

## Geschätzte Kundinnen, geschätzte Kunden

Was lange als undenkbar galt, ist Realität geworden. Die im Jahr 1856 vom mächtigen Zürcher «Eisenbahn-König» Alfred Escher gegründete Schweizerische Kreditanstalt (SKA) ist sang- und klanglos untergegangen. Mehrere Managergenerationen haben die heutige Credit Suisse durch ihre Unfähigkeit geplündert und ruiniert.

Im Juli 1856 offerierte die neu gegründete SKA der Öffentlichkeit 9'000 Aktien zum Kauf. Das Interesse war enorm, so dass das Angebot fünfzigfach überzeichnet wurde. Es herrschte Aufbruchstimmung im 1848 gegründeten schweizerischen Bundesstaat. Der private Eisenbahnbau war zentral für die Entwicklung einer modernen, international verflochtenen Industrie. Von Anfang an erlebte die Bank eine bewegte Geschichte mit existenzbedrohenden Verlusten und zahlreichen Reorganisationen. In den 1970er-Jahren wurde die Latte mit ambitionierten Zielen höher gelegt. Gemäss dem Wirtschaftshistoriker Dr. Luca Froelicher, der in der «NZZ» vom 28. März 2023 einen Beitrag zur Chronik der Bank publizierte, sagte im Jahr 1972 der damalige Präsident der Generaldirektion, Eberhard Reinhardt, zu einem neuen Mitarbeiter: «Setzen Sie die SKA auf die Landkarte des internationalen Geschäfts.» Dieser neue Mitarbeiter, auf dem damals so grosse Hoffnungen ruhten, war der gebürtige Baarer Rainer E. Gut. Der Chiasso-Skandal, der die Bank im Jahr 1977 erschütterte und ihr einen existenzbedrohenden Verlust in Milliardenhöhe eintrug, spülte Gut an die Spitze der Bank. Der weltmännisch wirkende und in der Weltfinanzmetropole New York ausgebildete Gut ging 1978 eine Zusammenarbeit mit der amerikanischen Investmentbank First Boston ein. Eine fatale Entscheidung, wie wir nicht erst heute wissen. Der Traum der Banker an der Zürcher Bahnhofstrasse, im Konzert der übermächtigen und erfolgreichen amerikanischen Investmenthäuser eine relevante Rolle zu spielen, wird zum Albtraum.

«How did you go bankrupt?», Bill asked. «Two ways», Mike said. «Gradually and then suddenly.»

Ernest Hemingway, amerikanischer Schriftsteller (1899–1961)

Was viele nicht wissen: Der Abstieg der Schweizerischen Kreditanstalt, die seit den 1990er-Jahren unter dem Namen Credit Suisse firmiert, begann bereits in jener Zeit. 1988 übernahm die Bank im Rahmen einer Rettungsaktion eine 45-prozentige Beteiligung an der amerikanischen Investmentbank First Boston, bevor sie diese im Jahr 1990 vollständig einverleibte – respektive einverleiben musste, weil sich First Boston mit Junk Bonds gewaltig verspekuliert hatte. Seit dieser Zeit war das Problem der Credit Suisse, aber auch ihrer Konkurrentin UBS, die im Jahr 2008 vom Staat vor dem Konkurs gerettet werden musste, im Grunde immer dasselbe. Man orientierte sich an den Traumsalären der Champions an der Wall Street, spielte aber mit «Kickern» aus der zweiten und dritten Liga. Gegen die schnellen Colts der Cowboys in Manhattan hatten die behäbigen «Bänkler» am Paradeplatz schlicht keine Chance. Es reihten sich Flops an Flops und Skandale an Skandale. Dazu gesellten sich abenteuerliche Spekulationen wie beispielsweise mit Lex Greensill und Archegos, dreckige Geschäfte mit Oligarchen, korrupten Diktatoren und Beamten sowie üble Geldwäschereifälle, die Bussen in Milliardenhöhe nach sich zogen. Die Geschichte der letzten Jahrzehnte beschreibt ein systemisches Versagen unzähliger Verwaltungsräte und Konzernchefs an der Zürcher Bahnhofstrasse.

«In schlechten Zeiten kann man sie nicht brauchen, und in guten Zeiten braucht es sie nicht.»

Christoph Blocher, Alt-Bundesrat und Unternehmer, zum Nutzen von Verwaltungsräten

Nicht nur das Gebaren und die notorische Unfähigkeit des Managements werfen Fragen auf, sondern auch die Rolle der Regulierungsbehörde FINMA. So verkündete ihre Präsidentin Marlene Amstad in der Ausgabe der «NZZ am Sonntag» vom 26. März 2023, notabene eine Woche nach dem Untergang der Credit Suisse: «Letztlich war es ein Bank-Run, der Bank ging die Liquidität aus.» Daran ist sicherlich nichts falsch, doch noch wenige Tage zuvor verkündete die Aufseherin, die Bank sei stark kapitalisiert und auch die Liquiditätssituation sei sehr solide. Das passt irgendwie nicht zusammen. Weiter verlautete die FINMA-Präsidentin, die «Bank habe mangelhaft kooperiert und sich geweigert, die nötigen Konsequenzen zu ziehen». Die Misswirtschaft bei der Credit Suisse halte bereits seit Jahren an. So habe die FINMA im Falle des Skandals mit Lex Greensill zwar kritische Fragen gestellt. Diese seien aber nicht etwa von der Bank selbst, sondern von Leuten von Greensill beantwortet worden.

«Es ist, als hätte man einfach den Sturzbetrunkenen selbst gefragt, ob er denn noch nach Hause fahren könne.»

André Müller, Wirtschaftsredaktor der «NZZ», 1. März 2023

Was in aller Welt nützt denn eine Finanzmarktaufsicht, wenn sie über Jahre das Fehlverhalten einer *systemrelevanten* Bank zwar moniert, faktisch aber keine Wirkung bei den Bankverantwortlichen erzielt? Jedes *nicht* systemrelevante Finanzinstitut wäre wohl nach all den Verfehlungen und Flops, die sich die Credit Suisse über Jahre geleistet hat, längst abgewickelt worden.

Vorübergehend stand der Schweizer Steuerzahler mit einem Maximalbetrag von CHF 259'000'000'000 – über CHF 30'000 pro Einwohnerin und Einwohner – im Risiko. Nach dem Untergang der Swissair im Jahr 2001 und dem Kollaps der UBS während der Finanzkrise im Jahr 2008 ist das eine weitere Schmach und Schande für die Schweiz auf dem internationalen Finanz- und Wirtschaftsparkett.

«Als Erstes im Bankgeschäft lernt man Respekt vor Nullen.»

Carl Fürstenberg, deutscher Bankier (1850–1933)

Besonders störend an der neuerlichen Rettungsaktion des Bundes ist die unsägliche und spätestens seit der Zeit des früheren EZB-Präsidenten Mario Draghi zur Mode gewordenen «Whatever-it-takes»-Politik. Wenn Staaten und Banken zu gross sind, um sie in den Konkurs schicken zu können («too big to fail»), werden sie von den Steuerzahlern faktisch um jeden Preis gerettet. Das führt zwangsläufig zu «Moral Hazard» – Staaten und Manager systemrelevanter Banken können unverantwortlich und nach Belieben das Geld anderer ausgeben und abenteuerliche Spekulationen, Geldwäscherei sowie Abzockerei betreiben. Ohne Folgen, weil man diese Institute niemals fallenlassen kann. Und jede Bankergeneration, die gerade am Ruder ist, weist alle Schuld von sich – sie müsse sich leider mit einem Haufen von Altlasten herumschlagen, lautet die immer wieder artikulierte Ausrede. Diese mantraartig verbreitete Selbstreinwaschung der verantwortlichen Manager der Credit Suisse nahm im Jahr 1977 ihren Anfang, als ihr der berühmte Chiasso-Skandal einen Milliardenverlust eintrug. Gegen 50 Jahre Pleiten, Pech und Pannen – nun ist die Geschichte der 167-jährigen Traditionsbank und ihrer Nieten in Nadelstreifen zu Ende erzählt. Ihr letzter Präsident, Axel Lehmann, ist als Retter angetreten. Nun wurde er zum Totengräber. Selbstkritik? Fehlangezeigt. Auch das hat Tradition. Ein SKandal.

«Die Schweiz sieht ihren Finanzplatz eigentlich immer von aussen bedroht. Namentlich von neidischen Konkurrenten in London und New York. Doch die grössten Risiken sind jeweils ganz nah, in den Teppichetaugen der Banken in Zürich. Sie heissen Arroganz und Dummheit.»

Markus Städli, Wirtschaftsredaktor der «NZZ am Sonntag», 19. März 2023

Nun hat die einstige Komapatientin UBS die CS übernommen und ist erst recht «too big to fail». Alarmierend ist, dass ihr neuer und alter Kapitän Sergio Ermotti schon in seiner ersten Amtszeit den Leitsatz «lieber too big to fail als too small to survive» geprägt hat. Bei allem Respekt für das gesunde Selbstbewusstsein des erfahrenen Managers darf nicht vergessen werden, dass auch «seine» UBS im Jahresbericht der Finanzmarktaufsicht FINMA vom 28. März dieses Jahres in unmissverständlicher Deutlichkeit für deren «grosse Schwächen im Bereich Risikomanagement und Risikokontrolle» im Zusammenhang mit der Pleite des amerikanischen Hedge Funds Archegos gerügt wurde. «Die UBS ging bewusst eine Geschäftsbeziehung mit einem intransparenten Kunden mit zweifelhaftem Ruf und potenziell erhöhter Risikobereitschaft ein», heisst es im Bericht. Darüber hinaus habe sich die Bank «erhebliche Mängel bei Risikomodelle und -methoden» geleistet. Klar, der Verlust der UBS betrug «nur» USD 861 Millionen, während sich derjenige seiner ehemaligen Konkurrentin auf USD 5 Milliarden belief – vergleichbar ist das aber etwa mit einem Cup-Fussballspiel, in dem ein Drittligist einen Fünftligisten ausschaltet. Man darf gespannt sein, wie lange es dauert, bis der Grössenwahn der Bonus-getriebenen Banker im nächsten Desaster endet. Wer weiss, vielleicht schnürt die Schweiz dann erstmals ein Hilfspaket in Billionenhöhe (1 Billion = 1'000 Milliarden).

«Die Zeit der Feuerwehreinsätze ist vorbei.»

Axel Lehmann, Verwaltungsratspräsident der Credit Suisse, im Interview mit der «NZZ», 30. April 2022 (weniger als ein Jahr später ging die Bank im Flammenmeer unter)

Mit dem Untergang der Credit Suisse sind auch Pflichtwandelanleihen der Bank, sogenannte AT1-Anleihen respektive CoCos (Contingent-Convertible Bonds), im Wert von USD 17 Milliarden wertlos geworden. Solche hochverzinslichen Ramsch-Anleihen, die im Krisenfall zur Sanierung herangezogen werden können, lagen auch in den Büchern institutioneller Anleger. So soll Pimco, die Fondstochter des deutschen Versicherungskonzerns Allianz, über USD 800 Millionen mit CS-CoCos verloren haben. Auch die Pensionskasse des Detailhandelsriesen Migros hat es erwischt. Gemäss deren Geschäftsführer Christoph Ryter erlitt die Vorsorgekasse mit CoCo-Bonds aufgrund des CS-Debakels einen dreistelligen Millionenverlust. Dazu gesellen sich gewaltige Verluste auf Aktien der Bank, die praktisch wertlos geworden sind. Wir können es nicht genug betonen, was wir schon seit Jahren und Jahrzehnten propagieren: Hände weg von Hochrisikoanleihen respektive Junk Bonds.

Bei der Qualität und den Risiken von Anleihen bleiben wir eisern. So haben wir in unserer 37-jährigen Firmengeschichte noch keinen einzigen Schuldnerausfall hinnehmen müssen. Wir waren weder beim Konkurs der Swissair an Bord, noch beim Debakel rund um Gazprom oder Russian Railways, deren Inhaber hochverzinslicher Anleihen faktisch einen Totalverlust hinnehmen mussten. Keine Frage, dass wir auch bei den CoCos der Credit Suisse mit keinem einzigen Franken investiert waren. Was bei uns nicht einmal für *risikowillige* und *risikofähige* Kunden infrage kommt, beurteilt der Fondsmanager der Zürcher Kantonalbank, Thomas Kirchmair, anders. In der «Finanz und Wirtschaft» vom 10. Mai dieses Jahres ist zu lesen, dass Kirchmair den *konservativen* (!) Kunden der Staatsbank hochverzinsliche und äusserst spekulative CoCos der Genfer Kantonalbank und der UBS empfiehlt. Dass die Zürcher Kantonalbank ihren

*konservativen* Kunden CoCos empfiehlt, die jüngst im Kontext des CS-Untergangs für unrühmliche Schlagzeilen sorgten, ist schwer verdaulich. Darüber hinaus empfiehlt Kirchmair Anleihen der Helvetia-Versicherung mit *ewiger* Laufzeit (Perpetuals). Das ist sehr mutig, vielleicht aber auch übermütig, denn die *risikoaversen* Kunden der Bank gehen mit ewigen Anleihen sehr hohe Zinsrisiken ein, ohne ihr Kapital zu einem fixen Zeitpunkt zurückzuerhalten.

«Wenn Sie einen Schweizer Bankier aus dem Fenster springen sehen, springen Sie hinterher. Es gibt bestimmt etwas zu verdienen.»

Voltaire, französischer Philosoph (1694–1778)

Lassen Sie uns über Erfreuliches berichten. Die meisten Prognostiker und Analysten gingen Anfang 2023 davon aus, dass die Aktienmärkte insbesondere in der ersten Hälfte des Jahres weiter schwächeln würden. Gründe dafür gab es genug. Eine weltweit stark steigende Inflation, in die Höhe schiessende Zinsen, Rezessionsängste, sinkende Unternehmensgewinne, der Krieg in der Ukraine und Drohgebärden Chinas gegenüber Taiwan gehörten zu den prominentesten Argumenten für eine pessimistische Grundhaltung. Wie so oft kam es anders, und es zeigte sich einmal mehr, was von kurz- bis mittelfristigen Prognosen zu halten ist: nichts! Bei Redaktionsschluss dieser Zeilen per Mitte Juni standen die weltweiten Aktienmärkte deutlich höher als zu Jahresbeginn. Besonders erfreulich ist dabei die Tatsache, dass die Performance-Ergebnisse unserer Kundinnen und Kunden signifikant besser ausfallen als diejenigen der relevanten Indizes und unserer bedeutenden Wettbewerber. Dies, nachdem wir bereits das Jahr 2022 im relativen Quervergleich rekordverdächtig stark abgeschlossen haben. Erstaunlich ist diese erfreuliche Tatsache vor dem Hintergrund, dass im bisherigen Jahresverlauf – ganz im Kontrast zum Vorjahr – Wachstumswerte (Growth-Titel) die von uns bevorzugten Substanzaktien (Value-Titel) meilenweit hinter sich liessen. Obwohl wir

defensiv aufgestellt sind, haben wir somit nicht nur in der Baisse bewiesen, dass unsere Strategie Resistenz zeigt, sondern auch in der eingesetzten Erholungsphase erfolgreich ist. Das freut uns gemeinsam mit unseren Kundinnen und Kunden sehr. Wie kam diese erfreuliche Entwicklung in diesem Jahr zustande? Die Gründe hängen primär damit zusammen, dass wir mit unserer antizyklisch gesteuerten Branchen- und Titelselektion hervorragend positioniert sind und seit vielen Jahren auf das Halten von Bankaktien verzichten.

«Experten prognostizieren nicht, weil sie es wissen, sondern weil sie gefragt werden.»

John Kenneth Galbraith, kanadisch-amerikanischer Ökonom (1908–2006)

Viele private sowie institutionelle Investorinnen und Investoren legen ihr Geld passiv in Indexprodukte an. Das ist zweifellos eine gut vertretbare und oft erfolgversprechende Strategie, denn mit Indexanlagen respektive sogenannten Exchange Traded Funds (ETF) lässt sich der schweizerische oder deutsche Aktienmarkt genauso replizieren wie der Weltaktienmarkt oder spezifische Anleihenmärkte. Darüber hinaus sind ETF gebührenschonend. Durch den Einsatz von Indexprodukten ergibt sich eine breite Diversifikation, und Anlegerinnen und Anleger brauchen sich um die Auswahl der einzelnen Titel nicht zu kümmern. Trotzdem sind wir entschieden der Meinung, dass das passive Investieren in ETF nicht nur aus Rendite-, sondern insbesondere auch aus *Risikoüberlegungen* nicht die optimale Anlagestrategie ist. Virulent wurden die Defizite von Indexprodukten im schwierigen Finanzjahr 2022, wie unser am 19. April in der «Finanz und Wirtschaft» erschienene Leitartikel, der diesem Schreiben anliegt, schonungslos offenlegt. Wer zu Beginn des letzten Jahres in ETF investiert war, besass mit hoher Wahrscheinlichkeit auch russische Anleihen oder Aktien. Institutionelle Anleger wie Banken, Pensionskassen und Versicherer, aber auch Privatinvestoren wurden mit solchen Wert(los)papieren,

darunter die in Schweizer Franken emittierten Anleihen von Gazprom, Russian Railways und VTB Bank, auf dem falschen Fuss erwischt. Daraus entstand weitgehend ein Totalverlust. Zudem wurden viele Osteuropa- und Russland-Fonds geschlossen oder sogar liquidiert. Compenswiss, der Ausgleichsfonds der AHV, der IV und der EO, hat mit russischen Anlagen über CHF 200 Millionen verloren – als ob unser Altersvorsorgewerk nicht schon genügend offene Baustellen hätte, um seine Zukunft zu sichern.

