

## Geschätzte Kundinnen, geschätzte Kunden

Die ersten sechs Monate des Jahres waren überschattet von einem grauenvollen Krieg Russlands gegen die Ukraine, der auch die Finanzmärkte erheblich belastet hat. Erfreulich für unsere Kundinnen und Kunden ist die Tatsache, dass wir in diesem äusserst herausfordernden Umfeld sowohl im Vergleich zu unseren Wettbewerbern als auch zu den massgeblichen Indizes einen rekordverdächtigen Performance-Vorsprung ausweisen können.

Fast schon makaber erscheint in der Rückblende das «bombensichere» Kaufsignal («sure-fire buy signal»), das die Strategen der renommierten amerikanischen Grossbank J.P. Morgan Chase Anfang Februar an der Börse ausgemacht und über die Nachrichtenagentur Bloomberg publik gemacht haben. In ihrer umfassenden Analyse entdeckten Mislav Matejka, Head of Global and European Equity Strategy, und sein Team ein fast unfehlbares Kaufsignal, das unzweifelhaft auf ein bevorstehendes Aktien-Rally hindeuten würde. Die Begründung für das «sichere» Rally mutet für Börsenlaien technisch an: Der gleitende Durchschnitt des Volatilitätsindex, auch als Angstbarometer der Börse bekannt, habe per 25. Januar auf monatlicher Basis um mehr als 50 Prozent zugelegt. In den letzten drei Jahrzehnten habe sich dieser Indikator – ausgenommen in Rezessionen – als 100 Prozent zuverlässig erwiesen. Die Bankexperten wiesen darauf hin, dass seit 1990 das Signal immerhin 21-mal ausgelöst wurde. Jedes Mal hätte das Signal funktioniert, wobei der amerikanische S&P 500 in den sechs Monaten danach um durchschnittlich 9 Prozent zugelegt habe.

«Es ist nicht das, was Du nicht weisst, das Dich in Schwierigkeiten bringt. Vielmehr ist es das, was Du mit absoluter Sicherheit weisst, sich dann aber als falsch herausstellt.»

Mark Twain, amerikanischer Schriftsteller (1835–1910)

Sie wissen, was wir von solchen pseudoakademischen Hokusfokus-Prognosen halten, die sich in Form eines «Back Testing» an der Historie orientieren: Gar nichts. Die Börse handelt nach dem, was ist oder was sein wird, und nicht nach dem, was einmal war. Obwohl das Signal in der Vergangenheit offenbar 21-mal funktioniert hat, war es diesmal anders. Am 24. Februar ist Russland in die Ukraine einmarschiert und seit Beginn des Jahres haben die Aktienmärkte in prozentual zweistelliger Höhe korrigiert. Als «bombensicher» erwies sich leider nicht die Prognose der Experten, sondern einzig der grausame Angriffskrieg der Russen.

«Ich werde eine Autokratin sein, das ist mein Beruf. Und Gott der Herr möge es mir verzeihen. Das ist sein Beruf.»

Katharina die Grosse, Zarin Russlands (1729–1796)

In der Retrospektive mutet auch der Titel, mit welchem die deutsche Tageszeitung «Die Welt» ihre Leser am 28. Januar dieses Jahres begrüsst hat, unappetitlich an: «Kaufen, wenn Kanonen donnern – deshalb ist Russland eine Chance für Mutige». Im Artikel verwiesen Finanzexperten auf die tiefe Bewertung des russischen Aktienmarktes. Dazu muss man wissen: Die Bewertung des russischen Aktienmarktes ist *notorisch* tief, weil die Risiken *notorisch* hoch sind. Trotzdem

erlag auch Blackrock, der grösste Vermögensverwalter der Welt, den Verlockungen des russischen Bären. So reiste noch im Januar ein Hedge-Fund-Team der amerikanischen Investmentgesellschaft nach Russland, um die angespannte Lage vor Ort zu beurteilen. Etwa einen Monat vor Kriegsausbruch kamen die Fondsverantwortlichen zum Schluss, dass der dortige Markt ein erhebliches Aufwärtspotenzial berge. Gemäss der Nachrichtenagentur Bloomberg kauften die Experten selbst nach Beginn der Invasion noch kräftig russische Aktien zu. Schmerzliche Verluste von bis zu 90 Prozent sind die Folge. Wie die «Financial Times» berichtet, muss Blackrock über eine Vielzahl von Fonds rund USD 17 Mrd. auf russischen Wertschriften abschreiben – zum Leidwesen ihrer Kundinnen und Kunden. Was ist die Lehre aus diesen schmerzlichen Beispielen und Empfehlungen? Es ist ganz einfach diese: Antizyklisches Anlegen ist im Grunde wunderbar – aber natürlich *nicht* mit qualitativ fragwürdigen Anlagen in Ländern, die von unberechenbaren Diktatoren geführt werden.

«Willst Du den Charakter eines Menschen erkennen, so gib ihm Macht.»

Abraham Lincoln, 16. Präsident der USA (1809–1865)

In Zeiten ausufernder Flutung der Märkte mit Geld wurden wir von einigen Wettbewerbern fast schon mitleidig belächelt, weil wir bei der Auswahl unserer Festzinsanlagen aus Risikogründen immer stur an Qualität und tendenziell kurzen bis mittleren Laufzeiten festgehalten und damit auf Chancen bewusst verzichtet haben. Wir blieben konsequent auf unserem konservativen Weg. So haben wir uns vor Jahresfrist in diesen Spalten über gewisse Schuldner und die Qualität von Anleihen gewundert, die Bankexperten ihren *konservativen* (!) Kundinnen und Kunden ins Depot legen. Die Profis blieben in ihrer Haltung beharrlich. Am 9. Februar dieses Jahres empfahlen Marc Bourget, Senior Portfolio Manager bei Vontobel, und Ermira

Marika, Leiterin des Frankenobligationen-Teams bei Pictet Asset Management, den Lesern der «Finanz und Wirtschaft» zum wiederholten Male die Obligationen der Russian Railways zum Kauf. Bourget empfahl *konservativen* Anlegern überdies die Frankenanleihe der russischen Gazprom. Mit fatalen Konsequenzen: Innerhalb kürzester Frist haben die beiden Anleihen rund 90 Prozent (Russian Railways) beziehungsweise 70 Prozent (Gazprom) ihres Kurswertes verloren. Es besteht ein hohes Pleiterisiko bei diesen Schuldnern und *konservative* Anlegerinnen und Anleger, die aus Risikogründen *sichere* Festverzinsliche halten wollten, reiben sich die Augen. Gemäss Medienberichten sollen auch schweizerische Pensionskassen mit Anlagen in Russland eine Summe von CHF 3 bis 5 Mrd. in den Sand gesetzt haben. Aber auch mit Schrottoptionen in China konnten Anleger ihr Geld pulverisieren. Thomas Kirchmair, Fondsmanager bei der Swisscanto, eine Tochtergesellschaft der Zürcher Kantonalbank, empfahl risikobereiten Kunden vor Jahresfrist eine USD-Anleihe der chinesischen Immobiliengesellschaft Zhenro Properties. Deren Kurs ist im Zuge des Evergrande-Kollapses um über 90 Prozent eingestürzt – faktisch ein Totalverlust.

Das passive Anlegen in Indexfonds genießt bei einem wachsenden Investorenkreis grosse Beliebtheit. Ob sich diese Anleger auch wirklich bewusst sind, was sie am Ende des Tages in ihren Portfolios halten, ist allerdings zu bezweifeln. So hat sich die russische Seuche auch in zahlreichen Indexprodukten eingenistet. Der populäre SBI AAA-BBB-Index, welcher qualitativ *hochwertige* Obligationen von in Schweizer Franken gehandelten Schuldnern wie zum Beispiel der Eidgenossenschaft abdeckt, enthielt bis im Februar zahlreiche russische Schuldpapiere von Gazprom und Russian Railways. Erst Ende März, nachdem die Rating-Agenturen die Noten der betreffenden Schuldner bereits zu «Ramsch» degradiert hatten und der Schaden längst angerichtet war, wurden die fast wertlosen Obligationen aus dem Index gekippt.

«Ich begann 1996 in Russland zu investieren und kam ziemlich schnell dahinter, dass die Unternehmen, in die ich Kapital steckte, im Grunde von korrupten Oligarchen und Regierungsvertretern geplündert werden.»

Bill Browder, britischer Gründer und CEO von Hermitage Capital Investment (Interview in der NZZ a.S. vom 30. Mai 2021)

Es sind längst nicht nur die Besitzer russischer Anleihen, die in den vergangenen Monaten happige Verluste einstecken mussten – vielmehr mussten alle Obligationen, die über eine eingeschränkte Qualität verfügen, Federn lassen. Weil sich gemäss einer Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) der Anteil an Zombie-Unternehmen (Ramschanleihen), die nur dank den niedrigen Zinsen überleben, in den letzten drei Jahrzehnten von 4 auf etwa 16 Prozent aller am Markt gehandelten Anleihen vervierfacht hat, dürfte bei weiter steigenden Zinsen eine Konkurswelle nicht mehr abzuwenden sein. In diesem Zusammenhang berechnet die Rating-Agentur Standard & Poor's regelmässig das Risiko respektive die Wahrscheinlichkeit, dass innerhalb einer Bonitätsstufe ein Schuldner pleitegehen könnte. In der Periode von 1981 bis 2019 war es beispielsweise so, dass für Schuldner mit einer minimalen Bonität von BBB (das tiefste Rating, das für uns als Anlage überhaupt infrage kommt) das Risiko eines Konkurses innerhalb einer Zeitspanne von 7 Jahren gerade einmal 0,53 Prozent betrug. Mit anderen Worten: Von rund 200 Obligationenschuldnern ging innerhalb einer Frist von 7 Jahren nur gerade einer in den Konkurs. Bei spekulativeren Obligationen, die ein Rating von BB aufweisen, beträgt die Konkurswahrscheinlichkeit aber bereits 12 Prozent. Wer spekulative Anleihen kauft, muss damit rechnen, dass etwa jeder achte Schuldner innerhalb von 7 Jahren insolvent wird. Aufgrund erhöhter Schuldenstände und gestiegener Zinsen dürfte die Konkurswahrscheinlichkeit im heutigen Umfeld sogar noch höher sein. Aus diesem

Grunde verzichteten wir konsequent auf den Kauf von Ramschanleihen und nehmen etwas tiefere Renditen gerne in Kauf. Wir sind schliesslich sehr glücklich darüber, dass in unserer ganzen Firmengeschichte, also seit dem Jahr 1986, noch *nie* eine Obligation, die wir für unsere Kunden hielten, in Konkurs ging.

Deutlich erhöhte Risiken ergeben sich generell für Schwellenmarktanleihen. Deren Investoren mussten in jüngerer Zeit stark leiden. Von seinem Höchststand im September 2021 bis im Frühjahr 2022 hat der J.P. Morgan EMBI Global Core Index (ein repräsentativer Index für Schwellenmarktanleihen) rund 15 Prozent eingebüsst. Das sind Rückschläge an den Obligationenmärkten, die heftig und teilweise sogar höher sind als die Verluste an den Aktienmärkten. Auch Schwellenmarktaktien sind seit geraumer Zeit eine grosse Enttäuschung. Das gilt nicht nur für den russischen Aktienmarkt, der alleine im Februar um über 80 Prozent abgestürzt ist. Auch das als «Emerging Champion» gehandelte China schwächelt gewaltig. So sind der CSI 300, ein Index chinesischer Festlandaktien, und der Hang Seng Index, der Titel aus Hongkong und China enthält, seit Anfang Jahr um bis zu 30 Prozent eingebrochen. Die Gründe sind mannigfaltig. Zunächst einmal belastet die von Xi Jinping gegenüber digitalen Giganten wie Alibaba, Tencent oder Didi losgetretene Regulierungswelle den chinesischen Aktienmarkt. Weiter wirken sich der Kollaps des Immobilienkonzerns Evergrande sowie die rigide Nulltoleranzpolitik gegenüber Covid, die offenkundig in eine Sackgasse geführt hat, negativ auf die Marktstimmung aus. Die einst dynamisch wachsende chinesische Wirtschaft ist eingebrochen. Schliesslich bekunden immer mehr westliche Anleger Mühe mit der mangelnden Transparenz chinesischer Unternehmen im Umgang mit ihren Aktionären. Chinesische Aktien gehören zwar zwischenzeitlich zu den günstigsten weltweit – das hat aber wie erwähnt seine Gründe. Die politische und wirtschaftliche Entwicklung in repressiven Ländern wie China und Russland bestätigt unsere seit vielen Jahren gelebte Zurückhaltung mit Anlagen in den zwar chancenreichen, aber ebenso riskanten Schwellenmärkten.

«Schwellenmärkte sind volatil, weniger gut ausgebaut und weniger liquide als die Finanzmärkte der Industriestaaten.»

Mark Austen, Geschäftsführer des Verbands asiatischer Finanzdienstleister ASIFMA

Uns ist natürlich bewusst, dass in einer globalisierten Welt auch westliche Marktführer von Konflikten nicht unberührt sind. Als Beispiel sei der deutsche Chemiekonzern BASF erwähnt. Aufgrund seiner Beteiligung an russischen Gasprojekten ist der Kurs der Aktie im Zuge des Ukraine-Kriegs ebenfalls unter Druck geraten – im Vergleich zu den Verlusten von Aktien, deren Unternehmen ihren Sitz in Russland haben, fallen diese allerdings geradezu bescheiden aus. Mit Überzeugung meiden wir deshalb weiterhin Aktien von Unternehmen, die ihren Sitz *nicht* in einem demokratischen Land haben – egal, ob es sich dabei um China, Russland oder die Türkei handelt. Stattdessen bevorzugen wir westlich geprägte Marktführer, die in den aufstrebenden Märkten präsent sind. Es ist nun gut 20 Jahre her, seit der Begriff «BRIC» erstmals als *die* grosse Anlegerchance verkauft wurde. Er steht für Anlagen in den aufstrebenden Ländern **B**rasilien, **R**ussland, **I**ndien und **C**hina. Heutzutage definieren einige Spötter den Begriff neu: «**B**loody **R**idiculous **I**nvestment **C**oncept».

