



Liebe Kundinnen und Kunden

Mitte Juni haben wir mit unserem Team das 40-jährige Firmenjubiläum gefeiert. Wir haben auf unsere Erfolgsgeschichte angestossen, die wir Ihnen, geschätzte Kundinnen und Kunden, zu verdanken haben. Mit grosser Motivation werden wir als der führende unabhängige Vermögensverwalter der Schweiz die Marke «Hotz» mit bewährter Anlagephilosophie in die Zukunft tragen. Wir freuen uns darauf, diesen Weg mit Ihnen begehen zu dürfen.

Der Nachfolgeprozess hat begonnen!

Unser Firmenjubiläum haben wir im Raum St. Gallen gefeiert, wo 1986 in einer Studentenwohnung alles begann. Dabei kamen auch Reminiszenzen und Erinnerungen an diese spannende Zeit, über die wir in unserem Kundenschreiben von Anfang Juli letzten Jahres (Sie finden den Halbjahresbericht 2025 zum Nachfolgeprozess auf unserer Webpage¹ www.hotz-partner.ch unter «Hotz Live – Halbjahresberichte») ausführlich berichteten, zur Diskussion. Als Gründer und Inhaber dieses wunderbaren Unternehmens erfüllt es mich mit Stolz, dass unsere Firmengeschichte mit diesem tollen Team eine langfristige Fortsetzung erfährt.

Im Frühherbst 2025 ist mein Sohn Florian als erster Vertreter der zweiten Generation in unser Familienunternehmen eingetreten. Die gemeinsame Zeit mit ihm ist eine grandiose Erfahrung und bringt eine völlig neue Dimension in die Beziehung zwischen Vater und Sohn. Ich empfinde sie als grosse Erfüllung in meinem Leben als Unternehmer. Gemeinsam treffen wir Kundinnen und Kunden am Domizil des Unternehmens in Baar, reisen zu diesen kreuz und quer durch die Schweiz, aber auch in die Regionen Düsseldorf, Köln, Hamburg, München, Pforzheim, Augsburg, Nürnberg und Wien. Dazu kommen gemeinsame Akquisitionstermine und die Sitzungen mit dem Anlageausschuss, der Geschäftsleitung sowie dem

Verwaltungsrat. Für beide von uns ist es eine sehr intensive und gleichzeitig bereichernde Zeit, die unser Leben in dieser Phase des Generationenübergangs prägt. Ich freue mich sehr, diesen in den kommenden Jahren tatkräftig zu begleiten.

Victoria Hotz tritt in den Verwaltungsrat des Familienunternehmens ein

Meine ältere Tochter Victoria hat im August vergangenen Jahres erfolgreich ihr Anwaltspatent erworben. Nach Praktika bei Lenz & Staehelin sowie am Kantonsgericht Zug und ihrem Substitutenjahr bei Baker McKenzie ist sie zurzeit als Anwältin bei der renommierten Anwaltskanzlei Niederer Kraft Frey (NKF) in Zürich tätig. Nun tritt sie als Verwaltungsrätin in unser Familienunternehmen ein und löst in dieser Funktion meine Frau Barbara ab – ihr gehört mein grosser Dank für ihren langjährigen, sehr geschätzten Einsatz. Der Einsitz von Victoria im Verwaltungsrat deckt zwei wichtige Ziele unserer Kundinnen und Kunden, unseres Teams und nicht zuletzt unserer Familie ab. Erstens wird sie uns als kompetente Anwältin in allen strategischen und juristischen Belangen tatkräftig unterstützen. Zweitens nimmt Victoria eine zentrale Rolle in unserem Unternehmen ein für den Fall, dass ein Worst-Case-Szenario eintreten sollte. Florian und ich sind sehr oft gemeinsam auf Geschäftsreisen – in

¹ www.hotz-partner.ch/halbjahresbericht/06-2025

der Schweiz, Deutschland und in Österreich. Der Worst Case für unsere Kundinnen und Kunden sowie unser Team würde dann Realität, wenn Florian und mir gleichzeitig etwas zustossen sollte. Folglich sind wir familienintern zum Schluss gekommen, dass Victoria im Falle dieses nicht erhofften, aber letztlich nicht vollends auszuschliessenden Szenarios eine aktive Rolle im Verwaltungsrat übernehmen würde und damit Garantin für die Sicherung der Unabhängigkeit unseres Familienunternehmens wäre. Natürlich gehen wir nicht davon aus, dass dieser Horrorfall eintritt – als verantwortungsbewusste Unternehmer sind wir jedoch stets dem Wohl unserer geschätzten Kundschaft verpflichtet, weshalb wir auch für unerwartete Ereignisse vorsorgen wollen.

Frischer Wind in unserem Kundens Schreiben – Florian ist mit an Bord


Während unsere Firmengeschichte 40 Jahre umfasst, gibt es unsere halbjährlich erscheinenden Kundenbriefe seit dem Jahr 1998, als wir einen Rückblick auf das Rekordaktienjahr 1997 (der schweizerische Aktienindex SPI legte damals um über 55 Prozent zu) machten und einen Ausblick auf das neue Jahr wagten. Langjährige Kundinnen und Kunden erinnern sich, dass mein erstes Schreiben gerade einmal rund zwei Seiten umfasste. Wenn ich dieses Schriftstück heute lese, staune ich selbst über meine damals ziemlich «rustikalen» Ausführungen. Mein Schreibstil war in den Anfängen ziemlich banal und entwickelte sich erst im Laufe der Zeit zu dem, wie Sie ihn heute kennen.

«Schreiben ist wie Wein – es braucht Zeit, um zu reifen, und manchmal auch ein gutes Glas, um zu beginnen.»

Unbekannter Verfasser

Der heutige Kundenbrief von «Hotz» ist ein besonderer. Für einmal beschränke ich mich auf einen kurzen Einführungstext. Mein Sohn und designierter Nachfolger Florian wird für den Hauptteil der redaktionellen Arbeit verantwortlich zeichnen. So werden Sie, geschätzte Kundinnen und Kunden, die Möglichkeit haben, ihn besser «kennenzulernen» sowie Einiges über seine Ansichten und Überzeugungen zu ausgewählten Anlagethemen zu erfahren. In Zukunft werden wir das Verfassen unseres Kundenbriefs in der Aufteilung zwischen Gründer und Nachfolger nach Lust und Laune flexibel handhaben. Es wird Briefe geben, in denen wir uns beide zu Wort melden. Genauso wird es Kundenschriften geben, in denen der eine oder andere von uns das Wort exklusiv an Sie richten wird. Auf alle Fälle dürfen Sie versichert sein, dass ich meine grosse Leidenschaft als Verfasser dieser Kundenschriften und ebenso von Fachartikeln – insbesondere in Form von Leitartikeln in der «Finanz und Wirtschaft» – auch in Zukunft ausleben werde.

Ich wünsche Ihnen viel Spass bei der Lektüre und danke Ihnen für das wertvolle Vertrauen, das Sie unserem Team, meinem designierten Nachfolger und mir entgegenbringen. Mit herzlichen Grüssen, im Namen des ganzen «Hotz»-Teams, Ihr



Dr. Pirmin Hotz
Gründer und Inhaber



Sehr geehrte Kundinnen und Kunden

Der Generationenübergang ist in jedem Unternehmen eine anspruchsvolle Herausforderung. Es freut mich, dass Sie der Marke «Hotz» auch künftig Ihr Vertrauen schenken werden. Natürlich bin ich mir bewusst, in welch grosse Fussstapfen ich als Nachfolger von Pirmin Hotz trete – sowohl im Unternehmen als auch als Autor dieses Briefes. Top motiviert, mit viel Tatendrang sowie einer grossen Portion Leidenschaft bin ich gewillt und bereit, dieses «Erbe» schrittweise und gut vorbereitet anzutreten.

In meinen ersten Zeilen, die ich an Sie richten darf, möchte ich darlegen, wie mein Start im Familienunternehmen verlaufen ist und wie ich die teils turbulente und erratische globale Wirtschaftslage im Kontext der langjährig bewährten Anlagestrategie von «Hotz» einschätze.

Ein tolles Team und Unternehmen

Nach meinem Studium in St. Gallen und Oxford sowie beruflichen Stationen in London hätte ich meine Karriere mit besten Voraussetzungen gut und gerne in der britischen Finanzmetropole fortsetzen können. Mein Entscheid, in unser Familienunternehmen einzutreten, bedeutet für mich Fluch und Segen zugleich. Einerseits ist es ein unschätzbares Privileg und eine einzigartige Chance, ein etabliertes und erfolgreiches Unternehmen in die nächste Generation zu führen. Andererseits ist dieser Schritt mit viel Verantwortung, grossen Erwartungen und einer erheblichen Fallhöhe verbunden.

«Ich fühle mich durch den Entscheid unseres Verwaltungsrats geehrt, mich zum CEO von Berkshire zu ernennen, und zugleich demütig, in meinem ersten Jahresbrief an Sie die Nachfolge von Warren anzutreten.

Warren ist ganz offensichtlich kein einfacher Vorgänger, in dessen Fussstapfen man tritt.»

Greg Abel, CEO von Berkshire Hathaway und Nachfolger von Warren Buffett, in seinem ersten Aktionärsbrief vom 28. Februar 2026

Es freut und ehrt mich sehr, dass mir meine beiden Schwestern Victoria und Désirée mit der operativen Leitung unseres Familienunternehmens ihr Vertrauen schenken. Für das enge und vertrauensvolle Verhältnis unter uns Geschwistern bin ich sehr dankbar. Ich könnte mir keine engagiertere, kompetentere und loyalere Persönlichkeit im Verwaltungsrat wünschen als meine Schwester Victoria. Ebenso danke ich Désirée, ihrerseits mit Dokortitel promovierte Historikerin und Universitätsdozentin, herzlich dafür, dass sie stets ein offenes Ohr für mich hat und mir mit Rat und Tat zur Seite steht.

Nach den ersten zehn Monaten darf ich konstatieren, dass mein Einstieg ins Familienunternehmen definitiv die richtige Entscheidung war. Die Zusammenarbeit mit meinem Vater ist äusserst bereichernd und von gegenseitigem Vertrauen geprägt. Pirmin hat mir bereits unmittelbar nach meinem Eintritt Verantwortung in diversen Bereichen übertragen und mich in langjährige Kundenbeziehungen eingeführt. Es ist eine

spannende und erfüllende Zeit, gemeinsam mit ihm sowie unserem wunderbaren Team die Zukunft des Unternehmens zu gestalten.

Besonders freue ich mich über das klare Bekenntnis der langjährigen Partner und Mitglieder der Geschäftsleitung – Adrian Bachmann, Dr. Thomas Hauser und Guido Hoyer – zu «Hotz». Ihr Engagement, den Generationenübergang im Sinne der Kontinuität und Stabilität aktiv zu begleiten, ist alles andere als selbstverständlich und für mich von enormem Wert. Gleichzeitig haben alle drei den Wunsch geäußert, in den kommenden Jahren schrittweise Verantwortung weiterzugeben. Um diese Übergänge frühzeitig, sorgfältig und im Sinne unserer Kunden zu gestalten, legen wir grossen Wert darauf, talentierte Kolleginnen und Kollegen zu gewinnen, die fachlich wie persönlich zu uns passen und über die nächsten Jahre behutsam in diese Kundenbeziehungen hineinwachsen können. In diesem Zusammenhang freut es mich zudem, Benjamin Fuchs herzlich zur Beförderung zum Partner zu gratulieren. Wir schätzen die Zusammenarbeit mit ihm sehr und freuen uns, diese in Zukunft partnerschaftlich zu vertiefen.

Danken möchte ich auch dem gesamten Team, das mich offen, wohlwollend und mit grosser Kollegialität aufgenommen hat. Ich erachte den Start im Familienunternehmen als äusserst gelungen. Mein Ziel ist es, dieses einzigartige Unternehmen in seinem Wesen und seinen Werten weiterzuführen und auch künftig konsequent im besten Interesse unserer Kundinnen und Kunden zu handeln. Bei äusserst erfreulichem organischem Wachstum unseres Unternehmens ist es unser oberstes Bestreben, jene persönliche und individuelle Betreuung zu bewahren, die unser Unternehmen seit jeher auszeichnet.

«Gutes Urteilsvermögen kommt aus Erfahrung. Und ein Grossteil der Erfahrung kommt aus schlechtem Urteilsvermögen.»

Will Rogers, amerikanischer Schauspieler, Autor und Gesellschaftskritiker (1879–1935)

Da unser Unternehmen mittlerweile Vermögen von mehr als 1'200 Kundinnen und Kunden verwalten darf, ist es mir leider nicht möglich, in den ersten zwölf Monaten alle persönlich zu treffen. Ich durfte jedoch bereits zahlreiche sehr spannende und inhaltlich äusserst vielfältige Kundentermine wahrnehmen. Der Austausch mit unserer fantastischen Kundschaft begeistert mich, so dass ich auch künftig nahe bei ihr sein werde. In den diversen Gesprächen, die ich in den vergangenen Monaten führen durfte, wurde mir immer wieder die Frage gestellt, was ich in Zukunft anders machen möchte. Obwohl ich selbst sehr ambitioniert bin und hohe Ziele anstrebe, lautet meine ehrliche Antwort: Im Grossen und Ganzen gar nichts.

