

Woher soll noch Hoffnung kommen?

1. Die Geschichte erzeugt Geschichten

Möglicherweise gehört es zur Art und Weise, wie der Mensch mit Krisen umgeht und sie am Ende auch bewältigen kann, dass er sie erzählen muss. In Form von Kurzgeschichten, wie wir sie jeden Tag in der Zeitung lesen können – Merkel mit Sarkozy, Sarkozy gegen Cameron, Schwarzenberg über Berlusconi, usw. Immer mehr aber auch in dicken Wälzern, in Belletristik, die sich um das undurchsichtige und verdorbene Finanzsystem drehen. Die rechtzeitig aufs Weihnachtsgeschäft herausgegebene Auswahl ist ansehnlich. Sie reicht von der Geschichte mit etwas Lokalkolorit („Rütlischwur“ von Michael Theurillat, bei Ullstein) über Romane mit eindeutig griechischem Bezug („Der Schwur von Piräus“ von Markus A. Will, bei Reinhardt, sowie „Faule Kredite, ein Fall für Kostas Charitos“ von Petros Markaris, bei Diogenes) bis zum Thriller „The Fear Index“ von Robert Harris (bei Random House), in welchem das Rotlichtmilieu in der Calvinstadt eine besondere Rolle spielt. Für Unterhaltung an dunklen Winterabenden im trauten Heim ist jedenfalls gesorgt, falls man des Themas nicht ohnehin schon überdrüssig geworden ist.

Geschichten anstelle von Analysen: Wo Ungeheuer herrschen, helfen Erklärungen offenbar nicht weiter. Mythologisierung tritt an die Stelle nüchterner Berechnungen. Wo in der realexistierenden Welt weit und breit keine Helden auszumachen sind, beginnt man, solche zu erfinden. In den Schweizer Sagen des Mittelalters „erklärte“ man auf diese Weise die zerstörerischen Naturgewalten und liess, eher Wunschtraum denn Wirklichkeit, in der Erzählung besonders wackere und währschafte Gestalten über die Ungeheuer triumphieren. Nun sind es die unbestechlichen, alles überblickenden Romanhelden, die, gerade noch rechtzeitig, das Finanzsystem und damit die Welt retten und so in finsterster Zeit der Menschheit doch noch Hoffnung vermitteln.

Die *Realität* präsentiert sich, wie gesagt, deutlich *nüchterner* und leider auch hoffnungsloser. Von triumphierenden Helden kann keine Rede sein. Im Gegenteil. Als zunehmend ratlose, rastlose, einem

aufgescheuchten Hühnerhaufen gleichende Schar eilen Regierungschefs und Finanzminister von Konferenz zu Konferenz. Im vergangenen Monat wurden, unter massivem Druck der Europäischen Union, die Regierungen Griechenlands und Italiens ausgewechselt. Wenngleich mindestens im einen Fall dem scheidenden Regierungschef keine Tränen nachgeweint werden, so stellen sich dennoch über-grosse Fragezeichen bezüglich der demokratischen Legitimierung solcher Vorgänge. Mit Lukas Papademos und Mario Monti wurden de facto Brüsseler Statthalter eingesetzt. Sie sollen die ihren Ländern auferlegte Austeritätskur durchsetzen. Die Finanzmärkte schwanken zwischen abstrafender Skepsis gegenüber dem euphemistischen Gesundbeten der Technokraten einerseits und erleichterten Aufatmen aufgrund von erneuerten und immer gross-zügiger werdenden Liquiditätshilfen durch die wichtigsten Notenbanken der Welt andererseits. Statthalter und ratlos-rastlose Regierungschefs: Der Held oder die Heldin, welche die hinter allem dräuende Gefahr einer Pleite Italiens, ja gar Frankreichs in den Bann schlüge, ist allerdings nicht in Sicht. Das Auf und Ab an den Finanzmärkten gleicht einem irrlichtenden Flackern, das Fratzen von Dämonen und blutrünstigen Erinnyen aufblitzen lässt; den hoffnungsvollen Schein von echten Problemlösungen erwartet man vergeblich.

2. Ausfall von zwei Anlageklassen

Wir wollen im folgenden keine weitere Analyse zur Krise in Europa beisteuern, denn erstens haben wir das schon zur Genüge getan und zweitens tun das mittlerweile ganz viele andere Kommentatoren auch. Vielmehr wollen wir sozusagen eine eigene Geschichte erzählen. Nämlich jene von unseren Kunden und Anlegern, die mit zunehmender Verzweiflung nach Substraten suchen, in welche sie ihr persönliches und häufig auch hart erarbeitetes Vermögen mit hinreichender Sicherheit einbringen können. Ihre Geschichte ist auch unsere Geschichte, denn wir sind als ihre Berater und Vermögens-verwalter ja bestrebt, Substanz zu erhalten und wenn möglich zu mehren. Ernüchtert müssen wir feststellen, dass die Möglichkeiten, in diesem Umfeld etwas richtig zu machen, enorm geschrumpft sind.

Den Hintergrund dieses Notstands bildet gewiss der *Paradigmenwechsel*, der die während überlanger Zeit völlig risikolos gewählten Staaten zur am meisten gefährdeten Gruppe von Schuldern werden liess. Ja, schlimmer noch: Staaten sind nicht nur als einzelne gefährlich, vielmehr sind die Risiken verschiedener Staaten neuerdings in hohem Masse korreliert. Der Diversifikationseffekt hat sich entsprechend relativiert. Geht Griechenland (halbwegs) unter, geraten Italien und sogar Frankreich in Schieflage. Der europäische Rettungsmechanismus gleicht einem Ozeanriesen vom Typus Titanic. Nach der Kollision mit den ersten Eisbergen lässt der Kapitän sämtliche Schottwände öffnen, um durch ein Leck einbrechendes Wasser möglichst gleichmässig auf den ganzen Schiffsrumpf zu verteilen. Frankreich als in Schieflage geratenes Schuldnerland ist für viele Portefeuilles ein echtes Problem. Währenddem man im Falle von Griechenland, Portugal und sogar Italien noch mit der Schulter zucken konnte, weil man Anlagen aus dieser Provenienz ohnehin nie erworben oder sich längst von diesem Ramsch getrennt hatte, sind französische Festverzinsliche in den meisten Wertschriftendepots keine Seltenheit.

