz, in Ihrem Buch schreiben Sie, Sie hätten Ihren ersten Kunden im Pyjama empfangen. Wurde dies eine erfolgreiche Kundenbeziehung?

Die erste Kundenbeziehung war erfolgreich! Die Performance lag nach wenigen Monaten bei rund 10 Prozent. Leider hat der Kunde das Portfolio nach knapp einem Jahr trotzdem aufgelöst, weil er das Geld entgegen seinen ursprünglichen Absichten nicht langfristig, sondern für den Erwerb einer Eigentumswohnung brauchte. Er hatte eine gute Nase. Wenige Wochen nach Auflösung des Mandates, am 19. Oktober 1987, verhagelte der Schwarze Montag die Aktienmärkte mit einem Kurssturz von über 20 Prozent.

Was würden Sie einem von Ihren Kundenberatern heute sagen, wenn dieser Kundengespräche im Pyjama führen würde?

Wenn er es schafft, seine Kunden bei ebenso guter Performance viel länger zu behalten als ich, gratuliere ich ihm zu dieser formidablen Meisterleistung!

Seit Sie aktiv sind, hat sich die Vermögensverwaltungs- und Finanzbranche gewaltig verändert: Was sind aus Ihrer Sicht die prägendsten Elemente?

Die Finanzbranche versucht seit jeher, mit innovativen und oft intransparenten sowie teuren Produkten das Rad neu zu erfinden. Komplexe Struktis, Hedgefonds oder Bitcoin-Fonds werden aus dem Hut gezaubert, die den Kunden Mehrwert bringen sollen. Der weitaus grösste Teil davon ist unnötiger Hokuspokus.

Das Prägende in der Welt der Anlagen ist im Grunde, dass es keinen Wandel braucht, sondern vor allem Konstanz und Disziplin. Das ist der Unterschied zu industriellen Branchen, wo Innovation der Treiber des Erfolgs ist. Anleger, die vor 100 Jahren ein qualitativ

hochwertiges, gut diversifiziertes Portfolio von Aktien mit langfristigem Horizont erworben haben, sollten auch heute nichts anderes tun.

Wie fit sind die Schweizer Vermögensverwalter heute: Steht die Branche vor einer grossen Zukunft – oder vor einer massiven Konsolidierung?

Unserem Finanzplatz und führenden Schweizer Vermögensverwaltern steht eine grosse Zukunft bevor. Wichtig dabei ist aber, einen klaren Fokus zu haben und keine Kompromisse zu machen. Anleger werden verstärkt nach unabhängigen Vermögensverwaltern suchen. Banker und Vermögensverwalter, die zu reinen Produkteverkäufern mutiert sind, werden im Zuge des anspruchsvollen Zinsumfeldes unter Druck kommen. Es wird eine Konsolidierung geben, die im Segment der kleineren Vermögensverwalter durch die verstärkten Regulierungstendenzen noch beschleunigt wird.

Ihr Buch handelt von Ihren Lehren und Prinzipien beim Investieren, im Titel geht es um Gier, Angst und Herdentrieb. Sind das immer noch die treibenden Faktoren an der Börse?

Absolut! Nehmen Sie, was die Angst betrifft, die Corona-Krise im Frühjahr 2020: Nicht nur Kleininvestoren haben auf Tiefstständen ihre Aktien verkauft und die Nerven verloren, sondern namhafte Profianleger wie die Versicherungskonzerne Swiss Life und Helvetia haben ihre Aktienbestände prozyklisch im dümmsten Moment reduziert. Bezüglich Gier der Anleger erinnere ich an den aktuellen Hype in Aktien von Tesla. Die Bewertung ist astronomisch. Völlig Absurdes spielt sich in der Gambler-Aktie Gamestop ab. Gier, Angst und Herdentrieb der Anleger sind die besten Argumente für eine antizyklische Anlagepolitik.

Sie setzen sich auch kritisch mit der Portfolio-Theorie auseinander, die immer noch das ABC für Profianleger ist. Taugt sie heute noch?

Die meisten Leute haben keine Ahnung, was die Portfolio-Theorie wirklich besagt. Im Grunde sind

deren Aussagen trivial. Erstens: Die Märkte sind effizient, und wir überschätzen deshalb unsere Prognosefähigkeit systematisch. Zweitens: Weil unsere Prognosefähigkeit sehr begrenzt ist, sollten wir diversifizieren. Insofern hat die Portfolio-Theorie heute mehr denn je ihre Berechtigung, denn die Märkte sind im Zeitalter des Hochfrequenz-Handels effizienter denn je. Allerdings: Der liebe Harry Markowitz hat nie propagiert, man solle in «Schrottanlagen» wie zum Beispiel Hedgefonds oder Bitcoin investieren. Diversifikation in faule Eier macht keinen Sinn.

Die Notenbanken sind der dominierende Einfluss an den Börsen. Wie lässt sich eine Anlagestrategie danach ausrichten?

Eine gute Anlagestrategie darf nicht von der Höhe der Zinsen abhängen. Was jetzt im Markt, auch bei institutionellen Anlegern, abläuft, ist brandgefährlich. Sichere Anleihen zugunsten von intransparenten und hochmargigen Infrastrukturanlagen, Private Debt, Private Equity, Schwellenmarktanleihen oder Gold zu verkaufen, erhöht die Risiken der Portfolios in teilweise abenteuerlichem Masse. Da braut sich etwas zusammen. Gelder, die mindestens zehn Jahre nicht benötigt werden, sollen weiterhin in Aktien angelegt werden. An der langfristigen Anlagestrategie soll aber festgehalten werden, auch wenn die zukünftigen Renditeerwartungen für alle Anlagekategorien, auch Aktien, in einem Tiefzinsumfeld deutlich abgesenkt werden müssen.

Was war ihr persönlich grösster Flop als Anleger – und welche Lehren zogen Sie daraus?

Vor bald 40 Jahren traf ich als Student einen Broker von Merrill Lynch. Er schwärmte von seiner Kompetenz, die Märkte zu beherrschen und eine brillante Performance zu erzielen. Da ich als Student nicht das Geld hatte, um beim weltgrössten Broker zu investieren, motivierte ich meinen Vater. Nach wenigen Monaten lag der Broker 30 Prozent im Gewinn, danach ging es nur noch in eine Richtung: nach Süden! Das Portfolio musste nach rund einem Jahr mit einem Totalverlust liquidiert werden.