Zwar besitzt das passive respektive indexierte Investieren Eigenschaften, die auch wir sehr zu schätzen wissen. Dazu gehört das langfristige und kostenbewusste Denken. Aktien von Unternehmen mit hervorragender Qualität kaufen und halten wir am liebsten für die Ewigkeit. Allerdings ist das passive Investieren mit inhärenten Klumpenrisiken verbunden und äusserst prozyklisch. Von diesen Risiken wurden indexorientierte Anleger im Jahr 2022 kalt erwischt. So hielten sie einen hohen Anteil überbewerteter Technologieaktien, während sie bei günstig bewerteten Rohstoff- und Energieaktien untervertreten waren. Mit festverzinslichen Anleihen haben passiv-indexierte Anleger geradezu rekordverdächtige Verluste eingefahren, weil in der Tiefzinsphase die Laufzeiten in prozyklischer Weise markant ausgeweitet und vermehrt qualitativ fragwürdige Schuldner in die Indizes aufgenommen wurden. Dies hat zu historischen Verwerfungen geführt. Als krasses Beispiel sei die 100-jährige Österreich-Anleihe erwähnt, die im Jahr 2020 emittiert wurde und zu 0,85 Prozent verzinst wird – was im damaligen Negativzinsumfeld überraschend war. Der Kurs erreichte gegen Ende 2021 einen Spitzenwert von über 137 Prozent. Im Zuge der Zinswende ist er um über 70 (!) Prozent auf einen Wert von 40 Prozent eingebrochen.

«Indexfonds kaufen systematisch zu hoch und verkaufen zu niedrig.»

Rob Arnott, Gründer des amerikanischen Vermögensverwalters Research Affiliates, Newport Beach, «Finanz und Wirtschaft», 3. Juli 2021

Die Genfer Privatbank Pictet gibt mit der Veröffentlichung der Pictet-Indexrenditen einen repräsentativen Überblick über die Ergebnisse von passiv verwalteten Vermögen. Demgemäss haben Vermögen mit einem Aktienanteil von 25 Prozent im Jahr 2022 eine Durchschnittsrendite von rund –14 Prozent erzielt. Während die Durchschnittsrendite bei einem Aktienanteil von 40 Prozent bei rund –15 Prozent liegt, beträgt diese bei einem Aktienanteil von 60 Prozent rund –16 Prozent. Es spielte also im vergangenen Jahr kaum eine Rolle, wie hoch der Aktienanteil der Pensionskassen war – konservative wie risikobereite Anleger wurden mit zweistelligen Verlusten von –14 bis –16 Prozent hart getroffen. Unsere Erfahrung und unsere Ergebnisse für unsere Kundinnen und Kunden zeigen, dass mit einer *aktiven, antizyklischen und Klumpenrisiken vermeidenden Anlagepolitik* ein Grossteil dieser Verluste zu verhindern war.

«Anleger sind prozyklisch. Sie machen das, was in der Vergangenheit gut gewesen wäre. Genau das Gegenteil müssten sie tun, sie sollten konträzyklisch investieren.»

Thorsten Hens, Professor am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich, Interview in der «Finanz und Wirtschaft» vom 28. Januar 2023

Die grösste schweizerische Pensionskasse ist die Publica, die Pensionskasse der Bundesangestellten. Betreut werden darin über 100'000 Aktivversicherte und Rentner. Das Anlageportfolio umfasst über CHF 45 Milliarden. Die Rendite der Publica betrug im Jahr 2022 –9,7 Prozent. Die Publica wird von führenden Pensionskassen-Consultants beraten. Es sind dies die niederländische ORTEC Finance sowie die schweizerischen c-alm und PPCmetrics. Wirft man einen Blick auf die Anlagestruktur der Publica, kommt Irritation auf. Wie kann erklärt werden, dass nur gerade 3 Prozent der Gelder in solide Schweizer Aktien investiert werden, während der Anteil hochrisikanter Schwellenmarktaktien zwischen 7 und 8 Prozent beträgt? Dazu



kommen weitere 7 bis 8 Prozent, die in nicht weniger riskante Anleihen der Schwellenmärkte angelegt sind. Wissenschaftliche Studien belegen, dass die hohen Risiken dieser Märkte nicht adäquat in Form von Renditen entschädigt werden. Erstaunlich ist auch, dass der jeweilige Anteil an Private Equity, illiquiden Infrastrukturanlagen und wenig renditeträchtigen Edelmetallen ähnlich hoch ist wie derjenige in Schweizer Aktien. Fragwürdig ist überdies, warum insgesamt nur rund 25 Prozent des Gesamtvermögens in Aktien, der renditemässig klar attraktivsten Anlageklasse, alloziert sind. Verbunden mit der Hoffnung und Überzeugung, dass es die Schweiz und deren Staatspersonal auch in 100 Jahren noch geben wird, stellt sich die Frage: Macht das für eine Pensionskasse, die einen fast unendlich langen Anlagehorizont hat, auch wirklich Sinn? Wir kommen zu einem kritischen Schluss: Es wäre wohl eher ein Aktienanteil von 40 oder 50 Prozent angezeigt. Im Wissen, dass Renditen und Risiken zu über 90 Prozent von der Anlagestruktur dominiert werden, gibt es bei der Publica Optimierungspotenzial.

Der norwegische Staatsfonds, der ähnlich aufgestellt ist wie eine Pensionskasse und mit Anlagen von über CHF 1'200 Milliarden der weltweit gewichtigste Aktienbesitzer ist, zeigt, wie man es besser macht. Er hält sich an den wissenschaftlich erhärteten Grundsatz, dass Aktien als produktives Realkapital langfristig die mit Abstand attraktivste Anlageklasse repräsentieren. So investieren die Norweger zu rund 70 Prozent in Aktien, zu 25 Prozent in Anleihen und zu 5 Prozent in Immobilien. Der Staatsfonds ist seit Jahrzehnten äusserst erfolgreich und hat bezüglich langfristiger Rendite geradezu Vorzeigecharakter. Nach dem Vorbild des norwegischen Staatsfonds liesse sich nach unserer Überzeugung das Risiko/Rendite-Verhältnis bei vielen schweizerischen Pensionskassen und Versicherungen deutlich steigern. Stattdessen stellt ein Heer von Beratern, Risiko- und Compliance-Managern zwar in nahezu perfekter Weise sicher, dass alles Mögliche und Unmögliche gemessen und kontrolliert wird, aber der Blick auf das Wesentliche droht dabei verloren zu gehen. Spitze Zungen behaupten, Consultants hätten ein Interesse

an Komplexität, um ihre Honorare zu steigern. So wird unter dem Deckmantel der Diversifikation in alle möglichen und unmöglichen Anlagekategorien investiert, die Anlegerinnen und Anleger im Grunde gar nicht brauchen. Um die «spezialisierten» Hedge-Fund-, Private-Equity- oder Emerging-Market-Manager zu evaluieren, bieten die Consultants schliesslich aufwendige und teure «Searches» an – was am Ende zulasten der Performance der Investorinnen und Investoren geht. Unser Ziel ist das Gegenteil: Die Komplexität für unsere geschätzten Kundinnen und Kunden soweit wie möglich zu reduzieren. Unser Ziel ist es, die Netto-Performance zu optimieren. Eine «Wünsch-Dir-was-Politik», wie sie in der Finanzwelt üblich ist, lehnen wir ab. Wir vertreten eine klare Meinung zum Wohle unserer Mandantinnen und Mandanten – auch wenn sie von einigen Bankern und Consultants nicht immer gerne gehört wird.

Die Schwellenmärkte, die ihrerseits prominent in passiv verwalteten Indexmandaten vertreten sind, sind ein gutes Beispiel, um unsere These zu untermauern. Wie Sie wissen, verzichten wir seit langer Zeit auf Anlagen in den sogenannten aufstrebenden Ländern respektive Emerging Markets. Über die multinationalen Unternehmen, die wir in unseren Portfolios führen, decken wir die Schwellenländer bereits optimal ab, denn Konzerne wie Nestlé, Holcim oder Siemens erzielen einen wesentlichen Teil ihrer Umsätze in diesen Märkten. In früheren Kundenbriefen haben wir die politischen und wirtschaftlichen Unzulänglichkeiten in Ländern wie China oder Russland ausführlich thematisiert – die Korruption und die Risiken einer Enteignung in totalitären Ländern sind enorm. Nun ist auch Indien in den Fokus kritischer Finanzanalysten geraten, nachdem im ersten Quartal dieses Jahres das amerikanische Finanzhaus Hindenburg Research einen Bericht veröffentlicht hat, der der indischen Adani-Gruppe vorwirft, den «grössten Betrug der Wirtschaftsgeschichte» begangen zu haben. Gautam Adani gilt als Industrie-Mogul und Aushängeschild der indischen Wirtschaft, der über ein breit verzweigtes Rohstoff- und Industriekonglomerat herrscht. Er ist der grösste Flughafenbetreiber des Landes,

besitzt das grösste Hafen- und Logistikunternehmen sowie den grössten Energiekonzern. Adani soll über Jahrzehnte Aktien manipuliert, Schulden vertuscht sowie Korruption, Geldwäsche und Steuerhinterziehung im grossen Stil begangen haben. Nach Veröffentlichung des Berichts von Hindenburg Research – die Firma ist benannt nach dem deutschen Luftschiff, das 1937 über New Jersey in Flammen aufging und 36 Passagieren das Leben kostete – sind die Aktien der Adani-Gruppe an der Börse regelrecht kollabiert. Auch wenn sich der Kurs zwischenzeitlich wieder erholt hat: Für uns ist diese Geschichte eine weitere Bestärkung darin, auf riskante Anlagen – sei es in Form von Direktanlagen oder margenträchtigen Fonds – in Emerging Markets zu verzichten.

«Wer viel Geld hat, kann spekulieren; wer wenig Geld hat, darf nicht spekulieren; wer kein Geld hat, muss spekulieren.»

André Kostolany, ungarisch-amerikanischer Börsianer und Spekulant (1906–1999)

Selbstverständlich bleiben wir von den Auswirkungen gewisser Risiken auf unsere westlich geprägten Unternehmen, die einen signifikanten Umsatzanteil in den Emerging Markets erzielen, nicht verschont. Ausgeprägt zeigt sich dies am deutschen Chemieunternehmen BASF, das unter den westlichen Sanktionen gegen Russland besonders zu leiden hat. Deren Tochtergesellschaft Wintershall Dea, an der BASF 70 Prozent hält, besitzt Beteiligungen an Gasfeldern in Westsibirien. Darüber hinaus besteht über die beiden Pipelines Nord Stream 1 und 2, die russisches Erdgas durch die Ostsee geführt haben respektive führen sollten, eine Verflechtung mit Gazprom. Während die Lieferungen über Nord Stream 1 im September 2022 eingestellt wurden, konnte Nord Stream 2 schon gar nicht in Betrieb genommen werden. Für BASF entstand daraus ein Abschreiber von EUR 7,3 Milliarden, der naturgemäss den Aktienkurs stark belastete. Im Unterschied zu russischen Direktanlagen

wie beispielsweise Gazprom hat sich der Aktienkurs von BASF jedoch von seinem per Ende September 2022 erreichten Tiefstand wieder kräftig erholt. BASF gehört in ihrer Branche zu den weltweiten Marktführern und ist breit abgestützt.

Viele Experten kaufen Aktien respektive Fonds von Schwellenländern, weil deren Bewertung viel günstiger ist als diejenige der etablierten Märkte. Tatsächlich liegt das Kurs/Gewinn-Verhältnis vieler Emerging Markets weit unter 10, während es in den Vereinigten Staaten von Amerika, in Deutschland oder der Schweiz zwischen 15 und über 20 liegt. So war am 22. Mai in der Online-Zeitung «The Market», deren Lektüre wir sehr zu schätzen wissen, zu lesen, dass Schwellenmärkte aufgrund ihrer günstigen Bewertung für die nächsten 10 Jahre besonders hohe jährliche Realrenditen erwarten lassen würden («The Market» beruft sich auf eine Studie von Research Affiliates). Wer beispielsweise in brasilianische Aktien investiert, könne eine jährliche Rendite von 19,3 Prozent (!) erwarten. Während Schwellenmärkte insgesamt eine jährliche Rendite von 8,2 Prozent abwerfen würden, seien für die Industrieländer gerade einmal 3,3 Prozent zu erwarten. Die Prognoserechnungen sind natürlich Nonsens. Die scheinbare Attraktivität der «billigen» Schwellenmärkte ist bei Lichte betrachtet eine Fata Morgana, denn die *notorisch* tiefe Bewertung ist eine logische Folge der viel höheren Inflation und damit des viel höheren Zinsniveaus in diesen Ländern. Als Konsequenz daraus werten sich langfristig Währungen wie der brasilianische Real, der philippinische Peso, die türkische Lira oder der russische Rubel massiv ab, so dass währungsbereinigt unter dem Strich nur ein Bruchteil dessen übrig bleibt, was die scheinbar tiefe Bewertung erwarten liesse. Mit anderen Worten: Schwellenmärkte *müssen* systematisch günstiger bewertet sein als die etablierten Märkte, um die langfristige Abwertung der Währung zu antizipieren. Und oft reicht selbst dies nicht aus: Russische Aktien wurden vor dem Krieg gegen die Ukraine mit einem Kurs/Gewinn-Verhältnis von 4 bewertet und waren so gesehen spottbillig. Das schützte sie nicht vor einem Totalabsturz.

Mit multinationalen Unternehmen, die in den aufstrebenden Märkten stark präsent sind, aber ihren Sitz in einem demokratisch geprägten Land haben, fühlen wir uns wesentlich wohler als mit Direktanlagen oder Fonds in den Schwellenmärkten. Unsere Haltung bestätigt sich nicht nur unter Risiko-, sondern auch unter Performance-Gesichtspunkten. Während die Performance der Schwellenmärkte (MSCI Emerging Markets) von 2010 bis 2022 in der Referenzwährung Schweizer Franken bei jährlich 1,3 Prozent liegt, beträgt sie für die entwickelten Länder (MSCI Developed Markets) 7,5 Prozent. Der Unterschied ist monumental. Untersuchungen der britischen Wissenschaftler Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton, die die Periode von 1900 bis in die Gegenwart analysiert haben, zeigen überdies, dass auch die sehr langfristige Performance von Schwellenmarktaktien klar hinter derjenigen der entwickelten Länder liegt. Nichtsdestotrotz predigen viele Consultants ihren Kunden, mit margenträchtigen Anlagen in Schwellenmärkten könne man überproportional von deren hohen Wachstumsraten profitieren – bei Lichte betrachtet ein Märchen.

«Es gibt unendlich viele Wege, auf denen Menschen zum Erfolg kommen können, aber das Scheitern folgt häufig ähnlichen Mustern. Deshalb können wir mehr aus den Geschichten jener lernen, die gescheitert sind, als von den Erfolgreichen.»

