



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

## Zurück zu den Wurzeln

Kurz vor der Finanzkrise erreichten die zehn grössten europäischen Banken eine Marktkapitalisierung von stolzen 1'400 Milliarden Franken. Diese überproportionale Bedeutung der Bankbranche wurde damals durch die hohen Eigenkapitalrenditen begründet, die jedoch auf einem enormen Leverage basierten. Rückblickend war die Branche überdimensioniert und verlor ihre ursprüngliche Aufgabe zunehmend aus den Augen: die Versorgung der Realwirtschaft mit Fremd- und Eigenkapital. Innovation wurde grossgeschrieben. Viele Erfindungen halfen zwar, das grosse Rad in Schwung zu halten, brachten aber nicht den versprochenen Nutzen für die Gesellschaft. Es entbehrt nicht einer gewissen Ironie, dass es letztlich die selbst entwickelten verbrieften Hypotheken waren, die Löcher in die Bankbilanzen gerissen haben. Die an sich interessante Idee der Verbriefung wurde ad absurdum geführt.

Heute beträgt die Kapitalisierung der gleichen Banken deutlich weniger als die Hälfte. Viele Banken sind noch auf der Suche nach einem zukunftsgerichteten Geschäftsmodell und der technologische Wandel bringt Herausforderungen und neue Konkurrenten. Die Redimensionierung des Sektors in Verbindung mit höheren Eigenkapitalquoten ist in vollem Gange und entsprechend schmerzhaft – nach unserer Einschätzung jedoch notwendig.

Martin Schenk  
Vorsitzender der Geschäftsleitung

# LEHREN AUS DER FINANZKRISE

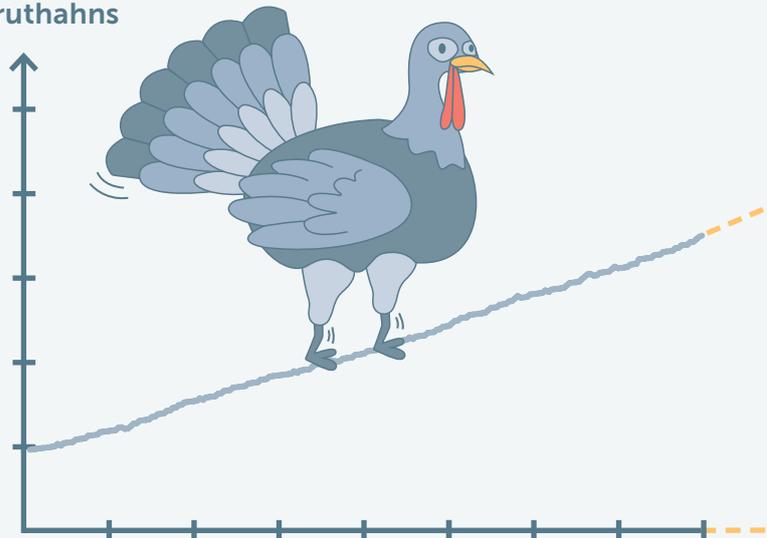
Am 15. September 2008 strömten Mitarbeitende mit ihren persönlichen Gegenständen in Kartonschachteln verpackt aus dem Hauptsitz einer traditionsreichen Investmentbank in New York: Der Kollaps von Lehman Brothers war ein Schlüsselereignis der Finanzkrise, das bis heute nachwirkt. In den Wochen danach stand das globale Finanzsystem auf der Kippe, es drohte ein Dominoeffekt. Wie es so weit kommen konnte und was zu tun ist, damit es in Zukunft nicht wieder geschieht, beschäftigt seither Ökonomen, Politiker und Regulatoren weltweit. Zehn Jahre danach wollen wir aus unserer subjektiven Sicht drei Aspekte beleuchten, die wir aus diesen bewegten Tagen mitnehmen. Lehren aus der Finanzkrise, die unsere Vermögensverwaltung prägen.