Kommt dazu, dass der vermeintlich risikolose Schuldner Staat von Leuten geführt und verwaltet wird, die lediglich das Dekret kennen, mit Marktkräften aber nicht umgehen können. Die Vorstellung, dass es ein System gibt, das auf Befehle kaum, gar nicht oder sogar antagonistisch reagiert, will auch den helleren Köpfen unter den Politikern nicht einleuchten. Typisches Beispiel für eine krasse Fehlentscheidung aufgrund *mangelnden Marktverständnisses* war der sogenannte „freiwillige“ Teilverzicht privater Gläubiger für griechische Staatsanleihen. Damit erreichte man zwar die Vermeidung der nominellen Zahlungsunfähigkeit Griechenlands und der damit verbundenen Totalausfälle von Debitoren in den Bilanzen der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Geschäftsbanken. Gleichzeitig führte der verwedelte Staatskonkurs aber auch dazu, dass die Kreditausfallversicherungen (CDS) nicht fällig wurden. Was die Politik als Erfolg feierte, wurde in der nächsten Kontraktion der Krise zum grossen Problem: Wegen der Aussicht, irgendwann möglicherweise ebenfalls Opfer eines „freiwilligen“ Teilverzichts zu werden, und der faktischen Unmöglichkeit, Zahlungsausfälle über CDS noch adäquat versichern zu können, erhöhten die Obligationenmärkte die Risikoprämien für die meisten Staatsschuldner im Euroraum beträchtlich. Der „Titanic“-Effekt und diese „Freiwilligkeitsprämie“ zusammen ergaben das Amalgam zum bisher dramatischsten Höhepunkt der Krise: Am Mittwoch, 23. November 2011, war die Bundesrepublik Deutschland nicht mehr in der Lage, eine

Auktion von Schatzpapieren vollumfänglich im Markt zu plazieren.

Für den Anleger sind Staatsobligationen zu hybriden Finanzierungsinstrumenten einer Solidargemeinschaft von Infektionsgefährdeten geworden. Jeder Anleihe wohnt zusätzlich zum ohnehin gegebenen Gegenparteirisiko die zusätzliche Gefahr einer unkontrollierbaren Teil- oder Totalkonfiskation inne. Per Dekret kann Freiwilligkeit erzwungen werden. Der Wert von Kreditausfallversicherungen ist gegebenenfalls gleich null. Was bei Griechenland passiert ist, könnte sich im Falle von Italien oder Frankreich wiederholen. Wir glauben nicht, dass die mittlerweile zwar erhöhten (und zur Refinanzierung der Schuldnerstaaten desaströs hohen ...) Risikoprämien dieses politische Risiko bereits genügend abbilden.

Doch nicht nur das: Im Zuge der Finanzkrise Version 1.0, das heisst der Bankenkrise von 2008/09, wurden die Finanzinstitute sehr nahe an den Staat gekoppelt und über regulatorische Auflagen zur Konsumation von Staatsanleihen angehalten. Den Hebel für diese Entwicklung bildet die systematische Bevorzugung angeblich risikoloser Staatsschulden in der Beurteilung der Bankbilanzen und im Repo-System, wo beispielsweise immer noch griechische Staatsanleihen als akzeptiertes Kollateral eingeliefert werden können. Unseligerweise bewirkt die an sich sinnvoll erscheinende, regulatorische Erhöhung des Eigenkapitals der Banken eine ähnliche Schlagseite zugunsten der staatlichen Schuldner. Denn das Kreditgeschäft mit dem Privatsektor muss zusätzlich unterlegt werden. Es kann unter diesen Voraussetzungen kaum mehr ausgebaut werden.

Aus dem „Zwangsgeschäft“ der Banken mit Staatsanleihen ergibt sich im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise somit eine parallele Exposition des ganzen Finanzsektors. Wir haben es mit einer neuerlichen *Bankenkrise à la Lehman* zu tun; die konzertierte Notenbank-Intervention von letzter Woche konnte das Schlimmste abwenden. Denn die Gefahr wäre gross gewesen, dass Banken wiederum als valable Gegenparteien für Akkreditive ausfallen – mit den bekannten Auswirkungen für Welthandel und Weltwirtschaft. Diese Gefahr ist vorderhand gebannt. Banken, allenfalls auch Versicherungen, als mögliches Anlagesubstrat für Anleihen oder Aktien: Die diesbezüglichen Fragezeichen bleiben jedoch klar bestehen. Schulden aus dem Finanzsektor sind zu ebenso hybriden Finanzinstrumenten einer Solidargemeinschaft von Infektionsgefährdeten geworden wie die Schulden der Staaten, die mit dem Finanzsystem untrennbar verbunden sind. Das gefährliche Virus überträgt sich in diesem Fall von der Mutterbrust auf die Gesäugten.

Oder anders und nochmals deutlicher gesagt: Das Anlageuniversum hat sich dramatisch verändert und verringert. Die saubere, schön prognostizierbare „risikolose“ Anlage beim Staat gibt es nicht mehr. Die saubere, schön prognostizierbare sozusagen risikolose Geldanlage im Bankensystem gibt es auch nicht mehr. Banken als unbedenkliche Gegenparteien für Finanzinstrumente aller Art: vorbei. Der festverzinsliche Teil eines Vermögens wurde zur höchst asymmetrischen Angelegenheit: risikoreich, aber infolge überaus grosszügiger Geldpolitik der Notenbanken deutlich zu tief verzinst. Selbst die neuerdings vom Markt verlangten Risikoprämien decken den möglichen Gesamtausfall des Systems infolge Kontamination bei weitem noch nicht ab.