Der Krieg in der Ukraine ist eine menschliche Tragödie, die mit unfassbarem Leid verbunden ist. Für die Finanzmärkte von weit grösserer Tragweite ist jedoch die Entwicklung der Teuerung und der Zinsen. Die Zentralbanken haben während Jahren geradezu grobfahrlässig gehandelt. Das rächt sich nun nach einer langen Zeit, in der kaum mehr jemand daran glaubte, die Teuerung könnte jemals wieder zu einem Problem werden. Es war ein Irrglaube. Im Frühjahr kletterte die Inflation in den Vereinigten Staaten von Amerika auf 8,6 Prozent und erreichte damit ein 40-Jahre-Hoch. In Europa lag die Inflationsrate bei 8,1 Prozent, während sie in der Schweiz zwar ebenfalls kräftig anzog, aber mit 2,9 Prozent auf immer

noch deutlich bescheidenerem Niveau liegt. Drei Gründe dürften massgeblich sein, warum die Schweiz bezüglich Teuerung immer noch eine Art Insel ist. Erstens der notorisch starke Schweizer Franken, der die Importe günstiger macht. Zweitens haben die stark anziehenden Energiepreise im schweizerischen «Warenkorb» mit gut 5 Prozent ein deutlich tieferes Gewicht im Vergleich zum Beispiel zu Europa, wo diese Kosten mit fast 10 Prozent auf das Budget der Bürger durchschlagen. Und drittens sorgt in Helvetien ein hoher Anteil staatlich administrierter Preise für Inflationsstabilität.

«Kein Vormarsch ist so schwer wie der zurück zur Vernunft.»

Bertold Brecht, deutscher Dramatiker (1898–1956)

Seit die führenden Notenbanken der Welt die Märkte mit unsäglicher Liquidität fluten, haben wir und viele andere Experten schon verschiedentlich die Erwartung gehabt, die Inflation würde anziehen oder sogar aus dem Ruder laufen. Bisher erwiesen sich aber alle Signale als Fehlanzeige. Nun ist die Inflation mit voller Wucht Realität geworden und wir erwarten, dass sie nicht mehr so schnell aus unserem Leben verschwinden wird. Die Gründe liegen zum einen darin, dass im Zuge der Pandemie und des Krieges in der Ukraine die Globalisierung ins Stocken geraten ist. Der Trend von Unternehmen, die Produktion in Billiglohnländer auszulagern, um die Herstellungskosten zu drücken, hat gedreht. Handelskonflikte, zunehmender Protektionismus aufgrund steigender Importzölle, Lieferengpässe und hohe Transportkosten führen zu steigenden Preisen. Zum ändern will und muss Europa seine Abhängigkeit vom russischen Energiemarkt reduzieren – was naturgemäss seinen Preis haben wird. Schliesslich ist wohl damit zu rechnen, dass höhere Inflationsraten auch die berühmt-berüchtigte Lohn-Preis-Spirale anheizen dürften.

Die in Amerika und Europa stark steigende Teuerung hat deren Notenbanken unter Zugzwang gesetzt. Mitte März dieses Jahres kündigte der Chef der

amerikanischen Notenbank Fed, Jerome Powell, erstmals die Anhebung des Leitzinses an. Sowohl im Mai wie auch im Juni erfolgten weitere, akzentuierte Zinserhöhungen und es ist zu erwarten, dass sich dieser Rhythmus im laufenden Jahr fortsetzen wird – die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) ziehen mit zeitlicher Verzögerung nach. Gleichzeitig wird von den Fed-Verantwortlichen auch eine zeitnahe Verkleinerung der Bilanz in Aussicht gestellt. Es ist demnach davon auszugehen, dass der US-Leitzins zu Beginn des nächsten Jahres bereits bei rund 3 Prozent oder sogar leicht darüber liegen könnte. Jerome Powell rechnet trotzdem mit einer «sanften Landung» und deutet an, im Zweifel so konsequent wie der legendäre Paul Volcker zu handeln – der frühere Notenbankchef Volcker bekämpfte in den 1970er Jahren die grassierende Inflation mit schroffen Zinserhöhungen, was die Wirtschaft allerdings in eine schmerzhaft Rezession schlittern liess.

Ein mögliches Indiz, dass auch im aktuellen Umfeld eine Rezession bevorstehen könnte, ist die Tatsache, dass die Rendite von US-Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zwei Jahren zeitweise über derjenigen der zehnjährigen Papiere lag. Wenn die kurzen Zinsen über den langen liegen, spricht man von einer inversen Zinskurve. In der Vergangenheit war dies oft ein Zeichen für eine drohende Rezession. Da und dort macht deshalb das Gespenst einer Stagflation die Runde – die unappetitliche Kombination von abschwächendem Wachstum und hartnäckiger Teuerung.

«Die schlimmste Steuer auf dem Besitz von Geld ist die Inflation.»

Helmut Schlesinger, ehemaliger Präsident der deutschen Bundesbank

Die Kapitalmarktzinsen in den USA, in Europa und auch in der Schweiz haben im Zuge des Inflationsanstiegs kräftig angezogen. In der Schweiz rentieren 10-jährige Staatsanleihen wieder mit fast 1 Prozent (der Tiefpunkt lag bei rund –1,2 Prozent), während in Amerika

bereits die Marke von 3 Prozent geknackt wurde. Das hat deutliche Spuren bei den festverzinslichen Papieren hinterlassen, denn steigende Zinsen bedeuten fallende Obligationenkurse – diese sinken so weit, bis die tieferen Kurse das gestiegene Renditeniveau reflektieren. Die Verluste, die viele Obligationeninvestoren zu tragen haben, sind enorm. Weil zahlreiche Anlegerinnen und Anleger in den vergangenen Jahren ultralang laufende Obligationen gekauft haben, um mit Biegen und Brechen eine positive Rendite zu erhaschen, sehen sie sich nun mit Verlusten von 10 bis 15 Prozent konfrontiert, selbst wenn sie *qualitativ erstklassige* Anleihen halten. Wer beispielsweise sein Geld auf dem Höchststand in eine 100 Jahre laufende österreichische Anleihe investiert hat, die mit einem AAA-Rating über die höchst mögliche Qualität verfügt, im Jahr 2120 zurückbezahlt wird und einen Zins von 0,85 Prozent ausrichtet, hat seither mehr als 60 Prozent seines Einsatzes verloren. Auch wenn dies ein extremes Beispiel sein mag: Es sind erdbebenartige Erschütterungen, die sich bei Obligationen mit langen Laufzeiten zugetragen haben. Bei Ramschobligationen mit eingeschränkter Schuldnerqualität, deren Anteil am Gesamtvolumen aller Anleihen im Zuge des billigen Geldes geradezu explodierte, sind die Verwerfungen noch grösser. Interessant ist in diesem Zusammenhang eine Gegebenheit, die wir zwar im Timing nicht voraussehen konnten, aber genau so erwartet haben: Die Kapitalmarktzinsen haben massiv angezogen, längst *bevor* die Notenbanken die Leitzinsen erhöht haben. Das zeigt einmal mehr, wie rasch und effizient die Kapitalmärkte auf neue Entwicklungen reagieren. Wer glaubte, er könne seelenruhig mit der Umstrukturierung seines Obligationenportfolios warten, bis die Notenbanken die Zinsen erhöhen, wurde auf dem falschen Fuss erwischt.

Indexorientierte Investoren machen den Trend zu einem prozyklischen Anlageverhalten zwangsläufig mit. Entsprechend gross sind die Verluste. Wer beispielsweise ein Indexprodukt besitzt, das den Bloomberg Global Aggregate Bond Index, der Staats- und Unternehmensobligationen mit Anlagequalität vor allem aus den Industrieländern enthält, hat seit Ende 2020 zeitweise über 16 Prozent verloren. Wer sein Geld in einen ETF investiert hat, der amerikanische

Staatsanleihen mit durchschnittlich 20-jährigen Laufzeiten abdeckt, hat sogar über 20 Prozent verloren. In diesem Zusammenhang verweisen wir auf den von uns publizierten und anliegenden Artikel der «Handelszeitung» vom 28. April 2022: «Ungemach für Indexorientierte».

Auch wenn dies viele Experten bisher höchstens hinter vorgehaltener Hand attestieren wollen: In weiten Teilen des Obligationenmarktes spielt sich seit Mitte 2021 ein schleichender Kurszerfall ab, der fast schon den unrühmlichen Namen eines Crashes verdient. Die Verluste auf Obligationenbeständen sind gewaltig. Für die Besitzer von festverzinslichen Anleihen ist die aktuelle Situation unappetitlich. Die Staaten betreiben eine finanzielle Repression, indem sie die Zinsen weit unter der Teuerung halten. Diese Konstellation negativer Realzinsen entlastet zwar den Staatshaushalt, führt aber gleichzeitig zu einer schleichenden Enteignung der Sparer. Wir fühlen uns deshalb mit unserer Positionierung im Umgang mit festverzinslichen Anleihen sehr wohl. Da wir seit jeher nicht nur der Qualität hohe Priorität beimessen, sondern seit geraumer Zeit den Fokus auf kurze und mittlere Laufzeiten legen, halten sich die temporären Verluste unserer Obligationenanlagen in sehr engen Grenzen. Im Kontrast zu vielen Anlegerinnen und Anlegern, die ihr Geld mittels passiver Indizes verwalten lassen, proklamieren wir aus Überzeugung: Nur wer *aktiv* entscheiden kann, welche Schuldner und welche Laufzeiten sie oder er im Portfolio halten will oder eben nicht, kann sich hohen Risiken und potenziell hohen Kursverlusten erfolgreich entziehen. *Passive* Anleger können das nicht. Sie tendieren mit der Herde des Gesamtmarktes zu einem prozyklischen Verhalten.

«Die Inflation ist eine Steuer, die nicht vom Parlament verabschiedet zu werden braucht.»

Milton Friedmann, amerikanischer Ökonom (1912–2006)

Mit dem Zinsanstieg ist am Aktienmarkt der geradezu euphorisierte Run auf hochbewertete Technologieaktien

zum Stillstand gekommen. Der amerikanische Technologieindex Nasdaq hat von seinem Höchstwert über 30 Prozent nachgegeben. Einige vergleichen diese Entwicklung bereits mit dem Platzen der Technologieblase zur Jahrtausendwende. Das ist jedoch übertrieben, denn damals hat der Nasdaq glatt 80 Prozent seines Wertes eingebüsst. Allerdings sind auch im aktuellen Umfeld Aktien von Giganten wie Facebook (heute Meta) oder Netflix seit Erreichen ihrer Höchstkurse um teilweise über 70 Prozent eingebrochen und es hat den ganzen Technologiemarkt hart getroffen. Im breiten Nasdaq Composite Index, der mehr als 3'000 Technologieaktien umfasst, ist mehr als die Hälfte aller Titel um *mindestens 50 Prozent* vom erreichten Höchstwert eingebrochen. Die Lieblingsaktie in Zeiten der Pandemie, Zoom Video, hat sogar mehr als 80 Prozent verloren. Auch andere Wachstumsaktien hat es schmerzlich erwischt. Wer die Vakzin-Champions BioNTech oder Moderna nahe an ihren Höchstständen gekauft hat, sah sich mit Kursverlusten von über 75 Prozent konfrontiert. Der Grund dafür liegt primär darin, dass das Potenzial für zukünftige Booster-Impfungen zwischenzeitlich deutlich tiefer eingeschätzt wird als noch vor Jahresfrist. Wer sein Geld auf die deutsche CureVac oder auf die amerikanische Atea Pharmaceutical, ein Kooperationspartner von Roche, setzte, hat mit einem Verlust von über 90 Prozent seinen Einsatz fast vollständig vernichtet. Im Gegensatz zu BioNTech und Moderna sind diese Biotechunternehmen in ihren Bemühungen, erfolgreich ein Vakzin gegen Covid19 zu entwickeln, gescheitert – wenn auch knapp. Einmal mehr bestätigt sich, dass am besten fährt, wer solche Hypes zum Vornherein gar nicht mitmacht.

Beispiele wie BioNTech und Moderna zeigen eindrücklich auf, wie gefährlich es in der Vermögensanlage ist, auf modische Trends oder sogenannte Megatrends zu setzen. Das gilt auch für die Bereiche der Digitalisierung und der nachhaltigen Anlagen. So hat der iShares Digitalisation ETF seit seinem Ende 2021 erreichten Hoch innerhalb weniger Monate fast 30 Prozent verloren. Der iShares Global Clean Energy ETF hat in kürzester Zeit sogar fast 40 Prozent nachgegeben. Wer sich im Sommer letzten Jahres auf die Gewinner-Unternehmen der Pandemie, der

Lockdowns und des Home Office gestürzt hat und den iShares Virtual Work and Life Multisector ETF gekauft hat, verlor bis in diesem Frühjahr die Hälfte seines Kapitals.

«Die ganze Börse hängt nur davon ab, ob es mehr Aktien gibt als Idioten – oder umgekehrt.»

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

Damit sind wir bei der zentralen Frage angelangt: Wie ist das erste Halbjahr (Anmerkung: Redaktionsschluss war der 15. Juni) in Bezug auf die Performance unserer geschätzten Kundinnen und Kunden gelaufen? Um es auf den Punkt zu bringen: Obwohl die *absolute Höhe der Renditen* nie und nimmer an die Resultate des letzten Jahres herankommt, sind wir mit unseren Ergebnissen im Umfeld eines grässlichen Krieges in der Ukraine, einer in die Höhe schiessenden Inflation, eines belastenden Zinsanstiegs sowie weltweit stark schwächelnder Obligationen- und Aktienmärkte äusserst zufrieden. Sowohl im Vergleich mit unseren Wettbewerbern als auch im *relativen* Vergleich zu den relevanten Indizes liegen wir an der Spitze des Feldes – nicht selten beträgt unser Vorsprung zwischen 3 und 10 Prozentpunkte. Unser Performance-Vorsprung ist rekordverdächtig und wir sind sehr glücklich, in dieser herausfordernden Phase die Früchte unserer Hartnäckigkeit bezüglich des Nichteingehens von gewissen Risiken ernten zu können. Weil wir aus Überzeugung hinsichtlich Qualität der Obligationenschuldner nie Kompromisse machen, im antizyklischen Sinne den Fokus auf kurze bis mittlere Laufzeiten legen und bei den Aktienanlagen seit jeher einen wertorientierten Ansatz verfolgen, können unsere Kundinnen und Kunden in dieser Phase vollauf von unserer konservativen Positionierung profitieren. Immer wieder wird uns die Frage gestellt, ob man Krisen und Baissen nicht durch geschicktes Timing umschiffen oder zumindest zu einem grossen Teil vermeiden könnte. Im «UBS House View, Investor's Guide»

vom Juni 2021 findet sich ein interessanter Hinweis zur Frage, wie erfolgreich Anlegerinnen und Anleger tatsächlich sind, wenn sie in ihren Wertschriftenportfolios Timing betreiben – also versuchen, an der Börse in einem möglichst guten Zeitpunkt aus- und wieder einzusteigen. Die UBS bezieht sich auf Forschungsarbeiten des emeritierten amerikanischen Finanzprofessors Roger G. Ibbotson, der unter anderem an der renommierten Universität Yale lehrte. Die Übungsanlage war die folgende: Anleger «1» hat 1960 USD 100 in den S&P 500 investiert und seither an dieser Anlage festgehalten. Bis im Jahr 2021 wuchs sein Portfolio dank Kapitalgewinnen und Dividendenrenditen auf einen Betrag von USD 43'132 an. Anleger «2» investierte 1960 ebenfalls USD 100 in den S&P 500. Er versuchte seither, seine Performance durch geschicktes Timing zu optimieren, indem er jeweils bei einem Allzeithoch alle Aktien verkaufte und sie nach einer Korrektur von 10 Prozent wieder zurückzukaufte. Fuhr er am Ende besser als Anleger «1», der während über sechs Jahrzehnten immer voll investiert war? Mitnichten! Der «Timing-Anleger» verfügte im Jahr 2021 gerade einmal über ein Endkapital von USD 534. Das ist 80 Mal (!) weniger, als wenn er nie Timing versucht hätte und somit immer voll investiert gewesen wäre.

