



# Mosaïque Insights

AUSGABE 08 | FRÜHLING 2022

## **03** STRATEGIE & CIO

Haben sich die langfristigen Aussichten gerade geändert?

## **05** PORTFOLIO MANAGEMENT

Wie Portfolios ein turbulentes Quartal bewältigten

## **07** INSIGHTS

Haben Sanktionen in Kriegszeiten die gewünschte Wirkung?

## **09** BERATUNG

Lebenslange Gewohnheit; Behavioural Finance verstehen

## **12** BRANCHEN INSIGHTS

Gespräch mit Redburn, Europas Energie-Zwickmühle

## **14** AKTIEN ANALYSE

Wieder auf Achse; ein Blitzbesuch in New York und Boston

## **16** PRIVATE MARKETS

Home sweet home; in Immobilien investieren



# “War does not determine who is right – only who is left.”



**Laurent Gagnebin**  
CEO, Rothschild & Co Bank AG

In diesem Frühjahr haben viele von uns den zweiten Winter der Covid-19-Einschränkungen hinter sich gelassen und gelernt, mit dem Virus zu leben. Es ist eine Zeit der Erneuerung, aber aufgrund der geopolitischen Ereignisse im ersten Quartal dieses Jahres auch eine Zeit der erhöhten Unsicherheit.

Die weisen Worte des Philosophen Bertrand Russel erinnern uns daran, dass der Krieg nicht bestimmt, wer Recht hat, sondern nur, wer übrig bleibt. Unsere Gedanken sind bei allen, die vom Krieg in der Ukraine betroffen sind.

Die Ereignisse der letzten drei Monate erinnern uns auch daran, wie wichtig es ist, eine langfristige Strategie zur Erhaltung des Vermögens zu verfolgen, eine Strategie, die eine Perspektive bietet, die die Gegenwart zu verstehen sucht und die die Zukunft vorausschauend angeht. Wie in den folgenden Artikeln dargelegt, haben unser Anlageteam und unsere Strategen schnell gehandelt, den Marktlärm zurückgedrängt und die Portfolios für die kommenden Zeiten positioniert.



**Dr. Carlos Mejia**  
CIO, Rothschild & Co Bank AG

Ob Inflation, steigende Zinssätze, Engpässe in der Lieferkette oder die Auswirkungen der Sanktionen auf eine weniger globalisierte Welt – in dieser Zeit des Wandels stellen wir Ihnen unsere neuesten Denkanstöße, Ansichten und Analysen vor.

Unser kollektives Wissen über die Jahrhunderte hinweg, das sich auf sieben Generationen von Vermögensverwaltern stützt, ist unser wertvollstes Kapital für unsere Kunden. Wir freuen uns darauf, diese Dienstleistung weiter anzubieten in der Gewissheit, dass das, was einmal war, auch wieder kommen wird.

Wir freuen uns darauf, Sie bald wiederzusehen,  
see you soon, à la prochaine



Werte: alle Daten per März 2022



# Haben sich die langfristigen Aussichten gerade geändert?



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist

*Kevin Gardiner*

Einer meiner ehemaligen Kollegen verwendete den folgenden Disclaimer: «Dies sind meine gegenwärtigen Ansichten, die sich ohne Vorankündigung ändern können.»

Im Voraus zu sagen, dass sich Ansichten plötzlich ändern könnten, schien das Eingeständnis einer Niederlage zu sein, insbesondere wenn man behauptet, eine langfristige Perspektive zu haben. Aber ich habe diese Offenheit zu schätzen gelernt.

Manchmal ändert sich das Anlageklima, und nicht nur das Wetter, abrupt. Das war 2008 der Fall, als der Zusammenbruch von Lehman uns monatelang in finanzielle Feuerwehrrübungen stürzte. Dies war in den frühen 1970er Jahren der Fall, als der Anstieg der realen Ölpreise die wirtschaftlichen Aussichten für ein Jahrzehnt zunichte machten, zusammen mit vielen zuvor tragfähigen langfristigen Geschäftsmodellen, auch wenn dies damals nicht sofort erkennbar war. Es dauerte danach Jahre, bis sich wieder ein gemässigeres Klima einstellte.

Meistens passt Inkrementalismus besser zu Fakten. Hinter den scheinbar chaotischen Schlagzeilen des letzten halben Jahrhunderts verbirgt sich ein einfaches, schrittweises Narrativ, in welchem technologische Entwicklungen und die Erfahrungskurve den Lebensstandard in einer gesünderen und sichereren (und engeren) Welt erhöhten.

Aber Russlands Handlungen und die dafür vorgebrachten Begründungen haben

dieses Narrativ unterbrochen – und könnten es möglicherweise umkehren. Der «Blick über das Tal» ist jetzt schwieriger als sonst.

Bislang ist das Urteil über diese Ereignisse noch nicht gefallen.

Alle potenziellen Auswirkungen abzuschätzen, ist jetzt nicht möglich. Diplomaten und Militärs sind sich uneins, und was können wir überhaupt über die Situation vor Ort wissen? Wir geniessen zwar Pressefreiheit, aber die Presse ist nicht unbedingt objektiv: Selbst wenn wir meist dieselben Gefühle und Hoffnungen teilen, ist das Gruppendenken nicht weit.