Was geblieben ist, sind die Unternehmensanleihen. Sie erwiesen sich im bisherigen Krisenverlauf als äusserst resistent, wenngleich in den letzten Wochen auch hier ein Anstieg der Risikoprämien zu verzeichnen war. Er ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass man im Markt nicht so genau weiss, inwiefern die Herabstufung des Ratings, eine Umschuldung, die Zahlungsunfähigkeit eines Landes auch den Bestand privater Schulden ansässiger Unternehmungen angreifen würden. Ausserdem hängt in der Eurozone selbstverständlich auch das Damoklesschwert des zwar von politischer Seite immer wieder ausgeschlossenen Austritts oder Ausschlusses eines Mitgliedlands in der Luft: In welcher Währung würden die Obligationen weitergeführt werden? In Drachme, Lire, Peseta, Franc oder Euro? Dazu gibt es einen neuen Fachausdruck: das „Redenominierungsrisiko“. Wir kommen im folgenden Kapitel darauf zurück. Ein gewisses Mass an „hybrider Charakteristik“ haftet deshalb auch den Unternehmensanleihen an.

Die Geschichte des verzweifelnden Anlegers (und dessen Beraters ...) läuft darauf hinaus, dass man ihn zweier Anlageklassen, nämlich des Teils Cash, Barmittel, und des Teils Festverzinsliche teilweise beraubt hat. Aus der Zins- und Rückzahlung ohne Wenn und Aber ist ein Möglicherweise, ein Vielleicht, ein „freiwillig“ erzwungener Verzicht geworden. Ein Teil der sogenannten *Festverzinslichen* ist als Konsequenz der Finanzkrise 2.0 nunmehr *weder fest noch verzinslich*, sondern entspricht lediglich noch ungewissen, unverbindlichen Eventualverpflichtungen. Solcherart „Festverzinsliche“ gehören eigentlich nicht mehr in die Rendite-/Risikoklasse der Festverzinslichen, sondern dorthin, wo höhere (und unkontrollierbare) Risiken ihren Platz in einem Portefeuille haben können: in der höchsten, bei uns mit der Farbe Rot unterlegten Rendite-/Risikoklasse.

3. Schulden- oder Währungskrise?

Gemeinhin wird von „Eurokrise“ gesprochen. Zwischen der Überschuldung bestimmter Länder der Eurozone und angeblichen Problemen der Währung Euro wird schon kein Unterschied mehr gemacht. Zurecht? Wir meinen: a priori eigentlich nicht. Denn eine Währung ist grundsätzlich etwas anderes als der Verschuldungsgrad einzelner Teilnehmer im Währungssystem. Man kann sich ohne weiteres eine Situation vorstellen, in welcher es Zahlungsausfälle aller Art und Höhe von Schuldnern jeglicher Couleur gäbe, ohne dass dadurch zwingend ein schlechtes Licht auf die Währung fallen müsste. Vorausgesetzt allerdings, dass das Schuldenproblem nicht im Sinne des beschriebenen „Titanic-Effekts“ internalisiert und damit kollektiviert würde, und vorausgesetzt, die für die Werthaltigkeit der Währung zuständige Zentralbank hielte sich vor den Auswirkungen der Krise immun. Das wiederum würde bedingen, dass sie nicht Schulden aus dem eigenen Währungsbereich entgegennähme, oder, wenn schon, sich mit genügend (zusätzlicher!) Sicherheitsmarge laufend gegen Ausfälle schützen würde.

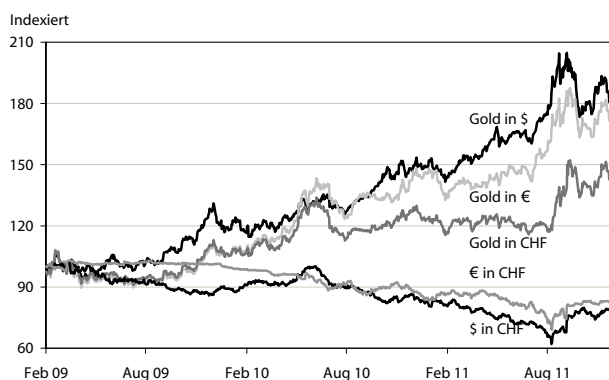
Beide Voraussetzungen werden von der EZB nicht mehr erfüllt, und deshalb spricht man heute eben zurecht von einer „Eurokrise“ und nicht lediglich von einer „Staatsschuldenkrise im Eurosystem“. Die EZB sitzt infolge von Aufkäufen von Schulden aus dem eigenen Währungsbereich auf insgesamt 200 Milliarden Euro Papieren von fragwürdiger Qualität. Das ist viel und wenig zugleich. Viel insofern, als nach klassischer Auffassung die Intervention einer Notenbank im eigenen Obligationenmarkt ohnehin auszuschliessen ist. Viel auch insofern, als Wertberichtigungen bevorstehen. Die EZB hat sich bekanntlich nicht an der „freiwilligen“ Umschuldung Griechenlands beteiligt. Wenig, wenn man die gesamte Schuldenproblematik der Eurozone in der Höhe von 2'000 bis 3'000 Milliarden Euro bedenkt. Wenig auch, wenn man an die Schuldenaufkäufe durch die amerikanische Notenbank, das Fed, denkt. Dort beträgt der Bestand an „eigenen“ Schulden, Schatzanleihen inklusive, immerhin 1'600 Milliarden Dollar. Viel oder wenig – was wissen wir über die zusätzlichen Risiken der EZB aufgrund der bei ihr hinterlegten Sicherheiten der Geschäftsbanken? Wie verhält es sich mit den angesprochenen Margen? Werden sie aufgrund veränderter (zumeist tieferer) Marktpreise nachgeführt? Viel oder wenig – was wissen wir über die Gangart des neuen EZB-Gouverneurs Draghi? Hält er sich an sein Versprechen, die Bilanz der Notenbank zu schonen? Fragen über Fragen.