Es war das erste und einzige Mal in meinem Leben, dass ich «nur» wegen Geld nicht schlafen konnte. Eigenes

Geld zu verlieren ist schlimm, dasjenige des Vaters ist schlimmer. Zum Glück hatte ich einen lieben Vater, der mir den wichtigsten Rat erteilte: Junge, lerne etwas daraus! Das habe ich gemacht.

Ihr bestes Investment?

Meine Stunde als Anleger schlägt immer dann, wenn Krise herrscht. Das Geld, das ich zuvor angespart habe, investiere ich konsequent und antizyklisch in Börsenkrisen. Zwar weiss ich nie, wann ein Tiefpunkt erreicht ist. Das spielt aber langfristig auch keine Rolle. Wichtig ist in turbulenten Zeiten, den Herdentrieb der Verkäufer zu nutzen und gestaffelt in die Baisse hinein zu kaufen.

Die grössten Positionen sollten dann investiert werden, wenn die Nacht am dunkelsten ist! Das hat sich immer ausbezahlt. Das wird sich auch in Zukunft auszahlen. Aktien haben langfristig noch jede Krise am besten gemeistert. Wenn dies einmal nicht der Fall sein und die Welt tatsächlich untergehen sollte: Dann spielt es definitiv keine Rolle mehr, ob ich Aktien, Immobilien, Anleihen, Gold oder Cash besitze.

PIRMIN HOTZ ist Gründer der unabhängigen Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen, die als eine der führenden der Schweiz gilt. Hotz hatte sich bereits in den 1980-er Jahren selbständig gemacht und die Beratungs- und Verwaltungstätigkeit von institutionellen und privaten Vermögen aufgebaut. In seinem kürzlich erschienen Buch «Über die Gier, die Angst und den Herdentrieb der Anleger» erzählt Hotz von seinen persönlichen Erfahrungen als Anleger und Vermögensverwalter und verknüpft dies mit wissenschaftlichen Fakten.

Kapitalisten aller Länder, vereinigt euch!

kommentiert von Thomas Hauser

Wir sollten von Mises ernst nehmen und uns gegen Bürokratie und für Privatisierung einsetzen.

Wohlstand fällt nicht vom Himmel. Es braucht dazu den Gang auf dem schmalen Grat zwischen möglichst grosser individueller Freiheit und der Rückendeckung durch den Staat, damit im Wirtschaftssystem die freiwilligen Vereinbarungen auch eingehalten werden. Diese Erkenntnis von Ludwig von Mises ist bis dato so aktuell wie an jenem Tag, an dem der Text verfasst worden ist. Auf der einen Seite werden die freiheitliche Ordnung und die Marktwirtschaft auch heute durch die «Heilsversprechen» autoritärer Systeme wie China bedroht, wenn zum Beispiel das «effiziente» Durchsetzen von Massnahmen hervorgehoben wird. Allzu oft wird dabei «effizient» mit «willkürlich» verwechselt. Und Willkür ist der Feind des langfristigen Erfolgs.

Auf der anderen Seite – dies ist nicht minder gefährlich – gerät die freiheitliche Marktwirtschaft immer mehr durch den Staat unter Druck: Die Verwaltung, getrieben durch Politiker auf Stimmenfang bei der Wählerschaft, breitet ihre regulierenden, erziehenden, umverteilenden und bevormundenden Tentakel immer mehr aus. Brauchen wir wirklich einen Staat, der uns sagt, wie wir gesund zu leben haben und welche einzelnen Finanzanlagen für uns gut sind? Gewiss, das wohlige Umsorgtsein mag bequem erscheinen. Indes benebelt dieses sozialstaatliche Opium die Sinne: Wer will schon eigenverantwortlich wirtschaftliche Initiative entwickeln, wenn das Grundsätzliche vom Staat ohnehin zur Verfügung gestellt wird und ein allfälliger Erfolg über Gebühr mit allen geteilt werden muss? Auch in der Schweiz muss der Unternehmer vielerorts von einem zusätzlich verdienten Franken mehr als die Hälfte an Steuern und Sozialabgaben abführen. Die OECD weist für die zehn europäischen Länder mit der höchsten Staatsquote einen Mittelwert von 50 Prozent aus. Haben wir uns tatsächlich freiwillig in die Staatswirtschaft abgleiten lassen, vor der uns Ludwig von Mises vor über 50 Jahren gewarnt hat?

Damals wie heute ist richtig, dass sich der Staat auf die soziale Grundabsicherung konzentrieren soll und möglichst wenige, allgemein anerkannte Spielre-

geln für den Markt aufstellen soll. Diese gilt es dann mit Vehemenz durchzusetzen. Gutgemeinte, jedoch interpretationsbedürftige Detailregulierungen hingegen blähen nur den Verwaltungsapparat auf und beschäftigen die Gerichte. Als Bürger und Konsument bezahlt man gleich doppelt, über höhere Steuern und Preise. Interessant ist zudem, dass der Staat schon immer Freude daran fand – und immer noch findet –, Unternehmer zu spielen: Braucht es zum Beispiel den Staat in den Bereichen Post und Telefonie? Und bei der Bahn? Gehört das immense Immobilienportfolio der SBB auch zum «Service public»? Weshalb kämpft der Staat bei den Grossbanken gegen die implizite Staatsgarantie, gibt den Kantonalkassen aber eine explizite? Auch ein halbes Jahrhundert hat nicht ausgereicht, um die Vorzüge der Arbeitsteilung in der allgemeinen Wahrnehmung zu verankern: Der Staat bietet ein gutes Regelwerk inklusive effizienter Durchsetzung, privates Unternehmertum stellt die Versorgung der Verbraucher sicher.