Auf den ersten Blick mag dieser frappante Unterschied überraschen, denn man könnte dem Anleger, der aktives Timing betrieb, sogar eine gewisse Tendenz zu antizyklischem Anlegen attestieren – Verkaufen der Aktien jeweils auf dem Hochpunkt, Rückkauf der Aktien jeweils nach einem Rückschlag von 10 Prozent. Das grosse Problem bei dieser aggressiven Timing-Strategie, voll aus- und wieder einzusteigen, ist aber ganz einfach dies: Wenn Sie auf einem Höchstkurs alle Aktien verkaufen und hoffen, 10 Prozent tiefer wieder einsteigen zu können, gehen Sie ein *erhebliches* Risiko ein, dass es gar nie zu diesem erhofften Kursrückgang kommt. Denn immer wieder gibt es langanhaltende Hausse-Phasen, in denen man vergebens auf einen Rückschlag wartet und ohne Aktienbesitz an der Seitenlinie steht. Die erhoffte Korrektur von 10 Prozent erfolgt dann erst auf deutlich höherem Niveau, so dass Sie gezwungen sein werden,

Ihre Aktien zu einem massiv höheren – und nicht wie gewünscht tieferen – Niveau zurückzukaufen. Mit anderen Worten: Wer einmal auf einem Höchststand all seine Aktien verkauft hat und auf einen Rückschlag hofft, riskiert, über längere Hausseperioden gar nicht investiert zu sein. Das kostet *enorm* Performance, wie die Berechnung der UBS eindrücklich zeigt. Wir dürfen unsere Timing-Fähigkeiten deshalb niemals überschätzen, auch wenn es uns in gewissen Zeiten «juckt», unsere Risiken runterzufahren und zu hoffen, tiefer wieder einzusteigen zu können. Sinn macht ein antizyklischer Verkauf von Aktien aber bei einem gemischten Portfolio, das aus Aktien *und* Obligationen besteht, um im Sinne eines Rebalancing der Risikofähigkeit und -bereitschaft der Kundinnen und Kunden gerecht zu werden.

«Geht raus und erzählt allen, wie schlau wir sind – doch wir sind es nicht. Wir haben noch nie etwas getimt.»

Warren Buffett, legendärer Investor und Orakel von Omaha, Nebraska, an der Generalversammlung von Berkshire Hathaway, 30. April 2022 (zur Frage, wie gut er im Timing seiner Anlagen ist)

Im Wissen, dass Aktien langfristig steigen, gehören Baissen zu den unvermeidbaren Erfahrungen eines langfristig orientierten Anlegers. Das Leiden in diesen Zeiten ist der Preis für die langfristig überragende Rendite der Aktien. Dies und die Tatsache, dass auch wir Profis das perfekte Timing nicht beherrschen, müsste im Grunde unbestritten sein. Dem ist aber nicht so. So staunten wir nicht schlecht, als wir die diesjährige Februar-Ausgabe der Fachzeitschrift «Schweizer Personalvorsorge» gelesen haben. Darin wird berichtet, dass die Perspectiva Sammelstiftung, eine autonome Sammelstiftung des Versicherungskonzerns Baloise, bei welcher über 3800 Unternehmen mit rund 16'000 Mitarbeitenden angeschlossen sind, ein Vorsorgevermögen in Milliardenhöhe verwaltet. Bei der Anlageumsetzung verfolgt die Stiftung offenbar eine «starke Risikosicht

und hat beispielsweise im März 2020 während der Pandemiekrise die Aktienquote proaktiv auf praktisch null gesenkt». Mit den entsprechenden Folgen: Prompt hat man danach den fulminanten Börsenaufschwung zu einem grossen Teil verpasst. Nach dieser äusserst prozyklischen Entscheidung, aggressives Timing zu betreiben und aus Aktien weitestgehend auszusteigen, haben die Verantwortlichen ihre Anlagequoten verstärkt in «stabileren, aber illiquiden Anlagen ausgebaut». Nanu, glauben die Entscheidungsträger allen Ernstes, der Tausch von liquiden, aber transparenten Anlagen in illiquide Papiere würde Stabilität ins Portfolio bringen? Wer das glaubt, begeht einen Selbstbetrug, wie im anliegenden Leitartikel «Auf den Goldrausch folgt der High Noon», den wir am 7. Mai in der «Finanz und Wirtschaft» publiziert haben, nachzulesen ist. Die Stiftungsverantwortlichen riskieren, vom Regen in die Traufe zu fallen.

Ein böses Erwachen gab es auch für den unbestrittenen Komet am weltweiten Finanzhimmel, Cathie Wood. Die amerikanische Gründerin der Investmentgesellschaft ARK Invest geniesst in der Branche den Ruf eines Superstars. Es wird ihr nachgesagt, die «beste Investorin der Welt» zu sein. Wie hat sie das geschafft? In ihren verschiedenen Fonds setzt sie seit Jahren auf hochbewertete Unternehmen der Technologie-, Internet-, Fintech- und Biotechbranche. Dazu gehören Aktien von Elektrofahrzeugen, der Robotik, der Gen- sowie der Blockchain-Technologie. Darüber hinaus setzt sie auf Kryptowährungen. Cathie Wood verkauft ihre Anlagestrategie als konzentrierte Wette auf «disruptive Technologien, die das Potenzial haben, die Welt zu verändern.» Es ist kaum ein Zufall, dass die praktizierende evangelikale Christin als Firmenname ihres Fonds die Bezeichnung «ARK» wählte. ARK steht auch für Arche Noah – Noah erhielt nach biblischer Überlieferung den göttlichen Auftrag, sich und seine Familie vor der Sintflut zu retten. Wir erinnern uns: Schon Bill Hwang, der verurteilte Betrüger des Hedge Funds Archegos, mit welchem die Credit Suisse vor Jahresfrist über vier und die UBS knapp eine Milliarde Franken versenkt hatten, wählte einen gottähnlichen Namen für sein Konstrukt – Archegos wird aus dem Griechischen mit «Anführer» übersetzt.



Cathie Wood begründet ihr Anlageverhalten denn auch religiös, «indem sie Kapital in Gottes Schöpfung auf möglichst innovative und kreative Weise lenke». Ihre Anlagen sollen «helfen, die Welt vor dem drohenden Untergang zu retten.» Cathie Wood ist eine leidenschaftliche Prophetin. Es überrascht nicht, dass ihr auch schon nachgesagt wurde, sie könnte ebenso gut Anführerin einer Sekte sein. Wie auch immer: Fakt ist, dass die telegene Verkäuferin Cathie Wood in der Zeit von 2014 bis 2021 mit ihren Fonds eine weit überdurchschnittliche und beeindruckende Performance erzielte, indem sie sehr grosse Positionen in Tesla, Zoom Video Communications, Teladoc Health, Coinbase, Square, Shopify und Spotify hielt. Alleine im Jahr 2020 erreichte sie eine sagenhafte Rendite von über 150 Prozent. Wenig erstaunlich ist, dass ihr in diesem Hype eine grosse Herde von Fans förmlich in den Schoss gefallen ist.

Noch Ende 2021 erwartete die Daueroptimistin Cathie Wood, dass sich der Bullenmarkt bis ins Jahr 2038 fortsetzen würde. Ebenso ging sie von einer weiteren Verzehnfachung des Bitcoin-Kurses aus. Wie sich diese «Eingebungen» rational erklären lassen, wird wohl das Geheimnis der glühenden Trump-Anhängerin, die nicht zuletzt durch Storytelling und geradezu überschwänglichen Optimismus beeindruckt, bleiben. Ihre Auftritte erinnern uns an die unvergessenen «Legenden» des New-Economy-Hypes, die vor über zwei Jahrzehnten ebenfalls Heiligenstatus hatten. Der Deutsche Kurt Ochner (Julius Bär Frankfurt) und der Amerikaner Frank Quattrone (unter anderem Deutsche Bank und Credit Suisse) hämmerten damals einer riesigen Fangemeinde ein, sie sollten ihr Ersparnis vorzugsweise in innovative Technologiewerte investieren – auch wenn die Anleger den Begriff «disruptiv», der inzwischen zum Modewort mutiert ist, in jener Zeit noch nicht gekannt haben dürften. In den aufstrebenden «New-Economy-Aktien» würde die ganze Zukunft liegen, verkündeten sie mantrahaft. Zwar machten die von den hochbezahlten Protagonisten – Frank Quattrone soll innerhalb eines Jahres die horrenden Summe von USD 120 Mio. verdient haben – im Wochentakt an die Börse gebrachten Unternehmen

kaum Umsatz und diese fuhren hohe Verluste ein. Doch in der Euphorie waren die Träume sowie Erwartungen der Anleger grenzenlos und die Kurse schossen in den Himmel. Zur Jahrtausendwende folgte dann der jähe Absturz, und die Titel der New Economy brachen im Durchschnitt um über 90 Prozent ein. Wir erinnern uns: Auch diesen Hype haben wir nicht mitgemacht, obwohl uns gewisse Kundinnen und Kunden damals fragten, ob wir mit unserer Anlagepolitik überhaupt noch «up to date» seien.

«Listen to the experts and do exactly the opposite.»

Daniel Gutenberg, Venture-Unternehmer und Managing Partner der Beteiligungsgesellschaft VI Partners («Handelszeitung», 9. Januar 2020)

Nun ist auch der Stern von Cathie Wood verglüht. Ihr Flagship-Fund, der ARK Innovation ETF, hat seit dem erreichten Hoch am 14. Februar 2021 über 70 Prozent eingebüsst. Von ihr gehaltene Titel wie diejenigen des Telemedizinanbieters Teladoc Health und Zoom Video, die beide in starkem Masse von der Pandemie profitierten, brachen um über 80 Prozent ein. Die Prophetin hat in einem eher lauen Stürmchen Schiffbruch erlitten. Trotzdem bleibt sie ihrem unerschütterlichen Optimismus und ihrer Überzeugung, das weltweit beste Forscher- und Analyistenteam zu beschäftigen, treu und verkündet weiterhin: «Wenn unsere Forschung richtig ist – und ich glaube, dass unsere Innovationsforschung die beste in der Finanzwelt ist –, dann werden sich unsere Strategien in den nächsten fünf Jahren verdreifachen bis verfünffachen.» Was für ein Selbstvertrauen! Oder ist es vielmehr eine Mischung aus Übermut und Naivität?

Spannend ist es, das grosse «Performance-Wunder» Cathie Wood zu analysieren. War sie über all die Jahre überhaupt erfolgreich? Wood behauptet nach dem kolossalen Absturz ihres Fonds, dass ihre Performance seit Auflegung des Fonds im Jahr 2014 immer noch gut sei. Dieser Aussage kann tatsächlich nicht widersprochen werden, denn ihre jährliche Performance von Anfang November 2014 bis

Ende Mai 2022 beträgt immer noch rund 12 Prozent. Damit steht sie etwa auf Augenhöhe mit dem amerikanischen Aktienindex S&P 500. Soweit, so gut. Allerdings muss an dieser Stelle auf ein zentrales Problem der Performance-Messung hingewiesen werden, denn die Finanzbranche ist geübt darin, Anlegerinnen und Anleger zu veräppeln. Wer die erzielten Renditen von Cathie Wood richtig einordnen will, muss unbedingt Folgendes wissen, um nicht einem monumentalen Performance-Irrtum zu verfallen: Anleger, die *zur ersten Stunde im Jahr 2014* auf sie gesetzt und in ARK investiert haben, können sich tatsächlich einer tollen Performance erfreuen. Die Gewinne in den Jahren 2017 und 2020 waren derart gewaltig, dass selbst die anschliessende Korrektur von über 70 Prozent bis im Mai 2022 problemlos verkraftet werden kann. Allerdings, und das ist der entscheidende Punkt: Nur Wenige sind bei Cathie Wood frühzeitig eingestiegen und konnten von diesen Erfolgen profitieren. Die allermeisten Anlegerinnen und Anleger sind erst ab Mitte 2020 eingestiegen – als sich der Hype um Cathie Wood in allen Medien breitschlug. Sie verpassten zu einem grossen Teil die herausragenden Renditen der Jahre 2017 (87,3 Prozent) und 2020 (152,8 Prozent). Die grossen Zuflüsse in den Fonds wurden nämlich erst kurz vor dem Absturz des Fonds realisiert. Alleine im Jahr 2020, als Wood als Performance-Star gefeiert wurde, verneunfachte sich ihr Fondsvolumen von USD 1,9 auf 17,8 Mrd. Was heisst das konkret aus Sicht der Anleger? Es ist ganz einfach dies: Obwohl die jährliche Rendite des ARK Innovation ETF seit Auflegung des Fonds bei attraktiven 12 Prozent liegt, haben die *allermeisten Investorinnen und Investoren viel Geld mit diesem Anlagevehikel verloren* – weil sie erst während des Hypes eingestiegen sind.

So läuft das Spiel mit Megatrend-Produkten in der Finanzbranche fast immer ab: Zuerst wird ein Fonds eröffnet, der hohe Chancen und Risiken birgt. Wenn er schlecht läuft, wird er möglichst geräuschlos wieder geschlossen und liquidiert. Läuft er hingegen gut und die Performance ist bestechend, so wird er mit viel Pomp vermarktet. Die Anlegerinnen und Anleger springen dann auf den fahrenden Zug und sind in

voller Fahrt mit dabei, wenn dieser gegen die Wand fährt. Genau das ist mit den Fonds von Cathie Wood passiert. In der Fachwelt wird deshalb zwischen der *zeitgewichteten Performance (time weighted return)* und der *geldgewichteten Performance (money weighted return)* unterschieden. Die zeitgewichtete Performance berechnet sich unabhängig davon, wie hoch das investierte Kapital ist. *Zeitgewichtet* ist die Performance von Cathie Wood seit 2014 mit jährlich 12 Prozent nach wie vor überzeugend. *Geldgewichtet* hingegen ist ihr Renditeausweis mit jährlich –34 Prozent ein absolutes Desaster. Bei der geldgewichteten Performance-Methode ist massgeblich, wieviel Geld in den einzelnen Anlagejahren investiert war. Die Performance der Jahre 2020 und 2021, in denen enorm viel Geld in den Fonds von Cathie Wood investiert war, haben bei dieser Berechnung ein entsprechend grösseres Gewicht. Dieser Zusammenhang ist zugegebenermassen nicht ganz trivial. Aber glauben Sie uns, genau dieses Wissen nützen viele Exponenten der Finanzbranche gerade im Umgang mit Performance-Ausweisen, um Anlegerinnen und Anlegern Sand in die Augen zu streuen. Diese haben fast keine Chance, den «Betrug» zu durchschauen. Wenn im Regelfall die zeitgewichtete Performance-Methode tatsächlich der Branchenstandard ist, so ist die geldgewichtete Methode im vorliegenden Spezialfall mit Sicherheit aussagekräftiger. In der Finanzbranche lauern jede Menge Fallen – nicht nur in den Fonds von Cathie Wood.