Kritiker der EZB bezeichnen allerdings just die zögerliche Interventionsbereitschaft als das grösste

Problem. Entweder man entschliesse sich, ähnlich dem Fed *tabula rasa* zu machen, sprich, alle ausstehenden Schulden aufkaufen zu wollen, oder man verzichtete ganz darauf. Alles zwischendrin sende hybride Signale an die Märkte. Das Modell „*tabula rasa*“, in Fachkreisen bereits unter der Bezeichnung „big bazooka“ gehandelt, hätte den Vorteil, so die Vertreter dieser Schule, dass sich die Märkte angesichts der Übermacht der Notenbanken sofort beruhigen würden und damit die Intervention nicht im vollen Umfang nötig wäre. Das Gegenargument lautet, dass durch eine solche Politik das übermäßige Schuldenmachen in Europa geradezu belohnt würde und mit der Glaubwürdigkeit der Notenbank und ihrer Unabhängigkeit gegenüber der Politik definitiv Schluss wäre.

Wir brauchen diese Diskussion, die nota bene auch noch zwischenstaatliche Konnotationen aufweist, hier nicht weiterzuführen. Zur Fortsetzung der Geschichte unseres Anlegers genügt die Feststellung, dass Währungen ebenfalls zu ziemlich hybriden Instrumenten geworden sind. Währenddem die einen das Ende des Euro bereits verbal vorweggenommen haben, halten andere noch an der Durchhalteparole „Scheitert der Euro, scheitert Europa“ fest. Unsere eigene Sicht ist die folgende: Der Euro ist angeschlagen, stark angeschlagen sogar. Um die Alternative, den US-Dollar, steht es jedoch nicht wesentlich besser. Lediglich der Umstand, dass es sich beim US-Dollar um die einzige wirklich liquide Reserve- und Tauschwährung der Welt handelt, verschafft Pluspunkte auf der Liste der komparativen Vorteile. Es gibt somit so etwas wie ein „Patt der Angeschlagenen“. Sichtbar wird dies am Wertverlust der beiden Währungen gegenüber dem Gold.

Höhenflug der Angeschlagenen



Quelle: Bloomberg; eigene Grafik

Der Anleger steht vor dem Problem, dass es schwierig ist, Anlagen ohne eine bestimmte Währungssensitivität zu finden. Barbestände und festverzinsliche Anlagen, soeben als „hybride Eventualverpflichtungen“ abgekanzelt, leiden ganz besonders unter der Währungsexposition. Die No-

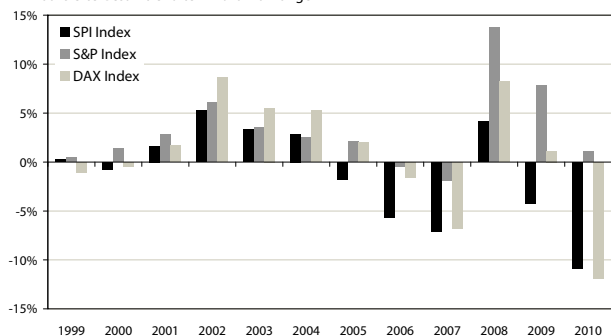
tenbanken haben, der Not der Stunde gehorchend, mit der Politik des „Quantitative Easing“ und den damit verbundenen Aufkäufen von Anleihen aus dem eigenen Währungsraum Risiken unbestimmten Ausmasses für ihre eigenen Währungen geschaffen. Wir befürchten, dass sich Risiken nicht addieren, sondern miteinander multiplizieren. Teilweise kann der Problematik durch erhöhte Währungsdiversifikation ausgewichen werden. Noch besser wäre jedoch, über Anlagesubstrat zu verfügen, das relativ währungsunabhängig ist.

4. Aktien als Ausweichmöglichkeit?

Töricht erscheint seit langem, wer in diesen turbulenten Zeiten trotz allem Aktien als Instrument der Werterhaltung empfiehlt. Alle möglichen Einwände stehen seinem Wagemut entgegen. So hat beispielsweise der in Schweizerfranken denkende Investor in den letzten zwölf Jahren nur in vier Fällen eine wirklich positive Rendite erzielt. Bei allen übrigen Einstiegsjahren resultierte bis heute kein Gewinn oder sogar ein Verlust. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Durststrecken für Aktienfreunde in verschiedenen Referenzwährungen auf.

Aktien: schwieriger Einstieg

Annualisierte Gesamttrendite in Lokalwährungen



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

Bemerkung: Die annualisierte Gesamttrendite versteht sich über den Zeitraum seit dem jeweiligen Einstieg in das Aktienengagement.

Die Darstellung ist bestenfalls ernüchternd, eher schon enttäuschend, und man muss sich eigentlich wundern, dass es überhaupt noch Gläubige gibt, welche der angeblich heilsbringenden Botschaft des Investierens in Aktien Folge leisten. Denn die Zusatzbotschaft neunmalkluger Berater (und Investoren), im Zuge des Auf und Ab immer wieder zum richtigen Zeitpunkt ein- bzw. ausgestiegen zu sein, vermögen wir kraft eigener Erfahrung ehrlicherweise nur sehr bedingt zu glauben. Die Tatsache, dass wir in unserer Anlagemethode dem Über- oder Untergewicht des strategischen Aktienanteils lediglich eine Spannweite von Plus oder Minus 10 Prozent einräumen, widerspiegelt die Zurückhaltung gegenüber immer wieder behaupteter überlegener „Timing-Fähigkeit“. Schön wär's. Die Wahrscheinlichkeit, mit häufigen Kauf- und Ver-

kaufstransaktionen systematisch Verluste zu erzeugen, ist unseres Erachtens deutlich höher als die wundersamen Fähigkeiten des sogenannten „goldenen Händchens“.