Sie dürfen versichert sein, dass ich zu 100 Prozent und mit voller Überzeugung hinter der langjährig bewährten Anlagestrategie, in qualitativ hochwertige Aktien und Anleihen zu investieren, stehe. Gleichzeitig ist es wichtig, den eigenen Ansatz fortlaufend kritisch zu hinterfragen, wie dies auch in der Vergangenheit stets gepflegt wurde. Wie sich langjährige Kundinnen und Kunden vielleicht erinnern, investierte «Hotz» in den Anfangsjahren beispielsweise in Schwellenmarktfonds. Aufgrund unbefriedigender Renditen, die gleichzeitig mit höheren Risiken und Gebühren einhergingen, wurde diese Kategorie vor vielen Jahren aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen. Das hat sich ausbezahlt: Die Renditen vieler Schwellenmärkte blieben in den letzten Jahrzehnten hinter jenen der von uns bevorzugten Industrieländer zurück. Wie unser Gründer im letzten Jahresendbrief ausführte, haben wir in jüngerer Zeit entschieden, unser Engagement in Aktien mit tiefer Marktkapitalisierung (Small Caps) aus Liquiditätsgründen zu reduzieren. So soll es auch in Zukunft sein: Grundsätzlich halten wir diszipliniert an unserer wertkonservativen Anlagestrategie fest, doch in begründeten Fällen kann und muss es zu Anpassungen kommen. Die Anlagestrategie der «kultivierten Langeweile» meines Vaters, wie es ein langjähriger Kunde aus der Region Pforzheim ausdrückte, der sein Familienunternehmen in dritter Generation führt, werde ich zusammen mit unserem grossartigen Team konsequent in die nächste Generation tragen.

«Wenn Investieren Spass macht und Sie sich amüsieren, verdienen Sie wahrscheinlich kein Geld. Gutes Investieren ist langweilig.»

George Soros, ungarisch-amerikanischer Investor und Börsenlegende

Wie schätzen Sie eigentlich die Zeit ein, in der wir leben?

An eine Kundenbegegnung erinnere ich mich besonders gut. Es war ein Treffen mit zwei honorigen und höchst erfolgreichen Unternehmern aus Nürnberg, die ich gemeinsam mit meinem Vater am Flughafen Zürich treffen durfte. Während der angeregten Diskussion fragte mich einer der beiden Doktoren: «Herr Hotz, wie schätzen Sie eigentlich die Zeit ein, in der wir leben, und wie beurteilen Sie die Anlagestrategie von «Hotz» vor diesem Hintergrund?» Eine interessante Frage, deren Beantwortung aufzeigen soll, wie ich denke. Gleichzeitig prüft sie, wie ich als «Junger» zur bewährten Anlagephilosophie meines Vaters stehe, die teilweise als langweilig oder sogar stur empfunden wird. Gerne möchte ich diese Gelegenheit nutzen, um Ihnen meine Gedanken dazu darzulegen.

«Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich oft.»

Mark Twain, amerikanischer Schriftsteller, Humorist und Gesellschaftskritiker (1835–1910)

In der Ausgabe vom 3. Januar 2026 stellte der langjährige «Financial Times»-Journalist John Plender die These auf, dass wir wieder in den Goldenen Zwanzigern («Roaring Twenties») leben würden. Auch wenn ich mir bewusst bin, dass historische Zeitabschnitte nur mit Vorsicht verglichen werden sollten, schon gar nicht solche, die man selbst nicht erlebt hat, finde ich die These spannend und erkenne gewisse Parallelen zur heutigen Zeit. Die 1920er-Jahre in den USA waren eine Zeit des ungebrochenen wirtschaftlichen Aufschwungs, wilder

Spekulationsblasen, Börseneuphorie und rauschender Partys mit Alkohol und Drogen – der Prohibition zum Trotz. Der Roman *The Great Gatsby*, den Leonardo DiCaprio im gleichnamigen Film ikonisch verkörpert, trägt zusätzlich zum Mythos der Goldenen Zwanziger bei. Bekanntlich endete diese rauschende Boomphase in Amerika in der monumentalen Weltwirtschaftskrise von 1929. Wie ich auf den nächsten Seiten ausführen werde, erinnern mich die heutigen Spekulationsblasen an den Kryptomärkten, der schamlose Insiderhandel amerikanischer Politiker oder die gefährliche Kreativität im Bereich der Privatmarktanlagen tatsächlich an die amerikanischen Goldenen Zwanziger.

«Noch nie waren die Menschen so sehr in Spekulationslaune wie heute.»

Warren Buffett, Verwaltungsratspräsident von Berkshire Hathaway, Investorenlegende und bekannt als «Orakel von Omaha», anlässlich der Generalversammlung von Anfang Mai 2026

Kryptowährungen: Zwei Generationen, eine Meinung

Vielen von Ihnen ist die kritische Haltung meines Vaters zum Thema Kryptowährungen bekannt. Im Unterschied zu meinem Vater, einem klassischen «Boomer», wäre bei mir als Vertreter der «Generation Y» wohl zu erwarten, dass ich Kryptowährungen deutlich wohlwollender beurteilen würde. Dem ist nicht so. Im Gegenteil: Obwohl ich unzählige Freunde im In- und Ausland habe, die von Bitcoin, Ethereum und wie sie alle heissen, schwärmen, hatte ich noch nie auch nur im Entferntesten den Wunsch, selbst mit Kryptowährungen zu handeln, geschweige denn diese in unsere Anlagestrategie aufzunehmen.

Ich sehe schlicht keinen nachhaltigen wirtschaftlichen Nutzen – abgesehen von Geldwäscherei, der Finanzierung von Kinderpornografie, Menschenhandel, Drogenschmuggel und anderen illegalen und abscheulichen Machenschaften – und keinen intrinsischen Wert. Selbst Bekannte, die im Kryptobereich arbeiten oder eigene Firmen gegründet haben, konnten mir bisher nicht verständlich erklären, worin der

tatsächliche Wert von Kryptowährungen liegen soll. Es bleibt mir schleierhaft. Daran ändert sich auch nichts, wenn der Bitcoin-Kurs auf eine Million Dollar steigen würde.

Einer unserer Kunden hat mich diesbezüglich besonders beeindruckt. Er ist ein hochintelligenter Jungunternehmer, der zusammen mit Partnern einen hohen zweistelligen Millionenbetrag durch den Verkauf ihrer Buchhaltungs- und Steuerplattform für Kryptoinvestoren erzielt hatte. Dass ein höchst erfolgreicher Kryptounternehmer einen beachtlichen Teil seines Vermögens konservativ bei «Hotz» investiert und sein Portfolio über die Jahre sukzessive aufstockt, hätte ich nach der jahrelangen Kryptokritik meines Vaters als schlicht unmöglich bezeichnet. Es ist eine Freude, solch spannende Kunden betreuen zu dürfen!

«Wenn der Schuhputzer Börsentipps gibt, ist es Zeit auszusteigen.»

Joseph P. Kennedy (1888–1969), amerikanischer Politiker, Investor und Vater des späteren Präsidenten John F. Kennedy

Die Parallelen zu den 1920er-Jahren sehe ich insbesondere in der Spekulationseuphorie quer durch alle Gesellschaftsschichten. Als ich im vergangenen August von London nach Zürich zog, erzählte mir ein sehr charmanter Umzugshelfer von seiner angeblich herausragenden Anlageleistung im Kryptobereich. Freundlicherweise bot er mir sogar an, gegen eine attraktive Gebühr mein Vermögen in Krypto zu investieren; er mache dies bereits «sehr erfolgreich» für eine Handvoll Freunde. Aufgrund seiner jahrelangen Erfahrung habe er verstanden, wie man Renditen von jährlich 20 bis 30 Prozent erzielen könne. Selbstverständlich lehnte ich sein freundliches Angebot ab.

Das Beispiel ist bezeichnend: Es herrscht eine regelrechte Kryptoeuphorie, und alle Gesellschaftsschichten wollen dabei sein, selbst solche, die zuvor noch nie investiert haben. Diese breite Euphorie erinnert stark an den Aktienhype der 1920er-Jahre. Von Taxifahrern über Umzugshelfer bis zu meinen

ehemaligen Investment-Banking-Kumpels aus London: Alle wollen mit Krypto schnelles Geld verdienen, ohne dass sie verstehen, in was sie eigentlich investieren beziehungsweise worauf sie spekulieren.

«Die Vergangenheit lässt sich nicht wiederholen? Aber natürlich geht das!»

Jay Gatsby im Roman *The Great Gatsby* von Francis Scott Fitzgerald (1896–1940)

Insiderhandel: Vor dem Gesetz sind alle gleich – manche einfach gleicher

Im frühen 20. Jahrhundert gab es keinen illegalen Insiderhandel, also das Ausnutzen von Informationsvorteilen gegenüber der breiten Anlegergemeinschaft. Nicht etwa, weil die Moral damals höher gewesen wäre als heute, sondern weil es schlicht keine entsprechenden Gesetze gab. Es herrschte in vielerlei Hinsicht Wilder Westen. In den 1910er-Jahren entstanden zwar in den Vereinigten Staaten von Amerika erste Gesetze auf Bundesstaatsebene, die jedoch äusserst lasch ausgestaltet waren und als «Blue Sky Laws» bekannt wurden. Auf Bundesebene folgten entsprechende Regelungen erst nach dem Crash von 1929, in Europa dauerte es teilweise noch Jahrzehnte länger, bis griffige Insiderregeln Realität wurden.

Für eine lange Zeit war es gesellschaftlich akzeptiert, teils sogar bewundert, wenn Insiderwissen profitabel genutzt wurde. John P. Morgan, der Gründer der gleichnamigen Bank, war ein bewundertes Meister der Insidergeschäfte und formte regelmässig Gruppen mit anderen einflussreichen Financiers, um Börsenkurse zu ihrem Vorteil zu bewegen. Heute existieren in allen entwickelten Ländern scharfe Regeln, die Insiderhandel unter Androhung drakonischer Strafen verbieten. Auch wenn die Durchsetzung nicht überall gleich strikt erfolgt und die Schweiz im internationalen Vergleich eher zurückhaltend durchgreift, ist die heutige Situation unbestritten fairer als vor hundert Jahren – zumindest im streng regulierten Handel mit Aktien und Anleihen.

In jüngerer Vergangenheit kamen jedoch, insbesondere in den Vereinigten Staaten, vermehrt Zweifel auf, ob die Regeln tatsächlich für alle gleichermassen gelten. Egal ob Covid-Massnahmen (während Trumps erster wie auch während Bidens Amtszeit), die Einführung und spätere Pausierung von Handelszöllen, die Festnahme des venezolanischen Präsidenten Nicolás Maduro oder der Krieg im Nahen Osten: Auffällige Handelsaktivitäten kurz vor öffentlichen Ankündigungen legen nahe, dass sich gewisse «Insider» regelmässig ein goldenes Näschen durch das Ausnutzen ihrer Informationsvorteile verdienen.

Analog zu den Raubrittern der 1920er-Jahre um John P. Morgan ist dies nicht zwingend illegal. Das amerikanische Aktienrecht verlangt von Politikern in vielen Fällen eine Offenlegung von Handelsaktivitäten. Anders als bei Unternehmensmanagern oder Journalisten besteht aber für Politiker keine wirksame Handelssperre, selbst wenn sie im Besitz potenziell kursrelevanter Informationen sind. Am berüchtigsten für das Ausnutzen dieser Gesetzeslücke ist wohl die Demokratin und ehemalige Sprecherin des Repräsentantenhauses, Nancy Pelosi. Ihre offengelegten Trades haben jahrelang jeden Index geschlagen. Ein Schelm, wer sich Böses denkt. Auch die Familie Trump ist an vorderster Front präsent. Gemäss Recherchen der «Financial Times» soll sie sich über diverse Krypto-Geschäfte allein im Jahr 2025 um mindestens eine Milliarde Dollar bereichert haben, offenbar ganz «legal». Ich habe wenig Zweifel, dass sich auch in Europa zahlreiche Politiker in juristischen Grauzonen bewegen und Informationsvorteile gezielt ausnutzen; es ist lediglich weniger gut dokumentiert als in den Vereinigten Staaten.

«Politik ist die zweitälteste Profession der Welt. Ich bin zur Erkenntnis gelangt, dass sie der ältesten sehr ähnlich ist.»

Ronald Reagan, ehemaliger Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika (1911–2004)

Klare Anzeichen für die Verwendung von Informationsvorteilen zeigen sich auch in den stark wachsenden Prognosemärkten wie Polymarket oder Kalshi. Diese Plattformen ermöglichen Wetten auf eine Vielzahl von Ereignissen – vom Ausgang von Wahlen über den Gewinn eines Oscars bis hin zu geopolitischen Entwicklungen wie der Angriff Israels und Amerikas auf Iran.

Anbieter wie Polymarket veröffentlichen rund um die Uhr die jeweils aktuellen Wettquoten sowie die potenziellen Gewinne. Auffällig ist dabei, dass es immer wieder zu sehr grossen Einzelwetten kurz vor einschneidenden politischen Ereignissen kommt. So setzte ein damals unbekannter Trader wenige Stunden vor der Festnahme des venezolanischen Präsidenten Nicolás Maduro durch eine amerikanische Spezialeinheit rund 30'000 Dollar auf genau dieses Szenario; kurze Zeit später war diese Position rund 400'000 Dollar wert. Wenige Wochen später stellte sich heraus, dass es sich beim Trader mit der glücklichen Hand um Gannon Ken Van Dyke handelt, der als Mitglied der amerikanischen Spezialkräfte selbst in die Planung und Ausführung der Militäraktion involviert war. Mittlerweile wurde er verhaftet und wegen illegaler Verwendung von Staatsgeheimnissen angeklagt. Auch die Machenschaften des Vorgesetzten von Van Dyke sorgten für Stirnrunzeln: So soll Pete Hegseth, Verteidigungsminister der USA, wenige Tage vor dem amerikanischen Angriff auf Iran seinen persönlichen Berater bei Morgan Stanley angefragt haben, ob sich für mehrere Millionen Dollar ein Fonds mit Rüstungsunternehmen erwerben lasse. Das Vorhaben wurde aus Compliance-Gründen nicht weiterverfolgt. Allein die Tatsache, dass Pete Hegseth eine solche Anfrage gestellt haben soll, wirft ein bezeichnendes Licht auf das Verständnis von Insiderhandel innerhalb der Trump-Regierung.