## 1. Je höher der Leverage, desto geringer die Fehlermarge

Wird zur Finanzierung von Vermögenswerten fremdes Kapital beigezogen, entsteht eine Hebelwirkung (Leverage-Effekt) in Bezug auf die Rentabilität der eingesetzten Mittel. Übersteigen die Erträge oder die Wertsteigerung der Vermögenswerte die Kosten des Fremdkapitals, resultiert eine Renditesteigerung. Ob beim Hauskauf mittels Hypothek, beim Wertschriftenportfolio mit Lombardkredit oder im Kontext einer Bankbilanz, die Wirkung von Leverage ist überall gleich.

Ein Unterschied besteht allenfalls bezüglich Ausmass: Gelten beim Hauskauf 20 Prozent Eigenkapital als minimale Voraussetzung für eine Fremdfinanzierung, besteht in einer Bankbilanz deutlich grösserer Spielraum.

### Wohlbefinden des Truthahns



Im Fall von Lehman Brothers kamen vor der Krise auf einen Franken Eigenkapital der Aktionäre 30 Franken fremdes Geld. Lehman war damit nicht etwa Spitzenreiter, Konkurrenten erreichten Werte bis zum Fünzigfachen. Sieht man von einer Risikogewichtung auf der Aktivseite der Bilanz ab, entspricht dies einer ungewichteten Eigenkapitalquote von 2 bis 3 Prozent.

Solange alles rund lief, ermöglichte dieser bedeutende Leverage fantastische Eigenkapitalrenditen. Das Jahr 2007 schloss Lehman Brothers noch mit einem Rekordergebnis ab. Die Kehrseite der Medaille zeigte sich wenige Monate später: Mit dreissigfachem Leverage ist die Fehlermarge enorm gering. Als vermehrt Zweifel an der Werthaltigkeit der finanzierten Vermögenswerte aufkamen, ging es plötzlich sehr schnell. Die Hebelkräfte wirken auch in die Gegenrichtung.

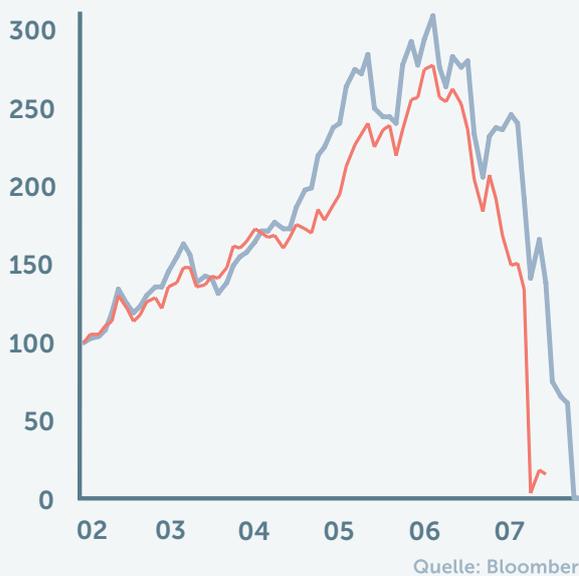
Dies lässt sich anhand der Aktienkursentwicklung veranschaulichen. Die nebenstehende Abbildung zeigt die Kursentwicklung von Lehman Brothers und deren Konkurrentin Bear Stearns, der dasselbe Schicksal sechs Monate zuvor einzig durch eine forcierte Übernahme erspart geblieben ist, wobei das Ergebnis aus Aktionärsicht nahezu deckungsgleich war: ein spektakulärer Anstieg mit einem plötzlichen Absturz und permanenter Wertvernichtung.

Dieses Muster lässt sich an den Finanzmärkten in unregelmässigen Abständen beobachten. Zehn Jahre vor Lehman ereilte den von Nobelpreisträgern gelenkten Hedge Fund «Long Term Capital Management (LTCM)» dasselbe Schicksal und im Februar 2018 löste sich nahezu der gesamte Wert zahlreicher Short-Volatility-Strategien (z.B. XIV) innert weniger Handelstage

für immer in Luft auf. Der gemeinsame Nenner: negative Überraschungen in Kombination mit hohem Leverage.