Während wir also unsere Freiheiten geniessen und versuchen, die Auswirkungen dieser schrecklichen Ereignisse auf die Anlagen abzuschätzen (es scheint geschmacklos, dies überhaupt zu versuchen), ist es wohl am leichtesten für uns, nicht in Form einer Liste von wahrscheinlichkeitsgewichteten Szenarien zu denken, sondern uns stattdessen ein Pendel vorzustellen, das zwischen den beiden Polen von Krieg und Frieden schwingt.

Leider ist, während wir dies schreiben, das schlimmste Ergebnis am deutlichsten erkennbar. Konflikte und wirtschaftliche Disruption könnten sich ausbreiten; China, nicht nur Russland, könnte länger investitionsfähig sein (der MSCI China ist im Vergleich zur übrigen Welt so billig wie noch nie seit seinem Beitritt zur WTO). Würde dies eintreffen, wäre die Anlageperformance natürlich unsere geringste Sorge.

Aber auch Frieden muss noch möglich sein – und vielleicht sogar ein stabilerer als vor dem 24. Februar. China, enttäuscht (schlecht informiert?) von seinem Verbündeten, könnte dazu beitragen, dass das Pendel in diese Richtung ausschlägt. Dies könnte auch ein älterer Staatsmann erreichen, dem Russland vertraut – ebenso wie die EU, die beschliesst (und erkennt), dass die Kosten des Verzichts auf russisches Öl erträglich sind. Aber an einen solchen Ausgang der Ereignisse zu glauben, fühlt sich derzeit eher wie Blauäugigkeit an als wie eine durchdachte Analyse.

Vorläufig gehen wir also davon aus, dass das Pendel in der Mitte bleibt: der Konflikt wird weitergehen, aber bezüglich Schwere und geografischem Ausmass begrenzt bleiben.

Die unmittelbare makroökonomische Auswirkung ist klar: (noch) mehr Inflation und weniger Wachstum. Die Inflation ist auf den zusätzlichen Druck auf Energie und andere Rohstoffe sowie auf Versorgungsdisruptionen und Sanktionen zurückzuführen. Die Bedrohung für das Wachstum ergibt sich aus diesen höheren Kosten, den Disruptionen und den wahrscheinlichen Auswirkungen auf das Vertrauen der Verbraucher und der Wirtschaft, ausgelöst durch diese erste Bedrohung des Weltfriedens im Laufe unseres Arbeitslebens.

Verständlicherweise führt dies zu Schlagwörtern wie Stagflation, d. h. einer «Stagnation» der Produktion bei gleichzeitiger «Inflation» der Preise. Dieser Begriff wurde erstmals für die Beschreibung des schwierigen – oben bereits erwähnten – makroökonomischen Klimas der 1970er (und frühen 1980er) Jahre verwendet.

Diese Mischung ist für konventionelle Portfolios vielleicht eine der schwierigsten. Geringes Wachstum ist schlecht für Unternehmen und Aktien, während eine hohe Inflation schlecht für Anleihen und andere nominale Vermögenswerte ist – daraus scheint es keinen offensichtlichen Ausweg zu geben.

Aber wie bereits erwähnt: Wenn ein Paradigmenwechsel von heute auf morgen möglich ist, dann ist immer noch nicht klar, ob wir tatsächlich vor einem solchen stehen. Solange dieses Pendel nicht stärker ausschlägt, können wir die Wachstumsaussichten nicht einschätzen und auch nicht, wo sich die Inflation einpendeln wird. Die ursprüngliche Stagflation dauerte Jahre und hatte sich, im Nachhinein betrachtet, auch schon seit Jahren zusammengebraut, obwohl es dann die OPEC brauchte, damit eine Klimaveränderung herbeigeführt werden konnte. Vorerst bleiben wir auf höhere Zinsen und ein langsames, aber immer noch positives Wachstum eingestellt.

# Mitteilung des CIO

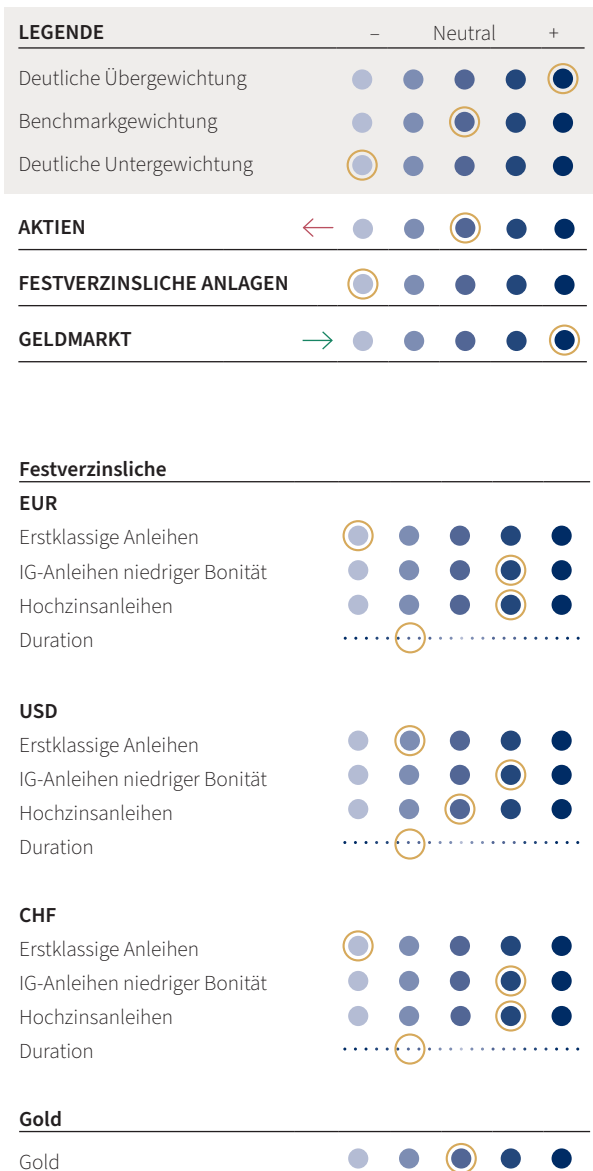
Gemäss Analyse unseres Global Investment Strategist war das erste Quartal 2022 nichts für schwache Nerven. In Zeiten wie diesen, wie auch zu Beginn der Pandemie, müssen wir uns unsere langfristige Strategie zur Vermögenserhaltung vor Augen halten. Dies bedeutete, dass wir taktische Änderungen auf der Ebene der Asset Allocation vornehmen und unseren Prozess der Wertpapierauswahl verstärken mussten. Für letzteren arbeiten unsere Aktienanalysten jetzt mit einem führenden Equity Research House zusammen, Redburn.