Warren Buffett, Investorenlegende aus Omaha, Nebraska

Ab und zu werden wir gefragt, wofür «Hotz» denn eigentlich steht: Sind wir ein aktiver oder ein passiver Vermögensverwalter? Tatsächlich ist es unter Banken, Vermögensverwaltern und Consultants üblich, die Anlagewelt ziemlich sakrosankt in «aktiv» und «passiv» zu unterteilen. Entweder wird zum Beispiel mittels Hedge Funds wie wild nach Überrendite gejagt, oder man investiert in langweilige Indexprodukte. Mit dieser

sturen Unterteilung können wir nichts anfangen, denn es ist uns wichtig zu betonen, wie zentral es für uns ist, die Vorzüge der aktiven und der passiven Anlagewelt in der «Hotz-Philosophie» zu vereinen. Somit sind wir weder entschieden gegen passives Anlegen, noch sind wir dafür. Und genauso sind wir weder entschieden gegen aktives Anlegen, noch sind wir dafür. Unser Ziel ist es, aktiv zu entscheiden, was wir langfristig (also ziemlich passiv) halten wollen. Wir sind konsequent aktiv, wenn es darum geht, sowohl bei Anleihen als auch bei Aktien Qualität von Ramsch zu trennen – und notabene all dieser Ramsch befindet sich auch in den passiven Indizes. Ebenso wollen wir Klumpenrisiken aus Risikoüberlegungen aktiv vermeiden – diese geht ein, wer in Indizes investiert. So repräsentieren alleine die drei Titel Nestlé, Novartis und Roche über 50 Prozent des schweizerischen Aktienmarktes SMI. Wir halten alle drei dieser qualitativ erstklassigen Titel – aber niemals mit diesem Gewicht. Aktiv handeln wir auch im Umgang mit den Laufzeiten unserer festverzinslichen Anleihen. So haben wir, entgegen den passiven Indizes, unsere Risiken in Form der Duration in Zeiten von Negativzinsen antizyklisch sehr kurz gehalten. Das hat uns nach erfolgter Zinswende vor grossen Kursverlusten mit Anleihen bewahrt – ganz im Gegensatz zu passiven Anlegern, die gewaltige Verluste erlitten. Aktiv sind und handeln wir auch, wenn es bei Markttrübschlägen und Verwerfungen antizyklische Chancen zu packen gilt, um uns gegen potenzielle Übertreibungen und Exzesse an den Märkten zu stemmen. Allerdings sind wir niemals, beispielsweise getrieben von äusserst unsicheren Prognosen, aktivistisch. Wir bezeichnen unsere Anlagephilosophie deshalb gerne als *semiaktiv*. Weil wir kein Interesse an unnötigen Umschichtungen haben, gilt bei uns der Grundsatz: So wenig wie möglich, aber so viel wie nötig. Und vor allem wollen wir aktiv entscheiden, was wir wollen und nicht wollen.

«Fragen Sie nie einen Frisör, ob Sie einen Haarschnitt brauchen.»

Warren Buffett, Investorenlegende aus Omaha, Nebraska



Hie und da werden wir auch gefragt, was wir vom legendären Warren Buffett halten würden, und ob er denn unser Vorbild in seiner Anlagepolitik sei. Um es auf den Punkt zu bringen: Wir haben grössten Respekt vor der unternehmerischen Leistung von Warren Buffett und seinem bald 100-jährigen Partner Charlie Munger, aber sie sind nicht unsere anlagepolitischen Vorbilder. Was uns sicherlich verbindet, ist die hohe Affinität für erstklassige Aktien von Unternehmen mit einem überzeugenden und langfristig erfolgreichen Geschäftsmodell. Wie Buffett sind auch wir wertorientiert und grundsätzlich konservativ. Auch teilen wir mit dem Altmeister eine tiefe Skepsis für alle Arten von Alternativen Anlagen wie Hedge Funds, Private Equity, Strukturierte Produkte und Kryptowährungen. Allerdings unterscheiden wir uns geradezu fundamental in der Frage, wie ein Aktienportfolio zusammengesetzt sein soll. Während uns eine breite, international ausgewogene Diversifikation mit, je nach Depotgrösse, 30 bis 70 Aktien von grösster Wichtigkeit ist, geht Warren Buffett enorme Wetten ein. Das zeigt ein Blick auf seine aktuelle Portfoliostruktur. So bestehen rund 40 Prozent seines gesamten Berkshire-Hathaway-Portfolios aus einer einzigen Aktie, derjenigen von Apple. Bei aller Sympathie für dieses tolle Unternehmen, das auch wir in unserem Titeluniversum führen: Ein solch gewaltiges Klumpenrisiko würden wir niemals eingehen. Eine breite Diversifikation und Risikostreuung der Anlagen ist uns heilig, denn auch die besten Unternehmen der Welt sind nicht gefeit vor nicht voraussehbaren Risiken und Rückschlägen. Neben Apple machen bei Warren Buffett alleine die sechs Titel Bank of America (11,2 Prozent), Chevron (9,8 Prozent), Coca-Cola (8,5 Prozent), American Express (7,5 Prozent), Kraft Heinz (4,4 Prozent) und Occidental Petroleum (4,1 Prozent) den überwiegenden Teil des «Restportfolios» aus. Zudem investiert Buffett fast ausschliesslich in amerikanische Unternehmen. Auch wenn es sich bei seinen Anlagen um multinationale Konzerne handelt, distanzieren wir uns vor dieser Einseitigkeit. Zudem nehmen wir im Kontrast zur Politik von Warren Buffett auch keine Kredite auf, um mittels Leverage die verwalteten Vermögen unserer Kundinnen und Kunden zu hebeln.

«Ich halte es für unsinnig, dass heutzutage an den Universitäten gelehrt wird, dass eine breite Diversifikation bei Aktienanlagen absolut obligatorisch ist. Das ist verrückt.»

Charlie Munger, 99-jähriger Geschäftspartner von Warren Buffett, an der Jahrestagung 2023 von Berkshire Hathaway in Omaha, Nebraska

Die Vergangenheit lehrt uns, wie eine Konzentration von Titelrisiken in Kombination mit Leverage im Extremfall enden kann. Martin Ebner, der Schweizer Starbanker der 1990er-Jahre, musste zur Jahrtausendwende leidvoll erfahren, was es heisst, mangelhaft diversifiziert zu sein und zu hohe Kredite zu haben. Nach seinem finanziellen Absturz im Zuge des Platzens der Dotcom-Blase und der 9/11-Krise musste er von Weggefährten (gemäss informierter Quellen soll es sich dabei insbesondere um den Unternehmer und Alt-Bundesrat Christoph Blocher gehandelt haben) gestützt werden, um wieder auf die Beine zu kommen. Nein, geschätzte Kundinnen und Kunden, wir lieben zwar die witzigen Sprüche des legendären Warren Buffett und seines Compagnons Charlie Munger. Aber anlagetechnische Vorbilder sind sie für uns nicht. Wir leben mit grosser Überzeugung die Philosophie «Hotz», die im Bereich der Aktien auf eine breite Diversifikation von weltweit führenden Unternehmen und eine tendenzielle Gleichgewichtung der Titel setzt. Eine ausgewogene Risikostreuung ist uns von fundamentaler Bedeutung.

Ashish Lodh, Ana Harris und Foties Kassianidis vom führenden Indexanbieter MSCI haben die Aktien des MSCI Europe nach Performancetreibern aufgesplittet und dabei eine wichtige Erkenntnis gewonnen: «In den letzten 20 Jahren erklärten Länder durchschnittlich 15% der Performance, die Sektoren jedoch 51%». Wie Sie wissen, steuern wir unsere Aktienallokation primär nach Sektoren respektive Branchen und erst sekundär nach Ländern. Dies auch deshalb, weil eine Einteilung multinationaler Unternehmen nach Ländern immer schwieriger wird. Einige haben ihren

Sitz im Land A, machen aber am meisten Umsatz in Land B, während ihre Aktien in Land C kotiert sind – sollen diese Unternehmen im Wertschriftenverzeichnis unter Land A, B oder C aufgeführt werden? Die Entscheidung fällt in einigen Fällen sehr schwer. Unsere seit vielen Jahren gelebte Praxis der Aktiensteuerung nach Branchen wird durch die Studie von MSCI untermauert. Wissenschaftlich bestätigt wird auch unsere gelebte Praxis, Aktien nicht nach Marktkapitalisierung, sondern tendenziell gleich zu gewichten. Alexander Swade, Sandra Nolte, Mark Shackleton und Harald Lohre von der Lancaster University haben im November 2022 einen interessanten Beitrag im renommierten «Journal of Portfolio Management» veröffentlicht. Für den amerikanischen Aktienmarkt und die Zeitperiode von Juli 1963 bis Dezember 2021 fanden die Forscher heraus, dass Aktienportfolios, die gleichgewichtet werden, um jährlich 2,2 bis 3,5 Prozent (die Spanne ist abhängig vom gewählten Aktienuniversum respektive Index) höher rentierten als kapitalisierungsgewichtete Portfolios. Als ein wesentlicher Grund wird das Vermeiden von prozyklischen Klumpenrisiken genannt.

«Investiere nur in eine Aktie, deren Geschäft Du auch verstehst.»

Warren Buffett, Investorenlegende aus Omaha, Nebraska

Wie im Buch des Schreibenden «Über die Gier, die Angst und den Herdentrieb der Anleger» erläutert, legen wir grossen Wert darauf, die richtigen Akzente in unserer Anlagepolitik zu setzen. Wir sind Anhänger von Realwerten, insbesondere von qualitativ erstklassigen Aktien. Bestätigt wird diese Überzeugung durch das Buch «Aktien für die Ewigkeit» von Professor Jeremy J. Siegel, der an der Wharton School der University of Pennsylvania lehrt. Im Oktober letzten Jahres ist dessen 6. Auflage erschienen, die wir als Lektüre wärmstens empfehlen. Siegel errechnet die Renditen der wichtigsten Anlageklassen für eine Zeitperiode, die über 200 Jahre umfasst. So haben US-Aktien trotz vieler Kriege und

Verwerfungen, die in dieser langen Frist stattgefunden haben, seit 1802 im Durchschnitt eine teuerungsbereinigte *Realrendite* von jährlich rund 7 Prozent abgeworfen – weit mehr als jede andere Anlageklasse. Bei Anleihen beträgt die Realrendite jährlich 3,6 Prozent und bei Gold bescheidene 0,6 Prozent. Neben Aktien befürworten wir einen signifikanten Anteil an Immobilienanlagen, wobei Privatinvestoren in der Schweiz und Deutschland nicht selten «überimmobilisiert» sind und Wohnungen, Häuser oder eine Ferienwohnung besitzen, so dass sich im Wertschriftenportfolio kein zusätzliches «Betongold» aufdrängt. Cash und erstklassige Anleihen, die für die nächsten Jahre als Lebensgrundlage zu dienen haben, runden die Portfolios unserer Kundinnen und Kunden ab.

«Wenn Sie zehn Jahre Zeit haben, investieren Sie zu 100% in Aktien, und fertig.»

Thorsten Hens, Professor am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich, «Finanz und Wirtschaft», 28. Januar 2023

Mit unserer gebührenschonenden und transparenten Politik stemmen wir uns mit Überzeugung gegen den Trend der Branche, zunehmend in alle möglichen und unmöglichen Anlagealternativen zu investieren: in intransparente, illiquide, hochmarginige und mit viel Fremdkapital gehebelte Hedge Funds und Private Equity, in hochriskante Schwellenmarktanlagen und Junk Bonds, in oft undurchsichtige Infrastrukturprojekte und in Kryptowährungen. Das Hauptargument der Protagonisten dieser Anlageklassen ist im Grunde immer dasselbe: Man zielt auf eine breite Diversifikation der Anlagen. Wie Sie wissen, sind wir grosse Anhänger einer breiten und ausgewogenen Diversifikation, weil es die sichere Prognose nicht gibt. Eine breite Streuung der Aktien und Anleihen ist deshalb aus Risikoüberlegungen absolute Pflicht. In alle möglichen und unmöglichen Anlagekategorien zu diversifizieren, für deren Produkte die Anbieter jährliche Gebühren von 1, 2, 3 oder gar über 6 Prozent abzwacken, liegt aber definitiv nicht in unserem Interesse, und schon gar nicht im Interesse unserer

geschätzten Kundinnen und Kunden. Bei einem Grossteil der mit Hochdruck vermarkteten Alternativen Anlagen werden nämlich nur die Anbieter reich, während die Anleger abgezockt werden. Exemplarisch zeigt sich dies an einem aktuellen Beispiel, das in der Finanzindustrie für Schlagzeilen sorgte. Der 87-jährige US-Amerikaner Carl Icahn hat als Aktionärsaktivist und Hedge-Fund-Manager im Laufe der vergangenen Jahrzehnte Welt-ruf erlangt und ein Milliardenvermögen aufgebaut. Seit fast 10 Jahren spekuliert er nun aber auf sinkende Aktienmärkte und hat seit 2014 für seine Investoren und für sich selbst ein Vermögen von USD 9 Milliarden in den Sand gesetzt. Er hätte schlicht vergessen, sich an seine eigenen Prinzipien zu halten, lautete seine lapidare Erklärung für seinen Niedergang. Tja, wir bleiben bei unseren Prinzipien. Spekulieren ist nicht unser Ding, wir sehen uns als Investoren.

«Im Bereich Private Equity wird es vermutlich noch mehr Verluste geben, die wie aus dem Nichts auftauchen.»

Megan Greene, Global Chief Economist des amerikanischen Forschungsinstituts Kroll, New York, Sonderbund «The Market» in der «NZZ», 17. März 2023

Als Anhänger von Aktien haben wir im Grunde ein grosses Herz für Private Equity. Es handelt sich hierbei um produktives Realkapital, das im Sinne des Unternehmertums langfristig überragende Renditen verspricht. Viele Anbieter dieser Branche prahlen denn auch mit jährlichen Renditen von 10 bis 30 Prozent, was zunehmend institutionelle, aber auch private Anleger in diese Anlageklasse lockt. In jüngster Zeit hat nun aber von wissenschaftlicher Seite die Kritik an diesen Traumrenditeversprechen massiv zugenommen. Ludovic Phalippou ist Professor of Financial Economics an der renommierten University of Oxford und forscht seit vielen Jahren auf dem Gebiet der Private-Equity-Renditen. In einem zynischen LinkedIn-Kommentar vom 28. Februar 2023 äusserte er sich zur Branche und ihrem amerikanischen Private-Equity-Marktführer KKR: «Gratulation an KKR, die in ihrem gestrigen Bericht eine IRR-Bruttorendite

(Internal Rate of Return) von jährlich 25,6 Prozent für alle ihre Private-Equity- und Immobilien-Funds seit ihrem Auflagdatum rapportierten. Das ist dieselbe Rendite, wie sie KKR bereits letztes Jahr, vorletztes Jahr und so weiter verkündete. Auch die Renditen für diejenigen Fonds, die vor 1996 aufgelegt wurden, werden mit 26,1 Prozent ausgewiesen. Somit sind es jetzt mindestens 20 Jahre, für die KKR jährliche Renditen von rund 26 Prozent rapportiert. Die anderen Private-Equity-Firmen machen dasselbe.»

Der Wissenschaftler mokiert sich darüber, dass KKR über zwei Jahrzehnte lang für jedes einzelne Jahr praktisch dieselbe Rendite rapportiert – was angesichts von diversen Krisen, die diese Zeit überschatteten, völlig unrealistisch und unmöglich erscheint. In einem Tweet vom 21. März 2023 legt Phalippou nach. So schreibt er, dass Beratungsunternehmen wie McKinsey die IRR-Renditen als wahre Renditen betrachten würden, obwohl jedermann wisse, dass sie Bullshit seien. So würde niemand in der Branche die immer wieder kolportierten 25 oder 30 Prozent Rendite erzielen. «Das Gehen über Wasser ist realistischer», schreibt der Forscher. «Aber Consultants nehmen diese Zahlen, lieben sie und sagen: Lieber Kunde, investiere nicht in Private Equity, indem Du ganz auf Dich alleine gestellt bist. Schau Dir die Unterschiede der Renditen an, die die Branche erzielt, denn die Selektion der Manager ist wichtig. Du brauchst jemanden mit Erfahrung wie mich und frage nicht, wieviel ich Dir belaste, denn es ist irrelevant. Ich denke, schau mal: 30 Prozent!» Ludovic Phalippou ist knüppelhart in seinem Urteil über Private Equity und sagt offen, dass die von der Branche kolportierten Renditen nichts anderes als Bullshit seien – das deckt sich mit unseren Erfahrungen.

«Im Geschäft mit Private Equity mangelt es nicht an Betrug. So sind die Renditeberechnungen absolut unehrlich.»

Warren Buffett, Investorenlegende aus Omaha, Nebraska

Warren Buffett teilt die Ansicht von Professor Phalipou und wies an einer Investorenkonferenz im Januar 2023 darauf hin, dass es absurd sei, wie Private-Equity-Firmen Renditen berechnen würden. Während bei der Berechnung ihrer Fees auch die Kundengelder *eingerechnet* würden, die gar noch nicht abgerufen wurden, würden exakt diese Gelder bei der Renditeberechnung *rausgerechnet*, um die Performance zu frisieren. In der Tat: Private-Equity-Firmen jonglieren wie wild mit Zahlen und beschönigen ihre Performanceergebnisse. Wer wissen möchte, wie Private Equity über einen langen Zeitraum tatsächlich rentiert hat, wirft am besten einen Blick auf kotierte Private-Equity-Gesellschaften, deren Performance über die Börse transparent nachvollziehbar ist. Für einen Private-Equity-Basket, der unter anderem die börsennotierten Princess Private Equity (Partners Group), Private Equity Holding (Alpha Associates) und Castle Private Equity (Fürstenbank LGT) enthält, haben wir die Performance für die Periode vom 1.1.2000 bis 30.4.2023 errechnet. Die Ergebnisse sind ernüchternd, beträgt doch die jährliche Rendite der Private-Equity-Gefässe miserable  $-0,7$  Prozent (minus!). Das ist weit schlechter als die Rendite von kotierten Schweizer Aktien, die in derselben Periode jährlich  $4,8$  Prozent Rendite abgeworfen haben.