«Halbwahrheiten sind oft die schlimmsten Unwahrheiten.»

Alois Riklin, emeritierter Professor für Politikwissenschaften an der Universität St. Gallen

Der Absturz von Cathie Wood ist repräsentativ für eine Entwicklung, die seit Herbst 2021 die Aktienmärkte prägt. Der Hype um hoch bewertete Technologieunternehmen ist gebrochen und auf die Euphorie folgt Ernüchterung. Substanzaktien (Value) haben die Wachstumswerte (Growth) in der Gunst der Anleger

abgelöst und wertorientiertes Anlegen hat wieder die Nase vorn. Als konservative Vermögensverwalter mit einer Präferenz für Aktien mit robusten und langfristig bewährten Geschäftsmodellen profitieren wir in hohem Masse von dieser Entwicklung.

Beteiligungspapiere von Ölunternehmen wie BP oder Shell haben eine eigentliche «Wiedergeburt» erlebt, nachdem sie während der Pandemie vor gut zwei Jahren als faktisch tot verschrien wurden. Wir erinnern uns: Damals ist der Ölpreis kurzfristig unter die Nullmarke gefallen und Aktien von Rohstoffunternehmen wurden quasi auf «Teufel komm raus» zu Schleuderpreisen auf den Markt geworfen. In antizyklischer Manier und mit Überzeugung haben wir damals günstig dazugekauft. Wer hätte das gedacht: Zwei Jahre später stehen die Ölpreise so hoch wie seit dem Jahr 2008 nicht mehr. Entsprechend haben die Aktienkurse der Rohstoffunternehmen kräftig zugelegt und sie schütten darüber hinaus eine äusserst attraktive Dividende aus. Zudem legen diese Unternehmen einen immer grösseren Fokus auf saubere Energie und Nachhaltigkeit. Um die Abhängigkeit von russischem Öl und Gas zu reduzieren und die Versorgungssicherheit zu verbessern, sind die Rohstoffunternehmen bestrebt, ihren Anteil an erneuerbarer Wind- oder Solarenergie sukzessive zu erhöhen. Und siehe da: Plötzlich schreiben auch Bankanalysten und Presseleute nicht mehr einseitig vom «Business im Untergang», sondern vom «Business im Übergang».

Es ist ein herausforderndes Umfeld, das uns in den kommenden Monaten und darüber hinaus begleiten wird. Aufgrund des Kriegs in der Ukraine, Lieferengpässen der Wirtschaft, hartnäckig hoher Inflation und steigender Zinsen nimmt die Zahl skeptischer Marktcommentare zu. Gewisse Experten ziehen sogar einen Vergleich der heutigen Konstellation zum Jom-Kippur-Krieg von 1973, als eine von Ägypten und Syrien angeführte Koalition arabischer Staaten Israel überfiel. Weil die USA Israel unterstützten, kürzten damals die arabischen Erdölförderer unter Führung von Saudi-Arabien ihre Ölproduktion und verhängten ein Embargo gegen mehrere westliche Länder. Konsequenz war eine Krise, während der sich die Ölpreise vervielfachten und die

Inflation explodierte, was eine heftige Rezession nach sich zog. In den Krisenjahren 1973/1974 halbierten sich die Aktienkurse. Wie hoch das Risiko einer Rezession heute ist, ist schwer zu beurteilen. Ein Szenario, das eine hartnäckig hohe Inflation mit einer konjunkturellen Stagnation kombiniert, ist aber nicht undenkbar. Entsprechend macht das «Gespenst» einer Stagflation die Runde. Es kann aber auch ganz anders kommen – positiver.

«Es lässt sich nicht leugnen, dass die Inflation zu etwas geworden ist, was man im Sport einen Angstgegner nennt.»

Hermann Josef Abs, deutscher Bankier (1901–1994)

Stéphane Monier ist Chief Investment Officer der Genfer Privatbank Lombard Odier. Er liess sich in der «Handelszeitung» vom 16. Dezember 2021 wie folgt zitieren: «Der Dollar dürfte stärker werden, da die US-Geldpolitik weniger akkommodierend wird. Der Euro wird gegenüber mehreren Währungen einbüßen, da sich die Zahlungsbilanz der Euro-Zone abschwächt und die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik wahrscheinlich langsamer normalisieren wird als andere.» Tatsächlich blieben die steigenden Zinsen im ersten Halbjahr nicht ohne Auswirkungen auf die Währungsentwicklungen. So strömte viel Geld in den Dollar und die Prognose des Bankexperten Monier traf voll ins Schwarze – wenn auch mit einer kreuzfalschen Begründung. Es stellt sich nämlich die Frage: Sind steigende Zinsen tatsächlich ein Grund zur Annahme, dass die entsprechende Währung des Landes zulegen sollte? Folgt man den Spekulationen vieler Hedge Funds, könnte man tatsächlich zu diesem Schluss kommen. Diese nahmen in jüngerer Zeit Milliardenkredite in tiefverzinslichen Schweizer Franken und japanischen Yen auf, um sie im höherverzinslichen Dollar zu investieren. Solche Geschäfte werden auch als Carry-Trades bezeichnet. Carry-Trades sind jedoch brandgefährlich, denn sie unterliegen einer falschen Logik. Tatsache ist nämlich, dass dort, wo die Inflation

und damit auch die Zinsen hoch sind, die Währung langfristig zur Schwäche neigt. Dort, wo wie in der Schweiz Inflation und Zinsen notorisch tief sind, neigt die Währung langfristig zur Stärke. Würde dieses «Naturgesetz» nicht funktionieren und diejenigen Währungen wären langfristig stark, in denen die Zinsen hoch sind, wäre es natürlich einfach, Geld zu verdienen. Man könnte sich zu beispielsweise 2 Prozent im Schweizer Franken verschulden und das Geld in hochverzinsliche Anleihen türkischer Lira, venezolanischer Bolivar oder russischer Rubel investieren. Wir würden damit 20, 100 oder auch 1'000 Prozent Rendite erwirtschaften – quasi ein «free lunch».

Das Gedankenspiel mag absurd klingen, aber es zeigt auf, wie unlogisch viele Experten argumentieren, wenn sie verkünden, der Dollar müsse deshalb steigen, weil es auch die Inflation respektive die amerikanischen Zinsen tun. Fakt ist, dass der Dollar gerade auch in der Hochinflation- und Zinsphase der 1970er Jahre stark an Wert eingebüsst hat. Wir sind gespannt, wie lange es diesmal dauert, bis der Wind dreht und ein paar Hedge Funds, die auf einen weiter steigenden Dollar und einen sinkenden Yen wetten, auf dem falschen Fuss erwischt werden. Anschauungsunterricht für Währungsfehlerschätzungen liefern uns leidgeprüfte Häuslebauer in Polen. Weil sie Kredite auf Schweizer Franken zu wesentlich tieferen Zinssätzen erhielten als in ihrer Heimwährung Zloty, wurden 15 Prozent der polnischen Hypotheken in Schweizer Franken aufgenommen. Mit verheerenden Folgen: Weil sich der Schweizer Franken im Laufe der Zeit gegenüber dem Zloty fast verdoppelt hat, können die Betroffenen ihre Kredite nicht mehr zurückbezahlen. Wer nun Kredite in Schweizer Franken aufnimmt und diese höherverzinslich in Dollar anlegt, den könnte schon bald dasselbe Schicksal treffen. Der amerikanische «Greenback» war per Ende Mai, gemessen an der Kaufkraftparität, gegenüber dem Schweizer Franken um rund 10 bis 15 Prozent und gegenüber dem japanischen Yen sogar um über 50 Prozent überbewertet – das dürfte ein historischer Rekord sein. Wir sind bekanntlich vorsichtig, was Prognosen betrifft, aber diese sei gewagt: Genauso wie es ein Naturgesetz

ist, dass Aktien langfristig im Wert steigen, wenn die Welt nicht untergeht, sinken Währungen von Ländern, in denen die Inflation hoch ist, gegenüber Währungen von Tiefzinsinseln wie der Schweiz. Es ist deshalb eine Frage der Zeit, bis der amerikanische Dollar gegenüber dem Schweizer Franken und insbesondere auch dem japanischen Yen abwerten wird.

Wie sollen sich Anlegerinnen und Anleger in diesem schwierigen Umfeld positionieren? Folgt man dem Rat von Mark Haefele, Chefstrategie des Global Wealth Management der UBS, kommt Erstaunen auf. Haefele empfiehlt in der «UBS House View, Year Ahead 2022» dies: «Infolge der Inflationsängste kann die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen steigen. In diesem Fall können Hedge Funds zur Portfoliodiversifikation beitragen.» Richtig liegt Haefele in seiner Annahme, dass im Kontext steigender Inflation die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen steigen kann – genau dies ist geschehen im ersten Halbjahr, als beide Anlagekategorien aufgrund steigender Zinsen fast parallel unter Druck kamen. Trotzdem sei die Frage erlaubt: UBS und Hedge Funds, war da nicht gerade was? Vor gut einem Jahr stolperte die Bank genauso wie ihre Konkurrentin CS über den Hedge Fund Archegos – der Verlust der UBS in Höhe von rund CHF 750 Mio. war horrend. Und nun sollen die Kunden der UBS in diese intransparenten, sündhaft teuren und in der Regel erfolglosen Vehikel investieren? Es stellt sich die Frage, wem diese Produkte am Ende dienen sollen: Den Anlegern oder den Bankern? Wir vermuten Letzteren. In der UBS House View war am Jahresanfang überdies zu lesen: «Einkommensorientierte Anleger müssen daher nach «unkonventionellen» Renditequellen Ausschau halten, wie Senior Loans in den USA (Anmerkung: Das sind Unternehmenskredite, deren Bonität im Bereich der Hochzinsanleihen *unterhalb von Anlagequalität* liegt), Hochzinsanleihen in Asien, aktiven Anleihenstrategien, synthetischen privaten Krediten sowie Dividendenaktien.» Hoppla! Dividendenaktien halten zwar auch wir mit Überzeugung für unsere Kunden, aber der ganze Rest? Wer dem Rat der UBS zur Jahreswende gefolgt ist, dürfte nun gehörig seine Wunden lecken.

«Die Eier auf verschiedene Körbe zu verteilen, ohne zu wissen, welche Körbe löchrig sind, ist der sicherste Weg, Risiko und Verlust zu maximieren.»

John Maynard Keynes (1883–1946), britischer Ökonom, Politiker und Mathematiker

Mit dem Rat an ihre Kunden, in Hedge Funds zu diversifizieren, steht die UBS nicht alleine da. César Pérez Ruiz, Anlagechef der Privatbank Pictet, lässt die Leser der NZZ in der Ausgabe vom 27. Dezember 2021 das Folgende wissen: «Uns gefallen Hedge Funds, die mit anderen, vergleichbaren Fonds dieser Art negativ korrelieren.» Man reibt sich die Augen. Auch die Investition in eine Schneckenzucht im abgelegenen Bisisthal ist wohl mit der Anlage in Aktien gar nicht oder sogar negativ korreliert, weil beide Anlagen nichts miteinander zu tun haben – kaum jemand käme aber deswegen auf die Idee, sein Vermögen in eine Schneckenzucht im Bisisthal zu diversifizieren. Einige lernen das Einmaleins der Börse offenbar nie – oder sie wollen es nicht lernen. Es ist deshalb wenig erstaunlich, dass es immer wieder neue Schlagzeilen rund um Hedge-Fund-Gurus gibt. Ende April wurde bekannt, dass der amerikanische Finanzmagier Bill Ackman auf seiner übergrossen Position Netflix-Aktien einen Verlust von USD 435 Mio. realisiert hat – Hedge-Fund-Manager setzen das Geld ihrer Kunden typischerweise aggressiv auf nur ganz wenige Pferde und nehmen dazu hohe Kredite auf. Dan Loeb, ebenfalls ein Weltstar der Hedge-Fund-Szene, hat auf seiner grössten Position, der KI-Plattform Upstart, mehr als die Hälfte des Wertes verloren. Die mit Abstand grösste Position des legendären Investors George Soros ist der Elektroautobauer Rivian. Diese ist seit Jahresbeginn um über 60 Prozent abgeschmiert. Das in weiten Kreisen unbekanntes Unternehmen war kurzzeitig mehr wert als die Autoriesen Ford und General Motors zusammen. Der renommierte Finanzprofessor Burton Malkiel, welcher 1973 das aufsehenerregende Buch «A

Random Walk down Wall Street» geschrieben hat, sagt über George Soros, dem der Ruf eines der genialsten Investoren der Finanzgeschichte anhaftet: «Er kann keinen konsistenten Erfolgsausweis vorlegen.»

Die Vorsorgespezialistin Swisscanto hat vor Jahresfrist eine Studie zu Alternativen Anlagen, zu denen neben Hedge Funds auch Private Debt, Private Equity und Infrastrukturanlagen gehören, publiziert. Dabei haben sie rund 1'500 Vorsorgeeinrichtungen der Schweiz befragt und deren Renditen analysiert. Das Resultat ist für die Anhänger Alternativer Anlagen niederschmetternd: Je höher der Anteil Alternativer Anlagen in den Portfolios, desto schlechter fällt die Performance aus. Trotzdem werden Vermögensverwaltungskunden zum Beispiel bei den Genfer Privatbanken Lombard Odier und Pictet standardmässig mit Anteilen von 10 bis 15 Prozent alleine mit Hedge Funds «beglückt». Die renommierte und *unabhängige* Zürcher Vermögensberaterin ZWEI Wealth bestätigt in ihrem Bericht, dass diejenigen Geldverwalter langfristig am besten abschneiden, welche möglichst auf teure Fonds, Strukturierte Produkte und Alternative Anlagen verzichten. Die Realität sieht aber gemäss ZWEI Wealth so aus: Im Branchendurchschnitt werden 58 Prozent aller Gelder in Fonds, 5 Prozent in Strukturierte Produkte und 12 Prozent in Alternative Anlagen investiert. Natürlich sind das alles gewaltige Kostenfresser, auf die wir seit jeher vollständig verzichten.