Hören wir auf von Mises und starten eine Deregulierungs-, Entbürokratisierungs- und Privatisierungsoffensive! Für jedes neue Gesetz oder jede neue Verordnung sollen zwei alte weichen, das Stellenwachstum im öffentlichen Sektor ist zu begrenzen. Post, Postfinance, Kantonalkassen, SRG, Energiewerke und andere Regiebetriebe sollen ins freie Unternehmertum entlassen werden. Gewiss, Freiheit ist nicht immer bequem: Heute muss man sich zum Beispiel im Dschungel der Telefonanbieter und Tarife zurechtfinden. Früher gab es bei den PTT nur das eine Telefon und den einen Tarif. Im Gegenzug bekommen wir heute dank zunehmendem Konkurrenzdruck viel mehr für weniger Geld. Wirtschaftliche Freiheit ist der Nährboden für Initiativen und Fortschritt. Wir müssen wieder offener werden, Chancen sehen statt nur Risiken. Sozialpolitiker beschränken sich oft auf das (Um-)Verteilen des vorhandenen Kuchens; sozial wäre jedoch, dafür zu sorgen, dass grosse Kuchen überhaupt gebacken werden. Hierzu braucht es, wie von Mises festhält, standhafte Verteidiger der Marktwirtschaft.

THOMAS HAUSER ist Managing Partner der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG in Baar.

Zinsen, Zyklen und Zaster

Dr. Thomas Hauser

Steigen die Zinsen – und wenn ja, wann? Was geschieht dann mit den Vermögenswerten wie Aktien und Anleihen? Die ehrliche Antwort zur ersten Frage ist: Man weiss es nicht. Ein Blick auf die Schweizer Zinsen der letzten rund 130 Jahre seit Ende 1899 und auf die entsprechenden Aktien- und Anleihenrenditen, welche für die Schweiz ab 1926 vorliegen, kann uns aber einige Erkenntnisse zur zweiten Frage liefern.

Renditen von Obligationen der Eidgenossenschaft



Quelle: SNB, eigene Berechnungen

Historisch betrachtet lag das Zinsniveau im Mittel bei 3,6% und bewegte sich in 78% aller Fälle im Bereich von 2,1% bis 5,2% (+/- 1 Standardabweichung); diese Werte sind in der Grafik als Linien eingezeichnet. In dieser langen Periode gab es lediglich drei bemerkenswerte Zinsausreisser nach oben:

- Mit dem Ersten Weltkrieg endete die Periode des internationalen Goldstandards, so dass in Folge des Krieges die Schweiz mit einem Inflationsschub von in der Spitze über 25% zu kämpfen hatte. Deshalb stiegen auch die Zinsen an.
- Wegen der ersten Ölkrise schossen 1973 die Inflation und die Zinsen abermals in die Höhe.
- Um im Nachgang zum Crash im Oktober 1987 eine Rezession zu verhindern, verfolgte die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine expansive Geldpolitik, die zu Inflation führte. Anfang der 1990er Jahre riss die SNB mit Zinserhöhungen das Steuer herum.

Ein Ausbrechen der Zinsen aus dem Normalbereich nach unten ist erst seit der Finanzkrise ab 2009 zu beobachten. Die Zinsen sanken in der Schweiz auf ein historisch einmalig tiefes Niveau und sogar ins Negative. Einerseits gibt es dafür reale Gründe wie beispielsweise der hohe Bevölkerungsanteil im sparsintensiven Alter zwischen 40 und 60 Jahren oder die tiefere Investitionsneigung seit der Finanzkrise, was den Realzins gedrückt haben dürfte. Andererseits erfolgte aber auch eine weltweit einzigartige Flutung der Wirtschaft mit Liquidität durch die Notenbanken, die noch kein Ende gefunden hat.

In der obigen Grafik lassen sich für die Zeit ab 1926 grob drei Perioden unterscheiden: Sinkende Zinsen bis 1953, steigende Zinsen von 1954 bis 1992 sowie erneut sinkende Zinsen ab 1993. In der Tabelle anbei finden sind die Wertschriftenrenditen für diese drei Perioden.



Wertschriftenrenditen (pro Jahr) und Zinszyklen

Zyklus	Periode	Normale Rendite		Inflation	Reale Rendite	
		Aktien	Obligationen		Aktien	Obligationen
Sinkende Zinsen	1926–1953	6,3%	4,1%	1,2%	5,0%	2,9%
Steigende Zinsen	1954–1992	8,2%	4,6%	3,5%	4,6%	1,1%
Sinkende Zinsen	1993–2020	8,7%	3,8%	0,6%	8,1%	3,1%

Quelle: Pictet, eigene Berechnungen

Folgende Feststellungen lassen sich machen:

- Die nominalen Renditen der Obligationen sind erstaunlich stabil über die Zinszyklen.
- Die nominalen Renditen der Aktien verzeichneten unabhängig von den Zinszyklen über die Zeit eine leichte Steigerung.
- Die realen Renditen der Obligationen, also nach Bereinigung um die Inflation, sind bei steigenden Zinsen erwartungsgemäss deutlich geringer als bei sinkenden Zinsen.
- Die realen Renditen von Aktien waren über die beiden ersten Zinszyklen erstaunlich stabil, seit 1993 aber signifikant höher wegen der Kombination aus hoher Nominalrendite und sehr geringer Inflation.
- Die Risikoprämie für Aktien, also die Aktienabzüglich der Obligationenrendite, hat mit 2,2%, 3,6% und 4,9% kontinuierlich zugenommen.

Nach diesen rückwärtsgerichteten Feststellungen drängt sich natürlich die Frage auf, was daraus für die Zukunft abgeleitet werden kann. Die Zinsen sind derart tief, dass sie entweder tief bleiben oder steigen können. Für Aktien scheint es daher ratsam, eher von einer Realrendite wie in der Phase von 1954 bis 1992 auszugehen. Zudem lässt sich folgern, dass bei dieser Ausgangslage Realwerten wie Aktien in einem Vermögen für die nächsten Jahre weiterhin eine wichtige Rolle sowohl für den Substanzerhalt als auch die laufende Ertragsgenerierung zukommen wird.