### Hebelkräfte am Werk

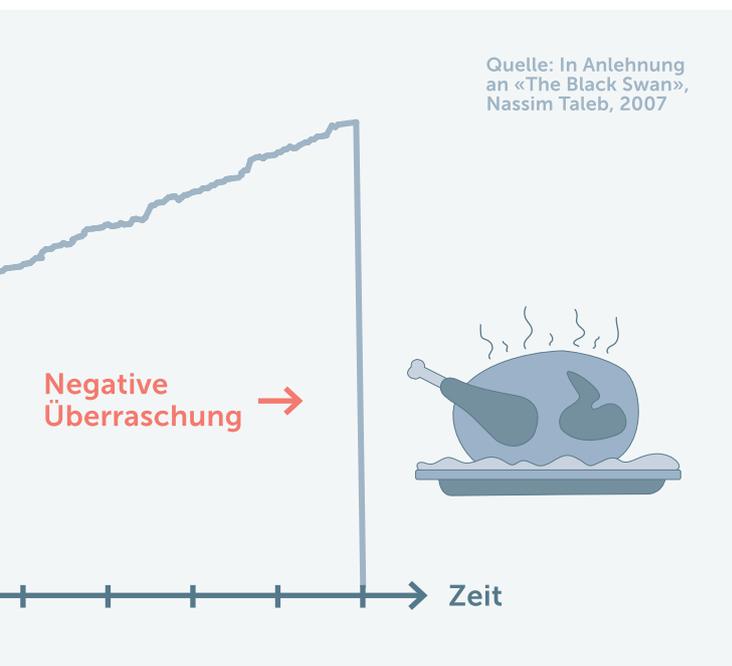
Indexierte Aktienkursentwicklung von Lehman Brothers (blau) und Bear Stearns (rot)



Ein hoher Leverage reduziert die Fehlermarge und führt zu Verletzlichkeit beim Eintritt unerwarteter Ereignisse. Diesem Umstand tragen wir in unserer Vermögensverwaltung Rechnung: Wir verzichten bewusst auf Finanzinstrumente mit implizitem Leverage, die synthetisch generierte Renditen versprechen. Ausserdem meiden wir Investitionen im Bankenbereich. Obwohl die grossen Banken heute besser kapitalisiert sind als vor zehn Jahren und das Finanzsystem insgesamt deutlich stabiler ist, stellen sie für uns dennoch keine geeignete Anlage dar. Hauptgrund für den Verzicht ist die Verletzlichkeit aufgrund des Leverage und die damit verbundene Fragilität in Krisensituationen.

### 2. Prognosefähigkeit wird überschätzt

Die beschriebenen Kursentwicklungen erinnern zwangsläufig an die Geschichte des Truthahns, die der Autor und Professor Nassim Taleb in seinem Buch «The Black Swan» beschreibt. Das Wohlbefinden dieses Truthahns steigert sich mit jeder Fütterung von Tag zu Tag. Er sieht sich dadurch zunehmend im Glauben bestätigt, dass es sein Umfeld gut mit ihm meint, bis er kurz vor Thanks-



giving von einer negativen Überraschung eingeholt wird – mit fatalen Folgen.

Zentrales Thema des Buches sind unwahrscheinliche Ereignisse mit grosser Wirkung. Diese sind aus Risikomanagement-Perspektive von überlebenswichtiger Bedeutung. In den drei erwähnten Beispielen hat das Risikomanagement versagt, weil zu grosses Vertrauen in implizite Annahmen und damit Prognosen für die Zukunft bestanden und zu wenig Reserven für unvorhergesehene Ereignisse vorhanden waren.

Märkte sind komplex und unberechenbar. So einleuchtend Entwicklungen rückblickend analysiert und erklärt werden können, so schwierig beziehungsweise unmöglich sind Prognosen mit hoher Trefferquote für die Zukunft. Negative Überraschungen treten per Definition unerwartet ein. Obwohl seit der Finanzkrise grosse Anstrengungen zur Ausmerzungen erkannter Schwächen im Finanzsystem unternommen wurden, wird es auch in Zukunft negative Überraschungen und krisenhafte Entwicklungen geben.