Fazit: Es gehört zur Geschichte unseres verzweifelnden Anlegers (und dessen Beraters ...), dass er Aktienanlagen als nicht eben begehrenswert erachtet. Die fünf, zehn Jahre kumulativer Enttäuschungen sind nicht spurlos an ihm vorbeigegangen. Kommt dazu, dass auch alternative Kauf- oder Verkaufssignale, wie sie zum Beispiel von sogenannten „Value-Investoren“ benützt werden, in den letzten drei, vier Jahren wenig oder gar keinen Zusatznutzen gebracht haben. Value-Investoren kaufen dann Aktien, wenn die Marktbewertung unter den Berechnungen nach ihren eigenen Modellen liegt. Und sie verkaufen die Aktien wieder, wenn nach ihrer Ansicht die Marktpreise überschüssig sind. Auf diese Art versuchen sie, aus den Marktschwankungen eine Zusatzrendite zu generieren, vertrauend darauf, dass es am Markt eine Art mittleren Kurs gibt, der den inneren Wert einer Unternehmung langfristig reflektiert.

Diese Methode, in Aktienanlagen zu investieren, bringt es mit sich, dass man oft mit viel Überzeugung in den schrecklichsten Ländern und Wirtschaftssektoren fündig wird, eben dort, wo infolge exogener Faktoren Perlen von Unternehmungen ins Abseits aller Beachtung geraten und nach allen denkbaren Massstäben unterbewertet sind. Zum Beispiel in Spanien. Oder in Italien. Was aber, wenn die exogenen Faktoren sich nicht allmählich wieder korrigieren, wie sie es normalerweise tun müssten? Was, wenn sich im Gegenteil die Situation über Jahre hinweg systematisch verschlechtert? Wie zum Beispiel in Spanien. Oder in Italien. Dann braucht ein Value-Investment Zeit. Soviel Zeit, dass „normalen“ Investoren die Geduld ausgeht. Was langfristig unangreifbar richtig sein mag, kann sich in kürzeren Zeitintervallen als unerträglich erweisen, das ist das Problem.

Die Alternative zum hektischen Unter- und Übergewichtigen des Market-Timers oder zum letztlich doch eher selektiven Vorgehen des Value-Investors liegt in der Wahl eines sehr breit angelegten Indexes, zum Beispiel des die global grösseren Unternehmungen abbildenden MSCI World-Indexes. Er umfasst 1'600 Aktien. Breiter diversifiziert kann man kaum mehr sein. Die Kosten sind extrem gering, denn anstelle von einzelnen Aktienanlagen kauft man einen Indexfonds oder einen Exchange Traded Fund (ETF) und hat somit einen klitzekleinen Eigentumsanteil an all diesen 1'600 Unternehmungen der Welt. Das ist einerseits gewiss attraktiv. Denn erstens werden, Krisen hin oder her, ja nicht sämtliche grösseren Unternehmungen der Welt

miteinander untergehen. Zweitens ist dank der weltweiten Verteilung sichergestellt, dass das Währungsrisiko beschränkt ist. Andererseits kann wegen dem Phänomen, dass es Weltrezessionen oder auch weitgehend unerklärliche Weltaktienmarkt-Kontraktionen geben kann, dem Timing-Problem nicht wirklich ausgewichen werden. Und auch der valueorientierte Investor ist versucht, „attraktivere“ Weltregionen oder Sektoren höher zu gewichten als die „teuren“. Oder anders gesagt, das beschriebene Elend findet gewissermassen einfach auf einer höheren Aggregatsebene statt. Zudem, man kann es drehen und wenden wie man will, haftet der *Index-Investition* etwas gar *Anonymes* an. Die Vorstellung, Eigentum über Tausende von Buchforderungen in den Depots von Investmentbanken und internationalen Depotstellen zu halten, ist eine ziemlich virtuelle. Was, wenn einmal eine Regierung auf die Idee eines „freiwilligen“ Verzichts auf Buchforderungen käme?

Wir wollen nicht den Teufel an die Wand malen. Aber man kann (und sollte unbedingt) Index-Instrumente auf die Frage der *rechtlichen Gewährleistung* genauestens überprüfen. Entscheidend ist beispielsweise die Frage, ob das Eigentum ausgeschieden, segregiert sei, und ob es der Depotstelle verwehrt sei, die Bestände auszuleihen (Securities Lending). Wir leben in Zeiten, in welchen sich „Lehman“ ohne weiteres wiederholen könnte. Die Frage des rechtlichen Bestands von Eigentum ist überhaupt keine theoretische.

Womit wir beim Kernpunkt dieses Anlagekommentars angelangt sind. Bei der Frage nämlich, ob es gerechtfertigt sei, Eigentum nach demselben Schema wie alle anderen Rendite-/Risikoklassen zu beurteilen. Soll Aktienvermögen als genauso austauschbar behandelt werden wie alle anderen Vermögensbestandteile in einem Portefeuille? Oder soll den Aktien kraft ihrer Qualität, Eigentum zu reflektieren, eine besondere Behandlung zukommen? Wenn ja, ist dann der Marktpreis, der ja genau diese Austauschbarkeit, aber auch nicht mehr, reflektiert, das einzige Kriterium, nach welchem sich Kauf, Verkauf und „Performance“ richten sollen? Zugegeben, wir rütteln an den Grundfesten unserer Tätigkeit.