Neben Aktien sind natürlich auch Immobilien Realwerte. Was lässt sich dazu sagen? Leider gibt es für die Schweiz erst Daten ab 1970. Die Rendite von 1970 bis 1992 war bei steigenden Zinsen nominal 7,7% (real 3,3%) und ab 1993 bei sinkenden Zinsen 6,6% (real 6,0%). Die Nominalrendite war ähnlich wie bei den Obligationen nicht stark vom Zinszyklus abhängig, aber leicht höher bei steigenden Zinsen. Langsame Zinsveränderungen scheinen also für Immobilien kein Problem. Anders ist es bei schnellen Bewegungen. Obschon der Zinstrend bereits sinkend war, schossen die Zinsen von Anfang 1994 bis Anfang 1995 um 1,2%-Punkte nach oben. In dieser kurzen Phase verloren die Immobilien –21% (zum Vergleich: globale Aktien in CHF –15%), sie war damals ein Kapitel der letzten grossen und langen Immobilienkrise in der Schweiz. Bei einer schnellen Zinsbewegung würden aber nicht nur die Immobilien leiden, es gäbe auch Turbulenzen andernorts – nicht zuletzt in den Bankbilanzen. So bleibt den Anlegern nichts, ausser zu hoffen, dass sich die Zinsen zurück zur Normalität bewegen – aber langsam.

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



Risikomasse für Pensionskassen

Ausfallrisiko statt Volatilität als relevante Grösse

Pirmin Hotz

Spricht man bei Kapitalanlagen von Risiko, so denkt man an die Volatilität. Für Pensionskassen ist angesichts ihres langen Anlagehorizonts ein anderes Risikoverständnis zielführender.

Es entspricht einem fast gottgegebenen Grundsatz der Branche, die Berechnung und Ausrichtung der Risiken von Pensionskassengeldern auf das Volatilitätsmass zu reduzieren.¹ In der Konsequenz führt das dazu, dass der Blick einseitig auf die jährlichen Renditeschwankungen der einzelnen Anlagekategorien ausgerichtet ist.

Das ist allerdings eine verkürzte Sicht und führt unweigerlich zu suboptimalen Entscheidungen. Ein auf Jahresbasis ausgelegtes Risiko- und Anlageverhalten verunmöglicht eine langfristig optimale Anlagepolitik.

Pensionskassen sollten ihre Risikomessung konsequenterweise nicht auf die irrelevante Jahresfrist, sondern auf den effektiven Anlagehorizont ausrichten, der in der Regel mindestens 10, 20 oder 30 Jahre umfasst.

IN KÜRZE

Betrachtet man das Risiko, eine Sollrendite über einen bestimmten Zeitraum nicht zu erreichen, so sind Aktien deutlich risikoärmer als Obligationen.

Aktien bergen weniger Risiken

Im Zentrum der hier angestellten Risikoüberlegungen steht daher nicht die Volatilität, die auf die kurze Frist eines Jahres beschränkt ist, sondern vielmehr das Risiko, über einen längeren Horizont eine bestimmte durchschnittliche Minimalrendite (Hürde), die eine Pensionskasse zur Ausrichtung zukünftiger Leistungen an die Versicherten benötigt, zu verfehlen. Dieses Risiko wird als Ausfallwahrscheinlichkeit (Shortfall Risk) bezeichnet.

Wie ist sodann das Risiko von Anleihen und Aktien zu beurteilen, wenn sich dieses auf die Wahrscheinlichkeit bezieht, über eine Zeitperiode von 1, 3, 5, 10, 20 oder

30 Jahren eine geforderte Zielrendite zu unterschreiten? Im Kontext der aktuellen Verhältnisse im Umfeld schweizerischer Pensionskassen unterstellen wir im Folgenden eine angestrebte Minimalrendite von 2 Prozent.

Basierend auf den von Pictet für die Zeitperiode von 1926 bis 2020 ausgewiesenen historischen Rendite- und Volatilitätsmassen lassen sich die massgeblichen Risiken, das durchschnittliche Renditeziel von 2 Prozent in Abhängigkeit des Anlagehorizonts zu verfehlen, errechnen (obere Grafik und Tabelle).

Aktien bergen kaum mehr Risiken ...

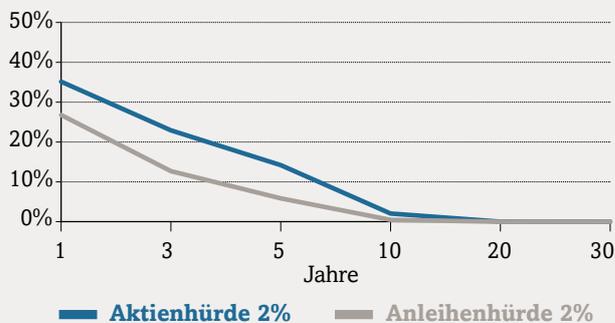
Wenn wir den Risikofokus auf ein einziges Jahr legen, so beträgt das Risiko, mit Aktien an der Hürde von 2 Prozent zu scheitern, 35 Prozent. Gut jedes dritte Jahr brachte Schweizer Aktionären somit in den letzten 95 Jahren eine Rendite, die unter 2 Prozent lag.

Im Vergleich dazu gestaltete sich das Risiko, mit Anleihen das Renditeziel von 2 Prozent auf die kurze Frist eines Jahres zu verfehlen, nicht wesentlich tiefer als mit Aktien. Häufiger als in jedem vierten Jahr scheiterten auch Anleihen an der Hürde von 2 Prozent. Interessanterweise ist also das Ausfallrisiko mit Anleihen selbst bei einer jährlichen Betrachtungsweise nur wenig tiefer als mit Aktien. Dies steht im Kontrast zur Volatilitätsbetrachtung: Während Aktien eine durchschnittliche Volatilität von 20 Prozent aufwiesen, betrug diese bei Anleihen bescheidene 3,7 Prozent. Signifikant tiefer lag das Ausfallrisiko von Anleihen im Vergleich zu Aktien bei einem Betrachtungshorizont von drei bis fünf Jahren.