«Oh, die machen fabelhafte Präsentationen!»

Burton Malkiel, früherer Professor und Dekan der Universität Yale, auf die Frage eines Journalisten in der «Bilanz» 15/2012: «Was ist mit Hedge-Fund-Managern?»

Wer glaubt, vor allem Privatinvestoren hätten im Zuge des billigen Geldes ihre Risiken mit qualitativ minderwertigen und langlaufenden Obligationen, Alternativen Anlagen und der verstärkten Aufnahme von Krediten sukzessive hochgefahren, täuscht sich. Im institutionellen Anlagegeschäft der Pensionskassen und

Versicherungen zeichnet sich seit einiger Zeit eine geradezu abenteuerliche Tendenz zur Risikoerhöhung ab. Gemäss dem Pensionskassen-Index der Credit Suisse hat sich die Quote sicherer Obligationenanlagen bei den schweizerischen Vorsorgewerken innerhalb der letzten zwei Jahrzehnte von rund 50 auf unter 30 Prozent reduziert. Intuitiv und in Anlehnung an unzählige Presseberichte würde man annehmen, dass ein Grossteil der Umschichtungen in Aktien, der mit Abstand attraktivsten Anlagekategorie, geflossen sei. Das ist allerdings ein Irrtum. Der Anteil börsenkotierter Aktienanlagen an den gesamten Pensionskassenvermögen ist mit rund 30 Prozent über all die Jahre ziemlich konstant geblieben, obwohl boomende Aktienmärkte eigentlich alleine durch den langfristigen Kursanstieg zu einer Erhöhung hätten führen müssen. Offenbar haben Kassenverantwortliche im Sinne eines Rebalancing regelmässig Aktienverkäufe durchgeführt, um die Aktienquote bei rund 30 Prozent stabil zu halten – eine Tatsache, welche die landläufig verbreitete Meinung widerlegt, das billige Geld sei seit der Finanzkrise vor allem in die Aktienmärkte geflossen.

Wohin wurden die aus Obligationenverkäufen frei gewordenen Gelder denn umgeschichtet, wenn nicht in Aktien? Aufgepeppt wurden Alternative Anlagen wie Private Debt, Private Equity, Hedge Funds und Infrastrukturanlagen. Das sind samt und sonders illiquide und ziemlich intransparente Anlagen. Bis im Jahr 2020 betrug die gesetzliche Maximallimite für all diese Alternativanlagen 15 Prozent, was nach unserer Einschätzung schon ziemlich aggressiv ist. Im Jahr 2021 hat der Bundesrat mit Infrastrukturanlagen *zusätzlich* eine alternative Anlagekategorie eingeführt, in welche bis zu 10 Prozent eines Pensionskassenvermögens investiert werden können. Damit erhöhte sich der maximal mögliche Anteil Alternativanlagen bereits auf 25 Prozent der Vorsorgevermögen. Per Anfang 2022 wurde der Bundesrat noch mutiger und segnete eine weitere Anlageklasse im Bereich Alternativer Anlagen ab. *Zusätzlich* sind bis zu 5 Prozent in «Private Debt und Private Equity» zulässig. Mit dieser «neuen» Kategorie will der Bundesrat die «Erreichung des langfristigen Vorsorgeziels» verfolgen. Die Vorsorgeeinrichtungen sollen leichter in innovative und zukunftssträchtige Technologien in

der Schweiz investieren und so auch höhere Erträge erzielen können. Das sind hehre und im Grunde gut nachvollziehbare Ziele, zumal es sich gerade bei Private Equity um unternehmerisches Realkapital handelt.

Allerdings sind Zweifel angebracht, was die Renditeperspektiven dieser Vehikel anbelangt. Der diesem Kundenbrief anliegende Artikel «Vorsicht vor der IRR-Falle» zeigt auf, dass die Renditen von Private Equity im langfristigen Vergleich deutlich hinter kotierten Aktien hinterherhinken – ganz im Kontrast zu den vollmundigen Versprechen der Branche. Versprochen werden regelmässig 10 bis über 15 Prozent – jährlich. Solche Ansagen widersprechen, von wenigen Ausnahmen abgesehen, jedem Praxistest. Mike Hobmeier, verantwortlich für institutionelle Anleger bei Verve Ventures, einer Venture-Capital-Firma, die von sich behauptet, nur in das beste Prozent von Venture-Firmen zu investieren, weist in der NZZ vom 9. Februar 2022 auch auf das «attraktive Risiko-Rendite-Profil und die geringe Korrelation von Venture-Capital-Anlagen zu den Aktienmärkten» hin. Mit Verlaub: Das ist ein Unsinn. Venture-Capital-Anlagen sind Investitionen in Unternehmen und in die Wirtschaft, genauso wie es börsenkotierte Aktien sind. Zu behaupten, die beiden Anlagekategorien seien nur gering miteinander korreliert, ist Schwachsinn. Korrekt berechnet sind nicht nur die Korrelationen, sondern auch die Risiken respektive Volatilitäten viel höher als von Branchenvertretern kolportiert wird. Ein repräsentativer Index, der Investments in Wagniskapital abdeckt, ist der Refinitiv Venture Capital Index. Er hat zwischen dem Herbst 2021 und dem Frühjahr 2022 über 40 Prozent seines Wertes verloren. Das Renditepotenzial von Wagniskapital mag langfristig hoch sein. Mindestens so hoch sind aber auch dessen Risiken – sonst wäre es kein Wagnis.

«Private Equity ist im Moment eine der riskantesten und gefährlichsten Strategien.»

Dan Rasmussen, Gründer von Verdad Capital, einer Finanzboutique in Boston, Massachusetts

Mit der neuen Kategorie «Private Debt und Private Equity» ergibt sich eine geradezu atemberaubende Maximalhöhe von 30 Prozent in Alternativen Anlagen aller Art. Aufgestockt haben Pensionskassen überdies ihren Immobilienanteil, der seinerseits maximal 30 Prozent der Pensionskassenvermögen betragen darf. Auch Immobilienanlagen sind naturgemäss illiquide. In der Summe ist es Pensionskassen somit heute erlaubt, im Extremfall bis zu 60 Prozent ihrer Anlagen in illiquide und teilweise intransparente Anlagen zu stecken. Das birgt Sprengpotenzial. Man darf gespannt sein, was die Folgen für die Pensionskassenlandschaft in einer nächsten Börsenkrise sein werden.

In Krisenzeiten sinken erfahrungsgemäss die Reserven, die Risikofähigkeit und damit der Deckungsgrad von Pensionskassen, was die Verantwortlichen dazu bewegt, ihre Risiken oft auf Tiefständen prozyklisch zu reduzieren. Das gilt, wie uns die Erfahrungen aus der New-Economy-9/11-Krise der Jahre 2001 bis 2003 und der Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 lehren, in besonderem Masse auch für Versicherungsunternehmen. Was die Wenigsten heute noch wissen: Damals schlitterten die Versicherungskonzerne Swiss Life, Swiss Re und Zurich in eine existenzbedrohende Schieflage. Da die Versicherer aktuell mit einem hohen Anteil illiquider Anlagen positioniert sind, besteht eine latente Gefahr, dass sie bei einer nächsten grösseren Krise erneut in einen Sturm geraten könnten. Wenn nämlich viele Anlegerinnen und Anleger gleichzeitig zum Ausgang rennen und verkaufen wollen, werden sie feststellen, dass ihre illiquiden Anlagen nicht mehr veräusserbar sind. Das musste während der Finanzkrise die verantwortliche Managerin des renommierten «Harvard University Endowment Fund», Jane Mendillo, auf bittere Weise erfahren, als sie illiquide Papiere zu Schleuderpreisen auf den Markt werfen musste, um die laufenden Ausgaben des Fonds decken zu können. Es ist deshalb kein Zufall, dass die amerikanische Notenbank Fed bereits seit dem Frühjahr letzten Jahres vor einem Run auf illiquide Anlageformen warnt.

An den Finanzmärkten lauern bekanntlich viele Fallen. Auf einige davon haben wir in diesen Spalten

verschiedentlich aufmerksam gemacht. Eine besonders raffinierte Falle, die zur Zeit viele Investoren auf dem falschen Fuss erwischt, möchten wir Ihnen nicht vorenthalten. In einer Zeit, in der die Inflation in vielen Ländern nach oben schießt wie seit Jahrzehnten nicht mehr, kommt ein Bedürfnis der Anlegerinnen und Anleger auf, das mehr als nachvollziehbar ist: «Wie kann ich mich als Investorin oder Investor am besten vor einer Teuerungsexplosion schützen?» Natürlich hat die Finanzindustrie auch auf diese Frage die richtige Antwort parat: «Kaufen Sie inflationsgeschützte Obligationen!», lautet die Empfehlung des Bankers oder Vermögensverwalters. Diese sogenannten «Inflation-linked-Bonds» bieten Anlegern die wunderbare Möglichkeit, ihr Geld in qualitativ erstklassige Obligationen zu investieren, die Schutz gegen die Geldentwertung bieten, weil sie durch einen festgelegten Mechanismus die steigende Inflation ausgleichen – je stärker die Inflation steigt, desto höher fällt die Zinszahlung aus. Soweit, so gut. Was wunderbar klingt, hat bekanntlich seine Tücken. Die Wenigsten dürften nämlich wissen, dass die Kursentwicklung von inflationsgeschützten Anleihen vor allem von zwei Faktoren abhängt. Einerseits von der Zinsentwicklung, wie das auch bei ganz normalen Obligationen der Fall ist. Andererseits von den *Erwartungen* des Marktes zur zukünftigen Inflationsentwicklung. Im Kontrast dazu meinen jedoch die meisten Käufer von inflationsgeschützten Anleihen, die Kursentwicklung würde primär von der *tatsächlichen* Inflationsentwicklung abhängen.

Am besten lässt sich dieser Zusammenhang an einem einfachen Beispiel erklären. Angenommen, die Inflation in der Schweiz liegt im Sommer 2022 bei 2,5 Prozent und eine inflationsgeschützte Anleihe wird bei einem Kurs von 100 Prozent gehandelt. Zu diesem Zeitpunkt erwartet der Markt, dass per Mitte 2024 die Inflation bei 5 Prozent liegen wird. Nun passiert Folgendes: Die Inflation steigt im Herbst 2022 tatsächlich deutlich an, sagen wir auf 3 oder 3,5 Prozent. Ein gutgläubiger Käufer einer inflationsgeschützten Anleihe geht nun davon aus, dass parallel zu diesem Inflationsanstieg auch seine inflationsgeschützte

Anleihe im Kurs zulegen würde. Stattdessen wundert er sich darüber, dass der Kurs seiner Anleihe auf 95 Prozent fällt und er 5 Prozent seines Einsatzes verliert. Was ist passiert? Zwar ist die Inflation in der Zeit zwischen Sommer und Herbst 2022 tatsächlich von 2,5 auf 3 oder sogar 3,5 Prozent gestiegen. Da sich aber die *Erwartungen* der Marktteilnehmer bezüglich der *zukünftigen* Inflation zurückgebildet haben, – sie erwarten per Mitte 2024 «nur» noch eine Inflation von 4 statt wie bisher 5 Prozent – fallen die Kurse. Wenn parallel zu den revidierten Inflationserwartungen auch noch die Zinsen steigen, ist das Debakel vorprogrammiert. Zwar steigt die *tatsächliche* Inflation gemäss den Erwartungen des Investors an. Aufgrund der nach unten korrigierten *Inflationserwartungen* und des erfolgten Zinsanstiegs stürzen die Kurse inflationsgeschützter Anleihen aber trotzdem ab. Exakt diese nicht ganz trivialen Gegebenheiten sind Investorinnen und Investoren von inflationsgeschützten Anleihen im ersten Halbjahr zum Verhängnis geworden. Es mussten happige Wertverluste von bis zu 10 Prozent eingesteckt werden. Leider kreiert die Finanzindustrie immer wieder neue und schön klingende Produkte, die oft schlecht rentieren und kaum jemand braucht. Abgesehen davon, dass die meisten dieser «Innovationen» viel zu teuer sind, versteht sie auch kaum jemand. Um sich gegen steigende Inflation und Zinsen zu wappnen, ist es schliesslich am zweckmässigsten, erstklassige Anleihen mit kurzer bis mittlerer Laufzeit oder hochwertige Aktien zu halten.

«Die Assetmanager brauchen ein neues Betätigungsfeld, und das finden sie beim thematischen Investieren, wo sie den Privatanlegern schöne Geschichten erzählen können.»

Manuel Ammann, Professor für Finanzmarktforschung an der Universität St. Gallen (befragt zu seiner Meinung zu Megatrends, Interview in der «Handelszeitung» vom 9. Juli 2020)

Unsererseits werden wir an unserer Anlagepolitik, die schnörkellos auf Direktanlagen von qualitativ erstklassigen Aktien und Obligationen setzt, konsequent festhalten. Dabei kommt uns entgegen, dass die von uns selektionierten Aktien im Durchschnitt ein Kurs/Gewinn-Verhältnis von unter 19 aufweisen, was einer Gewinnrendite von über 5 Prozent entspricht. Gegenüber reinen Wachstumswerten, die seit Ende 2021 stark unter Druck stehen, bleiben wir weiterhin zurückhaltend – Aktien von Banken meiden wir schon alleine aus Risikoüberlegungen. Auch halten wir im Obligationensegment nicht nur an der hohen Qualität fest und priorisieren Sicherheit vor Rendite, sondern bevorzugen auch weiterhin kurze und mittlere Laufzeiten. Mit unserer wertorientierten Strategie sind wir bestmöglich darauf vorbereitet, weiteren potenziellen Turbulenzen an den Kapitalmärkten erfolgreich entgegenzutreten zu können. Auch sei all jenen, die der Meinung sind, dass die Aktienmärkte kolossal überbewertet sein würden, folgende Tatsache gespiegelt: Während sich der amerikanische Aktienmarkt seit dem Jahr 2008 verdreifacht hat, steht heute der «Rest der Welt», also sozusagen der Weltmarkt ohne Amerika, das inzwischen fast 70 Prozent der globalen Kapitalisierung ausmacht, selbst unter Berücksichtigung aller Dividenden nur marginal höher als damals. Die weltweite Hausse an den Aktienmärkten wurde demnach primär getrieben durch die fulminante Entwicklung in den Vereinigten Staaten von Amerika – und diese wiederum primär durch den Technologiesektor. Im Wissen, dass zwischenzeitliche Baissen zu den Börsen gehören wie das Amen in der Kirche: Bei den Aktienmärkten *generell* von einer Preisblase zu sprechen, die nun platzen müsse, entbehrt bei Lichte betrachtet jeder Grundlage. Und zu guter Letzt gibt es im Kontext steigender Inflation und steigender Zinsen die Hoffnung, dass das Thema der unsäglichen Negativzinsen bis spätestens im Frühjahr 2023 der Vergangenheit angehören wird.