«Wenn Sie nicht verwirrt sind, haben Sie nicht richtig hingeschaut.»

Tom Peters, amerikanischer Unternehmensberater, Autor und Redner

Ich wäre nicht überrascht, wenn künftige Finanzhistoriker unsere Zeit mit Kopfschütteln betrachten und sich fragen werden, wie solches Verhalten so lange geduldet und derart lasche Regeln so lange hingenommen werden konnten. Es ist unerquicklich genug, wenn sich gewählte Politiker bereichern. Noch schlimmer ist, dass dies gesellschaftlich weitgehend akzeptiert und teils sogar bewundert wird.

Schein und Sein bei Private Equity

Zugegeben, Private Equity gab es in den Goldenen Zwanzigern noch nicht. Zumindest nicht in der Form, wie wir es heute verstehen. Selbstverständlich existierte privater Unternehmensbesitz schon damals, was ökonomisch betrachtet faktisch «Private Equity» ist. Was jedoch fehlte, waren spezialisierte Fonds, die nicht kotierte Unternehmen kaufen, um sie im Idealfall wenige Jahre später mit Gewinn weiterzuverkaufen – in einer Weise, wie der Begriff heute typischerweise verwendet wird.

Einer der profiliertesten Kenner und Kritiker dieser Anlageklasse ist der Franzose Ludovic Phalippou, der als Finanzprofessor in Oxford lehrt. Während meiner Zeit in Oxford durfte ich bei «Ludo» lernen und den sportbegeisterten Schnelldenker bei mehreren Joggingrunden und Apéros näher kennenlernen. Seit vielen Jahren kritisiert er die Private-Equity-Branche unter anderem bezüglich ihrer exorbitanten Gebühren (er nennt sie eine «Milliardärsfabrik», weil nur die Anbieter reich werden), ihrer unredlichen Renditemessung (die Renditegrösse «IRR» bezeichnet er als «Bullshit») sowie ihrer in vielerlei Hinsicht fehlgeleiteten Anreizstruktur.

An einem schönen Frühlingstag liefen wir durch Christ Church Meadow in Oxford, und ich fragte «Ludo»: «Stört es dich eigentlich nicht, dass du seit Jahrzehnten gegen Private Equity schreibst und dir offenbar kaum jemand zuhört? Es fliesst ja immer mehr Geld in diese Anlageklasse.» Der nicht an mangelndem Selbstvertrauen leidende Phalippou lachte und meinte, er habe sich dieselbe Frage ebenfalls schon gestellt. Er sei zur Erkenntnis gelangt, dass es im gesamten Private-Equity-Ökosystem tatsächlich

kaum jemanden gebe, der sich für die «wahren» Renditen interessiere.

«Nichts ist leichter als Selbstbetrug, denn was ein Mensch wahrhaben möchte, hält er auch für wahr.»

Demosthenes, griechischer Staatsmann (384 v.Chr.–322 v.Chr.)

Die Anbieter von Private-Equity-Fonds hätten naturgemäss kein Interesse an der Wahrheit. Sie kommunizierten lieber möglichst hohe Renditen, weil sie daran verdienten. Berater würden beigezogen, um die komplexen Anlagen zu «überwachen». Wenn weniger Geld in Private Equity fiesse, würden sie sich selbst abschaffen. Und die Investoren? Auch sie seien, so Phalippou, oft erstaunlich desinteressiert. Denn in aller Regel handle es sich um institutionelle Anleger, die nicht ihr eigenes Geld verwalten und gleichzeitig ein auf Private Equity spezialisiertes Sub-Team beschäftigen. Weisen sie tiefe Renditen aus, würden sie sich selbst kritisieren und ihren Job gefährden, weil Stiftungsrat und Anlagekommission das Private-Equity-Team schlicht nicht mehr bräuchten. Hinzu käme, dass sich Investoren typischerweise für zehn oder mehr Jahre binden, wenn sie in Private Equity investieren. Bis zum Ende der Laufzeit hätten die verantwortlichen Personen häufig mindestens zweimal den Job gewechselt. Die ernüchternde Diagnose meines angesehenen Oxforder Professors leuchtete mir ein.

«Es ist so leicht, andere, und so schwer, sich selbst zu belehren.»

Oscar Wilde, irischer Schriftsteller (1854–1900)

Doch ewig scheint selbst die «Milliardärsfabrik» nicht reibungslos zu funktionieren. In jüngerer Vergangenheit geriet die gut geölte Maschine spürbar ins Stocken. Das Kernproblem liegt darin, dass rund um die Tiefzinsphase der Covid-Pandemie viele Unternehmen zu

deutlich überhöhten Bewertungen gekauft wurden. Selbst im aktuellen Umfeld, mit Aktienmärkten nahe an ihren Höchstständen, tun sich zahlreiche Private-Equity-Fonds schwer, Beteiligungen mit Gewinn zu veräussern. Dass dies ausgerechnet in einer Hausse-Phase mit moderaten Zinsen geschieht, ist beunruhigend. Was würde erst passieren, wenn es zu einem abrupten Börsenrückschlag und weiter steigenden Zinsen käme, was den Druck auf die Bewertungen zusätzlich massiv erhöhen würde?

Als Folge der stockenden Unternehmensverkäufe (Exits) warten viele Investoren länger als erwartet auf Rückflüsse aus Fonds, in die sie vor acht, zehn oder fünfzehn Jahren investiert haben. Es fehlen Käufer, die bereit sind, die verlangten Preise zu bezahlen. Und weil institutionelle Investoren auf ihr Geld warten, investieren sie verständlicherweise vorsichtiger in neue Fonds.

Um zusätzliche Milliarden von Investoren einzusammeln, wurde die Branche kreativ. Private Equity soll nicht mehr nur institutionellen Investoren und sehr vermögenden Privatpersonen zugänglich sein, sondern auch Kleinanlegern. Wie nennt sich das in einer Branche der Gutmenschen? «Demokratisierung».

«Blasen zeichnen sich immer wieder dadurch aus, dass sie spekulatives Gambling «demokratisieren»»

John Plender, langjähriger Kolumnist der «Financial Times», Ausgabe vom 3. Januar 2026

Die «Finanz und Wirtschaft» berichtete im Oktober 2025, dass die Private-Equity-Schwergewichte KKR und Partners Group gezielt auf Schweizer Kantonal- und Raiffeisenbanken zugehen würden, um Kleinanlegern ihre Produkte schmackhaft zu machen. Selbst die angesehene Zuger Kantonalbank, mit der wir seit sehr vielen Jahren eine vertrauensvolle Zusammenarbeit pflegen, löst bei uns ab und zu Erstaunen aus. Diese empfahl ihrer Kundschaft in einer breit gestreuten Kommunikation vom 29. Januar 2026, welche

insbesondere an Retail-Kunden gerichtet war, Produkte zur «Renditeoptimierung im Tiefzinsumfeld». Hinter dem geschickt gewählten Marketingslogan verstecken sich hochmargige Produkte, an denen sich die Bank einen Reibach verdient. Besonders amüsant: Zur «Portfoliostabilisierung» werden auch Umsatzfinanzierungsprodukte (Trade Finance) angepriesen. Haben die Kantonalbanker bereits wieder vergessen, dass die Credit Suisse notabene mit solchen Produkten rund um das Greensill-Debakel Milliarden-Verluste eingefahren hat, die ihr am Ende das Genick gebrochen haben? Einige Kantonalbanken mutieren in ihrem Verkaufsgebaren immer mehr zu Grossbanken. Seien Sie also wachsam: Die «Gebühreoptimierer» (böse Zungen reden von Abzockern) sitzen nicht nur am Paradeplatz in Zürich oder im Bankenviertel von Frankfurt, sondern genauso in den Reihen der Regional- und Kantonalbanken.

Noch aggressiver geht die UBS vor. Wie die «Financial Times» Anfang März 2026 berichtete, hat die letzte verbliebene Schweizer Grossbank mit den Private-Equity-Häusern Carlyle, CVC und EQT Vereinbarungen getroffen, wonach sie an den exorbitant hohen Performance Fees von typischerweise 20 Prozent beteiligt wird. Dies als Gegenleistung dafür, dass sie deren Produkte forciert an vermögende Privatkunden vertreibt. Das Schweizer Bundesgericht hat bereits in seinem Leitentscheid von 2006 unmissverständlich festgehalten, dass Retrozessionen dem Kunden und nicht dem Vermögensverwalter (hier der UBS) gehören. Die UBS scheint das nicht zu interessieren. Die Banker können offenbar ruhig schlafen, wenn sie ihre Kunden im Kleingedruckten «transparent» über Vergütungsstrukturen informieren, die der bundesgerichtlichen Rechtsprechung widersprechen.

Neben aggressiven Vertriebsvergütungen setzt die Private-Equity-Branche auch auf intensives Lobbying: Ob es wohl Zufall ist, dass der milliardenschwere Gründer des Private-Equity-Riesen Blackstone, Stephen Schwarzman, der Universität Oxford eine ausserordentlich grosszügige Spende zukommen liess? Die Universität bezeichnete die Zuwendung von über 150 Mio. Pfund als «grösste Spende seit der Renaissance». Zu meiner Freude scheint sich mein früherer

Professor Phalippou davon nicht beeindruckt zu lassen. Er publiziert weiterhin regelmässig kritische Fachbeiträge zum Thema. Ich wünsche meiner Alma Mater auch künftig volle Unabhängigkeit in Forschung und Meinung.

Bemerkenswert resistent gegenüber den Avancen der Private-Equity-Branche bleibt auch der norwegische Staatsfonds «Norges». In vorbildlicher Weise verwalten die Norweger ihren aus Öleinnahmen gespeisten Fonds über ein breit diversifiziertes Portfolio aus Direktanlagen in Aktien, Anleihen und einem überschaubaren Immobilienanteil. Diese Vermögensallokation erinnert in ihrer Nüchternheit an die Ihnen bekannte «Hotz-Philosophie». Die Standfestigkeit der Norweger erstaunt mich, insbesondere weil der CEO von «Norges» ein Hedge-Fund-Millionär ist, der gerne in Private Equity investieren würde. Doch die norwegische Politik blieb bisher hart: Bereits viermal hat man sich gegen die Aufnahme von Private-Equity-Anlagen ausgesprochen. Respekt!

Ein weiteres Indiz dafür, dass es der notorisch verschlossenen Private-Equity-Branche schlechter geht, als viele zugeben möchten, ist die zunehmende Verbreitung sogenannter «Continuation Funds». Die Idee dahinter ist, dass sich eine Private-Equity-Gesellschaft eine Beteiligung faktisch selbst «verkaufen» kann. Was kompliziert klingt, ist in der Praxis erstaunlich einfach und lässt sich an einem realen Beispiel illustrieren.

2018 kaufte die Partners Group den deutschen Energiedienstleister Techem. Wie Medien berichteten, versuchte der Zuger Geldverwalter wiederholt, Techem an die Börse zu bringen oder zu verkaufen. Das Vorhaben scheiterte, weil die Angebote nicht den Preisvorstellungen der Verkäufer entsprachen. Ein Verkauf an einen anderen Finanzinvestor scheiterte zudem an wettbewerbsrechtlichen Hürden. Im Sommer 2025 verlor Partners Group offenbar die Hoffnung, einen externen Käufer zu finden, der den gewünschten Preis bezahlt. Schwuppdwupp wurde die Beteiligung aus einem Private-Equity-Fonds in einen Infrastruktur-Fonds transferiert, wobei beide Fonds von der Partners Group kontrolliert werden.

«Zeig mir die Anreize, und ich zeige dir das Ergebnis.»

Charlie Munger (1924–2023), Investorenlegende und langjähriger Partner von Warren Buffett

Sie können sich vorstellen, welche potenziell gefährliche Interessenkonflikte dabei entstehen. Soll die Bewertung der Transaktion möglichst hoch sein, um die Rendite im Private-Equity-Fonds zu maximieren? Oder möglichst tief, damit die Beteiligung für den Infrastruktur-Fonds möglichst attraktiv erscheint? Unterscheiden sich die Vergütungsstrukturen und Anreize der beiden Vehikel? Die Interessenkonflikte liegen auf der Hand. 2025 machten Transaktionen über Continuation Funds rund einen Fünftel aller Private-Equity-Deals aus. Die Party wird zwar verlängert, der Kater wird dadurch aber nicht milder, sondern eher noch schlimmer.

Private Debt als drohende Gefahr am Finanzhimmel

In den letzten Jahren ist die Anlageklasse Private Debt regelrecht explodiert. Die Grundidee ist simpel. Anleger investieren in einen Kreditfonds, der das Geld an Unternehmen und Private verleiht und dafür einen Zins verlangt. Im Unterschied zur Kreditverleihung durch Banken sind die regulatorischen Anforderungen bei Privatdarlehen deutlich tiefer. Private-Debt-Fonds können komplexere und riskantere Finanzierungen tätigen, als dies Banken typischerweise dürfen oder wollen. Entsprechend verführerisch sind die Renditeversprechen, zumindest in den Werbeproschüren. Die Lobbyisten der Branche gehen noch weiter. Sie argumentieren, das systemische Risiko für das ganze Finanzsystem sinke, weil Banken weniger Kredite vergeben und Risiken aus dem Bankensystem «ausgelagert» würden. In der Theorie klingt das plausibel. In der Praxis ist meines Erachtens das Gegenteil der Fall.