Wird der betrachtete Zeitraum hingegen auf 10, 20 oder sogar 30 Jahre ausgedehnt, so ergibt sich sowohl für Aktien als auch für Anleihen eine klare Tendenz: Das Risiko, die minimal geforderte Hürde von 2 Prozent zu übertreffen, tendiert gegen null. Allerdings: Während Aktien im langfristigen Durchschnitt eine arithmetische Rendite von jährlich 9,7 Prozent abwarfen, kamen Anleihen gerade einmal auf 4,3 Prozent – die historische Risikoprämie von Aktien gegenüber Anleihen betrug somit 5,4 Prozent.



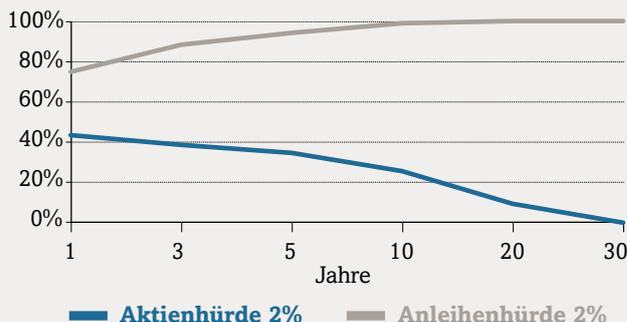
Historische Ausfallwahrscheinlichkeiten



Anlagehorizont in Jahren	Aktienhürde 2%	Anleihenhürde 2%
1	35%	27%
3	23%	13%
5	14%	6%
10	2%	0%
20	0%	0%
30	0%	0%

Zukünftige Ausfallwahrscheinlichkeiten bei einer jährlichen Mindestrendite von 2 Prozent (Renditeerwartung Aktien 4,9 Prozent, Anleihen -0,5 Prozent). Eigene Berechnungen.²

Zukünftige Ausfallwahrscheinlichkeiten



Anlagehorizont in Jahren	Aktienhürde 2%	Anleihenhürde 2%
1	44%	75%
3	39%	88%
5	36%	94%
10	27%	99%
20	11%	100%
30	1%	100%

Historische Ausfallwahrscheinlichkeiten bei einer jährlichen Mindestrendite von 2 Prozent (Rendite Aktien 9,66 Prozent, Anleihen 4,28 Prozent). Eigene Berechnungen.²

...oder sogar weniger als Obligationen

Es ist anzunehmen, dass die zukünftigen Renditen von Anleihen und Aktien in Zeiten historischer Tiefzinsen deutlich niedriger ausfallen werden als in der Vergangenheit.

Was sind realistische zukünftige Renditeerwartungen? Da von subjektiven Renditeprognosen nichts zu halten ist, stützen sich die nachstehenden Annahmen auf das Risikoprämienmodell des Nobelpreisträgers William Sharpe. Für qualitativ hochwertige Anleihen unterstellen wir eine aktuelle Renditeprognose von -0,5 Prozent. Addieren wir dazu die Risikoprämie von rund 5,4 Prozent, so ergibt sich für Aktien eine Renditeerwartung von jährlich 4,9 Prozent. Was sind nun die zukünftig zu erwartenden Ausfallrisiken von Aktien und Anleihen, wenn wiederum ein Minimalrenditeziel von jährlich 2 Prozent unterstellt wird?

Die untere Grafik und Tabelle liefert die Antwort: Unabhängig vom Anlagehorizont ist das Risiko,

in Zukunft mit Anleihen an der Zwei-Prozent-Hürde zu scheitern, immens. Bei einem einjährigen Anlagehorizont beträgt das Ausfallrisiko horrendes 75 Prozent, auf fünf Jahre betrachtet sogar 94 Prozent. Bei einem Betrachtungshorizont von zehn Jahren oder länger ist ein Scheitern an der minimal geforderten Rendite von 2 Prozent im Grunde garantiert.

Anders sieht es bei Aktien aus. Selbst bei einem einjährigen Zeitraum liegt das Ausfallrisiko mit 44 Prozent deutlich tiefer als bei Anleihen. Bei einem Anlagehorizont von zehn Jahren beträgt das Ausfallrisiko noch 27 Prozent – etwa in jeder vierten Zehnjahresperiode wird die durchschnittliche Rendite unterhalb von 2 Prozent liegen. Bei einem langfristigen Horizont von 20 oder 30 Jahren kann aber mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auch in Zukunft erwartet werden, mit Aktien die Minimalrendite von jährlich 2 Prozent zu übertreffen.



Mehr Aktien ins Portfolio

Es steht ausser Frage, dass eine gesunde Pensionskasse über einen langfristigen Anlagehorizont von Jahrzehnten verfügt. Die jährliche Volatilität als Mass für die Risikobeurteilung eines Pensionskassenvermögens ist daher völlig untauglich. Im Gegenteil: Die Ausrichtung auf die Volatilität oder den Value at Risk (VaR) führt zwangsläufig zu einem prozyklischen Anlageverhalten, weil diese Risikomasse regelmässig in Krisenzeiten explodieren und gleichzeitig die Risikofähigkeit der Pensionskassen erodiert. Dies wiederum veranlasst die Consultants, im dümmsten Moment zu einer Reduktion der Aktienquote zu raten.

Das Ausfallrisiko beschreibt die Bedürfnisse einer Pensionskasse wesentlich besser als die Volatilität, da deren Vermögen langfristig zur Verfügung steht und die Risiken sinnvollerweise ebenfalls langfristig gemessen werden sollten. Aktien weisen nicht nur eine markant höhere Renditeerwartung auf als Anleihen, sondern sind unabhängig vom Anlagehorizont auch deutlich risikoärmer als Anleihen.

Die Gleichsetzung von kurzfristiger Volatilität mit (langfristigem) Risiko ist ein Denkfehler, der unser Vorsorgesystem teuer zu stehen kommt. Wer zu kurzfristig denkt und handelt, geht oft grössere Risiken ein, als man damit zu vermeiden versucht. Zu allem Übel führt der Irrglaube Volatilität auch noch dazu, dass vermeintlich risikoarme, aber illiquide und intransparente Alternativenanlagen wie Private Equity, Infrastruktur oder Hedge Fonds gegenüber liquiden, aber volatilen Aktien bevorzugt werden – für illiquide Anlagen existiert nämlich oft gar kein Börsenkurs, weshalb auf einen rein buchhalterisch ermittelten und vermeintlich stabilen Wert abgestützt wird. Das ist absurd.