Als Gründer und Inhaber des Familienunternehmens Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen ist es mir ein Bedürfnis, Ihnen ein Update zu geben, was die langfristige Nachfolgeplanung betrifft. Wichtig ist eingangs zu betonen, dass das tolle Unternehmen



unabhängig von meiner Person schon seit vielen Jahren über eine breit abgestützte und in allen Belangen kompetente Geschäftsleitung sowie über fünf Partner mit Jahrzehnte langer Erfahrung verfügt, die in ihren Fachgebieten ein überragendes Know How aufweisen – ebenso über ein schlagkräftiges Kader und hervorragend qualifizierte Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter. Das in meinem Besitz stehende Unternehmen ist längst nicht mehr von einzelnen Personen abhängig – auch nicht von meiner Wenigkeit. Darüber hinaus wächst und gedeiht das Unternehmen prächtig und es macht mir jeden Tag viel Spass, mit meinem Team zusammenzuarbeiten, im Anlageausschuss mitzuwirken, in der Akquisition zu unterstützen und Kundenbriefe sowie Fachartikel zu verfassen. Besonders der regelmässige Austausch mit so wunderbaren Kundinnen und Kunden, wie Sie es sind, macht mir nach wie vor enorm viel Spass und er stellt eine grosse Bereicherung und Erfüllung in meinem Leben dar – auch wenn es mir aufgrund des gewachsenen Kundenstamms längst nicht mehr möglich ist, alle persönlich zu treffen. Mein Job war mir immer eine Berufung und eine Passion – das wird weiterhin so bleiben. Meine Absicht ist es, gute Gesundheit vorausgesetzt, noch viele Jahre aktiv mit an Bord dieses wunderbaren Teams zu bleiben. Gleichzeitig ist es aber die unabdingbare Pflicht *jedes* verantwortungsbewussten Unternehmers, frühzeitig und umsichtig zu planen und vorzusorgen.

«Für augenblicklichen Gewinn verkaufe ich die Zukunft nicht.»

Werner von Siemens (1816–1892), deutscher Erfinder, Elektroingenieur und Industrieller

Das Wichtigste für Sie, liebe Kundinnen und Kunden, ist dies: Die für den langfristigen Erfolg unabdingbare *Unabhängigkeit* ist unantastbar und das Unternehmen wird langfristig im Familienbesitz bleiben. Mein Sohn Florian (Jahrgang 1996), der an der Universität St. Gallen sowohl in Betriebs- als auch in Rechtswissenschaften einen Bachelor erlangt hat, schloss im vergangenen

Jahr seinen Master in Finance and Law an der Universität Oxford ab. Seit Anfang Jahr arbeitet er in London als Investment Banking Analyst bei der amerikanischen Grossbank Citigroup, um wertvolle praktische Erfahrungen im internationalen Bankgeschäft zu sammeln. Florian hat bereits vor ein paar Jahren seinen Willen bestärkt, in einigen Jahren in das Familienunternehmen einsteigen zu wollen. Ich habe keinen Zweifel, dass er aufgrund seiner fachlichen Qualifikationen und seiner charakterlichen Kompetenzen einst dazu befähigt sein wird, unser führendes unabhängiges Vermögensverwaltungsunternehmen erfolgreich in die langfristige Zukunft zu navigieren. Eine erste «Duftmarke» von Florian entnehmen Sie dem anliegenden Fachartikel «Vorsicht vor der IRR-Falle», einem Gemeinschaftswerk von Vater und Sohn in der März-Ausgabe des Pensionskassen-Magazins «Schweizer Personalvorsorge». Der Beitrag entlarvt die von der Private-Equity-Branche überzogen dargestellten Renditen. Um ehrlich zu sein: Bei diesem komplexen Thema konnte der Vater vom Know How seines Filius profitieren. Ich will deshalb nicht verhehlen, dass ich auf diesen gemeinsamen Beitrag mit Florian in einer renommierten Fachzeitschrift stolz bin.

Meine ältere Tochter Victoria (Jahrgang 1998) schliesst zur Zeit ihren Master in Rechtswissenschaften an der Universität St. Gallen ab und wird danach ihr Substitutenjahr in einer grossen und renommierten Wirtschaftskanzlei in Zürich beginnen. Ich bin überzeugt, dass auch Victoria aufgrund ihrer persönlichen und fachlichen Kompetenzen für eine Nachfolge in unserem Familienunternehmen qualifiziert ist. Welchen Weg Victoria längerfristig einschlagen wird, darf zur Zeit offen bleiben. Désirée, meine Jüngste (Jahrgang 2000), schliesst im Herbst ihren Master in Geschichte am King's College in London ab. Historische und politische Wissenschaften sind ihre grosse Leidenschaft. Sie wird mutmasslich diesen Herbst ihr Doktorandenstudium in Angriff nehmen. Désirée hat signalisiert, dass für sie ein Eintritt in das Familienunternehmen – zumindest aus heutiger Sicht – eher unwahrscheinlich erscheint. Insgesamt lässt sich somit für unsere Kundinnen und Kunden sowie für unser Team das wichtige Fazit ziehen: Die *Nachfolge*

*ist gesichert* und die langfristige *Unabhängigkeit* unseres Unternehmens *bleibt gewahrt*. Ein *Verkauf* – potenzielle Käufer gäbe es viele – steht *ausserhalb aller Traktanden*. Ebenso dürfen Sie heute schon versichert sein, dass die über Jahrzehnte bewährte und erfolgreiche Anlagephilosophie, welche die DNA unserer Firma darstellt, auch von der heranreifenden Generation voll und ganz geteilt und weitergelebt wird.

Apropos Nachfolgeregelung: Haben Sie sich Ihrerseits und natürlich abhängig von Ihrer aktuellen und individuell unterschiedlichen Lebenslage schon einmal überlegt, gegebenenfalls auch Ihre Kinder respektive potenziellen Erben in unsere Beziehung einzubringen? Abhängig von Ihrem Alter, Ihren persönlichen Lebensumständen und Ihrer Gesundheit sollten auch Sie sich Gedanken machen und das Erforderliche in die Wege leiten. Wichtig ist nämlich, dass unsere Nachkommen respektive unsere Erben frühzeitig mit allen Fragen und Tücken der Geldanlage konfrontiert werden. Sehr gerne stehen wir Ihnen zur Verfügung, wenn wir Sie in Ihrer langfristigen Vermögensplanung unterstützen, Ihre Nachkommen oder potenziellen Erben kennenlernen oder für diese ein Wertschriftenportfolio eröffnen dürfen. Wir denken und handeln generationenübergreifend.

Liebe Kundinnen und Kunden, gemeinsam mit meinem Team freue ich mich auf die weitere, fruchtbare und vertrauensvolle Zusammenarbeit mit Ihnen – dies mit der schönen Gewissheit, dass die zukünftige Unabhängigkeit dieses wunderbaren Unternehmens langfristig gesichert ist. Für Ihr geschätztes Vertrauen bedanken wir uns bei Ihnen sehr herzlich. Wir wünschen Ihnen und Ihren Lieben schöne Sommerwochen und vor allem beste Gesundheit!

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

Dr. Pirmin Hotz



## In Bitcoin-Anlagen ist viel heisse Luft

Pirmin Hotz

**Die Blockchain-Technologie mag faszinierend und ein Versprechen für die Zukunft sein. Als Zahlungsmittel oder seriöse Anlage taugen Kryptowährungen wie Bitcoin jedoch nicht.**

Der unter dem Pseudonym Satoshi Nakamoto bekannte Gründer des Bitcoins hatte mit der Publikation seines «White Paper» im Oktober 2008 einen genialen Zeitpunkt gewählt: Zur gleichen Zeit setzte eine gigantische Staatsverschuldung ein, und die weltweit führenden Notenbanken fluten seither die Märkte mit Liquiditätsmassen, wie es die Menschheit noch nie erlebt hat. Die Flucht in den Bitcoin ist ein Kind der Furcht vieler Anleger, die Teuerung könnte ausser Kontrolle geraten und den Wert der traditionellen Fiat-Währungen untergraben.

Der Kauf privat geschürfter Bitcoin ist demzufolge eine Art «Bürgerwehr», um gespartes Vermögen vor ausufernder Staatsverschuldung, Hyperinflation und staatlicher Repression zu schützen. Die Blockchain-technologie, auf der Kryptowährungen basieren, birgt zudem innovatives Potenzial. Dienstleistungen wie Immobilientransaktionen, Zahlungsabwicklung und Kreditvergabe profitieren von einem erhöhten Schutz in der Datenverarbeitung und Datenverwaltung. Inwieweit aber die komplexe Technologie unsere Zukunft verändern wird, ist selbst unter Experten umstritten.

Als seriöses Zahlungsmittel hat sich der Bitcoin als die Königin unter den Kryptowährungen bisher nicht durchsetzen können. Kaum jemand zahlt seine Einkäufe oder seine Ferien in digitaler Währung. Um als Zahlungsmittel zu taugen, sind allein die Kurschwankungen des Bitcoins viel zu gross. Einer immer grösseren Beliebtheit erfreuen sich digitale Währungen hingegen unter Investoren und Spekulanten. Nachdem die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht Finma im Herbst vergangenen Jahres grünes Licht für den ersten schweizerischen Kryptofonds gegeben hat, können auch Vorsorgegelder der Säule 3a in Kryptowährungen angelegt werden. Es stellt sich die Frage: Was sind die Kaufmotive, und sind das auch seriöse Anlagen?

**Zur Diversifikation ungeeignet**

Befürworter argumentieren, Käufer von Bitcoin seien an der zukunftsweisenden Blockchaintechnologie beteiligt. Das ist ein Irrtum. Ebenso könnte argumentiert werden, der Käufer eines iPhone sei an der Technologie von Apple und der Besitzer einer Tafel Schokolade von Cailler am Know-how von Nestlé beteiligt. Natürlich trifft dies nur für die Aktionäre der Unternehmen zu. Weiter gibt es das Argument der Knappheit.

Weil die Anzahl Bitcoin auf 21 Mio. Stück beschränkt sei, sei dies der perfekte Inflationsschutz und der Kurs könne langfristig nur steigen. Auch dieses Motiv überzeugt nicht. Wäre dem so, müsste auch ein von Kinderhand gemaltes Bild Schutz gegen Inflation bieten und sein Preis langfristig explodieren, weil es ein Unikat ist.

Das Argument, Kryptowährungen seien aufgrund ihrer tiefen Korrelation zu traditionellen Anlageklassen zur Diversifikation besonders geeignet, greift ebenfalls ins Leere. Einerseits zeigt sich gerade in Krisenzeiten, dass Kryptowährungen noch stärkere Einbrüche erleiden als die volatilen Aktienmärkte. Im Sturm der Pandemie im März 2020 hat der Bitcoin binnen zwei Tagen die Hälfte seines Werts verloren. Andererseits ist es absurd, primär deshalb in Anlagen zu investieren, weil sie zu Aktien, Anleihen oder Immobilien tief korreliert sind. Ebenso könnte argumentiert werden, eine Anlage in Schweinebäuche oder in ein ödes Stück Weideland in Timbuktu sei sinnvoll, weil die entsprechenden Korrelationen nahe bei null liegen.

Binnen zehn Jahren hat sich der Preis eines Bitcoins von 6 \$ auf zwischenzeitlich 60'000 \$ verzehntausendfacht. Wer will da schon abseitsstehen und von Freunden oder Nachbarn, die sich in kürzester Zeit eine goldene Nase verdienen, als «Mensch von gestern» tituiert werden? Allerdings: Primär deshalb einzusteigen, weil der Preis fulminant steigt, ist so ziemlich das dümmste Argument, um zu kaufen. Einem Schneeballsystem ähnlich, funktioniert das Spiel nämlich genau so lange, wie man einen Dümmeren findet, der einem das Ding zu einem noch höheren Preis abnimmt.

## FINANZ und WIRTSCHAFT

Bei Lichte betrachtet, taugen Kryptowährungen nicht als seriöse Kapitalanlage. Der Anteil dubioser und krimineller Transaktionen, die der Geldwäsche, Steuerhinterziehung, Drogengeschäften und Cybererpressung dienen, ist extrem hoch. So sollen auch einige russische Anleger, die im Kontext der Ukraine Krise von Sanktionen betroffen sind, mit ihren bei Banken nicht mehr erwünschten Geldern in Bitcoin geflüchtet sein. Aufgrund ihres enormen Energiebedarfs sind Kryptowährungen überdies eine Umweltkatastrophe. Ihnen liegt weder produktives Kapital zugrunde, wie das bei Aktien der Fall ist, noch gibt es eine Dividende oder einen Zins. In der Folge gibt es für diese Spekulationsobjekte keinerlei Bewertungsmaßstäbe.

«Es gibt für diese Spekulationsobjekte keinerlei Bewertungsmaßstäbe.»

Die amerikanische Grossbank JPMorgan gab vor Jahresfrist ein Kursziel für den Bitcoin, der unter den Anhängern als «digitales Gold» gilt, von 146'000 \$ heraus. Dieser Preis resultiert, wenn der Gegenwert des weltweiten Goldbestands in Bitcoin angelegt wäre – eine ziemlich skurrile Argumentation. 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 spürbar zu beeinflussen. Wer so argumentiert, könnte auch einen Bitcoinkurs von 2 Mio. \$ rechtfertigen. Würde nämlich der Gesamtwert der weltweit kotierten Aktienvermögen in Bitcoin angelegt, resultierte nach der Lesart von JPMorgan approximativ dieser Wert.

### Totalverlust ist möglich

Auf deadcoins.com sind weit über tausend digitale Währungen aufgeführt, die seit der Erfindung des Bitcoins das Zeitliche gesegnet haben. Dieser «Friedhof» wird sich weiter ausdehnen, währenddessen neue «Innovationen» in teilweise absurder Weise wie Pilze aus dem Boden schießen. So hat sich ein Token namens Omicron im vergangenen November binnen Tagen märchenhaft verzehnfacht, als die neue Virusvariante, die zufällig

den gleichen Namen trägt, bekannt wurde. Wenn so viel Geld vorhanden ist, wird der Markt offenbar erfinderisch und zaubert neue Anlageideen aus dem Hut, in denen viel heisse Luft steckt. Das erinnert an die Tulpenzwiebelmanie in den 1630er-Jahren.