«Wenn heute jemand behauptet, genau zu wissen, was im Private-Credit-Markt vor sich geht, sollten Sie skeptisch sein: Entweder verfolgt er eigene Interessen – oder er redet schlicht ins Blaue hinein.»

Brooke Masters, Chefredakteurin des US-Teils der «Financial Times», Ausgabe vom 18. März 2026

Investoren in Private-Debt-Fonds nehmen nicht selten Bankkredite auf, um ihr Engagement mit Fremdkapital zu hebeln. Darüber hinaus werden auf Stufe des Fonds zusätzliche Kreditlinien bei Banken aufgenommen, um noch mehr Kredite vergeben zu können und die Renditen zu maximieren. Schliesslich vergibt der Fonds Kredite an Unternehmen, die ihrerseits bereits Bankkredite aufgenommen haben. So kommt es vor, dass eine Bank glaubt, gegenüber einem Unternehmen ein überschaubares Kredit-Engagement zu haben. In Wahrheit trägt sie über Kredite an Anleger, Kreditlinien an Fonds und Unternehmen ein indirektes Risiko, das um ein Vielfaches höher ist. Besonders aggressiv exponiert gegenüber Privatmarktschuldnern ist die amerikanische Grossbank Wells Fargo mit einem Engagement von über 60 Milliarden Dollar. Aber auch die Bank of America, Deutsche Bank und Citigroup sind mit je rund 30 Milliarden Dollar im Risiko. Es mag Zufall sein, dass alle vier Banken während der Finanzkrise 2008 auf staatliche Rettungsgelder angewiesen waren. Wells Fargo war damals im Vergleich der Schwachen noch die stärkste Grossbank in den USA. Es bleibt zu hoffen, dass man sich dieser relativen Stärke nicht allzu sehr rühmt und daraus nicht die falschen Schlüsse zieht. Die Geschichte der Finanzmärkte lehrt uns: Hochmut kommt vor dem Fall.

Private Debt hat das systemische Risiko nicht gesenkt, sondern hat es potenziell vervielfacht, und zwar in einem Masse, das weder für Banken noch Regulatoren transparent überblickbar ist. Es ist schlicht unmöglich, nachzuvollziehen, welchen Schuldnern über welche Kanäle wie viel Kapital geliehen wurde.

«Leverage wirkt in beide Richtungen. Leider neigen viele dazu, die zweite Richtung zu vergessen.»

Howard Marks, amerikanische Investorenlegende und Gründer von Oaktree Capital

Die Private-Debt-Branche hat einen besonders raffinierten Trick gefunden, das Wachstum der verwalteten Gelder zu befeuern. Die weltweit grössten Anbieter von Private Equity und Private Debt, Apollo, KKR und Blackstone, haben in den vergangenen Jahren systematisch Lebensversicherer übernommen: Apollo kaufte Athene, KKR übernahm Global Atlantic und Blackstone sicherte sich Everlake. Der Grund liegt auf der Hand: Lebensversicherer verwalten Hunderte von Milliarden Dollar an Versicherungsprämien, die langfristig angelegt werden müssen.

Nach erfolgter Übernahme stieg der Anteil «eigener» Produkte, also Private-Equity- und Private-Debt-Konstrukte des jeweiligen Mutterhauses, im Portfolio der Versicherungsgesellschaften rasch auf über 20 Prozent. Im Fall von Blackstone beziehungsweise Everlake beläuft sich dieser Anteil auf über 35 Prozent. Das System funktioniert bestechend einfach: Man kauft sich ein riesiges Vermögen ein, das man anschliessend selbst verwaltet und kassiert darauf die eigenen, horrenden Gebühren. Die Leidtragenden sind am Ende die Versicherungsnehmer, die kaum eine Ahnung haben, wie ihre Prämien investiert werden und schon gar nicht, wessen Interessen dabei im Vordergrund stehen.

Bisher ging dieses Spiel auf – nicht zuletzt dank günstiger Finanzierungsbedingungen. Doch der Untergang der weitgehend unbekannteren Automobilzulieferer First Brands und Tricolor, die beide stark mit Private Debt finanziert waren, führte im Herbst 2025 zu spürbarer Nervosität am Markt. Auch wenn die Zinsen auf Private-Debt-Anlagen im aktuellen Umfeld attraktiv wirken mögen, empfehle ich Ihnen, die Hände davon zu lassen. Investoren in Privatkreditfonds bei UBS und der US-Bank Jefferies haben mit dem Niedergang von First Brands und Tricolor Hunderte von Millionen verloren.

«Wenn man eine Kakerlake sieht, gibt es vermutlich noch mehr.»

Jamie Dimon, langjähriger CEO von J.P. Morgan, der marode, mit Privatmarktkrediten finanzierte Unternehmen als «Kakerlaken» bezeichnet

Vom Eisenbahnrausch zum KI-Boom

Als aktiver Laiennutzer künstlicher Intelligenz bin ich immer wieder fasziniert von den Fähigkeiten und Möglichkeiten dieser Modelle. Ob ich eine humorvolle Rede für eine Hochzeit schreibe, eine Reise plane oder nach Wachstumsmöglichkeiten für «Hotz» suche: KI versteht meine Anliegen erstaunlich gut und liefert fast immer eindruckliche Resultate. Ich habe keinen Zweifel, dass künstliche Intelligenz unser Leben in den nächsten Jahren fundamental verändern wird.

Ob sich jedoch die Aktienkurse der «Magnificent Seven» (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla) und anderer KI-Titel weiterhin so fulminant entwickeln werden wie in den letzten Jahren, ist alles andere als gesichert. Der Eisenbahnboom des 19. Jahrhunderts war zwar langfristig ein volkswirtschaftlicher Erfolg, der kapitalintensive Ausbau der Eisenbahnnetze in den Vereinigten Staaten führte jedoch auch zu zahlreichen Konkursen. Ob sich der enorm kapitalintensive Bau von Data Centers und für deren Betrieb notwendige Kraftwerke langfristig auszahlen wird, muss sich erst noch zeigen.

«Die vier gefährlichsten Worte an der Börse lauten: Diesmal ist alles anders.»

Sir John Templeton, US-amerikanischer Unternehmer und Fondsmanager (1912–2008)

Aus Anlegersicht bereiten mir drei Aspekte des KI-Booms Sorgen. Erstens die überaus kreativen Finanzierungsstrukturen, die in regelrechten Kreislaufgeschäften münden. Vereinfacht gesagt: Ein Unternehmen kauft Chips, bezahlt diese aber nicht mit Geld, sondern mit eigenen Aktien. Gleichzeitig bezieht es

Rechenleistung von einem anderen Anbieter, der wiederum genau diese Chips einsetzt. So entsteht der Eindruck starker Nachfrage, obwohl sich die beteiligten Firmen teilweise gegenseitig Aufträge zuschieben. In der Realität mögen solche Deals komplexer sein, der Kern des Problems bleibt jedoch gleich: Wertschöpfung und Zahlungsströme werden zirkulär, und es ist unklar, wie hoch die externe Endnachfrage tatsächlich ist.

Innovation ist in der Realwirtschaft meist ein Segen. In der Finanzindustrie ist «Innovation» hingegen oft ein Euphemismus für Intransparenz, Anreizverzerrungen und – im schlechtesten Fall – für systematische Abzocke. Ob Kreislaufgeschäfte im KI-Ökosystem, Continuation Deals oder neue Kryptokonstrukte: Wenn im Finanzbereich «Innovation» gefeiert wird, sollten die Alarmglocken besonders laut läuten.

«Die Finanzwelt feiert die Erfindung des Rades immer wieder aufs Neue – oft in einer etwas instabileren Ausführung.»

John Kenneth Galbraith, bedeutender amerikanischer Ökonom, Autor und Politiker (1908–2006)

Der zweite Punkt, der mir beim KI-Boom Sorgen bereitet, ist der rasant steigende Fremdfinanzierungsgrad. Historisch waren die führenden Tech-Konzerne Musterknaben solider Bilanzen und sie hatten kaum Fremdkapital. Stand heute sind Amazon, Microsoft und Meta Netto-Schuldner. Noch aggressiver agiert Oracle. Das Unternehmen verfolgt stark fremdfinanzierte Expansionspläne, die praktisch ausschliesslich auf dem Erfolg von OpenAI (ChatGPT) aufbauen. Ob der Ritt auf der Rasierklinge für Larry Ellison und seine Mitaktionäre aufgehen wird, wird die Zukunft zeigen. Ich habe meine Zweifel.

Drittens haben sich die Klumpenrisiken, insbesondere im amerikanischen Aktienmarkt, weiter akzentuiert. Passive Investoren, welche blind in einen Index wie den MSCI World, S&P 500 oder Nasdaq investieren, allozieren einen erheblichen Teil ihrer Gelder

zu abenteuerlich hohen Bewertungen in KI-Aktien. Und es kommt noch schlimmer: Im Zuge der Börsengänge von SpaceX, OpenAI und Anthropic hat Nasdaq kurzerhand die eigenen Regeln geändert. Neu können sehr grosse Börsenneulinge bereits nach 15 Handelstagen in den Nasdaq 100 aufgenommen werden, sofern sie gemessen an der Börsenkapitalisierung zu den 40 grössten Indexwerten zählen. Die bisherige Mindestanforderung eines frei handelbaren Aktienanteils von 10% wurde nicht bloss gestrichen, sondern bei Unternehmen mit sehr tiefem Streubesitz (Free Float) wird die Indexgewichtung neu sogar mit dem Faktor drei multipliziert! Damit werden passive Anleger gezwungen, noch grössere Klumpenrisiken in hoch bewerteten Aktien einzugehen – oftmals, ohne sich dieser Risiken bewusst zu sein. Experten sprechen bereits von einer Blase des passiven Investierens.

Stell dir vor, es gibt Arbeit, aber keiner geht hin

Nach den vorstehenden Ausführungen zu Anlagethemen möchte ich noch einen gesellschaftspolitischen Gedanken mit Ihnen teilen. Bei einem Kundenbesuch in Pforzheim sagte mir ein langjähriger Kunde und über die Region hinaus bekannter Anwalt, der auch mit über 80 Jahren noch berufstätig ist, dass die Gegenwart die schwierigste Zeit sei, die er je erlebt habe. Er mache sich grosse Sorgen um Europa. Trotz – oder vielleicht gerade wegen – meiner deutlich kürzeren Lebenserfahrung sehe ich die Situation nicht ganz so negativ wie der geschätzte Kunde. Dennoch bin ich überzeugt, dass wir aufpassen müssen, nicht Opfer unseres eigenen Wohlstands zu werden.

«When life gets hard, work harder.»

Daniel, ein Kommilitone aus meiner Zeit in Oxford

Ich bin der festen Überzeugung, dass wir in Europa und auch in der Schweiz gut beraten sind, uns wieder stärker an der Haltung meines Oxforder Kommilitonen zu orientieren. Damit keine Missverständnisse entstehen: Ich bin ein grosser Befürworter davon, dass Väter mehr Zeit mit ihren Kindern verbringen,

Frauen stärker am Arbeitsmarkt teilnehmen und wir heute mehr Ferien haben als vor 100 Jahren. Das sind wichtige Errungenschaften der neueren Zeit. Doch wir dürfen eines nicht vergessen: Wir stehen in einem globalen Wettbewerb. Diesen Wettbewerb spüren wir im Alltag kaum. Amerikaner, Inder oder Chinesen nehmen uns nicht direkt den Arbeitsplatz weg. Aber Europa verliert schleichend an Boden. Dafür sind wir letztlich selbst verantwortlich. Ein Blick auf die Daten der OECD ist ernüchternd. Noch 1980 war das Bruttoinlandprodukt pro Kopf in Deutschland und Frankreich praktisch gleich hoch wie in den USA. Die Schweiz lag rund 50 Prozent darüber. Seither hat Europa kontinuierlich verloren. Heute liegt das amerikanische BIP pro Kopf rund 50 Prozent über dem deutschen und sogar doppelt so hoch wie jenes von Frankreich. Auch die Schweiz hat an Vorsprung eingebüsst und liegt nur noch rund 15 Prozent vor den USA. China konnte den Abstand zu den USA in dieser Zeit deutlich reduzieren. Das BIP pro Kopf beträgt heute rund 15 Prozent des amerikanischen Niveaus – etwa zehnmal mehr als 1980. Allerdings ist diese Aufholjagd in den letzten Jahren spürbar ins Stocken geraten.

«Amerika innoviert, China imitiert, Europa reguliert.»

Giorgia Meloni, amtierende Premierministerin von Italien

Für den relativen Abstieg Europas gibt es viele Gründe. Dazu gehören überflüssige regulatorische Bremsen und geopolitische Verschiebungen. Ein zentraler Faktor ist jedoch die geleistete Arbeitszeit. Während Amerikaner 1980 rund 6 Prozent länger arbeiteten als Deutsche, sind es heute etwa 35 Prozent. Selbstverständlich sind volkswirtschaftliche Entwicklungen komplex und lassen sich nicht auf eine einzige Variable reduzieren. So gibt es in Europa mehr Teilzeitarbeit, was die durchschnittliche Arbeitszeit pro Arbeitnehmer senkt. Dennoch bleibt der Eindruck bestehen: Wir arbeiten im internationalen Vergleich erstaunlich wenig.