Im Laufe des Quartals erforderten der Aufbau und der anschliessende Einmarsch Russlands in der Ukraine sowie die anhaltende Inflation und die Aussicht auf steigende Zinssätze ein schnelles und entschlossenes Handeln von uns. Wie in unseren nachstehenden Mosaïque Views dargelegt, haben wir unser Aktienengagement reduziert, unsere liquiden Mittel erhöht und unsere defensive Positionierung in den verschiedenen Aktienregionen und Sektoren ausgebaut. Jedes Steinchen, das wir anpassen, muss letztlich im Ganzen einen Sinn ergeben – das ist der Kern der Mosaïque-Strategie. Mit Blick auf die Zukunft konzentrieren wir uns weiterhin auf die Möglichkeit turbulenter Zeiten und werden unsere Asset Allocation so oft wie nötig überprüfen.

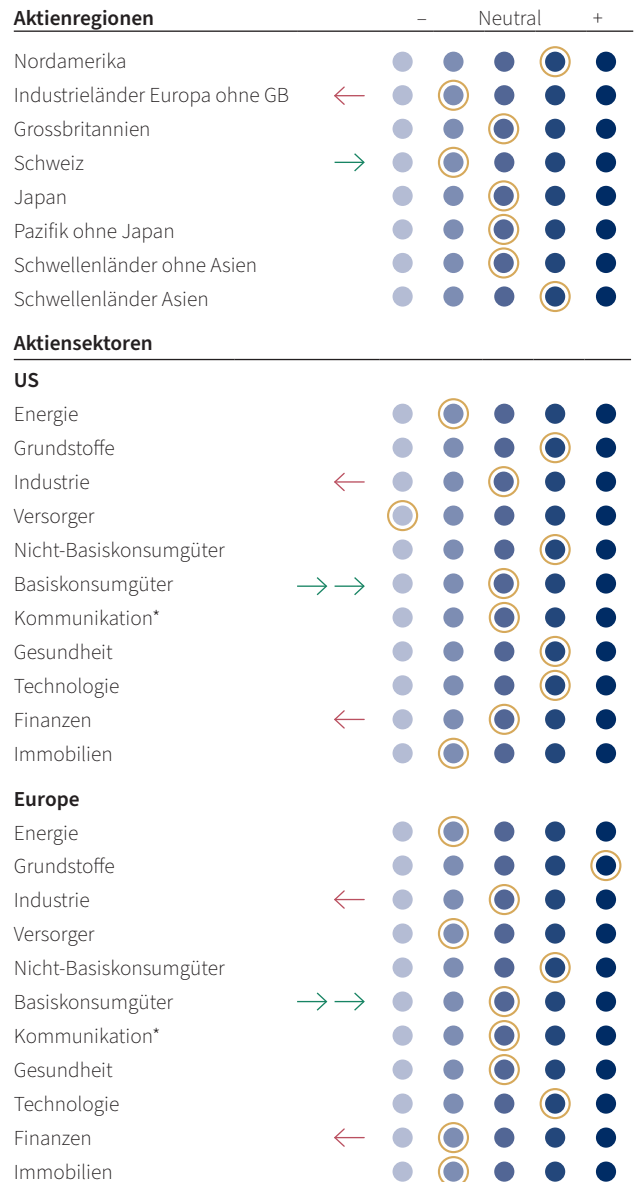


**Dr. Carlos Mejia**  
CIO, Rothschild & Co Bank AG

## Unsere Mosaïque Views nach Anlageklasse, Region und Sektor



→ Änderungen unserer taktischen Asset Allocation im Q1 2022  
←





# Anmerkungen des Managers



**Clément Boisson**  
Portfolio Manager

Nach einem für die Aktienmärkte starken Jahr wurde 2022 als das Jahr prognostiziert, in dem sich die Weltwirtschaft vollständig von den Folgen der Pandemie erholen würde. Realität und Narrativ stimmen selten überein. Wie wir alle wissen, hatten die Anleger mit einem schwierigen ersten Quartal zu kämpfen, in dem die geopolitischen Ereignisse die wirtschaftliche Dynamik überschatteten und den durch die Pandemie bereits bestehenden Druck auf Lieferketten und Inflation noch verstärkten.