Es ist zu vermuten, dass einige Banken diese Form von Anlagen nicht etwa aus eigener Überzeugung und zum Wohle ihrer Kunden in ihr Repertoire aufgenommen haben, sondern vielmehr deshalb, weil es ein Bedürfnis dafür gibt und Business kreiert. Es gibt mittlerweile Banken, die ihren Kunden sogar Hebelprodukte auf den Bitcoin-Future andrehen. Das ist etwa so, wie wenn man mit einem Ferrari und dreihundert Stundenkilometern durch eine Innenstadt donnert. Statt margenträchtiger Modeströmungen, die von der Irrationalität und vom Glauben getrieben sind, sollte ein Finanzdienstleister seinen Kunden vielmehr seine eigenen Überzeugungen verkaufen.

Es ist davon auszugehen, dass Notenbanken und Regierungen eine stärkere Regulierung der digitalen Gelder durchsetzen und auch das Geldmonopol nicht aus der Hand geben werden. Die Einführung eines digitalen Dollars, Euros oder Yuans ist wohl nur eine Frage der Zeit. Es kann schliesslich nicht sein, dass jeder, der es auch noch versuchen will, seine private «Währung» aus dem Hut zaubert, um diese zum Spielball von Spekulanten und Drogendealern zu machen. Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht Finma und die OBERAUFSICHT für berufliche Vorsorge (OAK BV) weisen darauf hin, dass bei Kryptowährungen «ein Totalverlust nicht auszuschliessen» sei. Zurecht – im Casino ist es nicht anders..

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



## Renditeberechnung von Private Equity II

### Vorsicht vor der IRR-Falle

Pirmin Hotz & Florian Hotz

**Die von Private-Equity-Häusern ausgewiesenen Renditen sind irreführend und aufgeblasen. Aufgrund hoher Intransparenz und Komplexität ist es für Investoren schwierig, die Renditefallen von Private Equity (PE) zu entdecken.**

Im Umgang mit PE gibt es für die Ermittlung der Renditen keine börsengehandelten Marktwerte. Die Anbieter stützen sich deshalb auf selbst berechnete interne Renditen, sogenannte Internal Rates of Return (IRR).<sup>1</sup>

Die PE-Branche brüstet sich gerne mit jährlichen Renditen von 10 bis 25 % – deutlich höher als die Renditen kotierter Aktien. Dieser Artikel zeigt auf, dass IRR nicht nur irreführende Performance-Kenngrössen sind, sondern auch systematisch manipuliert werden können.

#### Auf welcher Basis berechnet sich die Rendite?

PE-Gesellschaften rufen das Kapital der Investoren nicht auf einen Schlag, sondern tranchenweise ab. Wenn ein institutioneller Anleger eine Kapitalzusage von 100 Mio. Franken macht, werden in einer ersten Tranche beispielsweise 20 Mio. Franken abgerufen. Weitere 80 Mio. Franken hält der Investor in liquider Form, da diese Summe oder Teilbeträge davon jederzeit kurzfristig abgerufen werden können.

Es stellt sich die Frage: Wird die IRR auf das zugesagte Kapital von 100 Mio. gerechnet oder auf das abgerufene von 20 Mio. Franken? Der Unterschied ist keine

Marginalie. Angenommen, die PE-Gesellschaft erzielt auf der abgerufenen Tranche einen Gewinn von 4 Mio. Franken und weist damit eine überragende IRR von 20% aus. Aus Sicht des Anlegers mutiert dieser IRR schwuppdiewupp zu mageren 4 %, weil er den Gewinn auf sein zugesagtes Kapital von 100 Mio. Franken beziehen sollte. Bezahlt der Investor auf seinen 80 Mio. Franken, die er liquide hält, auch noch Negativzinsen, verschlechtert sich seine Rendite weiter. In der Praxis ist die Berechnung komplex, weil PE-Gesellschaften fortlaufend frisches Kapital abrufen und Gelder an die Investoren zurückzahlen.

#### Fehlanreize für die Anbieter durch die Methodik

Ludovic Phalippou, Professor an der University of Oxford, kritisiert seit Jahren, dass IRR-Renditen irreführend seien und keine vernünftige Aussage über die wirkliche Performance von PE-Anlagen zuließen.<sup>2</sup>

Ein fundamentales Problem von IRR sei die sogenannte «reinvestment assumption». Diese unterstellt, dass Gelder, die in einem frühen Stadium an die Investoren des Fonds zurückbezahlt werden, implizit über die gesamte Laufzeit des Fonds zu denselben IRR-Renditen reinvestiert werden könnten. Wenn beispielsweise in den ersten zwei Jahren nach Auflegung eines Fonds, der eine Laufzeit von zwölf Jahren aufweist, Gelder an die Investoren zurückfliessen, die eine IRR-Rendite von jährlich 25% ergeben, so wird diese Rendite auf die volle Laufzeit des Fonds hochgerechnet.

#### Rechenbeispiel IRR/NPV

	Jahr	Investment 1 Recapitalization	Investment 2 Halten bis zum Ende
Investment	0	-100	-100
Recapitalization	1	50	-
	2	0	-
Verkauf Investment 1	3	150	-
	4		-
Verkauf Investment 2	5		350
	<b>IRR</b>	34%	28%
	<b>NPV</b>	51,4	98,6



Natürlich ist das rein hypothetische Renditeakrobatik, denn die Investoren haben keinerlei Garantie, dass sie die erhaltenen Gelder zu diesem hohen Satz reinvestieren können. PE-Häuser haben folglich ein virulentes Interesse, gute Unternehmen möglichst früh zu verkaufen oder hohe Ausschüttungen vorzunehmen respektive Aktionärsdarlehen zurückzuzahlen, um die anfänglich hohen IRR-Renditen für die gesamte Laufzeit des Fonds zu sichern («lock-in»).

Die Interessen der Anbieter kollidieren deshalb oft mit denjenigen der Investoren, denn für Letztere wäre ein Halten und ein Verkauf dieser Beteiligungen zu einem späteren Zeitpunkt in vielen Fällen die bessere Entscheidung.

Die hypothetische Extrapolation von Renditen sei eine Absurdität, mahnt Phalippou. Amerikanische PE-Giganten wie Apollo und KKR würden seit Jahren sehr hohe und praktisch konstante IRR-Renditen ausweisen. Neuere Fondsrenditen hätten kaum mehr Einfluss auf den Renditeausweis, auch wenn sie noch so schlecht seien. Dieses Vorgehen ist konform mit den geltenden Rechnungslegungsvorschriften, erinnert aber an einen Taschenspielertrick. Phalippou bezeichnet IRR-Renditen in der Folge als «quasi-religiöse Glaubenssache».

### Die zeitliche Abfolge entscheidet

Unterschiede in der zeitlichen Abfolge der Zahlungsströme haben einen erheblichen Einfluss auf den IRR. PE-Häuser frisieren den IRR beispielsweise dadurch, dass sie auf die gekaufte Beteiligung Schulden aufnehmen und daraus Aktionärsdarlehen an den PE-Fonds zurückzahlen (Recapitalization).

Aufgrund der schnellen Rückzahlung eines Teils des Investments erhöht sich der IRR, weil die Diskontierung der Zahlungsströme näher in der Gegenwart liegt. Je stärker solche Zahlungen vorgezogen werden, desto irrelevanter wird der potenzielle Verkaufserlös der Beteiligung, denn dieser fließt in der Regel erst nach sechs bis zehn Jahren. Durch geschicktes Zahlungsmanagement können PE-Häuser so den ausgewiesenen IRR massiv beeinflussen, wie die erste Tabelle zeigt.

Obwohl Investment 2 einen signifikant höheren Net Present Value (NPV) aufweist,<sup>3</sup> liegt der IRR deutlich unter

### TAKE AWAYS

IRR ist eine irreführende Kenngrösse, die sich leicht manipulieren lässt.

Trotz mässiger Performance können hohe IRR ausgewiesen werden. Investoren sollten daher dieser Kenngrösse kritisch gegenüberstehen.

demjenigen von Investment 1, der durch eine Recapitalization von 50 im Jahr 1 getrieben ist. Hohe IRR generieren den PE-Gesellschaften hohe variable Vergütungen, auch wenn dies nicht im besten Interesse der Investoren ist.

Um die Aussagekraft von IRR-Renditen einer kritischen Würdigung zu unterziehen, drängt sich ein Vergleich von börsengehandelten PE-Fonds, einem repräsentativen Basket kotierter PE-Beteiligungsgesellschaften und dem kotierten Aktienmarkt auf.<sup>4</sup> Mithilfe von Marktpreisen lässt sich ein realitätsnaher Performance-Vergleich ermitteln, wie ihn die zweite Tabelle zeigt.

Die Renditen der PE-Gefässe liegen weit unter den von der Branche kolportierten IRR-Renditen. Über einen Zeitraum von 5, 10 und knapp 20 Jahren schneiden die PE-Fonds von Avadis, der Credit Suisse (von Partners Group gemanagt), der Partners Group (Partners Fund) und PE-Beteiligungsgesellschaften schlechter ab als kotierte Aktien. Dass die Renditen von PE-Gefässen trotz erheblichem Einsatz von Fremdkapital (Leverage) so bescheiden sind, ist ernüchternd.

### Reich werden primär die Anbieter

Kotierte PE-Fonds und Beteiligungsgesellschaften stehen im Schaufenster der Anlegergemeinde und müssten im Sinne eines erfolgreichen Marketings eigentlich die besten Produkte der Anbieter repräsentieren. Wenn nun selbst diese derart unbefriedigende Resultate liefern, verstärkt dies die Zweifel, ob IRR-Renditen für Investoren eine aussagekräftige Grösse darstellen.

Oliver Gottschalg, Finanzprofessor an der Pariser HEC-Universität, und Ludovic Phalippou sind der Überzeugung, dass «die Renditen von PE-Fonds deutlich schlechter sind, als weithin angenommen wird».<sup>5</sup>

Die Experten haben im Auftrag des Europäischen Parlaments rund tausend PE-Fonds analysiert und kommen dabei zum Schluss, dass Investoren in PE über



## Jährliche Renditen im Vergleich (in CHF)

	1.11.2001 bis 31.12.2020	1.1.2011 bis 31.12.2020	1.1.2016 bis 31.12.2020
	19 Jahre & 2 Monate*	10 Jahre	5 Jahre
<b>Private Equity</b>			
Avadis PE Welt III	3,5%	10,1%	1,2%
Credit Suisse PE (Partners Group)	4,6%	7,9%	7,4%
Avadis PE Welt IV		7,0%	-6,1%
Avadis PE Welt V		10,2%	5,8%
Avadis PE Welt VI		10,6%	7,7%
The Partners Fund (Partners Group)		9,8%	8,0%
Basket von PE-Gesellschaften**	-1,6%	9,2%	4,5%
<b>Aktien kotiert</b>			
SPI	6,3%	8,7%	7,9%
S&P 500	5,6%	13,3%	12,4%
MSCI World TR	4,9%	9,9%	10,1%
<b>Ø Private Equity</b>	<b>2,2%</b>	<b>9,3%</b>	<b>4,1%</b>
<b>Ø Aktien kotiert</b>	<b>5,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,1%</b>

\* Daten verfügbar seit 1. November 2001. \*\* Der Composite beinhaltet Spice Private Equity (früher Apen), Castle Private Equity, HBM Bioventures, New Venturetec, Partners Group Global Opportunities, Partners Group Listed Private Equity, Princess Private Equity, Partners Group, Private Equity Holding und Shape Private Equity – zwischenzeitlich dekotierte Beteiligungsgesellschaften bis zu ihrer Kotierung.

einen betrachteten Zeithorizont von 25 Jahren eine Rendite erzielen, die im Durchschnitt der Jahre um 3% unter dem marktbreiten S&P-500-Aktienindex lag.

Die von der Branche oft zitierte «Illiquiditätsprämie» von PE ist bei Lichte betrachtet eine Fata Morgana.

Diese Erkenntnis kann angesichts der horrenden Gebühren, die von Experten auf jährlich 5 bis 6% geschätzt werden, nicht überraschen.<sup>6</sup> Für Phalippou ist die Branche deshalb eine «Milliardärsfabrik», die die Anbieter auf Kosten der Investoren reich mache.

### QUELLEN

<sup>1</sup> Siehe dazu Artikel Zoss/Ott, Seite 69.

<sup>2</sup> Ludovic Phalippou: An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory, University of Oxford, Said Business School, Juni 2020.

<sup>3</sup> Beide Investments wurden in diesem Beispiel mit 12% diskontiert.

<sup>4</sup> Siehe dazu auch Pirmin Hotz: Über die Gier, die Angst und den Herdentrieb der Anleger, FinanzBuch Verlag, 2021, Seite 213 f.

<sup>5</sup> Oliver F. Gottschalg und Ludovic Phalippou: «The Truth about Private Equity Performance», Harvard Business Review, Dezember 2007.

<sup>6</sup> Hansruedi Scherer (Gründungsmitglied von PPCmetrics), «Bilanz», Juni 2018, Seite 101 ff.



**Pirmin Hotz**  
Gründer und Inhaber,  
Dr. Pirmin Hotz  
Vermögensverwaltungen AG



**Florian Hotz**  
Master of Science in Law  
and Finance der University  
of Oxford



## Ungemach für Indexorientierte

Pirmin Hotz

### Passiv investierte Anlegerinnen und Anleger sind stark von der Zinswende betroffen. Auch der Ukraine-Krieg macht Sorgen.

Als Konsequenz aus kaum mehr existierenden Zinsen haben viele Unternehmen und Staaten die Laufzeiten ihrer Schulden massiv ausgeweitet, um die günstigen Finanzierungsbedingungen langfristig zu sichern. So hat die Eidgenossenschaft eine fünfzigjährige Obligation emittiert, während Länder wie Frankreich, Italien, Österreich und Spanien sogar hundertjährige Papiere an renditehungrige Investoren weiterreichen konnten. Die markante Ausweitung der Laufzeiten liess die Duration des Swiss Bond Index seit der Finanzkrise von rund fünf auf gegen acht Jahre ansteigen.

Das Risiko respektive die Zinssensitivität passiver Anlegerinnen und Anleger hat sich damit um tektonische 60 Prozent erhöht. In Zeiten erodierender Zinsen war eine hohe Duration ein Segen für die Obligationäre. Seit die Inflation in den Vereinigten Staaten von Amerika gegen 8 und in Europa über 7 Prozent gestiegen ist und das Fed die Zinswende eingeläutet hat, hat sich der Segen zum Fluch verkehrt. Die mit dem Zinsanstieg verbundenen Erschütterungen respektive Kursverluste auf Obligationenbestände fallen für indexorientierte Anlegerinnen und Anleger aufgrund der prozyklisch verlängerten Duration sogar höher aus als die bei sinkenden Zinsen erzielten Gewinne.