Als ich vor meinem Eintritt ins Familienunternehmen Länder wie Indien, Vietnam oder China bereiste, spürte ich einen enormen Willen. Den Willen, aufzuholen. Den Willen, als Land erfolgreich zu sein. Den Willen, unseren westlichen Lebensstandard zu erreichen. Vielleicht ist es an der Zeit, dass wir uns in Europa nicht mehr primär untereinander vergleichen, sondern uns wieder stärker dem globalen Wettbewerb stellen und unnötige Bürokratie abbauen.

«Europa muss aufwachen, sonst ist es in vielerlei Hinsicht verloren».

Tracy Blackwell, scheidende CEO der Pension Insurance Corporation, eine britische Versicherungsgesellschaft

Die Verschiebung der wirtschaftlichen Kräfte zeigt sich auch im Alltag. Wenn sich meine Schweizer Freunde darüber beklagen, dass amerikanische Touristen die Preise für Skibillette in die Höhe treiben würden, lohnt sich vielleicht ein Moment der Selbstreflexion. Viele dieser ausländischen Gäste können sich solche Ferien leisten, weil sie in einem äusserst wettbewerbsintensiven Umfeld hart gearbeitet und wirtschaftlichen Erfolg erzielt haben. Statt uns über ihre Kaufkraft zu ärgern, täten wir gut daran, uns dem globalen Wettbewerb selbstbewusst zu stellen. Nicht selten sind es dieselben Personen, die sich über die hohen Preise in der Heimat empören und wenige Wochen später begeistert in ferne Länder reisen, weil dort für uns alles so wunderbar günstig ist. Was uns im Ausland erfreut, missfällt uns plötzlich vor der eigenen Haustür.

«Alle Wirtschaftsprobleme wären zu lösen, wenn man die Selbstgefälligkeit steuerpflichtig machte».

Jacques Tati, französischer Filmregisseur, Schauspieler und Drehbuchautor (1907–1982)

Die langjährige «NZZ am Sonntag»-Journalistin Christian Severin publizierte in der Ausgabe vom 17. Mai einen pointierten Kommentar zur Arbeitsmoral in der Schweiz. Der Beitrag erschien unter dem Titel: «Einheimische beim Staat, Ausländer in der Privatwirtschaft: Der Schweizer Arbeitsmarkt gleicht immer mehr jenem von Dubai». Darin zeigt sie süffisant auf, dass Schweizerinnen und Schweizer über die letzten 15 Jahre zunehmend in staatlichen oder staatsnahen Betrieben arbeiten, während Ausländerinnen und Ausländer die Mehrheit der neu geschaffenen Stellen in der Privatwirtschaft besetzen. Meines Erachtens ist das eine ungesunde Entwicklung und ein weiteres Indiz dafür, dass sich hierzulande immer weniger Menschen dem direkten Wettbewerb der Privatwirtschaft stellen wollen.

Die richtige Anlagestrategie

Es war ein turbulentes erstes Halbjahr, das uns einmal mehr vor Augen führte, wie sehr die Launen eines einzelnen Politikers die globalen Kapitalmärkte in Atem halten können. Vielleicht fragen Sie sich an dieser Stelle, ob ich mich als Untergangsprophet versuche – eine Gattung von Investoren, die mein Vater seit vielen Jahrzehnten genüsslich auf die Schippe nimmt. Dem ist nicht so. Ich bin von Natur aus Optimist und blicke der Zukunft mit grosser Zuversicht entgegen. Gerade deshalb halte ich es für wichtig, insbesondere in Boomphasen die bestehenden Risiken nicht auszublenken.

Die Renditen, die in den letzten Jahren mit Technologieaktien erzielt werden konnten, sind eindrucksvoll. Weder ich persönlich noch die «Hotz-Portfolios» haben diese Trends blind mitgemacht. Dafür gibt es aus Risikoperspektive gute Gründe. Gleichzeitig bin ich fest davon überzeugt, dass unsere Wirtschaft über enormes Potenzial verfügt. Es gibt unzählige kluge, engagierte und innovative Menschen, die unternehmerisch tätig sind und damit massgeblich zum langfristigen Wohlstand beitragen. Das war in der Vergangenheit so und wird auch in Zukunft der Fall sein. Nicht ohne Gegenwind. Und nicht ohne zwischenzeitliche Korrekturen. Doch die Menschheit hat Weltkriege, Naturkatastrophen und politische Instabilität

überstanden und langfristig stets mit bemerkenswertem Innovationsgeist reagiert.

Blasen lassen sich bekanntlich erst im Nachhinein eindeutig erkennen. Und selbst wenn sich Anzeichen frühzeitig abzeichnen, bedeutet das noch lange nicht, dass man dem Aktienmarkt fernbleiben sollte. Der Dotcom-Boom nahm bereits zu Beginn der 1990er-Jahre Fahrt auf. Zwischen Januar 1991 und Januar 1996 verdreifachte sich der Technologie-Index Nasdaq nahezu. Nach dieser Hausse hätte man bereits Anzeichen einer Blase erkennen können. Dennoch war der Januar 1996 noch immer ein hervorragender Einstiegszeitpunkt. Bis ins Jahr 2000 verfünffachte sich der Nasdaq erneut, bevor er um rund 80 Prozent einbrach. Trotz dieses massiven Absturzes wurde das Kursniveau von 1996 nie mehr unterschritten. Die Lehre daraus ist so einfach wie unbequem: Weder den richtigen Einstieg noch den richtigen Ausstieg kennt man im Voraus. Weder Sie noch wir.

«Ob es eine Blase ist, erkennt man erst, wenn sie platzt.»

Alan Greenspan, ehemaliger Chef der amerikanischen Notenbank Fed

Jay Gatsby, die Hauptfigur des Romans *The Great Gatsby*, verkörpert die Goldenen Zwanziger, eine Epoche zwischen grenzenlosem Optimismus und gefährlicher Selbstüberschätzung, wie kaum ein anderer. Zuversicht und Nüchternheit zu vereinen, den Mut zum Investieren zu haben und gleichzeitig resistent gegenüber spekulativen Modetrends zu bleiben, sind Kernversprechen von «Hotz». Daran wird sich nichts ändern. Ob unsere «Roaring Twenties» dasselbe Schicksal ereilen werden wie jene von vor hundert Jahren, weiss niemand. Was wir wissen, ist dies: Wer langfristig denkt, breit diversifiziert in qualitativ hochwertige Aktien investiert, wenig oder keine Schulden hat und sich von Spekulationsmoden fernhält, ist optimal positioniert, um den nächsten Sturm aus einer Position der Stärke zu überstehen.

Ich danke Ihnen herzlich für das Vertrauen, das Sie uns schenken. Auch in Zukunft werde ich mich mit grosser Freude regelmässig mit meinen Gedanken an Sie wenden. Das ändert nichts daran, dass Pirmin vorerst unverändert «Chefredaktor» der halbjährlichen Kundenbriefe aus dem «Hause Hotz» bleibt. Ich freue mich darauf, an der Seite meines Vaters noch viele Jahre gemeinsam gestalten, unternehmerische Ziele erreichen und für Sie, geschätzte Kundinnen und Kunden, da sein zu dürfen.

Mit meinen allerbesten Wünschen und herzlichen Grüssen, im Namen des ganzen «Hotz»-Teams, Ihr


Florian Hotz

Mitglied der Geschäftsleitung



Meinung

Aktienmärkte trotzen allen Krisen, wie einst vor dem Dotcom-Crash

Pirmin Hotz

Der Nasdaq hat sich in sechs Jahren vervierfacht, die Bewertungen erreichen ein Niveau wie während der Blase von 2000. Ob finanzielle Repression die Hausse rettet oder ein Crash droht – zwei Faktoren entscheiden.

Was ist nur los an den Aktienmärkten? Nach dem Zöllhammer im April letzten Jahres liess der legendäre Banker Oswald Grübel über die Medien verlauten, dass er sein Geld primär in Liquidität parke und der Zeitpunkt für Aktienkäufe noch nicht gekommen sei. Seither erklimmen die Aktienmärkte ein Hoch nach dem anderen.

Es scheint, als ob sie jede Schwerkraft verloren hätten. Weder die Kriege in der Ukraine und im Iran noch die wirre Zollpolitik von US-Präsident Donald Trump oder steigende Inflation und Zinsen können die Märkte nachhaltig erschüttern. Zwischenzeitliche Korrekturen werden innerhalb weniger Tage oder Wochen von kräftigen Haussen abgelöst.

Angetrieben vom Hype um die künstliche Intelligenz (KI) beeindruckt insbesondere die Performance der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq 100. Der Index hat sich mit einer atemberaubenden Rendite von jährlich rund 26% innerhalb von gut sechs Jahren etwa vervierfacht.

Die Bewertungen der Dividendenpapiere stehen auf einem Niveau, wie dies zuletzt vor dem Platzen der Dotcom-Blase der Fall war. Gemessen am Shiller-KGV wird der US-Aktienmarkt derzeit mit dem rund vierzig- (S&P 500) bis sechzigfachen Gewinn (Nasdaq) bewertet. Zur Jahrtausendwende korrigierte der S&P 500 um 40%, während die Technologiebörse Nasdaq sogar um 80% einbrach – der Index musste sich danach im Kurs verfünffachen, um die Verluste auszubügeln. Stehen wir, ähnlich wie damals, kurz vor einem Börsenkollaps?

Warren Buffett leidet unter der KI-Euphorie

Ein Indiz, das für eine Blase spricht, ist das euphorische Verhalten vieler Investoren. Sie begnügen sich nicht mehr mit der Rendite von jährlich 7 bis 9%, die Aktien langfristig abwerfen. Wer kann es Anlegern verübeln, wenn Titel von wachstumsgetriebenen Unternehmen wie ASML, Intel oder Nvidia innerhalb von Tagen oder

Wochen eine zweistellige Rendite abwerfen?

Die Börsenhausse ist fast ausschliesslich getrieben von Aktien des Technologie- und Informationssektors rund um das Gebiet der KI. «Benchmark Huggers», die indexnah investieren, profitieren in dieser Phase vom heissgelaufenen US-Aktienmarkt, der im Weltmarktindex MSCI ein Gewicht von deutlich über 60% einnimmt und stark von der Informationstechnologie getrieben ist. Gemäss Schätzungen deckt eine überschaubare Anzahl Unternehmen, die von der Entwicklung auf dem Gebiet der KI profitieren, zwischenzeitlich gegen 50% des US-Aktienmarktes ab.

Die Musik spielt derzeit bei den KI-Giganten und nicht bei «langweiligen» Konzernen wie Coca-Cola, Nestlé, Procter & Gamble oder Siemens, die stetigen Gewinn erzielen und eine attraktive Dividende ausschütten. Wertorientierte Investoren wie das Orakel von Omaha, Warren Buffett, essen in diesen Goldgräberzeiten hartes Brot. Die monumentale Unterperformance von über 30 Prozentpunkten, die er mit seiner Berkshire Hathaway innerhalb von Jahresfrist gegenüber dem S&P 500 ausweisen musste, spricht Bände.

«Parallelen zur Dotcom-Blase der Jahrtausendwende sind unübersehbar.»

Mit den Börsengängen der Raumfahrt- und KI-Unternehmen SpaceX, Anthropic und OpenAI könnte die Tech-Euphorie ihren Höhepunkt erreichen. Ihre sagenhaften Bewertungen basieren zu einem signifikanten Teil auf Ertrag, der zirkulär untereinander erzielt wird. In einem beschleunigten Verfahren werden die drei Gesellschaften in die grossen Indizes aufgenommen werden – ein ordnungspolitischer Skandal, zumal Heerscharen von passiven Anlegern prozyklisch in Klumpenrisiken gedrängt werden. Experten warnen bereits vor einer Blase des passiven Investierens.

Zum Börsenstart erreichte die von Elon Musk kontrollierte SpaceX, die im letzten Jahr gerade einmal 19 Mrd. \$ an Umsatz generierte und einen Verlust von

FINANZ und WIRTSCHAFT

5 Mrd. \$ auswies, eine astronomische Börsenkapitalisierung von über 2 Bio. \$. Ob die gigantischen Ziele des Weltraumvisionärs Musk am Ende aufgehen werden, steht buchstäblich in den Sternen.

Aus Erfahrung wissen wir, dass euphorisierte Anleger fast über Nacht panisch reagieren, wenn die Börsenstimmung einmal kippt. Ein Indiz, das für eine Überhitzung spricht, ist ein beängstigendes KI-Washing. Jedes Unternehmen, das sich eine höhere Börsenbewertung wünscht, reichert sein Geschäftsmodell mit KI-Fantasie an. Parallelen zur Dotcom-Blase der Jahrtausendwende sind unübersehbar.

Finanzielle Repression treibt Aktienkurse

Es kann aber auch ganz anders kommen und die Hausse sich fortsetzen. Dabei könnte ausgerechnet eine besorgniserregende geopolitische Entwicklung für Rückenwind sorgen, von der man eher die gegenteilige Wirkung erwarten würde: die weltweit ausufernde Staatsverschuldung.

Zwar stehen die Zinsen in den Vereinigten Staaten von Amerika, in Grossbritannien und in Japan so hoch wie seit rund fünfzehn Jahren nicht mehr, doch es zeichnet sich immer mehr ab, dass der Druck der Politik auf die führenden Notenbanken der Welt – USA, Japan und Europa – zunehmen wird, die Zinsen zu senken, um den Haushalt zu schonen und einen Staatsbankrott zu vermeiden.