Mit der Aufhebung der COVID-19-Beschränkungen in den meisten Ländern war die Inflation bereits zum zentralen Diskussionsthema geworden und erreichte in den USA und in Europa ein Jahrzehntehoch. Wie unser globaler Anlagestrategie erläutert, sind die Zentralbanken dabei, die Geldpolitik zu straffen und die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten zu beenden, um die Inflation einzudämmen. Bei den Märkten litten sowohl die Aktienmärkte als auch die Märkte für festverzinsliche Anlagen, wobei die Kursverluste in den letzten Wochen vor allem die festverzinslichen Anlagen betrafen, wo die Renditen von Staatsanleihen Mehrjahreshöchststände erreichten. Bei den Aktien übertrafen die Value-Aktien die Wachstumsaktien (siehe unten) um rund 11 % – ein historisch grosser Abstand.

## VALUE-AKTIEN

Aktien, deren Bewertung günstig erscheint

## WACHSTUMS-AKTIEN

Aktien, bei denen ein deutlich über dem durchschnittlichen Marktwachstum liegendes Wachstum zu erwarten ist

Was die Ereignisse betrifft, war der Einmarsch Russlands in die Ukraine das wichtigste markt bewegende Ereignis im Q1 2022.

Die Zunahme der Volatilität und der Rückgang der Aktienmärkte überraschte nicht, denn die durch die Sanktionen verursachte Disruption der Lieferketten und die steigenden Energiepreise dürften die Einkommen der Haushalte und Unternehmen in den kommenden Monaten beeinträchtigen.

Auch überrascht nicht, dass die Märkte dieses Umfeld nicht gut aufgenommen haben und das Quartal erwies sich für die Portfoliomanager als schwierig – insbesondere dort, wo wir langfristig positioniert sind und nicht der kurzfristigen Marktvolatilität nachjagen. Dennoch haben wir im Lichte der Ereignisse im Q1 2022 einige taktische Entscheidungen getroffen.

Da wir davon ausgingen, dass der Krieg in der Ukraine wahrscheinlich nicht in wenigen Tagen oder Wochen beendet sein würde, beschlossen wir, unsere Strategie zu überprüfen und reduzierten daraufhin systematisch das Risiko in unserer taktischen Positionierung. Wie von unserem CIO erörtert, sind wir von einer Übergewichtung zu einer neutralen Gewichtung von Aktien übergegangen und haben eine doppelte Übergewichtung der Barbestände vorgenommen. Ebenso haben wir uns in Europa (ohne Grossbritannien) um eine Position nach unten und in der Schweiz um eine Position nach oben bewegt – eine defensive regionale Bewegung.

Nach einer systematischen Analyse des potenziellen Aktienengagements in den russischen und ukrainischen Märkten sind wir überzeugt, dass die Mosaïque-Portfolios nur ein minimales bis gar kein direktes Engagement aufweisen. Die Aktienpositionen mit dem grössten Ertragsanteil in der Region sind in der nachstehenden Tabelle aufgeführt. Da viele dieser Unternehmen ihre Tätigkeit in Russland einstellen, erwarten wir, dass diese Zahlen sinken werden.

## % Ertragsexposition gegenüber Russland

American Express	2-4%
Epiroc	6-7%
Estée Lauder	3-4%
LVMH	2-4%
Mastercard	4-6%
TotalEnergies	3-5%
Visa	4-6%

per 09.03.2022



Bei den Festverzinslichen beschlossen wir, unsere strategische Ausrichtung nicht zu ändern und blieben deutlich untergewichtet. Während die Zinssätze mit dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine fielen, geht der langfristige Trend eindeutig nach oben. Diese Entwicklung hat sich Ende März tatsächlich beschleunigt, da die Inflation und die Geldpolitik wieder in den Vordergrund der Anlegerinteressen gerückt sind. In diesem Umfeld wollen wir kurze Laufzeiten halten und taktische Anpassungen vornehmen, wenn wir eine Überreaktion der Märkte feststellen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass ausgewogene Portfolios je nach Währung zwischen 5,3 % und 5,9 % im Jahresvergleich zurückgegangen sind, was gemäss ARC Private Client-Indizes weitgehend wettbewerbskonform ist. Wir glauben, dass die kommenden Zeiten herausfordernd sein werden, und der Schutz vor Inflation wird im Vordergrund stehen. Wir sind der festen Überzeugung, dass unsere auf Sachwerte ausgerichtete Strategie in diesem Umfeld die richtige ist, und eine sorgfältige Aktienauswahl der Schlüssel für den langfristigen Vermögenserhalt sein wird.

Abbildung 1: Absolute Wertentwicklung der Mosaïque-Portfolios

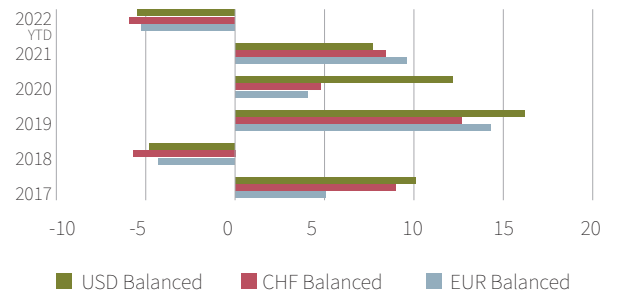
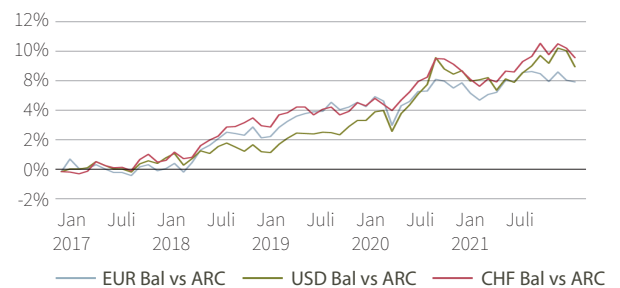


Abbildung 2: Relative Wertentwicklung zu ARC



Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung waren die Daten für Q1 noch nicht endgültig, weshalb die Wertentwicklung bis Dezember 2021 angezeigt wird.