5. Papier – oder Menschen, Land und Maschinen?

Je länger wir über die Staatsschuldenkrise beziehungsweise – wegen ihrer Extension ins Bankensystem – über die Finanzkrise Version 2.0 nachdenken, desto wichtiger wird für uns dieser Eigentumsaspekt. Denn uns wurde nun ja überdeutlich vor Augen geführt, mit welcher Lockerheit von der Hand gehenden Federstrichen ein „freiwilliger“ Verzicht auf 50 Prozent von Forderungen, mithin auch ein Verzicht auf die Rechte von Gläubigern im

Konkursfall, sowie die Wertlosigkeit von Kreditrisikoversicherungen erreicht werden können. Die Diskussionen über die „Redenominierung“ von Euro-Forderungen im Falle einer Währungsaufspaltung weisen in dieselbe Richtung: Nominalwerte sind im Krisenfall rasch eliminiert. Das gilt auch für Banknoten und Kontoguthaben.

Eigentum, davon gehen wir aufgrund historischer Evidenz aus, ist demgegenüber deutlich krisenresistenter. Selbstverständlich gibt es auch hier keine echte Garantie. Sogar in der so eigentumsfreundlichen Schweiz wurde ja bekanntlich vor drei Monaten eine Volksinitiative zur Erhebung einer Erbschaftssteuer mit Rückwirkungsklausel (!) auf den 1. Januar 2012 lanciert. Ein Teil der Bevölkerung wird dazu eingeladen, einem anderen Teil der Bevölkerung einen Fünftel des Eigentums wegzunehmen. Und damit dieser nicht noch rechtzeitig das Weite suchen kann, belegt man das Eigentum gleich auch noch mit einer Fussfessel. Von der Eliminierung der ohnehin schon vorhandenen Vermögensbesteuerung wird nicht gesprochen. Man möchte also, dass dasselbe Substrat zweimal besteuert wird. Eigentum ist böse, und noch böser sind jene, die solches haben.

Dennoch: Insgesamt ist Eigentum kriegs- und krisenresistent. Es bezieht sich auf Land, Häuser, Maschinen und die Zusammenschlüsse von Menschen, die solches bewirtschaften und damit Erfolg erzielen. Federstriche an Nominalwerten haben nur indirekten Einfluss. So hat Eigentum mit dem Gegenwert einer Währung nur insofern etwas zu tun, als sich durch Wechselkursrelationen der wirtschaftliche Erfolg einer Unternehmung bzw. eines Immobilienums oder sich aufgrund der Zinssituation die Kapitalkosten verändern können.

Der Unterschied zwischen Immobilien- und Aktieneigentum liegt im Mass der territorialen Verankerung. Grundeigentum, ein Haus, ist im wahrsten Sinne des Wortes „immobil“, das heisst auf Gedeih und Verderben den jeweiligen Rahmenbedingungen der Umgebung ausgeliefert. Demgegenüber sind Unternehmungen strategisch handlungsfähige Entitäten. Im Zeitalter der Globalisierung ist es selbst mittleren, ja kleineren Unternehmungen möglich, ihre Aktivität territorial zu verändern. Ja, nicht nur das: Die Aktivitäten können auch materiell angepasst werden. Unternehmungen verfügen über eine Führungsstruktur und sind somit zu strategischem Handeln befähigt. Sie können ausweichen. Sie können ihre Schwergewichte verlagern. Sie können Chancen wahrnehmen. Bei aller Freude an der Verankerung in ihrem Stammland – Loyalität kann auch an Grenzen stossen, wenn sich die Rahmenbedingungen massiv verschlechtern.

Diese Eigenschaften der *strategischen Handlungsfreiheit* sind es, die uns am Aktieneigentum so faszinieren. Eine Aktie verfügt kraft ihrer Eigentumscharakteristik über eine reale Option, welche dem Geldschein, dem Kontoguthaben, der festverzinslichen Forderung nicht innewohnt. Wir meinen, gerade mit Blick auf die letztlich unberechenbare Krise könne diese reale Option nicht hoch genug eingeschätzt werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass Vermögen, das aus Eigentumsanteilen besteht, die Krise plus/minus unbeschadet überlebt, ist ungleich höher, als dass im Verlauf der Krise papierene Versprechen werthaltig bleiben.

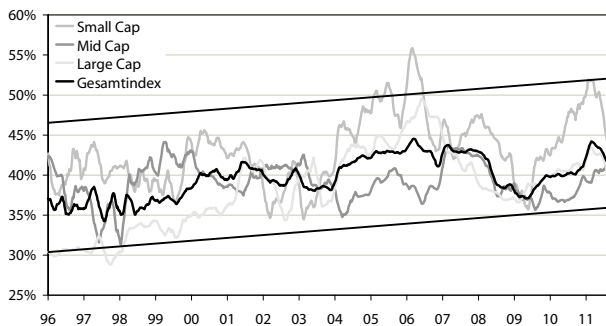
6. Unternehmungen: insgesamt in guter Form

Bedenkenträger – und dass es sie gibt, ist in einer Krise niemandem vorzuwerfen – wenden selbstverständlich ein, es sei geradezu fahrlässig, im Angesicht einer drohenden Rezession zu Aktienanlagen zu raten. Gegenargumente: Ist das mit der Rezession wirklich so sicher? Würde ein möglicher europäischer Abschwung global tätige Firmen wirklich so hart treffen? Wird die strategische Handlungsfähigkeit nicht krass unterschätzt? Unternehmungen können ja Kapazitäten hinauf- und hinunterfahren, können sich verlagern, haben wir gesagt. Schliesslich: Sind mögliche Kursverluste bei Realwerten wirklich äquivalent zu möglichen Totalausfällen bei Nominalwerten? Ein Nominalwert wird sich nie mehr erholen können, eine reale Anlage, die nicht durch Konkurs aus dem Leben geschieden ist, kann ihren Wert auch wieder einmal einholen, übertreffen.