Nicht nur Rendite-, sondern auch Risikoüberlegungen sprechen für höhere Aktienanteile in den Pensionskassenvermögen. Aufgrund des sehr langen Anlagehorizonts, den Pensionskassen haben, sollten diese wohl eher einen Aktienanteil von gegen 80 Prozent aufweisen, statt wie heute rund 30 Prozent. Selbstverständlich müssten dazu aber auch die regulatorischen Rahmenbedingungen angepasst werden.

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

QUELLEN

¹ Mehr zu Volatilität und Risikomassen ist im Akzentteil der Januar-Ausgabe 2021 der «Schweizer Personalvorsorge» zu lesen.

² Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2020). Pictet. 2021.

Eine schonungslose Abrechnung mit Anlageberatern

Von Markus Städeli

Der Vermögensverwalter Pirmin Hotz ist schon 35 Jahre im Geschäft. Nun zieht er Bilanz und prangert viele Missstände in der Branche an.

Nur weil jemand viel Erfahrung im Anlagegeschäft hat, macht ihn das nicht per se zu einem scharfsichtigen Diagnostiker der Zustände in der Finanzwelt. Oft ist sogar das Gegenteil wahr. Der Vermögensverwalter Pirmin Hotz jedoch ist nicht nur ein langjähriger und unabhängiger Praktiker. Als promovierter Ökonom setzte er sich auch schon früh mit dem eigenartigen Umstand auseinander, dass sich Banken und andere Akteure der Finanzbranche grösstenteils um die Erkenntnisse der Wissenschaft foutieren. Nun hat sich Hotz einen Lebenstraum erfüllt, wie er sagt, und ein Buch über seine Erfahrungen geschrieben. In diesem prangert er viele Missstände in der Branche an. Hier einige seiner Erkenntnisse:

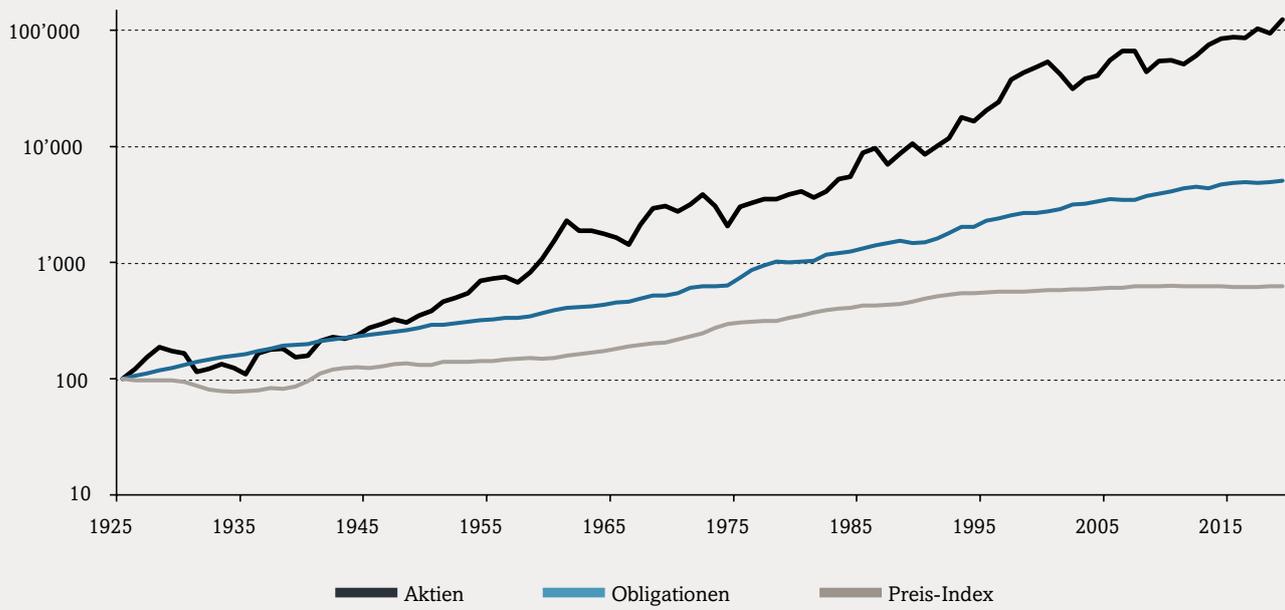
- Die Vermögensverwaltung ist ein sehr intransparentes Geschäft. Es fallen hohe versteckte Gebühren an. Wer einer Schweizer Bank das Mandat erteilt, 1 Mio. Fr. Vermögen zu verwalten, bezahlt gemäss Hotz Gesamtgebühren von absurd hohen 2,7% pro Jahr. Davon würden aber nur etwa 1,4% offen ausgewiesen und direkt in Rechnung gestellt. Bei der anderen Hälfte handle es sich um indirekte Gebühren, die in irgendeiner Form in den verschiedenen Produkten verpackt seien – oder in Form von überhöhten Transaktionskosten oder Devisenkursen anfallen. Hotz hält Gesamtkosten von 1,2% für fair.
- Banken und Vermögensverwalter handeln meist nicht im besten Interessen ihrer Kunden, da sie Rückvergütungen von Finanzdienstleistern bekommen. Zum Beispiel erhalten sie von Anlagefonds-Anbietern Kickbacks dafür, dass sie deren Produkte in die Portfolios ihrer Kunden legen. Man redet in diesem Zusammenhang auch von Retrozessionen. «Retrozessionen fressen sich wie ein Krebsgeschwür durch die Branche», so das harte Urteil von Hotz.

Wer einer Schweizer Bank das Mandat erteilt, 1 Million Franken Vermögen zu verwalten, bezahlt Gebühren von geschätzt 2,7 Prozent.