«Private Equity ist nicht so gut, wie es aussieht. Wenn ich ein Pensionskassenverwalter wäre, wäre ich sehr vorsichtig gegenüber dem, was mir offeriert wird.»

Warren Buffett, Investorenlegende aus Omaha, Nebraska

Wer den Zinseszinsseffekt kapiert hat, weiss, was dieser Unterschied bedeutet. Aus CHF 1'000, die Anfang 2000 in einen Basket von Private-Equity-Beteiligungsgesellschaften investiert wurden, resultierte bis Ende April 2023 ein Betrag von CHF 849 – mit kotierten Schweizer Aktien erreichte das Investment einen Endbetrag von CHF 2'986. Was für ein Unterschied! Die transparent

nachvollziehbaren Resultate von Private Equity liegen Galaxien von den Renditen entfernt, die die Branche in ihren genialen Marketingbroschüren und Slideshows anpreist. Interessant ist auch, dass beispielsweise im schwierigen Jahr 2022 der von Princess Private Equity ermittelte Nettoinventarwert lediglich um  $1,6$  Prozent an Wert verlor, während ihre an der Börse kotierte Aktie um satte  $42$  Prozent absackte. Diese eklatante Diskrepanz zwischen der vom Anbieter völlig legal kolportierten, buchhalterisch berechneten Rendite und der effektiven Marktrendite ist kein Einzelfall – auch bei anderen Branchenvertretern wie der Private Equity Holding lässt sich dasselbe «Phänomen» nachweisen. Der Markt gibt damit ein klares Zeichen, was er von internen Renditeberechnungen (IRR) der Private-Equity-Häuser hält: nichts. Trotzdem investiert zum Beispiel die Pensionskasse der Stadt Zürich leidenschaftlich in Private Equity und andere intransparente Anlagen wie Hedge Funds.

«Der Markt ist der einzige demokratische Richter, den es überhaupt in der modernen Welt gibt.»

Ludwig Erhard, deutscher Wirtschaftsminister und Bundeskanzler (1897–1977)

Mikkel Svenstrup, Chief Investment Officer der grössten dänisch-staatlichen Pensionskasse ATP, verglich im Herbst letzten Jahres an der IPEM Private Equity Conference in Cannes das Anlagesegment Private Equity gar mit einem Schneeballsystem. Damit steht er nicht alleine da. Auch Vincent Mortier, Chief Investment Officer des grössten europäischen Vermögensverwalters Amundi Asset Management, erkennt Eigenschaften eines Schneeballsystems («Amundi warns that part of private equity markets resemble Ponzi schemes», «Financial Times» vom 1. Juni 2022). So verweisen beide Kritiker darauf, dass Buyout-Firmen sich ihre Beteiligungen zunehmend gegenseitig verkaufen würden, um ihr Business aufzupolieren. In seinen eigenen Private-Equity-Funds stellte Svenstrup nämlich fest, dass im Jahr 2021 mehr als  $80$  Prozent der

Portfolioverkäufe entweder an eine andere Buyout-Firma gingen oder es sich um sogenannte «continuation fund deals» handelte. Bei diesen veräussert eine Private-Equity-Firma eine Unternehmensbeteiligung von einem Fonds an einen zweiten, wobei die entsprechende Private-Equity-Firma beide Fonds beherrscht. Mikkel Svenstrup weiss, wovon er spricht, denn er hat mit ATP und ihren rund 150 Buyout Funds einen umfassenden Überblick über das Business. Gemäss Svenstrup sei es auch üblich, dass die IRR-Renditen im Geschäft mit Private Equity massiv manipuliert würden. Untermauert wird dieser Vorwurf durch einen Bericht der «Financial Times». Aus ihm geht hervor, dass durch gezielte Transaktionen die Performance Fees nach oben getrieben würden. Das sind harte Vorwürfe, die ins Mark der Branche zielen.

Dass es im Segment von Private Equity, wie von Warren Buffett festgestellt, nicht an Betrug mangelt, zeigt das Beispiel Theranos. Die Amerikanerin Elizabeth Holmes war Gründerin und Chefin dieses berühmten Biotech-Startups, das in der Spitze eine Bewertung von gegen USD 10 Milliarden erreichte. Ihre geniale Geschäftsidee basierte darauf, den Patienten mit einem Pils in den Finger und einem Tropfen Blut schnell und kostengünstig auf alle möglichen Krankheiten hin analysieren zu lassen. Elizabeth Holmes gelang es, eine Elite von potenten Investoren um sich zu scharen, zu denen zum Beispiel der Medienmogul Rupert Murdoch und der Gründer von Oracle, Larry Ellison, gehören. Der frühere amerikanische Aussenminister Henry Kissinger sass im Verwaltungsrat von Theranos. Dumm nur: Es stellte sich heraus, dass das ganze Geschäftsmodell auf Betrug basierte. Elizabeth Holmes wurde jüngst zu einer 11-jährigen Gefängnisstrafe verurteilt.

### «Fake it till you make it.»

Jia Tolentino, amerikanische Autorin und Journalistin, in einem Essay über Betrügereien

Aufgrund unserer Erfahrung, die bald vier Jahrzehnte umfasst, kommen wir bezüglich der Performance von Private Equity zu folgendem Schluss: Im Durchschnitt dürfte ihre

jährliche Rendite *vor Kosten* um rund 1 bis 2 Prozentpunkte über derjenigen von kotierten Aktien liegen. Da die alles umfassenden Kosten von Private Equity aber gemäss dem Beratungsunternehmen PPCmetrics auf rund 6 Prozentpunkte veranschlagt werden, liegt die jährliche Performance *nach Kosten* um rund 3 bis 4 Prozent unterhalb jener von kotierten Aktien, bei denen die Gesamtkosten in der Regel 1 Prozent nicht übersteigen. Aus diesen Gründen lassen wir von Private Equity, aber auch von allen anderen Formen Alternativer Anlagen, konsequent die Finger.

### «Private-Equity-Anlagen sind wie eine Fata Morgana.»

Dan Rasmussen, Verdad Advisors, Boston, «NZZ», 20. November 2019

Die Finger lassen wir weiterhin auch von Bankaktien, nachdem wir uns schon vor Jahren von ihnen verabschiedet haben. Wir haben das nie bereut. Das zeigt ein Blick auf die historischen Renditen dieser Branche. So hat der Index europäischer Bankaktien (Stoxx Europe 600 Banks) in den fünf Jahren von 2018 bis 2022 eine *kumulierte* EUR-Rendite von -6,1 Prozent (minus!) abgeworfen, während der Gesamtmarkt (ex Banken) eine kumulierte Rendite von 33,9 Prozent erreichte. Über die Langfristperiode von 15 Jahren (2008 bis 2022) sieht es noch schlechter aus. Bankaktien brachten es auf eine kumulierte Rendite von -40,6 Prozent (minus!), während der Gesamtmarkt (ex Banken) eine Rendite von kumuliert 131,1 Prozent erreichte. Mit Bankaktien schmilzt das Geld der Anlegerinnen und Anleger offenbar wie Schnee an der Sonne. Verzocken lässt sich das Geld aber auch, indem die falschen Finanzbücher gelesen werden. Marc Friedrich gilt in Deutschland in weiten Kreisen als Bestsellerautor und Starreferent. In der «Weltwoche» Nr. 50/2022 wurde er gefragt, was Anleger mit 10'000 Franken denn am besten tun sollten. Friedrich rät den Anlegerinnen und Anlegern, je einen Drittel in Gold, Silber und Bitcoin anzulegen. Nicht nur der Rat dieses «Experten» ist der nackte Wahnsinn, sondern ebenso die Tatsache, dass dieser Mist auch noch veröffentlicht wird.



«Fernsehen bildet. Immer, wenn der Fernseher an ist, gehe ich in ein anderes Zimmer und lese.»

Groucho Marx, amerikanischer Komiker und Schauspieler (1890–1977)

Für die weitere Entwicklung an den Kapitalmärkten wird spannend sein zu verfolgen, wie sich die führenden Notenbanken der Welt im kommenden Halbjahr verhalten werden. Die durch die Decke geschossenen Inflationsraten in den Vereinigten Staaten von Amerika sowie Europa sind zwar auf dem Rückzug, aber verharren nach wie vor auf hohem Niveau. Die Notenbanken befinden sich im Spannungsfeld zwischen Inflationsbekämpfung und Rezessionsgefahr. Das erste Szenario spricht für höhere, das zweite für tiefere Leitzinsen. Dazu gesellt sich der anhaltende Krieg in der Ukraine und eine fragile Bankenbranche, die in Teilen von den markant gestiegenen Zinsen auf dem falschen Fuss erwischt wurde. Das amerikanische Fed hat am 3. Mai den Leitzins zum zehnten Mal innerhalb von 14 Monaten auf 5,25 Prozent erhöht. In der Tendenz ist davon auszugehen, dass die Notenbank einen Marschhalt einlegen wird und spätestens im kommenden Jahr Zinssenkungen ins Auge fassen könnte, um die Konjunktur, die Bankindustrie und das Staatsbudget zu entlasten, auch wenn das Inflationsziel von 2 Prozent noch nicht erreicht sein sollte. Die Europäische Zentralbank und auch die Schweizerische Nationalbank werden mit zeitlicher Verzögerung ähnlich reagieren. Es gibt somit Anzeichen, dass der Peak der Inflations- und Zinsentwicklung bald hinter uns liegt, doch das Ziel der Notenbanker ist noch längst nicht erreicht.

«Ich glaube nicht, dass irgendjemand weiss, ob wir eine Rezession haben werden.»

Jerome Powell, Chef der amerikanischen Notenbank Fed

Vielerorts ist zu lesen und hören, die Attraktivität von festverzinslichen Anleihen im Vergleich zu Aktien hätte nach dem markanten Zinsanstieg zugenommen. Dies ist ein Trugschluss. Zwar ist die Verzinsung von Anleihen sowohl in Amerika, in Europa und auch in der Schweiz massiv angestiegen. So hat sich die jährliche Rendite von 10-jährigen schweizerischen Bundesanleihen, die im August 2019 mit –1,2 Prozent ihren Tiefpunkt erreichte, in den vergangenen Monaten auf über 1 Prozent erhöht. Doch aufgepasst: Die um 2 bis 2,5 Prozent höhere Rendite geht einher mit einer *noch stärker erhöhten Teuerung*. So lag die Inflation in der Schweiz bis und mit Pandemie lange im Bereich von –1 Prozent, während sie zwischenzeitlich die Marke von 3 Prozent erreicht hat. Unter inflationsadjustierter Betrachtung hat somit die Attraktivität von Anleihen nicht zu-, sondern sogar abgenommen. Zu diesem Schluss kommt erst recht, wer berücksichtigt, dass die durch die Zinswende ausgelöste Börsenkorrektur auch das Bewertungsniveau der Aktienmärkte attraktiver werden liess.

«Die Geschichte lehrt uns, dass die Aktienmärkte oft schon vor einer Rezession zu steigen beginnen, weil sie die Möglichkeit eines wirtschaftlichen Abschwungs bereits eingepreist haben.»

Katie Koch, ehemalige Anlagechefin für Aktien bei Goldman Sachs Asset Management, New York, «NZZ», 25. Juni 2022

Da der Zinsendienst in den USA und in Europa seit der Zinswende regelrecht explodiert ist, wird die Schicksalsgemeinschaft aus Staaten und Notenbanken ein Interesse haben, die Zinsen unterhalb der Teuerung einzupendeln, was nichts anderes als eine Fortführung der finanziellen Repression bedeutet. Wer längerfristig Geld auf dem Konto hat oder in Anleihen steckt, wird auf realer respektive teuerungsbereinigter Basis sukzessive ausgeblutet. Investorinnen und Investoren, die ihr Geld langfristig auf realer Basis erhalten oder

noch lieber vermehren wollen, sind dazu «verdammte», Risiken einzugehen. Sie kommen nicht darum herum, einen gewichtigen Teil ihres Vermögens in langfristig attraktive Aktien oder auch in Immobilien anzulegen – wobei im Falle der Immobilien aus verschiedenen «Hot Spots» Warnsignale einer Preisblase zu hören sind. Anzeichen einer Abkühlung sind erkennbar. Gemäss dem Beratungsunternehmen Fahrländer Partner sind die Marktpreise von schweizerischen Mehrfamilienhäusern alleine im ersten Quartal dieses Jahres gegenüber dem Vorjahr um über 12 Prozent gefallen. Immobilienexperten von Wüst Partner schätzen den Marktwert aller Mehrfamilienhäuser in der Schweiz auf rund CHF 2'400 Milliarden. Daraus ergibt sich, dass sich alleine in diesem Segment etwa CHF 290 Milliarden in Luft aufgelöst haben – mit den entsprechenden Folgen für Pensionskassen und Versicherungen, die in der Tiefzinsphase kräftig in «Betongold» investiert haben. Offenbar geht der Zinsanstieg auch an den Preisen von Immobilien nicht spurlos vorbei. Für den europäischen Raum warnt die Europäische Zentralbank gar vor einer «ungeordneten Korrektur» der Immobilienpreise. Im Vergleich zu Aktien erfolgt die Preiskorrektur in diesem Segment erfahrungsgemäss mit Verzögerung, weil der Markt viel weniger liquide ist. Neben Aktien und Immobilien brauchen viele Anlegerinnen und Anleger trotz allem auch Festverzinsliche. Qualitativ herausragende Anleihen sind und bleiben nämlich die beste und sicherste Anlage, um für den Lebensunterhalt oder für kurz- bis mittelfristig geplante Investitionen zu dienen.

### «Der Immobilienmarkt kippt»

Artikel über fallende Immobilienpreise, Jürg Zulliger, «NZZ am Sonntag», 21. Mai 2023

Die letzten Monate waren an den Kapitalmärkten herausfordernd. In diesem holprigen Umfeld hat sich unsere vorsichtige Anlagepolitik in besonderem Masse bewährt. Dies wird nicht zuletzt durch unsere überraschenden Performance-Ergebnisse bestätigt, die in den vergangenen 18 Monaten weit über den Markt- und Konkurrenzverhältnissen liegen. Es wird Sie deshalb

nicht wundern, wenn wir Ihnen in diesem Schreiben erneut bekräftigen, an unserer qualitätsorientierten und wertkonservativen Politik, unserem Fokus auf erstklassige Substanz- und Dividendenpapiere sowie an sicheren Anleihen festzuhalten.

«Es gibt keine einzige Studie weltweit, die eine dauerhafte Leistungssteigerung durch Bonussysteme nachgewiesen hätte. Lediglich bei hochrepetitiven Arbeiten (Säckeschleppen) lassen sich kurzfristig leistungssteigernde Effekte nachweisen.»

Reinhard K. Sprenger, Philosoph und Unternehmensberater, «NZZ», 27. März 2023

In eigener Sache noch dies: Über 200 Kundenportfolios, die wir betreuen dürfen, liegen bei der Credit Suisse. Die Wochen und Monate vor dem bedauerlichen Untergang dieser Traditionsbank waren auch für uns eine Herausforderung. Wohlwissend, dass die in Aktien und Anleihen angelegten Vermögen unserer Kundinnen und Kunden als Sondervermögen geschützt sind und damit nie im Risiko standen und stehen, fielen die auf den Konten liegenden Gelder, die den staatlich geschützten Betrag von CHF 100'000 übersteigen, bei einer Insolvenz der Bank in die Konkursmasse. Da im Monat März jeweils Hochsaison der Dividendenzahlungen herrscht und somit signifikant Liquidität zufließt, war unser Portfoliomanagement in den Tagen und Wochen vor dem Untergang der Bank täglich und teilweise sogar stündlich damit beschäftigt, den Saldo der CS-Kundenkonten im Auge zu behalten, um ihn möglichst unter der geschützten Grenze von CHF 100'000 zu halten. Mit dieser rigorosen Liquiditätskontrolle waren unsere Kundinnen und Kunden mit Depotbank Credit Suisse stets auf der sicheren Seite. Die am 19. März vom Bundesrat per Notrecht verordnete Übernahme der Credit Suisse durch ihre Rivalin UBS war mit unserer Brille als Vermögensverwalter sodann eine Erleichterung. Betrachten wir die

Lösung jedoch mit der Brille eines Bürgers und Steuerzahlers, als die wir für das Versagen der Banker potenziell geradestehen müssen, ist unsere Stimmung definitiv eine andere. Die erneute Rettung einer Grossbank durch den Staat ist ordnungspolitisch eine Schande für die Schweiz.