# In Zeiten des Krieges



**Lord Sedwill**

Senior Advisor

Lord Sedwill ist ein Berater von Rothschild & Co und war von 2017-20 nationaler Sicherheitsberater des Vereinigten Königreichs sowie von 2018-20 Kabinettssekretär und Leiter des Innenministeriums der britischen Regierung.

Zuvor war er Botschafter des Vereinigten Königreichs in Afghanistan und im Jahr 2010 leitender ziviler Vertreter der NATO in Afghanistan.

Interviewt von:

**William Haggard**

Head of Investment Insights

Mittwoch, 23. März 2022

Im folgenden Interview sprechen wir mit Lord Sedwill über die Wirksamkeit von Wirtschaftssanktionen im Ukraine-Konflikt und werfen einen Blick darauf, wie diplomatische Kanäle in der Vergangenheit einen Weg zum Frieden geschaffen haben.

**Der russische Angriffskrieg auf die Ukraine hat zur Verhängung von Wirtschaftssanktionen gegen Russland geführt. Wie unterscheiden sich diese Sanktionen von früheren Sanktionen, die in Konfliktzeiten verhängt wurden?**

Im jüngsten Konflikt haben wir eine Mischung aus allgemeinen Wirtschaftssanktionen gegen Russland und gezielten Sanktionen gegen den Kreml sowie die mit ihm verbundenen Oligarchen gesehen.

Der kombinierte Einsatz aus allgemeinen und gezielten Sanktionen wurde als Reaktion auf die 1990er Jahre entwickelt, als die UNO und der Westen nach der Invasion Kuwaits strenge und umfassende Wirtschaftssanktionen gegen den Irak verhängten. Diese Sanktionen blieben über ein Jahrzehnt in Kraft und hatten schwerwiegende

humanitäre Auswirkungen auf die Bevölkerung, einschließlich eines erheblichen Rückgangs des Pro-Kopf-Einkommens. Es gelang jedoch nicht das Baath-Regime im Irak zu isolieren. Rückblickend haben diese Sanktionen sogar das Regime gestärkt, da dieses die Lieferketten zur Umgehung der Sanktionen kontrollierte, und somit eine größere Kontrolle über die irakische Wirtschaft erlangte.

### **Inwieweit können Sanktionen wirksam sein und wie sollten wir ihre Wirksamkeit messen?**

Sanktionen mögen zwar wirtschaftlicher Natur sein, ihre Ziele sind jedoch politisch. Die Wirksamkeit von Sanktionen sollte daher nicht in finanzieller Hinsicht gemessen werden, sondern daran, welche Veränderungen sie - wenn überhaupt - auf politischer Ebene erreichen können. Dies kann sich in einer Änderung des Verhaltens eines Regimes und/oder in der Abschaffung oder dem Ausbau einer bestimmten Politik äußern.

Eines der besten Beispiele für die Wirksamkeit von Sanktionen im letzten Jahrhundert waren die Sanktionen gegen Südafrika während der Apartheid-Ära. Neben den wirtschaftlichen Sanktionen trugen auch die kulturellen Sanktionen, wie das Verbot von Sportveranstaltungen mit Südafrika, dazu bei, die Mentalität einer Generation weißer Südafrikaner zu verändern. Diese waren von der Außenwelt abgeschnitten und bekamen die Auswirkungen zu spüren. Dieser Fall beweist eine kausale Beziehung zwischen der Verhängung von Sanktionen und einer Veränderung der Regierungspolitik.

### **Die New York Times hat kürzlich einen Artikel veröffentlicht, in dem die USA aufgefordert werden, ihre Sanktions-„Supermächte“ klug einzusetzen. Welche Risiken sollte der Westen bei der Verhängung von Sanktionen bedenken?**

Als größte Volkswirtschaft der Welt sind die USA bei der Anwendung von Sanktionen natürlich der Schlüssel für deren Wirksamkeit. Allerdings sind die unipolaren Jahre (man denke an die 1990er Jahre), in denen die USA die einzige Supermacht der Welt waren, vorbei. In einer multipolaren Welt konkurrierender wirtschaftlicher und politischer Mächte wie der Welt der 2020er Jahre ist die Notwendigkeit der Einstimmigkeit bei der Verabschiedung von Sanktionen noch wichtiger. Heutzutage ist die Wirtschaft der USA eng mit der Chinas verflochten, was die Möglichkeiten der USA im Alleingang Sanktionen zu verhängen, einschränkt. So würden beispielsweise alle von den USA gegen China verhängten Sanktionen beiden Ländern schweren Schaden zufügen. Der Bumerang-Effekt von Sanktionen auf diejenigen, die sie verhängen, sollte in einer solchen Situation nicht unterschätzt werden.