Das Zauberwort wird finanzielle Repression lauten. Dabei werden die Zinsen signifikant unterhalb des Inflationsniveaus gehalten. Japan macht es seit vielen Jahren vor: Es ist mit horrenden 235% des Bruttoinlandsprodukts verschuldet, und der Leitzins liegt mit 0,75% um satte 2,5 Prozentpunkte tiefer als die durchschnittliche Inflation des Jahres 2025, die rund 3,2% betrug.

Die Bank of Japan hat ihre Unabhängigkeit von der Politik längst aufgegeben. Als Folge der finanziellen Repression Nippons wetten spekulative Hedge Funds mit günstigen Yenkrediten und sogenannten Carry Trades auf eine dramatische Abwertung der japanischen Valuta, deren historische Unterbewertung wiederum die Aktienkurse befeuert.

In den USA, wo die Inflation auf ähnlich hohem Niveau wie in Japan lag, beträgt der Leitzins deutlich höhere 3,75% – zum Ärger des amerikanischen Präsidenten. Es wird sich

zeigen, ob sich der neue Notenbankchef Kevin Warsh dem Druck Trumps, die Zinsen zu senken, widersetzen kann.

«Ein Shiller-KGV von 40 oder 50 könnte unter diesen Voraussetzungen zur Normalität werden.»

Inwieweit sich die Börsenhausse fortsetzen oder es zu Rückschlägen kommen wird, hängt somit von zwei zentralen Fragen ab. Erstens: Werden die KI-Unternehmen, die fast ausschliesslich für den gegenwärtigen Börsenboom verantwortlich zeichnen, die hohen Erwartungen erfüllen oder sogar übertreffen können? Zweitens: Wie werden die führenden Notenbanken mit dem zunehmenden Druck umgehen, sowohl den Forderungen der Politik als auch den steigenden Inflationserwartungen gerecht zu werden?

Enttäuschungen in den stürmischen Wachstumsplänen der KI-Branche können jederzeit zu einer zwischenzeitlichen Baisse führen. Setzt sich hingegen der Wille der Politik zur Durchsetzung finanzieller Repression durch, werden sich immer mehr Investoren gezwungen sehen, ihre Gelder in Aktien anzulegen, um sich vor schleichender Enteignung durch den Staat zu schützen.

Infolge notorisch tiefer Zinsen käme es an den Finanzmärkten zu einem eigentlichen Paradigmenwechsel, weil bewährte Bewertungsmaassstäbe kaum mehr etwas taugen würden. Ein Shiller-KGV von 40 oder 50 könnte unter diesen Voraussetzungen zur Normalität werden.

Jim Rogers, der amerikanische Rohstoffguru und ehemalige Geschäftspartner von George Soros, verkündete bereits vor zehn Jahren, dass «ein Crash biblischen Ausmasses» bevorstehe. Das Gegenteil ist eingetroffen. Auch heute wissen wir nicht, was die Zukunft bringt.

Warren Buffett durchlitt bereits Ende der Neunzigerjahre eine Phase der monumentalen Unterperformance. Danach kam es zu einem beeindruckenden Comeback des legendären Value-Investors. Die Anlegergemeinde ist gut beraten, den Altmeister auch in seinem hohen Alter nicht vorzeitig abzuschreiben.

Meinung

Brandbeschleuniger AT1-Anleihen

Pirmin Hotz

BANKENREGULIERUNG – Im Streit über die UBS-Eigenmittel will eine Gruppe Parlamentarier der Bank den stärkeren Einsatz spezieller Schuld-scheine erlauben. Doch die haben im CS-Untergang ihre Untauglichkeit bewiesen.

Wohl im April wird der Bundesrat seine Botschaft zu den neuen Kapitalregeln zuhanden des Parlaments veröffentlichen. Dort kursiert bereits ein sogenannter Kompromissvorschlag ausgehend von Nationalrat und Banker Thomas Matter, der es UBS erlauben würde, ihre ausländischen Tochtergesellschaften mit bis zu 50% über sogenannte AT1-Anleihen zu finanzieren statt mit hartem Eigenkapital, wie der Bundesrat es fordert. Die Idee ist ein praxisuntauglicher Rohrkrepieler, wie uns die Erfahrung mit Credit Suisse lehrt.

Dem Bericht der Parlamentarischen Untersuchungskommission ist zu entnehmen, dass CS spätestens gegen Ende 2022 auf der Intensivstation lag und – auch wegen der von der Finanzmarktaufsicht (Finma) gewährten Erleichterungen – unterkapitalisiert war. Spätestens zu diesem Zeitpunkt hätten die AT1-Anleihen in Eigenkapital gewandelt werden müssen. Dies bekräftigten sowohl der abstürzende CS-Aktienkurs, als auch ihre explodierenden Kreditrisikoausfallprämien. Zur Überzeugung, dass es CS am Ende an Eigenkapital mangelte, kam auch UBS, sonst hätte sie die Behörden bei der Übernahme ihrer Konkurrentin nicht auf die Abschreibung der AT1-Anleihen gedrängt.

Die entscheidende Frage ist nun die: Warum unterblieb die frühzeitige Abschreibung der AT1-Anleihen, obwohl bei Lichte betrachtet Behörden und CS-Verantwortliche ab Herbst 2022 zum Schluss kommen mussten, dass die Bank dringend zusätzliches Eigenkapital brauchte, um das erodierte Vertrauen der Kunden zu stärken?

Untaugliche Schönwetterkonstrukte

Die ehrliche Antwort ist wohl die: Eine Abschreibung hätte die Verunsicherung der Investoren und den Bank Run erst recht eskalieren lassen und den Tod von CS befördert. Bankleitung und Behörden mussten

davon ausgehen, dass ein AT1-Event eine Panik an den Märkten auslösen würde – ein klassischer Circulus vitiosus. Deshalb sahen sich Bundesrat, Finma und Nationalbank veranlasst, bis zuletzt gebetsmühlenartig zu verkünden, die Bank habe weder ein Kapital- noch ein Liquiditätsproblem. AT1-Anleihen sind ein Schönwetterkonstrukt. In Krisen mutieren sie zu Brandbeschleunigern. Das muss allen Verantwortlichen bewusst gewesen sein, weshalb die Abschreibung zur Stabilisierung von CS nicht, wie eigentlich vorgesehen, vor ihrem Kollaps, sondern erst danach erfolgte.

Der fragwürdigen Kommunikation von Behörden und Bankleitung in der Phase vor dem CS-Untergang folgend hat das Bundesverwaltungsgericht mit seinem Entscheid vom Oktober 2025 die Abschreibung der AT1-Anleihen als illegitim abgewiesen. Es ist ein logischer Entscheid der Richter in einem ordnungspolitischen Sündenfall, der sich für die Schweizer Steuerzahler als milliarden-schweres Eigentor erweisen dürfte. Deutlich höhere Eigenmittel sind also der einzig wirksame Hebel, um im Falle eines UBS-Untergangs Schaden von den Steuerzahlern abzuwenden. Kein Land der Welt steht bei einer einzigen Bank mit 200% im Verhältnis zum BIP derart im Risiko wie die Schweiz. Es widerspricht auch internationalen Gepflogenheiten, wenn das Eigenkapital der UBS-Auslandtöchter zu Teilen mit Fremdkapital der Muttergesellschaft finanziert wird. Genauso absurd wäre es, wenn eine Privatperson, die bei UBS eine Hypothek beantragt, die erforderlichen Eigenmittel zum Kauf einer Liegenschaft mit einem Kredit einer anderen Bank finanzieren würde (double leverage).

Gefährden höhere Eigenmittel die Wettbewerbsfähigkeit von UBS? Erstaunlich ist, wie diese Befürchtung breite Akzeptanz finden konnte, denn es gibt keinerlei wissenschaftliche oder empirische Belege für diese These. Viele Kantonalkassen arbeiten seit Jahrzehnten erfolgreich mit hohen Eigenkapitalquoten. Würden hohe Eigenkapitalquoten tatsächlich die Wettbewerbsfähigkeit gefährden, müsste UBS im Umkehrschluss ihre Kredite bevorzugt an Kunden mit wenig Eigenmitteln ausrichten – eine ziemlich skurrile und praxisfremde Vorstellung.

FINANZ und WIRTSCHAFT

Nie in der Geschichte der Grossbanken waren die Eigenkapitalquoten so tief wie in den letzten zwanzig Jahren. Nach Lesart von UBS müsste dies ein Segen für die Wettbewerbsfähigkeit der Bank und ihre Aktionäre gewesen sein. Ein Blick zurück zeigt das Gegenteil.

«Abschreibung der Anleihen hätte den Bank Run erst recht eskalieren lassen.»

Aktionäre gingen leer aus

Während der schweizerische Gesamtmarkt (SPI) von 2006 bis 2025 eine kumulierte Rendite von 217% (5,9% p.a.) abgeworfen hat, brachten es die Eigenkapitalgeber von UBS inklusive aller Dividenden gerade einmal auf kumuliert 10% (0,5% p.a.). Tiefe Eigenmittelquoten sind offenkundig keine Garantie für attraktive Renditen der Aktionäre, sondern einzig für angestellte Bonusbezügler der Teppichetage. Während das Eigenkapital der Aktionäre UBS über zwei Jahrzehnten praktisch nichts gekostet hat, mussten AT1-Anleihen jährlich mit 6 bis 9% verzinst werden. Die Aussage, AT1-Anleihen seien günstiger als Eigenkapital, ist deshalb allein aufgrund der empirischen Evidenz stark zu relativieren.

Was haben uns die Fälle UBS und CS gelehrt? Tiefe Eigenkapitalquoten erhöhen die Refinanzierungskosten einer Bank, gefährden ihre Wettbewerbsfähigkeit und Bonität, führen in Krisenzeiten zu einem Vertrauensverlust von Kunden sowie Anlegern und letztlich zu einem Bank Run. Diese Naturgesetze, die offenkundig für alle Unternehmen gelten, predigen Banken auch ihren Kunden, wenn diese einen Kredit beantragen.

Aktuell liegt das harte Eigenkapital von UBS bei 4,4%. Wird die Forderung des Bundesrats umgesetzt, steigt die Quote gegen 6% – im Grunde eine Marginalie. Das innert zehn Jahren ganz einfach durch die Reduktion oder das Aussetzen von Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufen erreicht werden. Hätte der Bundesrat, in Einklang mit den renommierten Professoren Anat Admati, Martin Hellwig und Simon Johnson, 20 bis 30% hartes Eigenkapital gefordert, wäre eine Erhöhung von satten 300 statt «nur» 25 bis 40 Mrd. \$ nötig. Als Folge davon erschiene die vom Bundesrat geforderte «Extremlösung» als geradezu moderater Kompromissvorschlag.

Die Schweiz hat innerhalb von nur fünfzehn Jahren den Kollaps ihrer zwei grössten Banken erlebt. Die UBS-Bosse versichern, dass dies niemals mehr passieren wird. Wirklich? Dazu ein Zitat von Albert Einstein: «Die Definition von Wahnsinn ist, immer wieder das Gleiche zu tun und andere Ergebnisse zu erwarten.»

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



Wertschwankungsreserven Wider die Modellgläubigkeit

Thomas Hauser

Während vor zwanzig Jahren die Berechnung der Wertschwankungsreserve oft Pi mal Daumen mit der Praktikermethode erfolgte, kommt heute meist die finanzökonomische Methode zum Einsatz. Die Ermessensspielräume sind deswegen kaum geringer geworden.

Vor Jahren erstaunte mich als jungen Akademiker die Äusserung eines Stiftungsratspräsidenten in einer Sitzung: Die Reservesätze bei der verwendeten Praktikermethode würden so gewählt, dass bei gegebener Strategie eine Zielreserve von 18% entstehe. Dieses «Backwards-Engineering» empfand ich als hoch subjektiv und somit wenig professionell. Mir schien klar, dass die objektive finanzökonomische Methode verwendet werden muss, zumal nur diese die Diversifikationseffekte berücksichtigt.

Nach Jahren der Erfahrung mit Pensionskassen und deren Berechnung von Wertschwankungsreserven muss ich das Urteil zumindest in Teilen revidieren. Sicherlich ist die finanzökonomische Methode angebracht, aber sie garantiert keine absolute Objektivität und berechnet auch nicht die richtige Reserve. Denn die Freiheit bei der Wahl der diversen Parameter und insbesondere der Berechnung der Rendite-/Risiko-Eigenschaften verschiebt die Subjektivität nur auf ein höheres Niveau und kaschiert sie damit besser als bei der Praktikermethode.

Abhängigkeit vom Sicherheitsniveau...

Eine stilisierte Pensionskasse soll als Beispiel dienen. Deren Allokation ist: 40% Aktien (davon 10% Aktien Schweiz), 20% Immobilien Schweiz, 35% Anleihen (Franken) und 5% Liquidität. Bei gegebener Sollrendite von 1.25% und langfristigen Rendite-/Risiko-Eigenschaften¹ schwankt der Zielwert für die Wertschwankungsreserve beträchtlich je nach Sicherheitsniveau: Will der Stiftungsrat, dass die Reserve in 99 von 100 Jahren reicht (99% Sicherheitsniveau), um die Marktschwankungen und die Sollrendite auszugleichen, beträgt die Zielreserve 17%. Bei weniger Sicherheitsbedarf

ist die Zielreserve deutlich geringer: 11% bei 95% Sicherheitsniveau und 14% bei 97.5% Sicherheitsniveau. Will der Stiftungsrat jedoch sehr konservativ sein und definiert ein Sicherheitsniveau von 99.9%, so steigt der Zielwert für die Wertschwankungsreserve auf 24% (vgl. Grafik).