Obwohl sich der Untergang der Credit Suisse nach unserer Beurteilung bereits gegen Ende 2022 abzuzeichnen begann, stellte für uns der Transfer aller Kundenportfolios zu anderen Depotbanken keine Alternative dar. Im Gegenteil: Wir hätten möglicherweise sogar ein Chaos riskiert, da einerseits die Credit Suisse mit der Abwicklung so vieler Wertschriftenportfolios vollkommen überfordert gewesen wäre (in den entsprechenden Abteilungen wurde zeitweise nicht einmal mehr das Telefon bedient), und andererseits auch die neuen Depotbanken nicht in der Lage gewesen wären, die Neueröffnungen innerhalb nützlicher Frist zu erfassen – es sind nämlich geradezu administrative Bürokratiemonster von Dokumentenstössen, die abgearbeitet werden müssen, um in der heutigen Zeit eine Kundenbeziehung zu eröffnen.

«Bankraub ist eine Initiative von Dilettanten. Wahre Profis gründen eine Bank.»

Bertold Brecht, deutscher Dramatiker und Lyriker (1898–1956)

Wie wir Ihnen in einem früheren Kundenschreiben bereits anvisiert haben, verpflichten uns das neue schweizerische Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) sowie das Finanzinstitutsgesetz (FINIG), der Regulierungsbehörde FINMA unterstellt zu sein – ähnlich wie die Banken. Dies primär deshalb, weil wir neben umfangreichen privaten auch grosse Vermögen von Pensionskassen verwalten dürfen. Nach intensiver, teilweise ausufernder und bürokratischer Aufarbeitung unzähliger Reglemente und Paragraphen haben wir planmässig in diesem Frühjahr die Bewilligung der FINMA erhalten. Freuen wir uns darüber? Ja. Sind wir stolz auf diese Lizenz? Nein. Uns und unseren Kundinnen und Kunden bringt die Regulierung

durch die schweizerische Aufsichtsbehörde nichts – abgesehen von einem Monsteraufwand für Risikoauflösungen, Risikochecks, Gesprächsaufzeichnungen und Reglements- sowie Überarbeitungen. Ein Blick auf die Verfehlungen, Gerichtsfälle und Bussenzahlungen im Zusammenhang mit Geldwäscherei oder betrügerischen Manipulationen in der Welt der Banken, die seit Jahr und Tag von der FINMA reguliert werden, genügt um festzustellen, dass eine noch so strikte Regulierung herzlich wenig bewirkt. So haben in den Jahren 2010 bis 2022 alleine die CS knapp CHF 17 Milliarden und die UBS gut CHF 12 Milliarden für Rechtsfälle aufgewendet. Und die Finanzmarktaufsicht FINMA hat jüngst bekanntgegeben, dass im Zusammenhang mit einem ehemaligen Gouverneur der Zentralbank Libanons ein Geldwäschereiverdacht gegen 12 (!) Schweizer Banken bestehe – die von der Schweizerischen Bankiervereinigung schon vor vielen Jahren ausgerufene Weissgeldstrategie sieht anders aus. Wir können es nicht genug betonen: Anstand und Moral lassen sich nicht staatlich verordnen respektive regulieren. Sie sind eine Frage des Charakters.

«Die Leitwährung des demokratischen Systems ist Vertrauen.»

Dominik Meier, Gründer und geschäftsführender Partner von Miller & Meier Consulting und Vorsitzender der Deutschen Gesellschaft für Politikberatung, «NZZ», 8. Februar 2019

Transparenz und Ehrlichkeit sind auch bezüglich des gelebten Geschäftsmodells und im Umgang mit den gegenüber Kundinnen und Kunden vereinnahmten Gebühren gefordert. Wie uns Experten bestätigen, ist es auf dem schweizerischen Finanzplatz nach wie vor Usanz, Retrozessionen respektive Kick-Backs auf Börsentransaktionen, Depotgebühren und Anlageprodukten aller Art zu kassieren. Das ist nicht nur unanständig, sondern gelinde gesagt eine Sauerei. Unsere gelebte *Unabhängigkeit* ist Garant für, dass wir konsequent die Interessen unserer Kundinnen und Kunden wahrnehmen und einzig und alleine von deren Honorar leben. Leider interessieren solche und ähnliche Fragen und Überlegungen den Regulator genauso wenig wie die Frage, ob die Bank oder

der Vermögensverwalter eine anständige und ehrenhafte Klientel betreut oder eher eine «schräge». Hauptsache, die Formalitäten stimmen, Listen wurden abgearbeitet und die Kreuzchen am richtigen Ort gemacht. Die Aufsichtsbehörde FINMA ist im Zusammenhang mit dem Untergang der Credit Suisse erheblich unter Beschuss geraten. Es ist zu hoffen, dass die Behörde in Zukunft weniger, aber die richtigen Fragen stellt.

«Wenn ich selber als Anleger einen Vermögensverwalter suchen würde, und ich dürfte ihm bei der Evaluation nur eine einzige Frage stellen, dann wäre es diese: Gibt es neben dem direkten Honorar, das ich Ihnen bezahle, noch andere Gelder, die Sie im Kontext meines Mandates vereinnahmen – beispielsweise Retrozessionen auf Börsentransaktionen und Depotgebühren, Retrozessionen auf fremde Produkte, Finder-Fees oder indirekte Gebühren auf eigenen Fonds und strukturierten Produkten? Wenn die Bank oder der Vermögensverwalter diese Frage nicht klar mit einem Nein beantworten kann, deutet dies darauf hin, dass das Institut nicht unabhängig ist und dass Interessenkonflikte bestehen, die dem Kunden schaden. Leider müssen wohl gegen 99 Prozent der Finanzmarktakteure diese Frage mit Ja beantworten. Selbst wenn sie keine Retrozessionen kassieren, verdienen sie in der Regel zumindest bei eigenen Produkten.»

Pirmin Hotz, «So schützen sich Sparer und Geldanleger vor hohen Bankgebühren», «NZZ», 21. Februar 2023

Liebe Kundinnen und Kunden, wir freuen uns auf die weitere, fruchtbare und vertrauensvolle Zusammenarbeit. 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



## Wetterfrösche sind bessere Propheten

Pirmin Hotz

**Der Jahreswechsel ist die Zeit der Börsenprognosen für die nächsten zwölf Monate. Im Unterschied zur Wettervorhersage tendiert deren Aussagewert allerdings gegen null.**

Die Qualität der Wetterprognosen hat in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten enorme Fortschritte gemacht. Während vor 50 Jahren eine Vorhersage über drei oder mehr Tage kaum möglich war, sind heute selbst Prognosen über die Frist von einer Woche mit recht hoher Treffsicherheit verbunden. Möglich wurde dies dank Satellitendaten und professionellen Computersimulationen.

Wie steht es mit der Prognosesicherheit von Börsenprofis? Ein Rückblick auf das Jahr 2022 gibt Aufschluss. Burkhard Varnholt, Chief Investment Officer von Credit Suisse, liess sich in der Januar-Ausgabe der Zeitschrift «Schweizer Personalvorsorge» wie folgt zitieren: «Wir erwarten von globalen Aktien im kommenden Jahr eine solide, einstellige Jahresperformance.» Den SMI-Jahresendstand prognostizierte der erfahrene Experte auf erstaunlich präzise 13'245. Wie viele Analysten ging Varnholt davon aus, dass die Zinsen noch lange niedrig bleiben und die amerikanische Notenbank (Fed) ihre Leitzinsen erst im vierten Quartal 2022 erhöhen würde.

Auch Daniel Kalt, Chefökonom sowie CIO Schweiz der UBS, und Anastassios Frangulidis, Leiter Multi Asset der Privatbank Pictet, waren bullish für das vergangene Jahr. Während Kalt einen SMI-Jahresendstand von 13 700 voraussagte, sah der Pictet-Experte den SMI gar auf 14'000 steigen. Christian Gattiker, Head of Research der Privatbank Julius Bär, zeigte sich geradezu euphorisch, als er in «Finanz und Wirtschaft» vom 5. Juni 2021 verkündete: «Rekorde sind ein Ausdruck dafür, dass der Bann gebrochen ist. Das deutet auf einen mehrjährigen Aufwärtstrend hin.»

### Experten haben gefloppt

Wie wir heute wissen, war die Wirklichkeit jedoch eine ganz andere: Weltweit in die Höhe schiessende Inflationsraten haben die Notenbanken gezwungen, von ihrer langjährigen Null- und Negativzinspolitik abzu-

kehren. Entflammte Teuerung, steigende Zinsen, Krieg in der Ukraine, Energiekrise, Lieferkettenprobleme und Rezessionstendenzen haben die globalen Finanzmärkte im vergangenen Jahr erheblich belastet. Statt auf 13'245 oder 14'000 stand der Swiss Market Index am Jahresende auf 10'729. Die Prognosen der Experten entpuppten sich als Flop.

Die Schweizer «Prognosegläubigen» brauchen sich aber nicht zu schämen. Auch die Wallstreet-Ikonen von Goldman Sachs erwarteten für 2022 eine Performance von 10% respektive einen S&P-500-Indexendstand von 5100 – und lagen damit meilenweit neben den 3840, die schliesslich Realität wurden.

«Börsenprognosen auf Jahresfrist sind reines Glücksspiel.»

Auch die Entwicklung am Obligationenmarkt, die mit Verlusten von 10 bis 25% den grössten Crash seit Jahrzehnten brachte, hat wohl kaum jemand vorausgesehen. Haben die Experten einen schlechten Job gemacht? Nein, denn erstens gab es Ende 2021 keine offensichtlichen Indizien, die dafür sprachen, dass die Zinsen derart steigen und die Börsen einbrechen würden. Nachdem die über 15 Jahre anhaltende Geldflutung der Notenbanken keine spürbare Inflation ausgelöst hatte, glaubte kaum mehr jemand daran, dass das Gespenst der Teuerung mit voller Wucht zurückkehren würde.

Analytiker argumentierten vielmehr, dass die Lehrbücher, die wir einst an der Universität über Geldmenge und Inflation gelesen hatten, heute in ein Brockenhaus gehören würden. Sie irrten sich, wie wir nunmehr wissen.

Zweitens ist wissenschaftlich längst erwiesen, dass Börsen auf Sicht eines Jahres schlicht nicht prognostizierbar sind. Die nobelpreisgekrönten Ökonomen Eugene Fama und Harry Markowitz haben in ihren Arbeiten eindrücklich aufgezeigt, dass sich neue und relevante Informationen extrem schnell in den Börsenkursen niederschlagen und so faktisch wertlos



## FINANZ und WIRTSCHAFT

werden, was in der hohen Effizienz der Märkte begründet ist. Mit dem Aufkommen elektronischer Handelssysteme und des Internets sowie dank verschärfter Meldepflichten für kotierte Unternehmen hat sich die Markteffizienz weiter erhöht. Die Geschwindigkeit der Informationsverarbeitung ist derart hoch, dass kurzfristige Prognosen höchstens noch etwas taugen, wenn Hochleistungscomputer Transaktionen binnen Sekundenbruchteilen abwickeln.

Tausende von Analysten und Finanzexperten beschäftigen sich weltweit und rund um die Uhr mit Einschätzungen zu Aktien von Unternehmen, zur Zins- und Währungsentwicklung und zum Goldpreis. Aufgrund von Angebot und Nachfrage ergeben sich Gleichgewichtspreise respektive Marktkurse, welche die unterschiedlichen Meinungen und Einschätzungen aller Marktteilnehmer reflektieren.

### Der «Random Walk»

Wer glaubt, er könne für den Aktienmarkt eine Jahresprognose machen, die systematisch etwas taugt, nimmt für sich in Anspruch, es besser zu wissen als der «Markt» – und dieser entspricht immerhin dem geballten und komprimierten Wissen aller Marktteilnehmer. Börsenprognosen auf Jahresfrist sind reines Glücksspiel. Mit derartigen Voraussagen ist es wie im Casino: Es ist purer Zufall, ob die Kugel auf Schwarz oder Rot fällt. Im Unterschied zum Glücksspiel, bei dem die Spieler auf Dauer verlieren und das Casino gewinnt, ist es aber wichtig zu wissen, dass Aktien langfristig steigen und eine im Jahresdurchschnitt äusserst erfreuliche Rendite abwerfen. So lag die jährliche Performance des schweizerischen Aktienmarktes seit 1926 gemäss Pictet bei rund 8%. Damit sind Aktien in der langen Frist die überragende Anlagekategorie.

Ob jedoch in einem einzelnen Jahr die Rendite bei -12, +10 oder +26% liegt, ist reiner Zufall. Die Wissenschaft spricht in diesem Zusammenhang von einem sogenannten «Random Walk». Kein Zufall ist hingegen, dass sich unter der Vielzahl von Analysten und Propheten zweifellos auch einige finden, die die negative Marktentwicklung im vergangenen Jahr vorausgesehen hatten – wenn auch rein zufällig.

### Guru-Status durch Crash-Prognosen

Wenn es überhaupt eine «vernünftige» Jahresprognose für Aktien gibt, dann entspricht diese dem langfristigen Durchschnitt von rund 8%. Allerdings käme wohl Langeweile auf, wenn alle Experten in ihrem jährlichen Ausblick stets dieselbe Rendite prognostizieren würden. Wer es als Börsenprophet zu etwas bringen will, ist deshalb gehalten, spektakuläre Prognosen abzugeben, die deutlich vom Konsens abweichen. So wiederholen notorische Crash-Propheten ihre düsteren Szenarien nicht selten über so lange Zeit, bis sie irgendwann eintreten. Es mag zynisch klingen, aber genau so werden Gurus geboren.

Der Börsenerfolg von Investoren hängt nicht von kurz- und mittelfristigen Prognosen ab, die nichts taugen. Viel wichtiger ist die Umsetzung einer qualitativ hochwertigen, langfristigen und antizyklisch ausgerichteten Anlagestrategie. Wenn sich die Mehrheit der Analysten über die Richtung ihrer Prognosen nämlich einig ist, sollten Anleger eher das Gegenteil tun.

Am 25. August 2021 liess Burkhard Varnholt die Leser von «Finanz und Wirtschaft» wissen: «Man muss davon ausgehen, es nicht besser als der Markt zu wissen. Das ist schon einmal ein guter Startpunkt denn die Märkte sind vor allem sehr effizient.» Wie recht der Experte hat. Auch wenn es Analysten, Börsenlegenden und Gurus nicht gerne hören: Im Gegensatz zu den täglichen Wetterprognosen des SRF-Meteo-Chefs Thomas Bucheli taugen die Vorhersagen von Börsenexperten kaum etwas. Trotzdem versuchen sie ihr Glück immer wieder.

---

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



## Eigenverantwortung statt Zwangssolidarität

Serge Koch

**Die eigenverantwortliche Vorsorge im privaten wie auch im beruflichen Kontext wird mit zunehmender Umverteilung immer wichtiger. Leider wird diesem Thema allgemein viel zu wenig Beachtung geschenkt.**

### Zweite Säule als Fallbeispiel

Das ursprüngliche Prinzip der zweiten Säule ist im Grundsatz einfach: jeder Versicherte spart während seines Erwerbslebens für seinen eigenen Ruhestand. Das angesparte Vorsorgeguthaben wird zum Zeitpunkt der Pensionierung entweder in Form einer Einmalzahlung (Kapitalbezug) oder einer Rente, deren Höhe anhand des Umwandlungssatzes<sup>1</sup> berechnet wird, ausbezahlt. Der Rentenanspruch der Versicherten besteht dabei lebenslanglich und kann nicht reduziert werden.

Was gut klingt führt in der Realität zu unabdingbaren Missständen!

«Eine gesunde Wirtschaft ist die unentbehrliche Voraussetzung für eine leistungsfähige Sozialpolitik. Die beste Sozialpolitik ist daher eine vernünftige, mit der Wirklichkeit rechnende Wirtschaftspolitik»

Walther Stampfli, freisinniger Altbundesrat und Urvater des Schweizer Vorsorgesystems, 1944<sup>2</sup>

### Zwangssolidarität

Die durchschnittliche Lebenserwartung hat sich seit der Einführung des BVG im Jahr 1985 markant erhöht. Während das angesparte Pensions-«Kässeli» damals

für 15 Jahre (Männer) bzw. 19 Jahre (Frauen) reichen musste, sind es heute 20 bzw. 23 Jahre!<sup>3</sup> Aufgrund der laufend zunehmenden Lebenserwartung der Schweizer Bevölkerung und der sich stetig verändernden Ausgangslage an den Märkten sollte man annehmen, dass sich die Parameter der beruflichen Vorsorge, analog der Grundhaltung von Walther Stampfli, Schritt für Schritt an die Realität adaptiert hätten. Tatsächlich ist jedoch das Gegenteil der Fall. Trotz Finanzierungsproblemen sind die Parameter seit der Entstehung der 2. Säule so gut wie unverändert geblieben.