Ein Blick auf die wirtschaftliche Verfassung der Unternehmungen erweist sich als ermutigend. Die nachfolgenden Grafiken geben die Situation bei einer Auswahl von kotierten Schweizer Unternehmungen wieder. Die Auswahl stützt sich auf rund 60 vernünftig marktliquide Schweizer Titel mit einer Mindestkapitalisierung von CHF 100 Millionen. Es wurde jeweils ein Durchschnitt von je einem Drittel kleinen, mittleren und relativ grossen Unternehmungen gebildet. „Klein“ reicht von Gurit (CHF 200 Mio. Marktkapitalisierung) über Zehnder (620 Mio.) bis zu Huber und Suhner (950 Mio.), „mittel“ von Kuoni (rund 1'200 Mio.) über Bucher (1'600 Mio.) bis Ems (3'700 Mio.), „gross“ von Barry Callebaut (4'200 Mio.) über Schindler (12'000 Mio.) bis Nestlé (162'000 Mio.).

Robuster und stabiler

Eigenkapital in % der Bilanzsumme



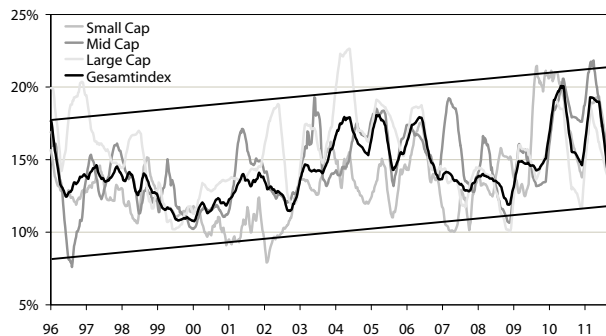
Quelle: Factset, Worldscope; eigene Darstellung

Bemerkung: Die ausgewiesene Kennzahl wurde rollierend über drei Monate berechnet.

Feststellung 1: Die Schweizer Unternehmungen sind deutlich besser kapitalisiert als vor zehn Jahren. Die Eigenkapitalquote (Eigenkapital im Vergleich zu den Aktiva) hat sich auf rund 40 Prozent erhöht, wobei die kleinen Unternehmungen hier mit über 44 Prozent eine Spitzenstellung einnehmen. Die Scharte aus der Krise 2008/09 wurde bereits wieder ausgewetzt.

Cash is King

Cash in % der Bilanzsumme



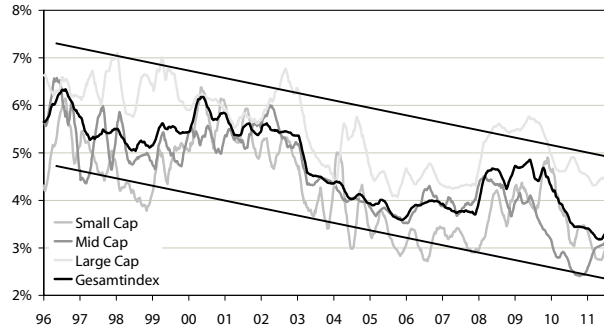
Quelle: Factset, Worldscope; eigene Darstellung

Bemerkung: siehe Grafik Eigenkapitalquote

Feststellung 2: An flüssigen Mitteln mangelt es bei den meisten Schweizer Unternehmungen beileibe nicht. Seit rund zehn Jahren steigt die Kassenhaltung der Schweizer Unternehmungen beträchtlich und liegt, die „kleinen“ schwingen wiederum obenaus, bei über 20 Prozent. Dies ist umso erstaunlicher, als wegen der tiefen Zinsen dieser Bestandteil der Bilanz ja kaum etwas abwirft. Umso besser muss es um die Ertragslage im operativen Geschäft stehen. Auch hier stellen wir einen Anstieg über die letzten zehn Jahre fest, wenn man als Berechnungsgrundlage den betrieblichen Gewinn (EBIT) in Vergleich zum betriebsnotwendigen Kapital (NOA) setzt. Hier allerdings stehen die grossen Unternehmungen mit rund 23 Prozent an der Spitze.

Bessere Bewirtschaftung der Investitionen?

Capex in % des Umsatzes



Quelle: Factset, Worldscope; eigene Darstellung

Bemerkung: siehe Grafik Eigenkapitalquote

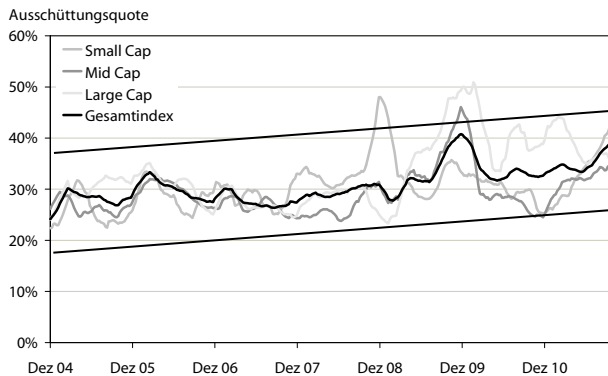
Feststellung 3: Die Investitionen nehmen kontinuierlich ab. Kapitalauslagen (Capex) sind im Vergleich zu den Umsätzen von etwa 5 bis 6 Prozent auf etwa 3½ bis 4½ Prozent gesunken. Die Bedeutung dieses Trends ist nicht so einfach und vor allem auch nicht eindeutig interpretierbar. Der Möglichkeit, dass man sich vor der Zukunft drückt, steht die bessere Nutzung der Investitionen gegenüber. Für unsere Belange ist relevant, dass tiefere Kapitalauslagen einen höheren Spielraum für Dividenden ergeben.