Diese Wahlmöglichkeit der Parameter und die damit einhergehende Subjektivität der Zielreserveberechnung sind kein Votum für Vorgaben in Fachrichtlinien oder Verordnungen – im Gegenteil. Es ist erfreulich, dass der Stiftungsrat einen Ermessensspielraum hat und sich deshalb eine Meinung bilden muss, welche Reservegrösse angemessen ist. Im Durchschnitt hatten per Ende 2024 die Schweizer Pensionskassen 16.5% Wertschwankungsreserven bei 62% Realwertanlagen². Eine genügend grosse Wertschwankungsreserve hilft, der Anlagestrategie auch in stürmischen Zeiten diszipliniert zu folgen. Denn oft kommt von den Experten in Krisen die Aufforderung, prozyklisch Risiken abzubauen – sprich Aktien zu verkaufen. Die Folgen einer solchen Strategieänderung zur Unzeit können verheerend sein, da die Pensionskasse dann die Chancen auf eine Erholung faktisch aufgibt. Es ist wie bei der Streusalzreserve für den Winter: Sie ist so bemessen, dass sie ausreicht. Man darf aber nicht nervös werden, wenn sie gegen Ende Winter zur Neige geht.

... und von den Grundlagen

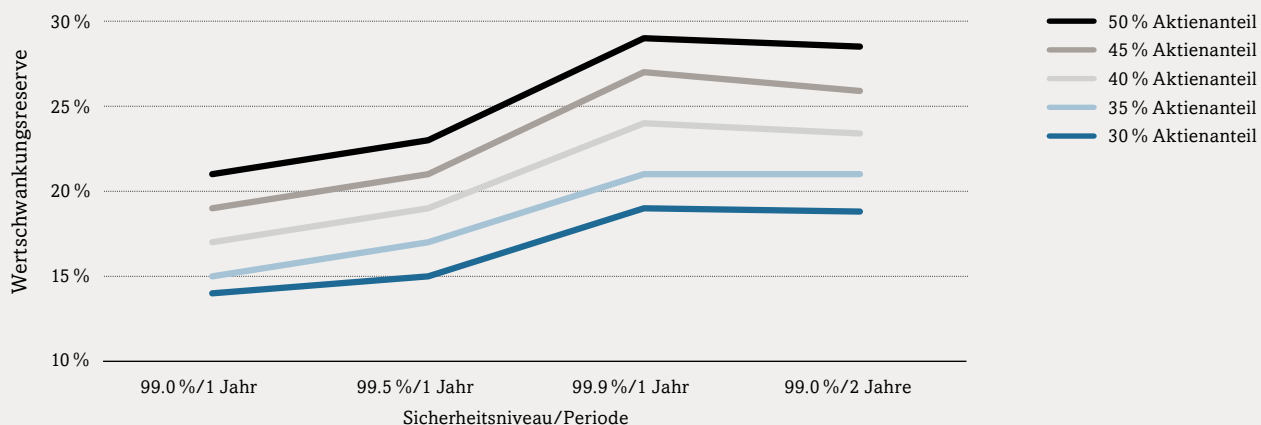
Ein verbreitetes Problem bei der Bemessung der Zielreserve sind Inkonsistenzen in den Risiko-/Rendite-Grundlagen. Dabei sind insbesondere die Risikoparameter entscheidend. Sprunghafte Veränderungen der unterstellten Volatilitäten (Schwankungen) und Korrelationen (Wirkungszusammenhang zwischen Anlagekategorien) sind für die Verantwortlichen schwer feststellbar und haben eine immense Wirkung.

Dieses Problem tritt bei der Verwendung von zu kurzen Perioden für die zugrunde liegenden Datenreihen auf. Denn in Schönwetterphasen an den Märkten sinken

¹ Risikoparameter basieren auf Daten seit 1979, erwartete Renditen sind berechnet mittels historisch belegter Risikoprämienaufschläge auf aktuelle Zinsstruktur.

² PPCmetrics AG, Pensionskassen-Jahrbuch, Ausgabe 2025.

Zielreserve für Pensionskassen mit unterschiedlichem Aktienanteil (und fix 20% Immobilien) bei unterschiedlichen Sicherheitsniveaus



diese Risikoparameter, was zu einem geringen Bedarf an Wertschwankungsreserven führt. In Baissen können Volatilitäten explodieren und Korrelationen massiv ansteigen. Der Zielwert der Wertschwankungsreserve schießt just dann in die Höhe, wenn ein Teil der vorhandenen Reserve schon verbraucht wurde. Diese Art der Berechnung ist nicht zweckmässig und macht die Verantwortlichen unnötig nervös. Das Risiko für prozyklische Fehlentscheide bezüglich Strategieanpassung steigt.

Gleiche Anlagestrategie, doppelt so hoher Reservebedarf

Das soll anhand eines historischen Beispiels für die Pensionskasse mit obiger Strategie illustriert werden. Die Pensionskasse berechnet die Risikoparameter (Volatilitäten und Korrelationen) für die Bemessung der Wertschwankungsreserve basierend auf Daten eines 5-Jahreszeitfensters. Anfang 2008 erfolgte wegen erster Hiobsbotschaften von Subprime-Hypotheken eine Neuberechnung mit Daten von 2003 bis 2007. Bei einer Sollrendite von 1.25% und einem Sicherheitsniveau von 99% ergab sich ein Reservebedarf von 8%. Die Pensionskasse verfügte zu jenem Zeitpunkt über eine Wertschwankungsreserve von 10% respektive einen Deckungsgrad von 110% und fühlte sich sicher.

Die Finanzkrise nahm ihren Lauf, der Deckungsgrad sank im Laufe des Jahres 2009 deutlich unter 100% und kam Ende Jahr bei 102% zu liegen; die Wertschwankungsreserve betrug demzufolge nur noch 2%. Der Stiftungsrat beschloss, den Zielbedarf der Wertschwankungsreserve bestätigen zu lassen. Dieses Mal wurden für die Risiko-

parameter Daten von 2005 bis 2009 – also wieder fünf Jahre – zugrunde gelegt. Der Reservebedarf schoss ceteris paribus auf 16% hoch, nachdem er bei der letzten Berechnung 8% betragen hatte – eine satte Verdoppelung.

Durch das Verschieben des kurzen 5-Jahres-Fensters um zwei Jahre kamen die Krisenjahre 2008 und 2009 hinzu. Die Risikoparameter stiegen signifikant an – die durchschnittliche Volatilität stieg um die Hälfte an, die durchschnittliche Korrelation verdreifachte sich –, in der Folge schoss der Reservebedarf in die Höhe.

Solche prozyklische Erhöhungen des Reservebedarfs gilt es zu vermeiden. Deshalb sollten genügend lange Datenserien für die stabile Berechnung der Risikoparameter verwendet werden.

TAKE AWAYS

Unabhängig davon, ob die Praktiker- oder die finanzmathematische Methode verwendet wird, besteht ein subjektiver Ermessensspielraum.

Es gibt nicht das richtige Niveau an Wertschwankungsreserven; der Stiftungsrat muss sich eine Meinung bilden.

Eine vorsichtige Reservehaltung ist empfehlenswert, da diese hilft, der Anlagestrategie durch schwierige Phasen treu zu bleiben. Das ist zentral für den langfristigen Anlageerfolg.

Die prozyklische Erhöhung des Reservebedarfs gilt es zu vermeiden; deshalb sollten genügend lange Datenserien für die stabile Berechnung der Risikoparameter verwendet werden.

Meinung

Gold ist der bessere Bitcoin

Pirmin Hotz

Die dominante Kryptowährung ist ein Hype und kann das physische Edelmetall als Schutz gegen Krisen sowie einen Staatsbankrott nicht ersetzen.

Der Goldpreis erreicht fast täglich neue Rekordstände angesichts geopolitischer Unsicherheit, explodierender Staatsdefizite und eines von Uncle Sam orchestrierten weltwirtschaftlichen Kräftemessens. Die Flucht in Gold ist kein neues Phänomen unserer Zeit. Anfang 1983 erschien das Buch des Untergangsapologeten Paul C. Martin mit dem Titel «Wann kommt der Staatsbankrott?» Darin empfahl Martin Anlagen in Gold. Was ist daraus geworden?

Wer zu Beginn des Jahres 1983 einen Betrag von 100'000 Fr. in Gold anlegte, verfügte per Ende 2025 über einen Gegenwert von 387'332 Fr., was einer jährlichen Rendite von 3,2% entspricht. Zum Vergleich: Hätte der Anleger im selben Zeitraum in Schweizer Aktien investiert, so wäre dieser Betrag – trotz mehrerer Börsenkrisen, die seither stattgefunden haben – bis Ende 2025 durch Wertsteigerung und Dividenden auf satte 2'685'979 Fr. gewachsen. Die jährliche Durchschnittsrendite erreicht demzufolge attraktive 8%. Wenn Gold in der langen Frist kein berauschender Renditetreiber war, darf gleichzeitig konstatiert werden, dass seine Performance über die letzten zehn Jahre herausragend war. Mit jährlich 12,6% übertraf sie die Rendite von Schweizer Aktien klar. Der SPI erreichte in dieser Zeitspanne eine annualisierte Performance von «nur» 7,2%.

Spekulation auf Zukunftsangst

In den letzten Jahren hat sich mit dem Bitcoin eine Alternative zu Aktien und Gold etabliert. Wie physisches Gold ist Bitcoin rein spekulativer Natur und verkörpert weder produktives Kapital noch leistet er eine Ausschüttung in Form von Dividenden oder Zinsen. Wer in Gold oder den Bitcoin investiert, spekuliert auf die Zukunftsangst seiner Mitmenschen oder auf einen Staatsbankrott. Allerdings ist nicht anzunehmen, dass wir unseren Metzger, Bäcker oder Coiffeur mit Gold oder Bitcoin bezahlen werden, wenn die Wirtschaft am Boden liegt, Staaten bankrottgehen und Währungen wertlos werden.

In Kriegszeiten oder einer Weltwirtschaftskrise besteht überdies ein erhebliches Risiko, dass privat gehaltenes Gold, sei es in physischer oder digitaler Form, von Regierungen eingezogen oder im Fall des Bitcoins verboten werden könnte. Fakt ist, dass die Performance des digitalen Goldes in der letzten Dekade fulminant war. Während sich physisches Gold von 2016 bis 2025 mit einer annualisierten Rendite im «jämmerlich» tiefen zweistelligen Bereich begnügen musste, betrug sie für den Bitcoin sagenhafte 66%. Wer in der Frühphase des Bitcoins im Jahr 2010 den Mut hatte, zu kaufen, erreichte sogar 160% – jährlich.

Ist der Bitcoin damit das bessere Gold? Auch wenn die Kryptoanhänger das so sehen mögen, gibt es rationale Gründe, die dagegen sprechen. So nahm das gelbe Metall in der Finanzgeschichte bis zum faktischen Zusammenbruch von Bretton Woods im Jahr 1971 eine wichtige Funktion ein. Lange Zeit galt der Goldstandard, bei dem die Währungen an den Goldpreis gekoppelt waren.

Demgegenüber hat der Bitcoin keine Vergangenheit und ist aus dem Nichts entstanden. Dazu kommt, dass Gold eine reale Verwendung in der Schmuckindustrie findet, während der Bitcoin für nichts zu gebrauchen ist und auch als Zahlungsmittel kaum Verwendung findet. Der Bitcoin hat im Gegensatz zum Gold kaum einen ökonomischen Nutzen, und der intrinsische Wert ist null. Auch das Argument der Begrenztheit trifft bei Lichte betrachtet nur auf physisches Gold zu. Es gibt auf unserer Erde nur genau so viel Gold, wie es eben gibt. Da die Förderkosten stetig steigen, dürfte auch der Goldpreis langfristig steigen.

In Anlehnung an die Knappheit von Gold verweisen die Anhänger des Bitcoins gerne auf die unumstösslich im Protokoll festgelegte Begrenztheit von maximal 21 Mio. Coins. Das mag stimmen, ist aber ein Scheinargument, denn laufend kommen neue und ähnliche Kryptos auf den Markt, und es gibt keinen Grund, dass der unter dem Pseudonym Satoshi Nakamoto agierende Glaubensgründer nicht eines Tages Bitcoin Nummer zwei, drei, vier oder hundert lanciert. Wer mit der

FINANZ und WIRTSCHAFT

Begrenztheit der Ressource argumentiert, vertraut darauf, dass sich die Menschheit auf Jahre und Jahrzehnte hinaus auf den «First Mover» Bitcoin fokussiert.

«Der Bitcoin hat keine Vergangenheit und ist aus dem Nichts entstanden.»

Gold hat sich in der Geschichte oft als Krisen- und Inflationsschutz bewährt. So gab es in der Periode 2008 bis 2011 einen starken Aufwärtstrend, als die grassierende griechische Schuldenkrise die weltweiten Finanzmärkte erschütterte. Gestoppt wurde die Hausse erst im Jahr 2012, als der damalige EZB-Präsident Mario Draghi die berühmten drei Worte «Whatever it takes» sprach. Im Zuge der massiven Geldflutung durch die internationalen Notenbanken beruhigten sich die Finanzmärkte, und das Gold rutschte in der Folge um fast 40% ab. Ab dem Jahr 2015 setzte es, beflügelt durch historische Tiefzinsen, seinen Höhenflug fort.