Tatsache ist, dass durch den zu hohen, gesetzlich festgelegten(!) Mindestumwandlungssatz von den Rentenbezüglern mehr Kapital beansprucht wird als während deren Erwerbstätigkeit angespart wurde. Ein einfaches Rechenbeispiel: Frau Maria Muster wurde 2021 pensioniert. Bei einem Altersguthaben von 100'000 Franken und einem Umwandlungssatz von 6,8 Prozent erhält sie eine jährliche Pensionskassenrente von 6'800 Franken. Stellt man eine jährliche Verzinsung von 1 Prozent zu Grunde und eine Lebenserwartung (gemäss BfS) von 23 Jahren, verbraucht Frau Muster bis zu Ihrem Ableben rund CHF 142'000 und somit CHF 42'000 mehr als ursprünglich angespart. Dies führt zwangsläufig zu einer «gesetzlich vorgeschriebenen» Unterdeckung, welche die aktiven Versicherten in Form von entgangenen Erträgen und schlussendlich durch tiefere Pensionsleistungen zu tragen haben.

Jährlich werden dadurch Milliarden umverteilt! Die OBERAUFSICHTSKOMMISSION BERUFLICHE VORSORGE OAK BV schätzt die Umverteilungssumme von den aktiven Versicherten zu den Rentenbezüglern im Zeitraum von 2014 bis 2021 auf insgesamt 45,3 Milliarden Schweizer Franken. Durchschnittlich entspricht dies seit 2014 5,7 Milliarden Franken respektive 0,7% des Vorsorge-

<sup>1</sup> Der gesetzliche BVG-Mindestumwandlungssatz beträgt 6,8% im Alter 65 für Männer und 64 für Frauen.

<sup>2</sup> Sommer, Jürg H. (1978): Das Ringen um soziale Sicherheit in der Schweiz, Diessenhofen: Rügger.

<sup>3</sup> Bundesamt für Statistik, Lebenserwartung 1981-2021, 26. September 2022.



kapitals pro Jahr, wobei überdurchschnittlich starke Börsenjahre wie 2019 und 2021 diese Zahlen erheblich stützen und das stark negativ endende 2022 noch unberücksichtigt ist!<sup>4</sup>

### Was tun?

Politisch mehrheitsfähige Ansätze zur Lösung dieser Thematik sind schwer zu finden. Die Frage steht somit im Raum, ob man sich in irgendeiner Form von diesem System der Zwangssolidarität und der faktischen Pflicht zur Nachfinanzierung von laufenden Renten und Pensionierungsverlusten befreien kann. Die Antwort lautet: ja.

In der privaten Vorsorge ist es richtig und wichtig, sich frühzeitig eigenverantwortlich zu organisieren. Aber auch in der beruflichen Vorsorge lassen sich Möglichkeiten finden.

### Eigenverantwortliches Sparen im Überobligatorium

Ab einem AHV-pflichtigen Einkommen von 132'300 Schweizer Franken gibt es für Arbeitgeber die Möglichkeit, sich und seine Angestellten dem permanenten Zwang zur Umverteilung zu entziehen. Dies mittels einer 1e-Vorsorgelösung, welche den Lohnanteil über der erwähnten Limite versichert. Die Vorteile einer solchen Lösung sind eklatant: Die Vorsorgegelder können eigenverantwortlich angespart werden und die Versicherten geniessen ausserdem die freie Wahl der Anlagestrategie, zugeschnitten auf Ihre individuelle Ausgangslage (Anlagehorizont, Risikobereitschaft). Der Anlageerfolg wird vollumfänglich den Versicherten gutgeschrieben – ohne Querfinanzierung oder Umverteilung! Im Schnitt führt dies zu einer weitaus höheren Renditeerwartung und dadurch, mitunter durch den Zinseszins-Effekt, zu einer markant besseren Altersvorsorge für die Versicherten.

### Selbstbestimmung bei Freizügigkeitsgeldern

Eine andere Möglichkeit sich vom Umverteilungszwang zu lösen, ergibt sich in der Bewirtschaftung von Freizügigkeitsgeldern<sup>5</sup>. Diese Gelder (in der Schweiz rund 50 Milliarden Franken) liegen meist brach auf einem tief verzinsten Freizügigkeitskonto und erwirtschaften kaum Rendite. Auch hier birgt der Anschluss an eine Vorsorgestiftung enorme Vorteile für die Versicherten. Unter anderem sind diese eine freie Wahl der Anlagestrategie und die vollumfängliche Gutschrift des Anlageerfolgs. Ausserdem können die Wertschriften beim Bezug der Altersleistungen einfach ins Privatvermögen übertragen werden.

---

**SERGE KOCH**, Kundenberater bei Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG in Baar

---

<sup>4</sup> Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK BV, Bericht zur finanziellen Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2021, 17. Mai 2022, S.42.

<sup>5</sup> sei dies durch den Eintritt in die Selbständigkeit, bei einem Stellenwechsel, im Falle einer Scheidung oder bei einer Frühpensionierung.



## Die eklatanten Differenzen zwischen Time und Money Weighted Returns Das Renditewunder

Pirmin Hotz

**Die zeitgewichtete Performancemessmethode gilt als Standard in der Finanzbranche. Am Beispiel eines prominenten Tech-Fonds aus den USA zeigt sich, dass diese Messmethode aus Investorensicht ein stark verzerrtes Bild abgeben kann.**

Aus Sicht einer Fondsmanagerin oder eines Fondsmanagers gibt es gute Gründe, den Time Weighted Return (TWR) als relevanten Massstab für die Beurteilung ihrer Anlageleistung heranzuziehen. Im Gegensatz zum Money Weighted Return (MWR), bei dem grosse Kapitalzu- und Abflüsse erheblichen Einfluss auf die Performanceberechnung haben und die Jahresrenditen nach Höhe des investierten Kapitals gewichtet werden, spielen Kapitalflüsse und die Höhe der verwalteten Volumen bei der zeitgewichteten TWR-Methode keine Rolle.

In der Finanzbranche hat sich der TWR nicht zuletzt deshalb als Standard etabliert, weil davon ausgegangen wird, dass Fondsmanager oder Vermögensverwalter kaum Einfluss auf die Zu- und Abflüsse der Investoren und die Höhe der verwalteten Vermögen haben. Aus Sicht der Geldmanager mag diese Sichtweise stimmen. Aus Investorensicht muss hingegen ein grosses Fragezeichen gesetzt werden, ob der TWR tatsächlich immer die relevante Berechnungsmethode ist, wie das nachfolgende Beispiel zeigt.

### Phänomenale Rendite bis 2020

Die Amerikanerin Cathie Wood ist Gründerin der Investmentgesellschaft ARK Invest. Sie geniesst in der Branche den Ruf eines Superstars. In ihrem Flagship-Fonds ARK Innovation ETF setzt sie seit Jahren auf Unternehmen der Technologie-, Internet-, Fintech- und Biotechbranche. Zu den grössten Positionen des Fonds gehören die Aktien von Tesla, Coinbase, Teladoc Health, Roku, Shopify, Spotify und Zoom Video Communications.

In der Zeit von Anfang November 2014, als der Fonds aufgelegt wurde, bis Ende 2020 erzielte der Fonds von Cathie Wood eine jährliche TWR-Durchschnittsperformance von überragenden 36 %, während

der Vergleichsindex Nasdaq «nur» 19,3% und der S&P 500 12,9% abwarfen (siehe Tabelle). Geradezu phänomenal war die Rendite in den Jahren 2017 mit 87,3% und 2020 mit 152,8%.

### Auf den Hype folgt der Absturz

Im Verlauf des Jahres 2021 platzte die Technologieblase und der Stern von Cathie Wood begann zu verglühen. In den Jahren 2021 und 2022 war die Performance des Fonds mit –23,4 und –67% miserabel. Von seinem ehemaligen Höchstwert im Frühjahr 2021 hat er satte 80% verloren.

Es stellt sich die Frage: Wie gut war ihre Performance seit Auflage des Fonds im Jahr 2014 bis zum Ende des Jahres 2022? Gemäss TWR-Berechnung ergibt sich eine jährliche Durchschnittsrendite von 6,6%. Auch wenn sowohl der Technologieindex Nasdaq mit jährlich 11,6% als auch der marktweite S&P 500 mit 10,3% deutlich höher liegen, liesse sich argumentieren, dass die durchschnittliche Performance des Fonds mit 6,6 % seit seiner Auflage immer noch klar positiv und damit gar nicht so schlecht sei.

«Die TWR-Rendite reflektiert im Falle grosser Kapitalflüsse ein stark verzerrtes Bild der Anlageleistung der Geldmanager und führt zu Fehlallokationen der Investorinnen und Investoren.»

Bei Lichte betrachtet ist das Gegenteil der Fall. Die positive TWR-Rendite von jährlich 6,6% haben nämlich nur gerade diejenigen Investorinnen und Investoren erzielt, die in der Frühphase des Fonds in den Jahren 2014 bis 2016 eingestiegen sind. Per Ende 2016 betrug das Fondsvolumen jedoch noch bescheidene 12 Mio. Dollar und stieg dann bis Ende 2019 auf knapp 1,9 Mrd. Dollar. Danach explodierte das Volumen des



## ARK Innovation ETF im Performancevergleich

Datum	AuM in Mrd. USD	Nettoneugeld in Mrd. USD	S&P 500 Total Return (USD)	Nasdaq Total Return (USD)	ARK Total Return (USD)
31.10.2014	0.004	0.004			
31.12.2014	0.005	0.005	2,4%	2,5%	-1,1%
31.12.2015	0.008	0.003	1,4%	7,0%	3,8%
31.12.2016	0.012	0.004	12,0%	8,9%	-2,0%
31.12.2017	0.380	0.329	21,8%	29,6%	87,3%
31.12.2018	1.093	0.859	-4,4%	-2,8%	3,5%
31.12.2019	1.862	0.356	31,5%	36,7%	35,1%
31.12.2020	17.759	9.560	18,4%	44,9%	152,8%
31.12.2021	16.080	4.586	28,7%	22,2%	-23,4%
31.12.2022	6.000	1.289	-18,1%	-32,5%	-67,0%
TWR 31.10.2014–31.12.2020			12,9% p.a.	19,3% p.a.	36,0% p.a.
TWR 31.10.2014–31.12.2022			10,3% p.a.	11,6% p.a.	6,6% p.a.
MWR 31.10.2014–31.12.2022					-36,8% p.a.

ARK-Fonds förmlich und erreichte Ende 2020 rund 17,8 Mrd. Dollar, wobei alleine in diesem Jahr ein gewaltiger Nettoneugeldzufluss von knapp 9,6 Mrd. Dollar zu verzeichnen war.

Es lässt sich somit schliessen, dass nur ein winziger Anteil von weniger als einem Promille aller Investoren rechtzeitig investiert war, bevor in den Jahren 2017 und 2020 bezüglich Performance «die Post abging». Nach weiterem Kapitalzufluss im Frühjahr 2021 erreichte der Fonds am 10. Februar 2021 seinen historischen Höchststand, bevor der dramatische Wertzerfall begann. Die überwiegende Mehrheit der Anleger ist somit erst eingestiegen, als der Hype hoch bewerteter Technologiewerte längst ausgelöst war. Sie konnten von den herausragenden Renditen der Jahre 2017 und 2020 kaum profitieren und rauschten mit ihrem Geld ungebremst in die Tiefe – nun allerdings mit dem tausendfachen Einsatz im Vergleich zur Aufwärtsphase.

### Irreführender TWR

Was sind die Lehren für die Anleger? Die positive TWR-Rendite von 6.6 % ist bei einem Fonds, der wie der ARK Innovation ETF über die Jahre substanzielle Kapitalflüsse zu verzeichnen hat, irreführend. Mittels TWR-Methode erhält die Super-Performance des Jahrs 2017, in das der Fonds mit einem bescheidenen Volumen von 12 Mio. Dollar startete, dasselbe Gewicht wie das desaströse 2022, in dem Investoren mit über 16 Mrd. Dollar investiert waren und horrenden Verluste erlitten.

Wesentlich aussagekräftiger ist im vorliegenden Fall der MWR respektive die geldgewichtete Methode, die die Renditen der einzelnen Jahre nach Höhe des investierten Kapitals gewichtet. Dies ist auch deshalb schlüssig, weil die beeindruckende Anlageleistung bis ins Jahr 2020 enormen Einfluss auf das Wachstum des Fonds hatte. Weil die Renditen der Jahre 2021 und 2022, als das Fondsvolumen seinen Höhepunkt erreichte, mit -23,4 respektive -67% katastrophal ausfielen, errechnet sich eine geldgewichtete MWR-Rendite von jährlich -36,8%. Was für ein monumentaler Unterschied zur TWR-Rendite von 6,6%!

### Vom Megatrend zum Megaflop

Fakt ist, dass fast alle Anleger des ARK Innovation ETF substanziell Geld verloren haben – ganz im Kontrast zur irreführenden TWR-Rendite. Das zeigt sich nicht zuletzt auch daran, dass seit Auflage des Fonds netto insgesamt 17 Mrd. Dollar einbezahlt wurden, per Ende 2022 aber nur gerade 6 Milliarden im Fonds verblieben sind. Sattete 11 Mrd. Dollar sind verdampft. Der Megatrend-Fonds von Cathie Wood entpuppt sich somit bei näherer Betrachtung für die überwältigende Mehrheit der Investoren als Megaflop.

Das Beispiel des ARK Innovation ETF zeigt exemplarisch auf, wie gefährlich es sein kann, bei der Auswahl von Finanzprodukten einseitig auf die TWR-Rendite abzustützen. Sie reflektiert im Falle grosser Kapitalflüsse ein stark verzerrtes Bild der Anlageleistung der



Geldmanager und führt zu Fehlallokationen der Investorinnen und Investoren.

In der Finanzbranche ist es üblich, laufend neue Modeprodukte im Markt zu platzieren. Die erfolgreichen werden Anlegern mit viel Marketinggetöse schmackhaft gemacht, um gleichzeitig floppende Fonds möglichst geräuschlos zu schliessen respektive einzustampfen.

Wie das Beispiel des Flagship-Fonds von Cathie Wood zeigt, verpassen Investorinnen und Investoren in prozyklischer Manier regelmässig die guten Jahre eines Modeprodukts, steigen im Hype ein und stürzen mit der Masse ab. Bei Fonds, in denen grosse Kapitalflüsse registriert werden, ist deshalb die MWR-Rendite die korrekte Messgrösse, um das Wohlbefinden oder die Malaise der Investorinnen und Investoren adäquat zum Ausdruck zu bringen.

#### **TAKE AWAYS**

Der Time Weighted Return (TWR) als Renditemass gilt als Standard in der Branche.

Bei Modeprodukten steigt die Mehrheit der Investorinnen und Investoren in prozyklischer Weise erst dann ein, wenn der Hype erreicht ist.

Am Beispiel des ARK Innovation ETF wird klar, dass die meisten Anlegerinnen und Anleger trotz positiver TWR-Fondsrendite viel Geld verloren haben.

Bei grösseren Kapitalflüssen ist der TWR aus Investorensicht irreführend und der Money Weighted Return (MWR) vorzuziehen.



**Pirmin Hotz**  
Gründer und Inhaber,  
Dr. Pirmin Hotz  
Vermögensverwaltungen AG  
mit Sitz in Baar



## Eigenkapitalrendite: Ziel der Credit Suisse ist ein Unding

Pirmin Hotz

### Der Verwaltungsratspräsident der Credit Suisse, Axel Lehmann, verkündete ein Eigenkapitalrenditeziel von 10 Prozent. Es ist ein Irrweg.

Ein Journalist der «NZZ am Sonntag» stellte in der Ausgabe vom 30. Mai 2022 dem Präsidenten der Credit Suisse, Axel Lehmann, die Frage, wie er denn nach seinem Amtsantritt die krisengeschüttelte Bank auf die Erfolgsspur zu führen gedenke. Dieser antwortete: «Wir haben einen klaren Plan, den wir bekannt gegeben haben. So wollen wir bis 2024 mindestens 10 Prozent Eigenkapitalrendite haben.»

Die Aussage des Bankchefs irritiert: Was soll die Bekanntgabe eines Eigenkapitalrenditeziels von 10 Prozent, wenn die Bank dauerhaft Milliardensummen verbrennt und viel zu wenig Eigenmittel hat? Eigenkapitalrenditeziele, wie sie schon Joe Ackermann als früherer Chef der Deutschen Bank bekannt gab und damit in der Folge kläglich scheiterte, sind ein Unding. So liegt es in der Natur der einfachen Mathematik, dass Renditen im Erfolgsfall umso höher ausfallen, je tiefer die Eigenmittel sind. Wenn es aber am Ende einen Anreiz oder zumindest eine Interessenkollision für die Chefs eines Finanzinstituts gibt, möglichst wenig Eigenkapital zu haben, um möglichst hohe Eigenkapitalrenditen ausweisen zu können, ist definitiv etwas faul.