Umgekehrt sind Sanktionen dort, wo sie im Konsens beschlossen werden, wie bei den von den Vereinten Nationen unterstützten Sanktionen gegen das iranische Atomprogramm, die sowohl von den USA als auch von China breit unterstützt wurden, weitaus wirksamer. Um auf meinen früheren Punkt zurückzukommen: Länder, die Sanktionen verhängen, müssen sicherstellen, dass die Maßnahmen gezielt genug sind, um diejenigen zu treffen, auf die es ankommt. Andernfalls besteht die Gefahr, dass sich Regime in ihren eigenen, den Sanktionen ausweichenden Schwarzmärkten verschanzen.

### **Abgesehen von den unmittelbaren Folgen des Ukraine-Konflikts, welche sekundären Auswirkungen sind von den jüngsten Sanktionen zu erwarten?**

Sekundäre Auswirkungen werden sowohl von den Sanktionen gegen Russland als auch von gestörten Lieferketten ausgehen, die der Krieg verursacht. Eine offensichtliche und unübersehbare Primärwirkung des Konflikts ist der Anstieg der Öl- und Gaspreise. Die Abkopplung Europas von den russischen Energiequellen wird Zeit brauchen.

Eine sekundäre Auswirkung, die bei einer Ausweitung des Konflikts noch deutlicher zutage treten wird, ist die Frage der Ernährungssicherheit. Die Ukraine ist ein globaler Exporteur von Weizen, Mais und Sonnenblumenöl. Der Krieg hat die Aussaat in diesem Frühjahr stark beeinträchtigt. Wenn die ukrainischen Getreideexporte in diesem Jahr ausbleiben, könnte dies Auswirkungen auf so unterschiedliche Branchen wie die chinesische Viehfutterindustrie oder die ägyptische Brotherstellung haben. Auch wenn dies zweitrangig klingen mag, sollte man die Auswirkungen nicht unterschätzen: Der Arabische Frühling begann im Jahr 2011 aufgrund von Lebensmittelknappheit und hoher Inflation. Wir sollten davon ausgehen, dass die Regierungen und die internationalen Finanzinstitutionen die möglichen Auswirkungen des Krieges auf die Lieferketten genau beobachten werden.

### **Welche Rolle kann die Diplomatie, abgesehen von Sanktionen, spielen, wenn der Konflikt bereits begonnen hat? Können sich Ihrer Erfahrung nach diplomatische Kanäle als wirksam erweisen?**

Sobald ein Land ein anderes Land militärisch angreift, wird der Raum für eine diplomatische Lösung kleiner oder verschwindet ganz. Im aktuellen Konflikt ist nicht klar, warum Präsident Putin in die Ukraine einmarschieren musste, um deren erklärte Neutralität gegenüber der NATO zu erreichen. Ein Teil der Herausforderung für eine diplomatische Lösung des gegenwärtigen Konflikts ist das Fehlen klar kommunizierter Ziele seitens Russlands.

In der Geschichte gibt es viele Beispiele dafür, dass die Diplomatie ein Ende von Konflikten herbeiführen konnte, allerdings nur dann, wenn die Rahmenbedingungen vor Ort stimmten: der Waffenstillstand am Ende des Koreakriegs, der Rückzug aus Vietnam und, vielleicht am bemerkenswertesten, das Camp-David-Abkommen von 1978, mit dem die israelisch-ägyptischen Konflikte der vorangegangenen drei Jahrzehnte beigelegt wurden. Die Diplomatie trug auch dazu bei, dass der Kalte Krieg beendet werden konnte.

Im Moment ist eine tragfähige diplomatische Lösung für den Ukraine-Konflikt schwer vorstellbar, und je weiter der Krieg voranschreitet, desto schwieriger wird es, einen Kompromiss zu finden. Es sei darauf hingewiesen, dass in den ersten Wochen des Konflikts die Sanktionen von einzelnen Personen auf die gesamte russische Wirtschaft ausgedehnt wurden. Die Anleger sollten davon ausgehen, dass Russland noch für längere Zeit von der Weltwirtschaft abgeschnitten sein wird - aus geopolitischer Sicht werden die Auswirkungen dieses Konflikts noch jahrelang zu spüren sein.





# “Anlegen ist einfach, aber nicht leicht” – Warren Buffet



**Erdiņ Benli**

Head of Investment &  
Portfolio Advisory



**William Therlin**

Investment and  
Portfolio Adviser

Wenn man Leute bittet, ihre Fähigkeiten bei Aktivitäten wie Autofahren oder Investieren zu bewerten, lautet die Antwort meist «überdurchschnittlich». Das Verblüffende an dieser Wahrnehmung ist offensichtlich: Nicht alle können überdurchschnittlich sein.

Eine FINRA-Studie ergab, dass drei Viertel der Befragten ihre Finanzkenntnisse überbewerteten, während nur 59 % derjenigen, die sich als «sehr gut» einstufen, zwei als «leicht» geltende Berechnungen zu Inflation und Zinssätzen durchführen konnten<sup>1</sup>. Das Gleiche gilt für den akademischen Bereich: In einer Studie stuften sich 80 % der MBA-Studenten als überdurchschnittlich gut innerhalb ihrer Kohorte ein<sup>2</sup>. Diese Tendenz, sich selbst als überdurchschnittlich zu betrachten, wird manchmal auf den Lake-Wobegon-Effekt zurückgeführt, benannt nach der fiktiven Stadt, «in der alle Frauen stark, alle Männer gutaussehend und alle Kinder überdurchschnittlich klug sind»<sup>3</sup>.