Passive Anleger sehen sich mit weiterer Unbill konfrontiert. Seit die Notenbanken marode Staaten um jeden Preis vor dem drohenden Bankrott bewahren und sie deren Anleihen haufenweise auf ihre Bücher nehmen, haben viele Investoren eine Vollkaskomentalität entwickelt und sind sorglos geworden. In zinslosen Zeiten jagen sie nach Renditen von Anlagen mit Ramschqualität und halten frivol Zombie-Anleihen von Schuldner, die im Grunde nicht kreditwürdig sind.

Beispiel Griechenland: Noch im Jahr 2012 musste das notorisch pleitegefährdete Land horrenden 35 Prozent an Zinsen bezahlen. Der berühmte Satz «Whatever it takes...» des früheren EZB-Notenbankchefs Mario Draghi hat dann dazu geführt, dass sich

die Griechen trotz rekordhoher Verschuldung Geld für 1 bis 2 Prozent borgen konnten.

Wer indexiert investiert, ist ausgerechnet in den Schuldenkönigen prominent engagiert, denn das Paradoxe an der Gewichtung von Obligationenindizes ist, dass genau die Schuldner das grösste Gewicht einnehmen, die am stärksten verschuldet sind. In den internationalen Indizes sind dies die USA und Japan, deren Verbindlichkeiten in den letzten Jahren förmlich explodiert sind. Wenn die Notenbanken ihr gigantisches Anleihenkaufprogramm einstellen und die Zinsen merklich steigen, werden nicht wenige Unternehmens- und Staatsschuldner mit fragwürdiger Bonität in ihrer Existenz bedroht sein und es wird zu Verwerfungen an den Zinsmärkten kommen.

Vorboten einer Junk-Bond-Krise sind seit dem Ukraine-Krieg bereits wahrnehmbar. Noch Anfang Jahr wurden konservativen Schweizer Anlegerinnen und Anlegern in Franken denominateden Anleihen russischer Schuldner wie Gazprom oder der russischen Eisenbahn ins Portfolio gelegt, um Negativzinsen zu umgehen. Das rächt sich nun abrupt, denn in Russland droht der Staatsbankrott. Ob sich passive Investoren, die sich am Obligationenindex SBI AAA-BBB orientieren, bewusst sind, dass sie hochspekulative Ramschpapiere halten, die nun einen Grossteil ihres Wertes verloren haben? Aber nicht nur Obligationäre, auch Aktieninvestoren, die den Weltmarkt über ETF passiv abdecken, sind vom Absturz der russischen Börse betroffen.

Wer seine Aktienanlagen konsequent indexiert, hat ein Klumpenrisiko im amerikanischen Aktienmarkt. Dieser repräsentiert mittlerweile fast 70 Prozent des Weltindex MSCI World und ist im Vergleich mit anderen Ländern hoch bewertet. Index-Schwergewichte von Tech-Giganten wie Amazon, Meta (Facebook), Netflix oder Tesla sind in der Vergangenheit regelrecht durch die Decke geschossen. Steigende Zinsen sind aber Gift für Wachstumswerte, weil ihre potenziellen Gewinne weit in der Zukunft liegen und diese nun mit höheren Zinsen diskontiert werden müssen. Die bereits einge-





setzte Korrektur hoch bewerteter Titel könnte sich beschleunigen, weshalb sich passive Anleger warm anziehen müssen.

### Passiv und nachhaltig als Widerspruch

Der Trend zu nachhaltigem Investieren bringt passiven Anlegern weiteres Ungemach. Wer konsequent indexiert anlegt, muss im Grunde alles kaufen, auch Schrott: Waffenproduzenten und CO<sub>2</sub>-Dreckschleudern gehören genauso dazu wie Sündenunternehmen, die systematisch Menschenrechte verletzen oder Kinderarbeit fördern. Ungefiltertes Indexieren ist offensichtlich mit dem Bedürfnis, nachhaltig anzulegen, nicht vereinbar. Auch erfordert nachhaltiges Anlegen aktive Entscheide, um zu definieren, was überhaupt nachhaltig ist. Banken empfehlen ihren Kunden deshalb gerne ihre Nachhaltigkeitsfonds.

Sind sie die Lösung? Zweifel sind angebracht. Erstens sind solche Produkte oft sehr teuer, was die Anlagerendite schmälert. Zweitens sind die Meinungen, was überhaupt nachhaltige Anlagen sind, in der Praxis sehr divergent. Während der eine Anleger die Priorität im ESG-Universum auf das E (Umweltkriterien) legt, fokussiert die andere auf S (soziale Kriterien), und eine dritte legt ihr Augenmerk auf das G (Unternehmensführung).

Es ist also wenig überraschend, dass sich die führenden Rating-Agenturen MSCI, S&P Global, Sustainalytics und Refinitiv in der Beurteilung der Nachhaltigkeit von Unternehmen zum Teil diametral widersprechen. Während etwa Nestlé, Roche und UBS bei S&P Global hervorragende Ratings erhalten, landen dieselben bei Sustainalytics im schlechtesten Drittel.

Dafür sind Adecco, Lonza, Swatch Group sowie Richemont bei Sustainalytics top und bei S&P Global ein Flop (siehe auch «Handelszeitung» Nr. 50 vom 9.12.2021 und Nr. 43 vom 21.10.2021). Weil die Beurteilung, was nachhaltige Anlagen sind, subjektiven Kriterien unterliegt, sind standardisierte Nachhaltigkeitsfonds und ETF keine Lösung. Effizienter und kostengünstiger ist es, mit erstklassigen Direktanlagen die Nachhaltigkeitskriterien der einzelnen Investoren individuell abzubilden.

Durch den gezielten Einsatz von Direktanlagen gelingt es in Zeiten steigender Zinsen, die antizyklisch zu steuernde Duration und die gewünschte Qualität der Obligationen optimal in einem individuellen Portfolio abzubilden.

---

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

## Auf den Rausch folgt der Kater

Pirmin Hotz

**Während langer Jahre war Geld äusserst billig zu haben. Das hat die Sicht der Anlegerschaft, selbst so mancher Profis, vernebelt. Die Kombination von Kreditaufnahme und illiquiden Anlageklassen ist gefährlich.**

Die seit der Finanzkrise ausufernde Liquiditätsflutung durch die weltweit führenden Notenbanken hat das Investorenpublikum veranlasst, die Risiken hochzufahren. Längst scheint vergessen zu sein, was es bedeutet, wenn sich die aufgestauten Risiken in den Wertschriftenportfolios einmal entladen. Abenteuerliche Spekulationen erinnern an die Goldgräberzeiten des 19. Jahrhunderts. Während Kleinanleger sogenannte Meme-Aktien wie beispielsweise GameStop wie wild in luftige Höhen treiben, vermeldet Credit Suisse Milliardenverluste, weil sie sich mit Hochrisikoprodukten von Greensill und dem Hedge Fund Archegos kräftig verspekuliert hatte.

Ähnliches war UBS schon im Jahr 1998 passiert, als sie beim Kollaps des von John Meriwether gemanagten Hedge Fund LTCM einen Milliardenverlust einstecken musste. Er kostete den damaligen Chef der Bank, Mathis Cabiallavetta, den Kopf. Seither gab es zahlreiche weitere Kollapse und Skandale. Trotzdem werden Gurus und Marketingartisten der Finanzindustrie nicht müde, ihren Kunden immer wieder dasselbe Märchen zu erzählen: Sie hätten ein goldenes Anlegerhändchen.

Der Glaube an die wundersamen Geldvermehrer ist offenkundig unzerstörbar, und das billige Geld verleitet viele Investoren zur Sorglosigkeit. So haben in Zeiten von Negativzinsen viele Finanzinstitute ihren Kunden empfohlen, sichere Staats- und Unternehmensanleihen zu verkaufen und stattdessen hochverzinsliche Ramsch- und Schwellenmarktanleihen zu kaufen. Die Verzweiflung der Anleger auf der Jagd nach einer positiven Rendite ist mit Händen zu greifen, wenn sie dem notorischen Pleitekandidaten Griechenland trotz rekordhoher Verschuldung Geld zu einem Zins von 1% leihen. Frivol wurden auch hundertjährige Anleihen von Ländern wie Frankreich, Italien, Österreich oder Spanien gekauft.

### Spac, NFT, Luxusgüter

Seit der Zinswende hat der Wind aber gedreht, und sogar der Kurs des qualitativ erstklassigen österreichischen Langläufers ist seit dem per Ende 2020 erreichten Höchststand über die Hälfte eingedampft – bei Aktien würde man angesichts solcher Verluste von einem historischen Crash sprechen. Auch wurden Anlegern mit konservativem Risikoprofil bis kurz vor dem Krieg in der Ukraine russische Anleihen von Gazprom und Russian Railways ins Depot gelegt. Fast über Nacht haben diese Obligationen vier Fünftel ihres Werts verloren, obwohl sie in Franken denominiert sind und kein Währungsrisiko bergen. Nicht auszumalen, was passieren wird, wenn die Inflation hartnäckig auf hohem Niveau verharrt, die Zinsen weitersteigen und die Ratingagenturen im Fall einer konjunkturellen Eintrübung die Noten vieler Schuldner senken werden. Ein Blutbad an den Obligationenmärkten wird die Folge sein.

«Ohne Marktpreise gibt es keine Kursschwankungen, die sich messen lassen»

Das billige Geld hat zudem fragwürdige Anlageformen hervorgebracht. Dazu gehören Mantelgesellschaften, die in Form von sogenannten Spac (Special Purpose Acquisition Company) an die Börse gebracht und auch als Blankoscheckunternehmen bezeichnet werden. Das Vertrauen der Anleger, ihr Geld den als «Sponsoren» bezeichneten Initiatoren fast blind anzuvertrauen, muss wohl grenzenlos sein. Ähnliches gilt für den letzten Schrei der digitalen Welt, die sogenannten Non Fungible Tokens (NFT). Das Bild «Everydays: The First 5'000 Days» des amerikanischen Künstlers Mike Winkelmann wurde vor Jahresfrist über das Auktionshaus Christie's im Gegenwert von fast 70 Mio. \$ versteigert. Die Reaktion des Künstlers, die bei Bekanntwerden des Verkaufspreises auf YouTube festgehalten wurde, spricht Bände: «Ich fahre nach Disneyworld», freute er sich.

## FINANZ und WIRTSCHAFT

Die Explosion der Preise exotischer Anlagen macht auch vor den im Angebot limitierten Luxushandtaschen von Hermès, Edeluhrten von Rolex oder raren Oldtimern nicht halt. Aber nicht nur die Träume von Käufern sind grenzenlos, sondern auch die potenzielle Fallhöhe der Preise. So hatte im März der Kryptounternehmer Sina Estavi für 2,9 Mio. \$ die digitalen Rechte am ersten Tweet von Twitter-Gründer Jack Dorsey gekauft. Kurze Zeit später entschied sich Estavi zum Verkauf seines NFT und erhoffte sich einen Erlös von gegen 50 Mio. \$. Aktuell liegt das Höchstgebot der Auktion bei rund 28'000 \$.

Wer nun glaubt, es seien vor allem Laien und Naive, die sich vom Reiz des billigen Geldes blenden lassen, täuscht sich. Am 15. November des vergangenen Jahres gab Calpers, die Vorsorgekasse der Angestellten des öffentlichen Dienstes von Kalifornien, die Anpassung ihrer Asset Allocation per 1. Juli 2022 bekannt. Mit der neuen Allokation will die mit rund 500 Mrd. \$ Gesamtvermögen grösste amerikanische Pensionskasse sicherstellen, auch in Zukunft am ambitionierten Renditeziel von jährlich 6,8% festhalten zu können.

Drei Veränderungen sind hervorzuheben. Erstens: Die Quote für Private Equity wird zulasten kotierter Aktien deutlich ausgebaut. Zweitens: Die Anlageklasse Private Debt wird neu aufgenommen, während Staatsanleihen abgebaut werden. Drittens wurde beschlossen, eine Hebelung mit Krediten in Höhe von 5% auf das Gesamtvermögen zuzulassen. Die Präsidentin des Anlagekomitees von Calpers, Theresa Taylor, lässt sich in der Pressemitteilung wie folgt zitieren: «And by adding 5% leverage over time, we'll better diversify the fund to protect against the impact of a serious drawdown during economic downturns.» Wie bitte? Mithilfe von Krediten soll es gelingen, das Portfolio besser zu diversifizieren und gegen grössere Kurseinbrüche zu schützen? Das Statement wirkt in Zeiten, in denen Lombardkredite und das luftige Spekulieren auf Pump bei Privatinvestoren Rekordstände erreichen, wie ein schlechter Scherz.

Calpers reduziert den Anteil sicherer Treasury Bonds und liquider Aktien zugunsten von riskanten sowie illiquiden Private Debt und Private Equity.

Die Verantwortlichen weisen darauf hin, dass die neue Strategie die Volatilität reduzieren werde. Mit Verlaub: Professionelle Anleger müssten doch zwischenzeitlich längst begriffen haben, dass die Volatilität als Risikomass bei illiquiden Anlageklassen wie Private Equity und Private Debt völlig untauglich ist. Wenn es nämlich keine Marktpreise gibt, kann es auch keine Kursschwankungen geben, die sich messen lassen. Stattdessen gibt es einzig einen buchhalterisch ermittelten Wert in Form eines NAV (Net Asset Value), der sporadisch von den Anbietern selbst angepasst wird.

### Risiko eines Runs

Bei Lichte betrachtet werden sich die Risiken des Calpers-Portfolios nicht etwa reduzieren, sondern im Gegenteil erhöhen. Aus der Erfahrung früherer Krisen wissen wir, dass die Kombination von illiquiden Anlagen und der Aufnahme von Krediten einen explosiven Mix bildet. Wenn viele Investoren in Panik zum Ausgang rennen, werden illiquide Anlagen faktisch unverkäuflich. Das musste während der Finanzkrise auch die verantwortliche Managerin des renommierten Harvard University Endowment Fund, Jane Mendillo, bitter erfahren, als sie illiquide Papiere zu Schleuderpreisen auf den Markt werfen musste, um die laufenden Ausgaben des Fonds decken zu können. Zu Recht warnt das Fed seit dem Frühjahr 2021 denn auch vor einem Run auf illiquide Anlageformen.

Der Kursverfall und die Einstellung des Handels mit russischen Anleihen können als Warnsignal für Investoren gesehen werden, die ihre Portfoliorisiken und ihren Anteil an illiquiden Produkten in den letzten Jahren ausgebaut haben. Für viele wird der Rausch im Kater enden. Der High Noon der Anleger schlägt in der Baisse, die zwar unprognostizierbar im Timing ist, aber zur Börse gehört wie das Amen in der Kirche.

---

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