### Zurich Insurance zielt auf 20 Prozent

Das zeigt das Beispiel der Zurich Insurance. Konzernchef Mario Greco hat im November 2022 die Erhöhung des Eigenkapitalrenditeziels von 14 auf 20 Prozent bekannt gegeben. Tatsächlich ist er diesem Ziel bereits ein schönes Stück nähergekommen, obwohl der Gewinn im Jahr 2022 mit 4,6 Milliarden Dollar deutlich tiefer ausgefallen ist als im Vorjahr, als er 5,2 Milliarden Dollar betrug.

Da in derselben Periode das Eigenkapital der Zurich Insurance aufgrund zweistelliger Milliardenverluste, die erfolgsneutral über das Eigenkapital abgeschrieben wurden, von 37,9 Milliarden Dollar auf 26,6 Milliarden Dollar implodiert ist, stieg in der Folge die Eigenkapitalrendite signifikant von 13,7 auf 17,3 Prozent.

### Ein Fluch für das Aktionariat

Die scheinbar erfreuliche Erhöhung der Eigenkapitalrendite ist somit einzig das Resultat davon, dass die Eigenmittel des Versicherers noch stärker eingebrochen sind als die Gewinne. Bei Lichte betrachtet ist das für die Aktionärinnen und Aktionäre nicht etwa ein Segen, sondern ein Fluch.

Bankkader brüsten sich mit dem Ausweis hoher Eigenkapitalrenditen, und die Gewinne werden sofort in Form von fetten Boni an die Führungskräfte ausbezahlt. Bleibt der Erfolg aus, übernehmen die Aktionärinnen und Aktionäre den Schaden, während die Managerinnen und Manager immer noch hohe Boni kassieren – sie würden sonst zur Konkurrenz abwandern, lautet in diesem Fall das gebetsmühlenartig vorgetragene Argument. Eigenkapitalrenditeziele sind ein Übel, denn selbst eine hohe Rendite auf «viel zu wenig» ist immer noch viel zu wenig und gleichzeitig brandgefährlich.

### Hohe Eigenmittel: Schutz vor Krisen

Neben einem tragfähigen Geschäftsmodell braucht es zwei Dinge, um eine Bank (oder eine Versicherung) nachhaltig und langfristig erfolgreich zu führen. Erstens braucht es genügend Eigenkapital, um auch grössere Krisen überstehen zu können. Wenn Grossbanken gerade einmal gut 4 Prozent hartes Eigenkapital (als Mindestanforderung in der Schweiz gelten 3,5 Prozent) halten, ist das viel zu wenig. Banken verlangen von ihren Kundinnen und Kunden mindestens 20 oder 30 Prozent an Eigenmitteln, damit sie überhaupt einen Kredit erhalten.

Warum geben sich Banker und Banken selbst viel laschere Standards? Der ehemalige Chefökonom des Internationalen Währungsfonds, Professor Simon Johnson, der am renommierten Massachusetts Institute of Technology lehrt, fordert für systemrelevante Banken ein minimales Eigenkapital von 10 Prozent. Anat R. Admati, Professorin für Finanzen und Wirtschaft an der Universität Stanford, und Professor Martin Hellwig, früherer Direktor am Max-Planck-Institut, fordern von den Banken sogar harte Eigenkapitalquoten von 20 bis



30 Prozent. Das ist etwa das Fünf- bis Siebenfache der heutigen Quoten. Bei einer Eigenkapitalquote von gut 4 Prozent, wie dies bei einer Credit Suisse der Fall ist, braucht es «nur» ein paar dümmliche Spekulationen, überflüssige Bussenzahlungen oder ein zittriges Marktumfeld, um die Bank an den Rand des Ruins zu drängen – das kann es wahrlich nicht sein.

«Fragt sich, ob hochbezahlte Bankangestellte in adäquater Form Risiken tragen.»

Zweitens sollen leitende Angestellte einer Bank vernünftige und leistungsgerechte Löhne erhalten, die unternehmerisch vertretbar sind. Die Credit Suisse beschäftigt weit über tausend sogenannte Key Risk Takers, die ein Millionensalär kassieren. Über tausend! Diese Zahl ist viel zu hoch und es fragt sich auch, ob diese hochbezahlten Bankangestellten überhaupt in adäquater Form Risiken tragen, wenn sie sich nicht, so wie die Aktionäre, auch an den Verlusten beteiligen.

### Banken brauchen keine Halbgötter

Der gebetsmühlenartig vorgetragene Hinweis, man müsse die «Talente» entsprechend bezahlen und sich am Markt orientieren, ist in jeder Hinsicht unglaubwürdig. Was sind denn das für «Talente», die systematisch den Unternehmenswert zulasten der Aktionäre plündern? Was sind das für «Talente» respektive Verlust produzierende Banker, denen Hunderte von Millionen als sogenannte «retention awards» bezahlt werden, um sie bei der Stange zu halten? Klar ist doch: Es braucht in unserer Branche keine Halbgötter und Übermensch, sondern solide Schaffer, die mit ihren Füßen auf dem Boden stehen. Sie sollen gut oder auch sehr gut verdienen, aber nicht das Mehrfache dessen, was vergleichbare Kader zum Beispiel in der Gesundheitsbranche oder in der Industrie erhalten.

Würde die Credit Suisse ähnliche Durchschnittssaläre zahlen wie beispielsweise eine Nestlé, Roche oder Novartis, wäre sie schlagartig profitabel. Gefordert ist in der Bankenwelt eine Kultur der Demut, in der auch die Interessen der Aktionäre wieder einen Wert haben. Vorgelebt hat diese Kultur ausgerechnet ein Vertreter einer Staatsbank. Der im letzten Jahr abgetretene Chef der Zürcher Kantonalbank, Martin Scholl, führte «seiner» Bank über Jahre unspektakulär, bodenständig und fast schon langweilig. Es braucht nicht mehr, aber auch nicht weniger, um erfolgreich zu sein.

---

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

## Das Fiasko von CS muss Konsequenzen haben

Pirmin Hotz

### **Der Untergang von Credit Suisse ist eine Schande für viele Exponenten. Deren Versagen ist ein letzter Weckruf, um den Finanzplatz Schweiz zu retten.**

Fünfzehn Jahre nachdem UBS vom Staat gerettet werden musste, mutiert die einstige Komapatientin zur Retterin und übernimmt die taumelnde Credit Suisse. Übrig bleibt mit UBS als letzte Schweizer Grossbank ein veritables Monster, dessen Systemrelevanz alle bisherigen Dimensionen sprengt. Es sind Massnahmen gefordert, um ein noch grösseres Fiasko zu verhindern.

Erstens: Schweizer Top-Banker müssen endlich begreifen, dass sie nicht in der Champions League spielen. Amerikanische Grossbanken sind ihnen bezüglich Potenz und Agilität meilenweit voraus. Der neue UBS-Koloss muss sich auf sein Kerngeschäft konzentrieren, die Vermögensverwaltung und die Vergabe von Hypotheken. Die Salarierung der Spitzenkader muss auf ein vernünftiges Niveau reduziert werden. Das gebetsmühlenartig vorgetragene Argument, Talente könnten nur mit Traumgagen gehalten werden, ist eine Mär.

Zweitens: Credit Suisse beschäftigt (noch) gegen 1000 sogenannte Key Risk Takers, die Millionenboni kassieren. Kaderleute der wesentlich erfolgreicherer Nestlé, Novartis und Roche können von solchen Honoraren nur träumen. Key Risk Takers kassieren im Erfolgsfall die dicken Boni, im Fall des Scheiterns werden die Verluste auf die Aktionäre und Steuerzahler abgewälzt. Diese Asymmetrie muss ein Ende haben. Erleidet eine systemrelevante Bank Verluste, muss es ihr im Sinne einer gesunden Unternehmerlogik verboten sein, überhaupt Boni auszuschütten.

### **TBTf und Coco – was hats geholfen?**

Drittens: Das Too-big-to-fail-Regelwerk ist schon am ersten Testfall grandios gescheitert. Nach der Aufarbeitung der Finanzkrise wurde dem Steuerzahler suggeriert, er müsse niemals wieder eine Bank retten, weil im Ernstfall das inländische Filetstück abgetrennt und der ausländische Rest in den Konkurs geschickt werden könnten. Diese Annahme erweist sich als naiv, da Uncle Sam und weitere Regierungen sowie Gläubiger aus aller Welt ihre

Muskeln spielen lassen und ein solches Vorgehen niemals tolerieren würden. Das Regelwerk erweist sich als zahnloser Tiger und gehört in die Mottenkiste.

Viertens: Die bedingten Pflichtwandelanleihen respektive Coco haben ihren Dienst versagt. Zwar werden die nachrangigen und hoch verzinslichen Anleihen von CS in Eigenkapital gewandelt und die Gläubiger verlieren ihr Geld, was ordnungspolitisch korrekt ist, doch die Wandlung erfolgte viel zu spät, um die Bank zu retten, weil die risikogewichtete Eigenkapitalquote noch kurz vor ihrem Untergang bei äusserst komfortablen 14% lag und die Liquiditätsquote beruhigende 150% des Erforderlichen erreichte. Rein rechnerisch gab es also keinen Anlass zur Sorge, was einerseits die Frage aufwirft, ob die komplexen Risikoberechnungen überhaupt etwas taugen. Aber selbst, wenn die Coco von Credit Suisse in einer früheren Phase in Eigenkapital gewandelt worden wären, hätte das Desaster wohl nicht verhindert werden können. Denn sobald bekannt ist, dass die Wandelkriterien der Coco erfüllt sind, explodiert die Verunsicherung der Investoren und das Vertrauen in die Bank entschwindet erst recht. Coco als potenzieller Risikopuffer klingen gut in der Theorie – im Ernstfall können sie sogar als Brandbeschleuniger wirken.

«Nicht hohe Eigenmittelrenditen, sondern hohe Eigenmittel sollen in Zukunft oberste Priorität einer Bank sein.»

Fünftens: Die politische Linke wird nach dem Sündenfall Credit Suisse noch mehr Regulierung fordern. Im Fall systemrelevanter Banken mag das sogar verständlich sein. Allerdings zeigt das Beispiel CS, dass auch eine noch so strenge Überwachung durch die Aufsichtsbehörde keine Garantie für die Sicherheit des Finanzplatzes ist. Entweder hat die Finma geschlafen, oder sie war schlicht überfordert, die Risiken rechtzeitig zu erkennen. Wenn die UBS für ihre Konkurrentin weniger

## FINANZ und WIRTSCHAFT

als 10% des ausgewiesenen Buchwerts bezahlt, fragt sich, ob weitere Milliardenverluste in der Bilanz noch unentdeckt blieben. Das Beispiel CS zeigt, dass sich Ehrlichkeit und Charakter weder verordnen noch regulieren lassen. Deshalb ist, vor allem für nicht systemrelevante Finanzinstitute, nicht etwa eine strengere, sondern eine zurückhaltende Regulierung angezeigt. Stattdessen sollte die Finma drastische Bussen für Verfehlungen sündhafter Banker aussprechen können. Sie müssen zur Verantwortung gezogen werden.

Sechstens: Führende Exponenten der Schweizerischen Bankiervereinigung betonen gerne, wie sicher und seriös der Schweizer Bankenplatz sei. Das Bild ist geschönt. Stümperhafte Hochrisikogeschäfte rund um Archegos und Greensill sowie viele Geldwäschefälle zeigen, dass Banken in erstaunlicher Regelmässigkeit in Fallen tappen, die zu verheerenden Verlusten und Reputationsschäden für den Finanzplatz Schweiz führen. Die Zockerei der Hasardeure muss ein Ende haben. Die Aktionäre der Banken sind gefordert, Personal in die Verwaltungsräte zu beordern, das seriös und bodenständig ist und das Handwerk beherrscht.

### 20 bis 30% hartes Eigenkapital

Siebtens: Wer auf billige Weise die Schuld für den Niedergang von Credit Suisse bei der amerikanischen Notenbank Fed sucht, weil sie die Zinsen zu stark nach oben getrieben hätte, macht sich lächerlich. Schliesslich ist es der Auftrag der Notenbanken, für die Wahrung der Geldwertstabilität zu sorgen und die grassierende Inflation zu bekämpfen. Geradezu widerlich fühlen sich die Auftritte der Bankenlegende Oswald Grübel an, der die staatliche Stützung von Grossbanken als etwas Selbstverständliches betrachtet. So liess er die Leser der «Handelszeitung» wissen: «In keinem Land der Welt wird so ein Zirkus gemacht wie in der Schweiz, wenn die Nationalbank mit Liquidität helfen muss.» Abkassieren, wenn die Gewinne sprudeln, aber den Staat um Hilfe rufen, sobald es brennt. Je nach Gusto ist Grübel entweder Kapitalist oder Sozialist – aus liberaler und marktwirtschaftlicher Sicht eine jämmerliche Einstellung.

Achtens: Die Berechnung der Eigenmittel auf risikobereinigter Basis birgt eine trügerische Sicherheit. Weil

die Banken ihre Risiken selber kaum bewerten können, hilft nur das harte Eigenkapital weiter. Dieses ist trotz Fortschritten mit 4 oder 5% der Bilanzsumme auch heute noch viel zu niedrig – gesetzlich gefordert sind gar nur 3,5%. Simon Johnson, ehemaliger Chefökonom des Internationalen Währungsfonds und Professor am Massachusetts Institute of Technology, Anat R. Admati, Professorin für Finanzen und Wirtschaft an der Universität Stanford, und Professor Martin Hellwig, früherer Direktor am Max-Planck-Institut, fordern von den Banken harte Eigenmittelquoten von 20 bis 30% – zu Recht, wie die Erfahrung leider zeigt. Das entspricht rund dem Fünf- bis Sechsfachen der heutigen Quoten. Die neue «Monster-UBS» wird besonders systemrelevant sein, weshalb sich für sie eine massiv höhere Eigenmittelquote geradezu aufdrängt. Sie wird das Vertrauen der Investoren und Kunden stärken und bringt Stabilität und Sicherheit für den schweizerischen Finanzplatz. Schleunigst verabschieden sollen sich Banker auch von selbst gesteckten Eigenmittelrenditezielen. Sie bergen einen Interessenkonflikt, mit möglichst wenig Eigenkapital hohe Risiken einzugehen. Nicht hohe Eigenmittelrenditen, sondern hohe Eigenmittel sollen in Zukunft oberste Priorität einer Bank sein.

Neuntens: Das wertvollste Kapital einer Bank ist das Vertrauen der Investoren, der Kunden und der Mitarbeitenden. Wird das Vertrauen über Jahre und Jahrzehnte strapaziert, so kommt irgendwann der Kipppunkt, an dem es zu spät ist. So erging es in der Woche vor dem Kollaps den Kapitänen von Credit Suisse. Ihre Geschichte erinnert an die dramatische Havarie der Costa Concordia im Jahr 2012. Dessen Kapitän, Francesco Schettino, stand in den letzten Minuten und Sekunden auf der Brücke und sah den Fels unmittelbar vor sich. Zu spät – das grosse Kreuzfahrtschiff liess sich nicht mehr wenden. Die Kapitäne systemrelevanter Banken sind gut beraten, mit dem Vertrauen ihrer Stakeholder sorgsam umzugehen. Dazu gehört, dass Arroganz und Überheblichkeit durch Bescheidenheit und Zurückhaltung ersetzt werden.

---

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



## Plädoyer für aktives Anlegen

Pirmin Hotz

**Indexprodukte erfreuen sich unter Investoren grosser Beliebtheit. Die Zinswende hat die Risiken des passiven Anlegens jedoch schonungslos aufgedeckt. Aktive Investoren haben die Zügel in der Hand.**

Wer als konservativer Anleger seine Frankenobligationen mit einem Exchange Traded Fund (ETF) auf den SBI AAA-BBB-Obligationenindex abdeckt, hielt bis Ende März 2022 nicht nur qualitativ hochwertige Anleihen der Eidgenossenschaft, sondern auch zahlreiche russische Schuldpapiere von Gazprom und Russian Railways. Erst nachdem die Ratingagenturen die Noten der betreffenden Schuldner von Anlagequalität auf «Ramsch» degradiert hatten und der Schaden längst angerichtet war, wurden die fast wertlosen Obligationen aus dem Index gekippt. Ob sich die Anleger dieser Risiken bewusst waren?