Auch diesbezüglich gilt es jedoch die Prognosefähigkeiten nicht zu überschätzen. Chronische Untergangspropheten geniessen überproportional grosse mediale Aufmerksamkeit. Weil sie einerseits wie eine stillstehende Uhr, die zweimal am Tag richtig liegt, gelegentlich bestätigt werden und weil sich andererseits ihre Schlagzeilen besser vermarkten lassen als Beiträge über positive Entwicklungen. Die Tatsachen, dass die Weltwirtschaft in guter Verfassung ist, viele Unternehmen erfreuliche Ergebnisse erzielen und die Arbeitslosigkeit in diversen Ländern laufend neue Tiefststände erreicht, geben vor diesem Hintergrund nicht gleich viel her. Diese Verzerrungen in der Berichterstattung können Ängste auslösen und zu emotionalen Handlungen führen.

Wir sind davon überzeugt, dass sich langfristig die besten Anlageergebnisse erzielen lassen, wenn eine tragfähige und auf die Kundenbedürfnisse zugeschnittene Anlagestrategie diszipliniert umgesetzt wird. Disziplin bedeutet insbesondere die Vermeidung radikaler Umschichtungen, die von Emotionen gesteuert sind oder sich auf kurzfristige Prognosen abstützen.

Wir sehen unsere Aufgabe als Vermögensverwalter deshalb einerseits in der Rolle des Beraters bei der Bestimmung und Überprüfung der Anlagestrategie unserer Kundschaft und andererseits in der Rolle des Risikomanagers bei der Konstruktion und Bewirtschaftung der

Wertschriftenportfolios. Robuste Portfolios zeichnen sich dadurch aus, dass sie bei negativen Überraschungen allenfalls temporäre Wertminderungen, aber keine bleibenden Schäden erleiden. Neben der Vermeidung fragiler Anlagen lässt sich diese Eigenschaft vor allem durch breite und konsequente Diversifikation erreichen.

### 3. Die «risikolose» Anlage gibt es nicht

Eine dritte wichtige Erkenntnis aus der Krise ist die Tatsache, dass es für die risikolose Anlage aus dem Theoriebuch in der Praxis bestenfalls unvollkommene Stellvertreter gibt. Während der Finanzkrise konnte am Markt für Kreditausfallversicherungen beobachtet werden, wie sich selbst die Preise für die Absicherung von Staatsanleihen substantiell von null wegbewegten und somit Kreditrisikoprämien in unterschiedlicher Höhe eingepreist waren. Damals überstiegen die Risikoprämien etlicher Staaten temporär diejenigen grosser internationaler Unternehmen mit erstklassiger Bonität. Gerade kleine Länder mit bedeutendem Finanzsektor in Relation zur Volkswirtschaft, wie zum Beispiel Island oder Irland, kamen besonders unter Druck. Weil auch die Schweiz in dieser Rangliste einen Spitzenplatz belegt, wurden sogar die Obligationen der Eidgenossenschaft mit einer gewissen Ausfallwahrscheinlichkeit bewertet, trotz der im Quervergleich niedrigen Verschuldung.

Diese Episode zeigt, dass es bei der Anlage von Vermögenswerten nirgends absolute Sicherheit gibt. Sicherheit wird ausserdem mit geringen Kursschwankungen assoziiert, wie man sie im Bereich der Nominalwerte findet, also zum Beispiel auf Kontoguthaben oder bei verzinslichen Anlagen. Auch hier ist es immer eine relative Sicherheit, die gilt, solange die Voraussetzung der Geldwertstabilität gegeben ist.

Das entscheidende Mass für Vermögen ist letztlich dessen reale Kaufkraft. Aus diesem Grund messen wir Realwerten in der langfristigen Vermögensverwaltung eine zentrale Bedeutung zu. Neben der höheren Renditeerwartung zeichnen sie sich durch grössere Robustheit gegenüber monetären Ereignissen wie Inflation oder im Extremfall Währungsreformen aus. Sind absehbare Verbindlichkeiten durch verzinsliche Anlagen gedeckt und genügend liquide Mittel zur Wahrung der Flexibilität vorhanden, sollten Realwerte im restlichen Vermögensteil keinesfalls zu kurz kommen.

# PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Gerne stellen wir Ihnen zwei Unternehmen vor, die sich mit ihren Produkten und Dienstleistungen erfolgreich im Wettbewerb behaupten. Sie erfüllen unsere Selektionskriterien für ein diversifiziertes Wertschriftenportfolio.

## Swatch Group

Nach geschickter Führung durch die Krise der Schweizer Uhrenindustrie in den 1980er Jahren hat sich die Swatch Group zu einem der weltweit grössten Uhrenkonzerne entwickelt. Unter dem Dach von Swatch werden heute fast zwanzig eigenständige Uhrenmarken – vom Luxus- bis zum Basissegment – hergestellt und verkauft. Fast alle Bauteile des Uhrensortiments werden in den hauseigenen Manufakturen gefertigt; neben der Belieferung der eigenen Marken setzen auch Dritthersteller Werke und Komponenten von Swatch ein. Zusätzlich zu den Uhrenmanufakturen verfügt die Swatch Group auch über einen Forschungs- und Industriebereich, der an Batterien für die Elektromobilität forscht.

Insbesondere aufgrund rückläufiger Verkäufe in Asien hat sich der Aktienkurs von Swatch vom Höchst im April 2014 bis im Sommer 2016 halbiert. Im Gegensatz zu einigen Konkurrenten hat das mehrheitlich von der Familie Hayek gehaltene Unternehmen diese schwierige Zeit ohne merklichen Abbau von Fachkräften bewerkstelligt und kann von der Erholung der Uhrenindustrie seit knapp zwei Jahren voll profitieren.

Trotz der erkennbaren Herausforderungen im Luxusgütersektor haben wir diesen Abwärtstrend als übertrieben erachtet und auch in dieser Zeit an den Aktien von Swatch festgehalten. Wir sind auch weiterhin davon überzeugt, dass die weltweit grösser werdende Mittelschicht der Luxusgüterbranche mit ihren hohen Einstiegsbarrieren auch künftig Wachstumsraten ermöglichen wird, die über denjenigen der Gesamtwirtschaft liegen.

Swatch hat ausserdem bewiesen, dass es mit seinem milliardenschweren Liquiditätspolster und einer Eigenkapitalquote von über 80 Prozent über die nötige Kraft verfügt, temporäre Rückschläge zu überwinden.

## Veolia

Das französische Versorgerunternehmen Veolia durchlief in den letzten Jahren eine schwierige Transformationsphase. Das Unternehmen war in der Vergangenheit hochverschuldet, wenig fokussiert und stark abhängig von staatlichen Aufträgen. Veolia gelang es, sich auf die Kernkompetenzen zu konzentrieren, die Schulden stark zu reduzieren und gleichzeitig den Anteil der Kunden aus der Privatwirtschaft von einem Viertel im Jahr 2010 auf heute knapp die Hälfte zu steigern.

Veolia erwirtschaftet 44 Prozent des Umsatzes in der Wasserversorgung und Wasseraufbereitung, rund 36 Prozent in der Abfallentsorgung sowie 20 Prozent in der Energieversorgung. Insbesondere das Geschäftsfeld der «Spezialabfälle» wie der Rückbau von Ölplattformen und Atomkraftwerken oder die Handhabung von Asbestabfällen verhalf dem Unternehmen in den letzten Jahren ausserhalb des Heimmarktes Frankreich zu Wachstum. Dank dem steigenden Umweltbewusstsein der Emerging Markets weist dieses wichtige Geschäftsfeld ein grosses langfristiges Wachstumspotential für Veolia auf.

Veolia ist unserer Meinung nach mit seinen stabilen Geschäftsfeldern und der attraktiven Dividendenrendite von rund 4.2 Prozent eine interessante Portfolioergänzung.