Wenn wir nun vor der Wahl stehen, einen bestimmten Geldbetrag in einer Anzahl von Anleihen französischer Staatsunternehmungen wie SNCF, EDF oder EADS zu plazieren oder aber in einen gut zusammengestellten Korb von Eigentumsanteilen an soliden, global ausgerichteten, wachen, wendigen Unternehmungen investieren zu können – womit wäre es uns wohl? Wenn wir wie gebannt auf den Marktwert Ende Jahr schauen, dann müssen wir die französischen Obligationen wählen. Wenn uns jener Marktwert Ende Jahr relativ egal ist (etwa im Sinne von: „Liegt er tiefer, dann können wir ja noch billiger dazukaufen ...“), dann kaufen wir die Aktien. Hand aufs Herz: Welcher Hausbesitzer lässt auf jedes Jahresende den Verkehrswert seiner Liegenschaft ermitteln? Welcher Eigentümer-Unternehmer, der nie auf die Idee käme, seine Firma zu verkaufen, interessiert sich für deren potentiellen Marktwert per Jahresende? Wäre es nicht unter Umständen besser, anstelle von Marktwertaufstellungen künftig den wahrhaften Bankberater aufzufordern, im Sinne einer „Equity-Buchhaltung“ den jeweiligen Eigentumsanteil an erarbeitetem Cash Flow bei den gewählten Unternehmungen errechnen zu lassen? Als Aktionär und Eigentümer also so zu tun, als wäre man selber Unternehmer?

In gewissem Sinne ist man es ja! Nicht unbedingt dank den unterschiedlich sinnvollen Bemühungen über die letzten Jahre, die Aktionärsrechte auszubauen. Vielmehr durch die Hinwendung der Aktiengesellschaften zu hohen und stetigen Dividenden.

Dividenden sind das probateste Mittel, um den Verwaltungsrat in eine gewisse Polarisierung gegenüber dem Management zu bringen, und insofern ein sehr wirksames Instrument der Corporate Governance. Jeglicher Kassenabgang schmerzt das Management, denn er steht im Gegensatz zu einer vermeintlich besseren Verwendung innerhalb der Unternehmung.

Dividenden sind Tatbeweise



Quelle: Factset, Worldscope; eigene Darstellung
Bemerkung: siehe Grafik Eigenkapitalquote

Weshalb hat sich die Ausschüttungsquote über die letzten Jahre so deutlich erhöht? Wir meinen: weil sie erhöht werden musste. Denn lange Jahre ungenügender Marktwertrendite bei gleichzeitig hoher Marktvolatilität müssen kompensiert werden. Den Marktwert kann eine Unternehmungsleitung nur sehr bedingt beeinflussen, in Zeiten wilder Ereignisse im Finanzsystem schon gar nicht. Schecks zugunsten der Aktionäre kann man selber erzeugen. Die Dividende und ansprechende unternehmerische Leistungen sind das Ersatzsubstrat für Marktwerte, die wegen eines Übermasses an exogenen Einflussfaktoren ihre Bedeutung bis auf weiteres verloren haben.

Wenn wir die am Anfang dieses Kommentars gestellte Frage „Woher soll denn noch Hoffnung kommen?“ beantworten wollen, dann etwa so: ganz sicher nicht von jenen, die sich vor lauter Schulden kaum mehr bewegen können, die kein Verständnis für Marktmechanismen haben und die einen per Dekret enteignen können. Wenn Hoffnung, dann eher aus jener Ecke der Gesellschaft, die dank Produktivität, Intelligenz und Wendigkeit in praktisch jeder Situation überleben kann.

7. Neues Geschäftsmodell für den Vermögensverwalter?

Das Nachdenken über die vergessen gegangene Eigentumscharakteristik von Aktienanlagen regt zu weitergehenden Überlegungen an. Eigentum muss durchsetzbar sein, sonst ist es illusionär. Die Durch-

setzbarkeit muss krisenfest gestaltet sein, sonst versagt die Eigentumscharakteristik ausgerechnet im wichtigsten Moment. Eigentum ist aber zudem auch ein Gestaltungsrecht, ja eigentlich sogar eine Gestaltungspflicht.

Wenn man das wirklich ernst nimmt, dann wird eines sofort klar: Wertschriftenbesitz an Obligationen, an Strukturierten Produkten und Zertifikaten, an nominellen Werten aller Art – dieser Besitz kann durchaus in Form einer austauschbaren Massendienstleistung, einer Art Commodity, organisiert sein. Aktieneigentum, verstanden als unternehmerisches Engagement in Firmen: Hier sollten eigentlich qualifizierte Verwahrungsformen Platz greifen. Ob ein Aktionär als Miteigentümer einer Unternehmung im Namenregister eingetragen ist oder nicht, ist relevant. Ob er an der Generalversammlung kompetent vertreten ist oder nicht, genauso. Ob Aktieneigentum auch in fernen Ländern mit fremdem Recht und fremden Usanzen gültig ist und auch im Krisenfall wasserdicht bleibt, ist entscheidend, wenn ein globalisiertes Portefeuille bewirtschaftet werden soll.

Qualifizierte Verwahrungsformen stehen in deutlichem Gegensatz zu allen Bemühungen des Finanzsystems, den Wertschriftenbesitz zu anonymisieren und angeblich effizienter zu machen. Global Custody mit faktischer Konzentration der Eigentumsrisiken bei einigen wenigen zentralen Verwahrern, die mit einem Federstrich zu Konfiskatoren werden können – ein Alptraum!

Private Banking, verstanden als stellvertretende Wahrnehmung der Eigentümerfunktion, müsste sich genau diesen besonderen Anforderungen annehmen, angefangen bei der sorgfältigen Auswahl von Langfristbeteiligungen über deren Überwachung und Bewirtschaftung bis hin zur Wahrnehmung der Aktionärsrechte in Generalversammlungen, allenfalls sogar Verwaltungsräten. Private Banking müsste über ein weltumspannendes Netzwerk vertrauenswürdiger Depotstellen sicherstellen können, dass die so verstandenen Eigentümerfunktionen auch in Neuseeland, in Kanada, in Norwegen und in Hong Kong wahrgenommen werden.

Der Privatbankier als Interessenwahrer des Eigentümers: Ein solches Geschäftsmodell vermittelt neue Hoffnung. Doch nicht nur das! Allein der Gedanke daran macht schon Freude.

KH, 5.12.2011