- Am meisten Gebühren vermeidet laut Hotz daher, wer konsequent auf die hochmargigen Anlagefonds verzichtet, «vor allem aber auf Hedge-Funds, Private Equity und Strukturierte Produkte». Das Argument, die satten Gebühren für diese Anlagevehikel würden durch höhere Renditen wieder hereingeholt, sei ein «Finanzmärchen».
- Aktiv verwaltete Anlageprodukte sind ohnehin obsolet, da auch Profis nicht in der Lage sind, Gewinnertitel zu identifizieren. Den hohen Gebühren steht also kein Mehrwert gegenüber. «In sämtlichen Anlagekategorien liegt der Durchschnitt der Profis markant unter der Marktrendite», schreibt Hotz. Und die wenigen Fondsmanager, die den Markt nach Abzug der Gebühren schlagen, schwingen nicht dauerhaft obenauf. «Die Wahrscheinlichkeit ist klein, dass ein Fondsmanager, der in der Vergangenheit eine überragende Performance zeigen konnte, auch in Zukunft noch herausragend ist.»
- Auch Börsenprognosen sind laut Hotz Unsinn: Niemand wisse, ob die Börse in den kommenden Monaten steigt oder fällt. «Das ist auch der Grund, warum so ziemlich alle Prognosen, die am Jahresende für das kommende Jahr gemacht werden, nicht einmal das Papier wert sind, auf dem sie stehen.»
- Besonders einfältig findet Hotz Charttechniker, also all jene, die Börsenkurse auf Muster absuchen, die Aufschluss über die künftige Entwicklung geben könnten. «Keine einzige seriöse wissenschaftliche Untersuchung, die ich gelesen habe, kommt zum Schluss, dass die Charttechnik funktioniert.»
- Hotz' Lieblingsinstrument ist die Direktanlage in Aktien. 30 bis 60 Aktien von Marktführern aus

Aktien, das Mass aller Dinge

Entwicklung von Aktien und Obligationen sowie Konsumentenpreise von 1930 bis Ende 2020¹



aller Welt und verschiedenen Branchen genügten, um genügend diversifiziert zu sein. Auf diese Weise legt Hotz zumindest für seine Kunden an, die im Schnitt ziemlich reich sein dürften. Für weniger gut Betuchte eignen sich ETF. Hotz glaubt nicht, dass man versuchen sollte, Börsenkorrekturen zu vermeiden, da dies ohnehin nie gelinge. Er stellt in seinem Buch auch in Abrede, dass Aktien in jedem Fall risikoreicher sind als Obligationen.

- Immobilien seien zwar ebenfalls interessant, findet Hotz. Aber ihre Renditen würden von vielen Investoren überschätzt. Nicht zuletzt, weil diese zu tiefe Werte bei Unterhalts- und Nebenkosten einsetzen oder nicht genügend Rücklagen für eine Erneuerung und Sanierung bildeten. Zudem seien die Häuserpreise zuletzt von einer historisch beispiellosen Zinssenkungsphase getrieben worden. Dass sich diese fortsetzen werde, sei «nach menschlichem Ermessen unwahrscheinlich». Hotz verweist auf eine Untersuchung der London School of Economics, welche die langfristigen Renditen von Wohnimmobilien nach Abzug der Inflation auf 2,4% beziffert. Das vergleicht sich mit einer Rendite bei globalen Aktien von 5,2%.



«Über die Gier, die Angst und den Herdentrieb der Anleger», Pirmin Hotz, Finanzbuchverlag 2021

QUELLE

¹ Indexpunkte (1926=100), Bank Pictet

Zurück in die Zukunft der Geldanlage

Pirmin Hotz

Innovative Finanzprodukte können vom Traum zum Trauma geraten. Die Treiber einer erfolgreichen Anlagepolitik sind vielmehr Beständigkeit, Disziplin, Einfachheit, Langeweile und Transparenz.

Die Innovation ist der Treiber des Erfolgs von Unternehmen. Sind Konzerne wie Apple, Microsoft, Nestlé, Novartis oder Siemens nicht innovativ und ständig auf der Suche nach Neuentwicklungen, so sind sie früher oder später nicht mehr wettbewerbsfähig und werden vom Markt verdrängt. Erforscht Roche nicht stetig neue Krebsmedikamente, gerät sie gegenüber der Konkurrenz ins Hintertreffen. Unternehmen, die wachsen wollen, brauchen Innovation.

Das ist auch in der Finanzbranche nicht anders. Elektronische Handels- und Zahlungssysteme sowie die Digitalisierung von Kundendaten sind Beispiele von innovativen Entwicklungen. Es stellt sich nun aber die Frage: Ist Innovation auch das A und O im Anlagegeschäft?

Die Schweizerische Bankiervereinigung kam im Jahr 2017 in ihrem umfassenden Grundlagenpapier «Berufliche Vorsorge» zum Schluss, dass Pensionskassen verstärkt in innovative respektive alternative Anlageprodukte diversifizieren sollten, um ihre Renditeziele auch in zinslosen Zeiten erreichen zu können. Die Studie sollte zu einer «Entmystifizierung von Alternativanlagen» beitragen. Namentlich wird empfohlen, in Hedge Funds zu investieren. Dies würde nicht nur die Rendite der Vorsorgevermögen steigern, sondern auch die Risiken reduzieren.

Die Bankiervereinigung bezieht sich in ihrer Argumentation auf den berühmten Begründer der modernen Portfoliotheorie, Harry Markowitz. Der Nobelpreisträger ist ein glühender Anhänger von Diversifikation. Die Bankiers scheinen geradezu entzückt zu sein von den unbegrenzten Anlagemöglichkeiten und Freiheiten, die die oft mit Krediten gehebelten Hedge Funds zu bieten haben. Geld verdienen, wenn die Märkte steigen, und über Leerverkäufe Geld verdienen, wenn sie sinken – das ist schlicht der Traum aller Anleger.

Die Sache mit den Hedge Funds

Markowitz proklamiert eine breite Diversifikation der Anlagen, weil die liquiden Finanzmärkte in einer Zeit, in der neue Informationen in Sekundenbruchteilen um die Welt gehen und in die Kurse einfließen, hoch effizient funktionieren. Systematische Kursprognosen sind damit zum Scheitern verurteilt. Die Forderung des Wissenschaftlers nach Diversifikation ist deshalb eine Folge der Markteffizienz sowie der kurz- und mittelfristigen Nichtprognostizierbarkeit der Märkte. Hedge Funds unterstellen aber exakt das Gegenteil: Ihre Protagonisten glauben zu wissen, wann Aktien, Zinsen, Gold oder der Dollar steigen oder fallen werden. Hedge-Fund-Manager glauben im Kontrast zu Markowitz nicht an die Effizienz der Märkte. Vielmehr glauben sie an ihre eigene Prognosefähigkeit.