Finanzmarkt-Anleger sind leider nicht vor bestimmten Voreingenommenheiten bei ihren Entscheidungen geschützt, was sie daran hindern könnte, rational zu handeln.

Während sich die traditionelle Finanzwirtschaft darauf konzentriert, wie sich Individuen verhalten sollten (in effizienten Märkten unter der Annahme, dass Menschen rational sind), konzentriert sich Behavioral Finance darauf, wie sich Individuen tatsächlich verhalten. Letztere anerkennt, dass Neigungen die Entscheidungsfindung beeinflussen können.

In diesem Artikel konzentrieren wir uns auf zwei Voreingenommenheiten, denen wir als Anlageexperten häufig begegnen: die Selbstüberschätzung und die Vertrautheit.

## Bescheiden bleiben

Ein Marktteilnehmer, der dazu neigt, seine Fähigkeiten oder sein Urteilsvermögen zu überschätzen, leidet unter Selbstüberschätzung. Im Anlagenkontext kann diese Voreingenommenheit Folgendes bewirken:

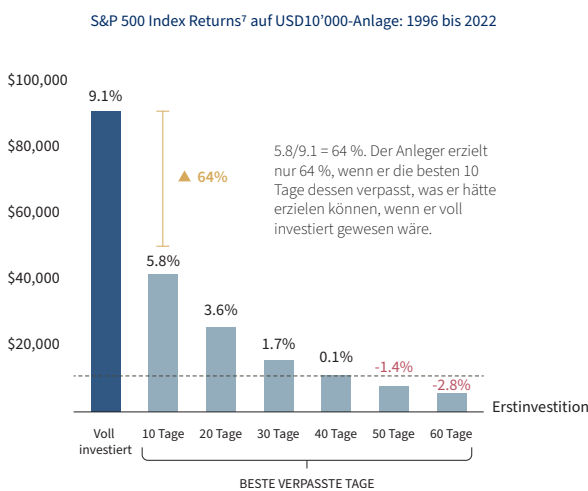
- I. Überschätzung der Erträge und Unterschätzung der Risiken
- II. Unterdiversifizierte Portfolios
- III. Übermäßige Umsätze und hohe Transaktionskosten, die sich negativ auf die Portfoliorenditen auswirken können<sup>4</sup>.

Der dritte Punkt lässt sich durch eine Betrachtung der Anlagerenditen im Zeitverlauf veranschaulichen: Ein vollständig investiertes Portfolio (siehe Grafik 1)<sup>5</sup> hätte zwischen 1996 und 2022 eine annualisierte Rendite von über 9 % erzielt. Das Verpassen der zehn besten Tage hätte zu einer annualisierten Rendite von nur 5,8 % geführt. Das Verpassen der zwanzig besten Tage hätte zu einer annualisierten Rendite von unter 4 % geführt.

Das rudimentäre Konzept «niedrig kaufen, hoch verkaufen» ist trotz der besten Bemühungen der Anlageexperten alles andere als einfach und die Wahrscheinlichkeit, dass dies auf Dauer gelingt, ist sehr gering. Ein längeres Ausharren am Rande des Geschehens oder der Versuch, den Markt zu timen, kann daher die Rendite erheblich schmälern. Selbstüberschätzung kann mit der Illusion des Wissens verbunden sein: Das Gefühl, Recht zu haben, z. B. den Kaufzeitpunkt zu kennen, bevor die Märkte steigen, und den Verkaufszeitpunkt, bevor die Märkte fallen.

Wir haben natürlich Zeiten erlebt, in denen es sich kurzfristig als richtig erwiesen hätte, nicht auf dem Markt aktiv zu sein. Dies gilt jedoch nur, wenn die Anleger wissen, wann sie wieder in den Markt einsteigen müssen, was bekanntlich schwierig ist. Ein Beispiel aus jüngster Zeit verdeutlicht dieses Phänomen: Der durch COVID ausgelöste Einbruch der Aktienmärkte im März 2020 war historisch, aber die Erholung erfolgte sehr schnell.

Wir plädieren nicht dafür, dass Portfolios nicht verändert und angepasst werden sollen. Neugewichtung, Änderung der Asset Allocation, Abbau von Positionen und Massnahmen ergreifen, wenn sich die Anlagethese und die wirtschaftlichen Aussichten ändern, sind Teil des eigentlichen Portfoliomanagements. Im Laufe der Zeit hat sich jedoch gezeigt, dass es besser ist, investiert zu bleiben und übermässige Transaktionen zu vermeiden, als Markt-Timing zu betreiben<sup>6</sup>.



## Diszipliniert bleiben

Wie kann dieser Vertrautheitseffekt abgemildert werden? Ein sorgfältiger Anlageprozess ist in der Regel eine gute Ausgangsbasis. Portfolios sollten regelmässig überprüft werden, damit systematische Muster (gute oder schlechte) erkannt und die Vorzüge der zugrunde liegenden Anlagen bewertet werden können. Eine wesentliche, aber zugegebenermassen schwierige Aufgabe besteht darin, erfolgreiche Anlagen auf Glück oder gutes Urteilsvermögen zurückzuführen (in einer Hausse können Gewinne erzielt werden, auch wenn der zugrunde liegende Anlageansatz als fehlerhaft angesehen wird). Schliesslich muss die Risiko- und Ertragsbewertung hinterfragt und eine Portfoliodiversifizierung in Betracht gezogen und regelmässig überwacht werden.