Vertrauen in die USA beschädigt

Nach Beginn des Ukrainekriegs und des darauffolgenden Gazakonflikts sowie des Angriffs der USA auf den Iran ist der Goldpreis weiter avanciert und historische Rekordwerte erreicht. Im Gegensatz zum Gold muss der Bitcoin seine Funktion als Krisenschutz erst noch bestätigen. So verlor er während der Coronakrise innerhalb weniger Tage gegen die Hälfte seines Werts. Nach dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine haben die Goldkäufe von Zentralbanken in Brasilien, China, Kasachstan, Polen und der Türkei stark zugenommen. Sie werden auch als Reaktion darauf gesehen, dass die G-7-Staaten unter der Führung der USA nach Kriegsausbruch die Fremdwährungsreserven Russlands eingefroren hatten.

Dazu kommt, dass das Vertrauen in den Dollar unter der ausufernden Staatsverschuldung Amerikas und der erratischen Politik seines streitbaren Präsidenten leidet. Gold wird deshalb von einigen Investoren als Alternative zur Weltwährung gesehen. Ob der Bitcoin dereinst eine ähnliche Rolle einnehmen wird, ist rational kaum vorstellbar. Aufgrund seiner Eigenschaften wird er wohl

reines Spekulationsobjekt bleiben. Im Gegensatz zum physischen Gold basiert das digitale Gold ausschliesslich auf Hoffnung und Glauben. Appliziert auf das Greater-Fool-Phänomen ist es die Hoffnung, einen Dümmeren zu finden, der einem den im Grunde wertlosen Coin zu höheren Kursen abnimmt. Damit nimmt der Bitcoin eher die Rolle eines Ponzi- respektive Schneeballsystems ein als diejenige einer valablen Anlageklasse. Gold ist definitiv der bessere Bitcoin, aber Aktien bleiben langfristig das bessere Gold.

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



Erfolgreiche Investoren ignorieren Politiker

Wirtschaft

Daniel Zulauf

Steigende Inflationsraten bei hoher Staatsverschuldung: Das ist der Cocktail, der sogar dem Daueroptimisten und Vermögensverwalter Pirmin Hotz Angst einjagen kann.

Pirmin Hotz ist ein Börsenprofi, der Sätze sagt wie: «Jahresprognosen sind Hokuspokus» oder «Wetten auf einzelne Aktien sind Glücksache» oder «die Performance ist nur langfristig kein Zufall». Der Vermögensverwalter glaubt als promovierter Ökonom an die Systematik und die Konstanz beim Geldanlegen. Trotzdem hält das Auf und Ab der Kurse auch den 65-jährigen Innerschweizer im Bann.

Wie wird das Börsenjahr 2026?

Pirmin Hotz: Interessanter und lehrreicher als Prognosen ist die Vergangenheit. Donald Trump überraschte uns alle Anfang April mit seinem ersten Zollhammer. Er bewirkte einen scharfen Einbruch der Börsenkurse. Millionen von Anlegern fragten sich: Ist das jetzt der Moment, um Aktien zu tieferen Kursen zu kaufen? Nein, sagte die Bankerlegende Oswald Grübel. Wer zuwarte, bekomme die Aktien noch billiger.

Das sagte er in unserer Zeitung...

Ja, und er lag falsch wie viele Profis, die zwar viel über Märkte wissen, aber nicht voraussagen können, wann sie genau steigen und wann sie fallen. 2025 war aus Schweizer respektive Franken-Sicht ein gutes Börsenjahr. Hätte man mir dieses Ergebnis im Sommer angeboten, hätte ich es genommen. Immerhin tobten nebst dem Zollschock zwei schlimme Kriege mit viel Eskalationspotenzial.

Erwarten Sie einen Crash?

Den wird es irgendwann bestimmt geben. Ich weiss nur nicht, wann.

Ist der Hype um die künstliche Intelligenz eine Blase?

Schwierige Frage. Es gibt gewisse Phänomene, die für

eine Blase sprechen. Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet respektive Google, Amazon, der Facebook-Konzern Meta und Tesla haben ihren Börsenwert seit 2015 etwa um den Faktor sieben gesteigert. Diese sieben Börsenüberflieger repräsentieren wertmässig etwa einen Drittel der US-Börse. Sie haben sich seit 2015 gegenseitig hochgeschaukelt und stehen als Kunden und Lieferanten in einem gegenseitigen Abhängigkeitsverhältnis, wie man es noch kaum einmal gesehen hat. Die Bewertungsdimensionen sind atemberaubend. Die Risiken sind beträchtlich.

Also ist es wieder so eine Tech-Blase?

Ich halte wenig von Vergleichen mit dem Dotcom-Boom von 2001, der sich tatsächlich als Blase herausgestellt hatte. Die Technologieunternehmen von heute fahren gigantische Gewinne ein. Ganz im Gegensatz zu den Firmen, die vor 25 Jahren haufenweise an die Börsen strebten. Sie konnten oft noch keinen Umsatz, geschweige denn einen Gewinn vorweisen. Vieles war blosser Hoffnung.

Setzen Sie auf KI-Aktien?

Wir sind nicht abstinent. Wir sind investiert in Titel wie Apple, ASML, Microsoft oder Alphabet, aber wir haben zum Beispiel keine Nvidia-Aktien. Hätten wir uns aus Angst vor einem KI-Crash komplett aus hoch bewerteten Technologieaktien verabschiedet, wäre die ganze Entwicklung dieses Marktsegmentes an uns vorbeigegangen. So etwas kann sich kein professioneller Vermögensverwalter leisten.

Sie haben Nvidia verpasst?

Ja, leider. Rückblickend hätten wir die Aktien natürlich sehr gern gehabt, aber als wir uns vor etwa drei Jahren gegen Nvidia entschieden hatten, waren die grossen Gewinne noch nicht da. Jetzt, wo Umsatz und Gewinn explodiert sind, ist die Bewertung der Aktien gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis sogar gefallen. Aus einer reinen Bewertungssicht müsste man die Aktien

Zuger
ZeitungLuzerner
ZeitungUrner
ZeitungNidwaldner
ZeitungObwaldner
ZeitungAargauer
ZeitungSolothurner
ZeitungOltner
Tagblatt

jetzt also eher kaufen als damals. Aber es widerspricht meiner Intuition, Aktien zu kaufen, die nach einer atemberaubenden Rallye auf einem Allzeithoch oder knapp darunter verkehren.

«Renitente Märkte und steigende Zinsen sind das Einzige, was Politiker wie Donald Trump zur Vernunft bringen kann.»

Ist Intuition nicht genau so eine menschliche Eigenschaft, die in Ihrem systematischen Anlageprozess keinen Platz haben dürfte?

Doch. Aber ich bin ja kein Roboter. Im Wissen um unsere Emotionen achten wir sehr darauf, dass die Systematik in unserem Anlageprozess ausschlaggebend bleibt. Meine Intuition hat mich schon oft getäuscht. Ich würde daher nicht ausschliessen, dass wir irgendwann doch noch Nvidia-Aktien kaufen.

Warten nicht alle auf den richtigen Moment dafür?

Doch, aber viele handeln dann doch nicht, wenn der Moment da ist.

Ist das wieder eine Intuition?

Nein, das ist Wissen aus Erfahrung. Vor dem grossen Börsencrash von 2001 wurden Microsoft-Aktien an der Börse mit dem 70-fachen Jahresgewinn bewertet. Dann fielen die Kurse der Technologieaktien durchs Band ins Bodenlose. Auch Microsoft – und das, obschon der Konzern nach dem Crash den Gewinn weiter Jahr für Jahr massiv steigern konnte. Aber die Anleger wollten von solchen Aktien einfach nichts mehr wissen. So sackte die Börsenbewertung der Microsoft-Aktien auf den 10-fachen Jahresgewinn zusammen.

Die Notenbanken haben in den vergangenen 30 Jahren nach jedem kleinen Börsenbeben haufenweise Liquidität in den Markt gegeben und diesen wieder aufgerichtet. Werden sie das weiter tun?

Viel hängt von der Inflationsentwicklung ab. Ein

möglicher KI-Crash könnte die Notenbanken in ein schlimmes Dilemma bringen. Einerseits haben sie den klaren Auftrag, für Preisstabilität zu sorgen, andererseits könnten sie sich erneut genötigt sehen, einzugreifen, um die Finanzstabilität zu sichern. Sollte sich die Teuerung aber stärker beschleunigen, müssten die Notenbanken rasch die Zinsen erhöhen. In diesem Szenario wären eine Rezession und eine scharfe Börsenkorrektur möglich.

Der Einsatz für die Notenbanken wird immer grösser. Steigen damit auch die Risiken?

Ja. Und vergessen wir nicht, wie hoch viele alte Industrieländer verschuldet sind. In den USA steigt die Neuverschuldung auch jetzt, bei besten konjunkturellen Bedingungen. In einigen grossen Ländern Europas sieht es nicht besser aus. Der politische Druck auf die Notenbanken, die Zinsen und damit die Zinsbelastung für die Staaten tief zu halten, nimmt laufend zu.

Donald Trump verhält sich nach dem Motto: Politik hat auch auf den Finanzmärkten das Primat. Wie gehen Sie damit um?

Ich glaube, politische Börsen haben kurze Beine. Schauen Sie sich das politische Getöse um die Zölle an. Es hat die Märkte nicht nachhaltig aus dem Gleichgewicht gebracht. Erfolgreiche Investoren ignorieren Politiker, die mit irrwitzigen wirtschaftspolitischen Ideen kommen, denn in einer freien Welt folgen die Märkte keinem politischen Drehbuch.

Sie haben den zunehmenden politischen Druck auf die Notenbanken erwähnt. Will Trump eine US-Notenbank, die ihm hörig ist?

Ich glaube schon, dass er darauf hinarbeitet. Trump will Steuern senken, Geld verteilen, wie er das in seiner Big Beautiful Bill ja unmissverständlich festgeschrieben hat. Es ist eine Frage der Zeit, bis die Investoren am Obligationenmarkt rebellieren. Ich hoffe, dass das schnell passiert, denn renitente Märkte und steigende Zinsen sind das Einzige, was Politiker wie Donald Trump zur Vernunft bringen kann. Wenn die Risikoaufschläge steigen, werden sie nervös, müssen sie nervös werden, denn dann geht es um die Zahlungsfähigkeit ihrer Länder.

Zuger
ZeitungLuzerner
ZeitungUrner
ZeitungNidwaldner
ZeitungObwaldner
ZeitungAargauer
ZeitungSolothurner
ZeitungOltner
Tagblatt

Will Amerika tiefere Zinsen, damit die Schulden tragbar bleiben?

Ja, aber nicht nur Amerika. Es wird einen weltweiten Wettlauf um tiefere Zinsen geben, der auch in einen Abwertungswettlauf der Währungen mündet. So können Staaten ihre hohen Schulden auch bei steigenden Inflationsraten noch bedienen. Aber das Ganze führt in die finanzielle Repression der Bürgerinnen und Bürger. Sie werden schleichend enteignet. Ihr Sparkapital wirft geringere Zinsen ab als die Inflation und schmilzt rasch dahin.

Was ist gefährlicher: Die KI-Blase oder Trumps Schuldenhaushalt?

Die Frage nach der KI-Blase ist zwar wichtig, aber wenn Sie sich in der Finanzwelt umhören, werden Sie schnell merken, dass fast alle die grassierende Verschuldung der Weltstaatengemeinschaft zuvorderst auf der Zunge haben. In dieser angespannten Situation kann aus irgendeiner Ecke ein Auslöser einer grossen Krise kommen – wie damals in Griechenland. Davor habe ich am meisten Angst.

Sie glauben nicht, dass die Notenbanken der Wirtschaft erneut frische Impulse geben können?

Nein, die Notenbanken werden die Leitzinsen mittelfristig eher wieder anheben müssen. Ich sehe jedenfalls in Amerika wie auch in Europa, wie sich die Inflation zäh über dem erträglichen Niveau hält. Zudem werden die vielen hoch verschuldeten Staaten sparen müssen, was das Wachstum ebenfalls bremsen wird. Ich bin zwar nicht der Pessimist, der eine tiefe Rezession für unvermeidlich hält. Aber es ist realistisch anzunehmen, dass wir in allen Anlageklassen tiefere Renditen sehen werden.

Nicht wenige Politiker finden, in der Schweiz sei Sparen zum Selbstzweck verkommen. Haben sie recht?

Sicher nicht. Zum Glück ist die Schuldenbremse fest in der Schweizer Verfassung verankert. Sie ist ein Segen für das Land. Ich finde es alarmierend, wenn selbst bürgerliche Kreise Ausnahmen für die Armee befürworten. Das ist, als ob sie die Büchse der Pandora öffnen möchten. Verlassen wir den Pfad der Tugend, könnten die



Distanz schafft Klarheit: Pirmin Hotz hält nichts von kurzfristigem Börsentrading.
Bild: Pius Amrein (Baar, 5.12.24)

Märkte den Stab über der Schweiz brechen. Die Folgen wären sehr schnell spürbar, weil die Schweiz keinem grossen Block angehört und einer eigenen Währung Sorge tragen muss. Ich finde es gut, dass die Schweiz eigenständig bleibt und keinem Staatenverbund angehört. Aber die Unabhängigkeit zwingt uns zu grösster Disziplin.

Ist die UBS eine Gefahr für die Unabhängigkeit der Schweiz?

Ich würde es so sagen: Wenn die UBS in ihrer jetzigen Struktur und Grösse kollabieren würde, wäre es sehr fraglich, ob das Land eine Katastrophe verhindern könnte. Nach zwei Grossbankpleiten haben wir jetzt wirklich die Aufgabe, zu verhindern, dass ein solches Desaster wieder passiert.

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