Was ist aus all den innovativen «Wunderprodukten» der Anlagegurus geworden? John Meriwether hat im Jahr 1998 mit dem Zusammenbruch seines monströsen Hedge Fund LTCM die Finanzwelt so stark erschüttert, dass die amerikanische Notenbank Fed unterstützend eingreifen und der damalige Präsident der UBS, Mathis Cabiallavetta, aufgrund eines Milliardenverlusts den Hut nehmen musste. In der Finanzkrise explodierten die milliardenschweren Fonds der einstigen Hedge-Fund-Wunderkinder Bernard Madoff und Allen Stanford.

Im Struki-Markt, der ein eigentliches Tummelfeld für innovative Finanzakrobaten darstellt, kam es zum Lehman-Debakel, das viele konservative Sparer mit Risiken und Verlusten konfrontierte, die sie bis anhin nicht für möglich hielten. Nach unzähligen Debakeln und Betrugereien im Geschäft mit Hedge Funds ist der Zusammenbruch von Archegos das jüngste Kapitel in einer Branche, die ständig von neuen Skandalen eingeholt wird.

Nach all den Erfahrungen der vergangenen Jahre und Jahrzehnte müsste doch eigentlich jeder wissen, dass Hedge Funds ein Eldorado für Zocker sind. Allein der Name Hedge, der im Grunde für Absicherung steht, ist ein Rohrkrepierer. In Tat und Wahrheit sollte wohl eher von Zockerfonds die Rede sein. Was eine

FINANZ und WIRTSCHAFT

Credit Suisse oder eine UBS antreibt, einem verurteilten Hedge-Funds-Betrüger, der ein waghalsiges Casino unterhält, Kreditlinien in Milliardenhöhe einzuräumen, bleibt wohl ihr Geheimnis. Warum werden elementare Kreditgrundsätze, die jedem Banklehrling eingehämmert werden, leichtsinnig über Bord geworfen, wenn das grosse Geld lockt? Ist es bonusgetriebene Gier? Oder vielmehr Naivität? Vermutlich ist es eine Mischung von beidem.

Die Finanzbranche sollte sich auf einfache, verständliche Anlagen besinnen.

Eine einfache Web-Suche genügt, um festzustellen, dass Harry Markowitz alles andere als ein Anhänger von Hedge Funds ist. «Markowitz attacks hedge fund diversification claims», heisst es zum Beispiel in einer Schlagzeile von Risk.net aus dem Jahr 2014. In effizienten und schnelllebigen Märkten gibt es keine Existenzberechtigung für intransparente Hedge Funds, deren Bruttorendite oft durch horrende Gebühren ausradiert wird. Die Bankiervereinigung ist bei der Suche nach innovativen Anlagelösungen offensichtlich einem Irrtum aufgesessen. Einen Nobelpreisträger für die Geschäftsziele ihrer Mitgliedbanken zu missbrauchen respektive falsch zu zitieren, ist nicht nobel. Markowitz hat nie proklamiert, in «Müll» zu diversifizieren, nur weil die Volatilität und die Korrelation tief sind. Spätestens wenn eine Krise eintritt, explodieren nämlich die vermeintlich tiefen Risikomasse illiquider Konstrukte. Genau das passierte ja auch beim Kollaps milliardenschwerer innovativer Hypothekenprodukte, die unzähligen Banken in der Finanzkrise zum Verhängnis wurden. Unappetitliche Rettungsaktionen durch den Staat waren die Folge.

Auch bei Lex Greensill und seinen Supply-Chain-Produkten ist fragwürdige Innovation im Spiel, die Anleger Milliardensummen kostet und ein weiteres Loch in die Bilanz kreditgebender Banken reissen dürfte. Dass solche Flops trotz einer Armada von Risiko- und Compliance-Experten nicht vermieden werden können, sagt viel aus

über Produkte, bei denen neben Intransparenz auch eine erhöhte Betrugsgefahr besteht. Wer behauptet, ein umfassendes Vermögen sollte auch in Hedge Funds, Kunst, Bitcoin, Private Debt, Infrastrukturanlagen, komplexe Struki, Oldtimer oder eine Briefmarkensammlung diversifiziert sein, geht damit Risiken ein, die er eigentlich vermeiden wollte.

Stolperfallen für Anleger

In Analogie zu Industrieunternehmen verkünden Banken und Finanzdienstleister gerne das Ziel, die Margen zu steigern. Innovative Produkte bieten dazu die Lösung, da sie höheren Ertrag generieren. Ergibt es jedoch wirklich Sinn, im Anlagegeschäft nach höheren Margen zu streben? Möglicherweise ist das Gegenteil der Fall. Das explosive Gemisch aus verschachtelter Komplexität, Intransparenz, Hebel und Illiquidität erweist sich nämlich oft als Stolperfalle für die Anleger, wie die leidvollen Erfahrungen immer wieder zeigen.

Die Exponenten der Finanzbranche sind gut beraten, sich auf einfache und verständliche Anlagen zu besinnen. Eine Anlagepolitik, die auf Direktanlagen von erstklassigen Aktien und Anleihen setzt, mag langweilig und mit engeren Margen verbunden sein, doch sie verhindert Skandale und führt zu zufriedenen Kunden, die für den langfristigen Erfolg eines Finanzdienstleisters der wahre Hebel sind. Anleger wiederum sind gut beraten, nur das zu kaufen, was sie auch wirklich verstehen. Der Traum hoher Renditen innovativer Anlageprodukte droht sonst zum Trauma zu werden.

Innovation mag der Treiber erfolgreicher Unternehmen sein. Die Treiber einer erfolgreichen Anlagepolitik sind Beständigkeit, Disziplin, Einfachheit, Langeweile und Transparenz. Das war vor dreissig oder fünfzig Jahren so und wird wohl auch in zwanzig Jahren nicht anders sein.

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