Indexprodukte sind geeignet, um Wertschriftenvermögen diversifiziert und kostengünstig anzulegen. Auch steht ausser Frage, dass passive Anlageprodukte in der langen Frist besser rentieren als die meisten aktiv gemanagten Pendants. Nachdem der Zinstrend gedreht hat, dürfte sich jedoch bei indexorientierten ETF-Investoren Ernüchterung breitmachen. Besonders Obligationenanleger reiben sich die Augen, weil sich ihre Verluste auf ähnlich hohem Niveau bewegen wie diejenigen von Aktienbesitzern.

Steigende Zinsen haben zum grössten Obligationencrash seit Jahrzehnten geführt. Sie wirken sich für passive Investoren verheerend aus, weil sich ihre Duration, welche das Zinsänderungsrisiko beschreibt, im Laufe der Jahre in prozyklischer Weise markant erhöht hat. Konkret haben sich die Duration und damit die durchschnittliche Laufzeit der Anleihen im SBI AAA-BBB-Index seit der Finanzkrise 2008 von rund 5 auf 8 ausgeweitet – das entspricht einer Erhöhung des Zinsänderungsrisikos um über die Hälfte.

### **Auf dem falschen Fuss erwischt**

Was ist passiert? Die Schuldner haben das historische Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre geschickt genutzt, um die Laufzeiten ihrer Verbindlichkeiten zu

verlängern. Besonders bei staatlichen Institutionen ist es Mode geworden, 15-, 20-, 50- oder sogar 100-jährige Obligationen zu emittieren, um die niedrigen Zinsen langfristig anzubinden. Die Folgen dieser Durationsverlängerung für Anleger sind offenkundig: Festverzinsliche Indexfonds sind im Kontext des Zinsanstiegs bis zu 25% eingebrochen. Das Schlimme für indexorientierte Anleger ist, dass ihre Verluste aufgrund der markant erhöhten Duration oft höher ausfallen als die Gewinne, die sie während der langen Phase von Zinssenkungen mit tieferer Duration erwirtschaftet haben.

Wenn sich das Zinsänderungsrisiko von Obligationen-ETF im Lauf der Jahre über die Hälfte erhöht, sind passive Investoren offensichtlich gar nicht so passiv, wie sie selber meinen. Im Gegenteil: Sie sind höchst aktiv, nur werden ihre aktiven Entscheide zur Veränderung des Zinsrisikos paradoxerweise nicht etwa von ihnen als Gläubiger selbst, sondern von den Schuldnern respektive ihrem «Säckelmeister» gefällt. Diese haben ein Interesse, während Hochzinsphasen möglichst kurze und in Niedrigzinsphasen möglichst lange Laufzeiten zu emittieren – das ist exakt das Gegenteil dessen, was sich Anleger im Grunde genommen wünschen würden.

Das führt zwangsläufig zu einem prozyklischen Anlageverhalten indexorientierter Anleger, mit den entsprechenden Auswirkungen auf die Performance. So haben Schweizer Investoren, die ihre internationalen Anleihen mit einem ETF auf den Bloomberg Global Aggregate Index abdecken, der auch in 100-jährige österreichische Staatsanleihen investiert, seit dem 2020 erreichten Höchst über 16% verloren – die Investoren wurden mit rekordhoher Duration auf dem falschen Fuss erwischt. Eine prozyklische Erhöhung ihrer Risiken mussten indexorientierte Obligationenbesitzer auch bei der Qualität hinnehmen. Extreme Niedrigzinsen haben die Kreditaufnahme und das Überleben im Grunde zahlungsunfähiger Staaten und Unternehmen gefördert. Dies hat zu einer schleichenden Verschlechterung der Bonitätsstruktur in den Obligationenindizes geführt, von der passive Anleger im Kontext steigender Risikoprämien voll getroffen wurden.

## FINANZ und WIRTSCHAFT

So befanden sich im Bloomberg Global Aggregate Index nicht nur hochriskante russische Anleihen. Vor vier Jahren hat Bloomberg entschieden, Anleihen aus China in den Index aufzunehmen – eine aktive Entscheidung, von der passive Indexinvestoren leidvoll betroffen sind, denn Schuldpapiere chinesischer Immobiliengesellschaften wie Shimao Group oder Sino Ocean Land mutierten zwischenzeitlich zu Sanierungsfällen. Fragwürdig an internationalen Obligationenindizes ist ausserdem, dass darin ausgerechnet die Schuldenkönige – die USA und Japan – das grösste Gewicht erhalten, weil die Gewichtung der Indizes absurderweise nach der Höhe der Schulden erfolgt.

«Passive Investoren werden prozyklisch von der «Gegenseite» gesteuert.»

Eine eisige Bise weht auch für indexorientierte Aktieninvestoren. Wer konsequent passiv anlegt, hat zwangsläufig ein prozyklisches Klumpenrisiko in amerikanischen Aktien, die über 60% der Weltmarktkapitalisierung stellen. Im US-Index S&P 500 wiederum repräsentierten Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft und Tesla zu Beginn des Jahres 2022 ein kumuliertes Gewicht von 25%. Der darauffolgende Absturz vieler heissgelaufener Technologiewerte hat entsprechend schmerzvolle Auswirkungen auf die Performance passiver Anleger. Auch der Schweizer Aktienmarkt impliziert mit den Indexschergewichten Nestlé, Novartis und Roche inhärente Klumpenrisiken, die sich potenziell als Bumerang erweisen können. Aus Gründen der Diversifikation ist es deshalb für Investoren ratsam, eine tendenzielle Gleichgewichtung der Titel im Portfolio anzustreben, statt passiv und prozyklisch nach Marktkapitalisierung zu investieren.

### Wenn das Gegenteil viel besser ist

Die Prozyklizität von Indizes zeigt sich am Beispiel von ExxonMobil: Ende August 2020 wurden die Aktien des amerikanischen Ölkonzerns aus dem Dow Jones verbannt und durch die des Softwareunternehmens Salesforce ersetzt. Es wäre der perfekte Zeitpunkt für Investoren gewesen, das Gegenteil zu machen – während

sich der Kurs von ExxonMobil seither verdreifacht hat, hat sich derjenige der Salesforce-Aktien in der Zwischenzeit ungefähr halbiert.

Dass passives Anlegen geradezu absurde Züge annehmen kann, zeigt der japanische Nikkei. Wie der amerikanische Dow Jones repräsentiert er einen reinen Preisindex, weshalb nicht etwa Unternehmen mit der höchsten Kapitalisierung, sondern diejenigen mit dem höchsten Aktienkurs das grösste Gewicht besitzen. Mit der Konsequenz, dass dem Bekleidungseinzelhändler Fast Retailing mit über 10% das mit Abstand grösste Indexgewicht zukommt – nach Kapitalisierung wäre ein Anteil von weniger als 2% gerechtfertigt.

Wer im Zuge der Zinswende antizyklisch auf erstklassige Obligationenschuldner mit kurzer bis mittlerer Laufzeit setzte, bei Aktien ein Schwergewicht auf niedrig bewertete Substanzaktien legte und auf Klumpenrisiken sowie Titel zockender Banken wie Credit Suisse verzichtete, konnte sich der Börsenbaisse weitgehend entziehen. Die Umsetzung der Portfoliopolitik erfolgt deshalb am besten aktiv und mit kostengünstigen sowie qualitativ erstklassigen Direktanlagen.

Passive Anleger sind den Klumpenrisiken der Indizes, den Entscheidungen der Indexanbieter und den Eigeninteressen der Schuldner, die nach ihrem Gusto Anleihen emittieren, machtlos ausgesetzt. Sie werden, in vollem Bewusstsein oder auch nicht, prozyklisch von der «Gegenseite» gesteuert. Wer die Risiken selbst steuern und nicht mit der Herde gehen will, entscheidet eigenmächtig, wie angelegt wird. Aktive Investoren sitzen im «Driver Seat».

---

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

## Weiterwursteln, bis es wieder knallt?

Pirmin Hotz

**Lange vor ihrem Untergang signalisierte der Markt, dass Credit Suisse zu wenig Eigenkapital hat. Ihre künftige Besitzerin UBS hat in dieser Hinsicht erheblichen Handlungsbedarf.**

Credit Suisse verfügte Ende 2022 über ein ausgewiesenes Eigenkapital von 45 Mrd. Fr. und erfüllte damit die regulatorischen Anforderungen bei weitem. Die gewichtete Eigenkapitalquote betrug 14,1% der Bilanzsumme, während die harte, ungewichtete Quote 5,4% erreichte – gesetzlich erforderlich sind 3,5%. Beruft man sich auf Bundesrat, Finanzmarktaufsicht, Schweizerische Nationalbank und Bankenvertreter, sei CS einzig wegen mangelnder Liquidität kollabiert, während die Kapitalausstattung bis zuletzt komfortabel gewesen sei. Wer einzig auf die regulatorischen Messgrößen abstützt, mag das glauben. Wer jedoch den Puls der Märkte fühlt, realisierte spätestens im Herbst 2022, dass CS zu wenig Eigenkapital hatte.

Nach missglückter Ankündigung der neuen Strategie fielen die CS-Aktien im November 2022 erstmals unter 3 Fr. Die Investoren hatten ihr Vertrauen in die Bank verloren. Trotz Kapitalerhöhung erreichte die Börsenkaptalisierung kaum mehr 11 Mrd. Fr., was gerade noch einem Viertel des Eigenkapitals respektive des Buchwerts entsprach. Damit signalisierte die Börse, die von Zukunftserwartungen getrieben ist, ihr tiefes Misstrauen in die Strategie von CS.

Der anhaltende Sturzflug der CS-Aktien eskomptierte das gesicherte Wissen der Anleger, dass künftig vom Management bereits angekündigte Milliardenverluste das Eigenkapital der Bank weiter belasten werden. Die Zeichen des Marktes und explodierender Kreditausfallprämien (CDS) waren überdeutlich: Liebe Credit Suisse, wenn du weitere Milliardenverluste in Aussicht stellst, brauchst du viel mehr Eigenkapital, um sie überstehen zu können.

### Liquiditätsnot war nur der letzte Akt

Der Markt hat die vermeintlich komfortable Eigenkapitaldecke von Credit Suisse schon Monate vor ihrem Untergang mit grosser Skepsis beurteilt, weshalb beson-

ders reiche Kunden ihr Geld aus Sorge um die Solvabilität der Bank sukzessive abzogen. Der Liquiditätssengpass kam definitiv nicht aus heiterem Himmel und war nur noch der letzte Akt des Dramas. Wenn das Vertrauen von Kunden und Investoren über Monate und Jahre erodiert, kippt aber das System, wenn die Herde einmal zum Ausgang rennt, fast über Nacht, und ein Bank Run setzt ein.

Dass die AT1 Bonds von CS bereits seit verganginem Herbst mit massivem Abschlag gehandelt wurden, verstärkt die Erkenntnis, dass der Markt schon lange an der Werthaltigkeit des Eigenkapitals zweifelte. Mit der Wertloserklärung dieser Bonds stärkte die Finma denn auch nicht etwa die Liquidität, sondern einzig das Eigenkapital der Bank – ein klares Indiz, dass CS entgegen den etwas ungeschickten Verlautbarungen von Bundesrat, Finma und SNB ein virulentes Kapitalproblem hatte.

Durch die Notübernahme von CS profitiert UBS von der Wertloserklärung von AT1 Bonds in Höhe von 16 Mrd. Fr. und erhält regulatorisches Eigenkapital von gesamthaft rund 60 Mrd. Fr. Wäre diese Summe mit hoher Wahrscheinlichkeit als werthaltig zu betrachten, so wäre CS wohl schon längst übernommen worden. Zumindest hätte UBS mit dem Kaufpreis von 3 Mrd. Fr. ein gewaltiges Schnäppchen gemacht, und ihr Aktienkurs wäre nach dem Deal explodiert. Das ist nicht passiert, was die Zweifel an der Werthaltigkeit des CS-Eigenkapitals bekräftigt.

«Der Markt hat die Eigenkapitaldecke von CS schon lange skeptisch beurteilt.»

Weiter verlangt UBS vom Bund eine Verlustgarantie von 9 Mrd. Fr. für den Fall, dass ihr nach Vollzug der Übernahme von CS ein Verlust von mehr als 5 Mrd. Fr. entsteht. Warum verlangt UBS vom Bund diese Verlustgarantie, wo doch gegen 60 Mrd. Fr. verlustabsorbierendes Kapital in Credit Suisse stecken? Offenbar zweifeln selbst die Banker an der Werthaltigkeit dieser Eigenmittel.

## FINANZ und WIRTSCHAFT

Die Jagd nach hoher Eigenkapitalrendite, die naturgemäss umso höher ausfällt, je niedriger das Eigenkapital ist, fördert einen immanenten Interessenkonflikt der auf ihre Bonustöpfe schielenden Spitzenkader. Das Resultat ist ein brandgefährlicher Moral Hazard bei systemrelevanten Banken, die über eine faktische Staatsgarantie verfügen – zum Schaden der Steuerzahler, die als Lender of Last Resort fungieren. Es fragt sich: Wie viele Pleiten braucht es noch, bis endlich die Lehren gezogen werden?

Auch nach zwei monumentalen Schweizer Bankpleiten warnt der alte und neue UBS-Kapitän Sergio Ermotti medienwirksam vor verschärften regulatorischen Auflagen und höheren Eigenkapitalanforderungen. So hätten weder mehr Kapital noch höhere Liquidität CS vor dem Untergang bewahrt. Also munter weiter, als ob nichts geschehen wäre? Nein! Ermottis Leitspruch «Lieber too big to fail als too small to survive» ist als Weckruf zu verstehen.

Wie wir spätestens seit der Finanzkrise notabene am Beispiel von UBS wissen, haben Banken Mühe, ihre Risiken zu messen und zu beurteilen. Wenn sie trotz vermeintlich hoher Eigenkapitalquoten untergehen, sind Zweifel an ihren komplexen Modellen angebracht. Sie funktionieren bei Sonnenschein. Spätestens wenn ein Gewitter aufzieht, versagen sie. Dabei gilt es zu bedenken, dass der Untergang von Credit Suisse nicht etwa in einer weltweiten Finanzkrise, sondern «nur» in unruhigem Umfeld geschehen ist. Deshalb ist es nur eine Frage der Zeit, bis es wieder kracht.

### Für hartes Eigenkapital von 20%

Auch eine schlagkräftigere Finma wird in Zukunft überfordert sein, alle Schlaumeiereien gerissener Banker frühzeitig zu erkennen und zu verhindern. Um Krisen, Fehlspekulationen, Klagen sowie Bussen überstehen und im Sinne der TBTF-Regel abgewickelt werden zu können, ohne eine globale Finanzkrise auszulösen, braucht UBS viel mehr hartes Eigenkapital. Statt weniger als 5%, wie das heute der Fall ist, bedarf sie 20% – nichts anderes verlangen Banken von ihren Kunden, wenn sie einen Kredit beantragen. Wenn UBS das nicht mag, wird sie sich aufspalten, sodass sich jede Diskussion über ein kompliziertes und kaum praktikables Trennbankensystem erübrigt.

Eine harte Eigenmittelquote von 20% erhöht die Solvabilität und reduziert die Wahrscheinlichkeit eines Bank Run drastisch. Tritt er trotzdem ein, so könnte UBS, und das ist der entscheidende Punkt, nur ohne Schaden für die Steuerzahler abgewickelt werden, wenn genug Eigenkapital vorhanden ist – denn der Verkaufserlös ihrer Aktiven stünde bei einer Liquidation naturgemäss unter erheblichem Druck.

Das von der Boulevardpresse vorgetragene Argument, die Forderung nach einer harten Eigenkapitalquote von 20% würde die Zinsen für Hypotheken 50% erhöhen, ist reiner Populismus (Anmerkung: Der Vizepräsident von UBS, Lukas Gähwiler, sitzt im Verwaltungsrat von Ringier). Das Gegenteil trifft zu. Je sicherer und stabiler eine Bank, desto niedriger sind ihre Kapital- und Refinanzierungskosten, sodass sie Hypotheken kompetitiver vergeben kann. Wäre dem nicht so, wären Kantonalkassen mit hoher Eigenkapitaldecke längst untergegangen.

Die Bankenindustrie ist wohl die einzige Branche, die proklamiert, ihr Erfolg sei nur mit niedrigen Eigenkapitalquoten möglich – um dann regelmässig in die nächste Krise zu schlittern. Das ist irritierend und inakzeptabel. Eine Whatever-it-takes-Politik, die den Moral Hazard weiter befeuert, würde die Schweiz im Fall des Untergangs von UBS definitiv überfordern. Gibt es eine Alternative zu markant erhöhten Eigenkapitalanforderungen? Ja, diese: Weiterwursteln wie bisher und einige Jahre warten, bis es wieder «chlöpft» – in der schieren Grösse der Giganten-UBS dann wenigstens zum letzten Mal.

---

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