## Verlieben Sie sich nicht

Auf die Frage, ob wir unser umweltfreundliche Auto einem anderen ebenso umweltfreundlichen Auto vorziehen (bei dem alles gleich ist, ausser dass es uns nicht gehört), ist die Antwort nach Ansicht von Verhaltensökonomern gemäss dem Vertrautheitseffekt einfach. Dieses Konzept wurde erstmals im Zusammenhang mit der Verlustangst identifiziert, bei der Verluste mehr schmerzen als gleich grosse Gewinne<sup>8</sup>.

Zur Veranschaulichung des Vertrautheitseffekts stellen Sie sich eine Gruppe von zwanzig Personen vor, von denen 10 eine Flasche Wein erhielten.

Weinverkauf für USD 15. Die Teilnehmer wurden dann aufgefordert, einen Markt zu bilden, und man würde erwarten, dass bei zufällig verteilten Weinflaschen der Handel recht hoch ist (manche würden schätzen, fast fünfzig Prozent). Stattdessen zeigten die Studien, dass der Handel bei nur zehn Prozent lag. Warum? Weil die potenziellen Verkäufer sich nicht von ihrem Besitz trennen wollten.

Wie kommt es dann, dass Menschen dazu neigen, einen (manchmal deutlich) höheren Verkaufspreis für einen Vermögenswert zu verlangen, als sie bereit wären, für denselben Vermögenswert zu zahlen, wenn sie ihn nicht besässen?<sup>9</sup> Die Wertwahrnehmung scheint durch den Besitz verzerrt zu sein, auch wenn die Dauer des Besitzes begrenzt ist. Dies ist der Kern der Vertrautheit.

Im Anlagekontext können wir zwei häufige Folgen der Vertrautheit erkennen:

- I. Das Halten von Vermögenswerten, mit denen wir vertraut sind, teilweise wegen eines nicht greifbaren Werts der Vertrautheit
- II. Das Unvermögen, einen ungeeigneten Vermögenswert zu verkaufen (da ihm ein zusätzlicher Wert verliehen wird), was zu einer suboptimalen Asset Allocation führen könnte.

## Weniger vertraut werden mit vertrauten Vermögenswerten

Ein Beispiel des Vertrautheitseffekts sind geerbte Vermögenswerte. Um diesen Effekt abmildern zu können, muss sich der Anleger fragen, ob er dieselben Vermögenswerte heute in einem neuen Portfolio kaufen würde oder ob der Besitz lediglich eine Folge der Vererbung ist.

Ein Schritt zurückzutreten ist ein wesentlicher Bestandteil eines sorgfältigen Anlageprozesses im Kontext solcher generationenübergreifender Vermögenswerte. In solchen Szenarien müssen wir die Bedeutung einer objektiven Bewertung solcher Vermögenswerte betonen, indem versucht werden sollte, Werte von Vertrautheit und Komfort zu berücksichtigen. Dennoch würden wir den Eigentümern von potenziell geerbten Portfolios nicht raten, sich einfach willkürlich von allen vertrauten Vermögenswerten zu trennen; einige geerbte Vermögenswerte können die Zeit überdauern.

Das Gleiche gilt für alle anderen, nicht potenziell geerbten Vermögenswerte: Ein umsichtiger Anleger muss den Status quo in Frage stellen (eine weitere Voreingenommenheit) und die Vorzüge der aktuellen Anlagewerte hinterfragen. Das soll nicht heissen, dass übermässig gehandelt werden muss – davon möchten wir, wie bereits erläutert, absehen. Anlagewerte regelmässig zu überprüfen, damit sichergestellt ist, dass sie weiterhin zweckmässig sind, sollte aber zu den regelmässigen Portfolio-Gesundheitschecks aller Anleger gehören.

Allerdings könnte es aber doch sinnvoll sein, unter die Motorhaube zu schauen und das umweltfreundliche Auto dennoch zu behalten...

- 1 Financial Industry Regulatory Authority - [https://www.usfinancialcapability.org/downloads/NFCS\\_2018\\_Report\\_Natl\\_Findings.pdf](https://www.usfinancialcapability.org/downloads/NFCS_2018_Report_Natl_Findings.pdf).
- 2 Shefrin, (2007), *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Oxford University Press.
- 3 Für eine breitere Diskussion siehe Montier, J. (2010). *The little book of behavioral investing: How not to be your own worst enemy*. John Wiley & Sons Inc.
- 4 Barber, Brad M and Terrance Odean (2001), Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment, *The Quarterly Journal of Economics* pp. 261–292.
- 5 Rothschild & Co WM Strategy Team, Bloomberg, S&P 500 returns on total return basis, gross of fees.
- 6 Graham, John R. and Harvey, Campbell, (1996), Market timing ability and volatility implied in investment newsletters' asset allocation recommendations, *Journal of Financial Economics*, 42, issue 3, p. 397-421.
- 7 Rothschild & Co WM Strategy Team, Bloomberg.
- 8 Thaler RH. 1980. Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*. 1(1): 39–60.
- 9 Kahneman D, Knetsch JL, Thaler RH. 1990. Experimental tests of the endowment effect and the Coase theorem. *Journal of Political Economy*. 98(6): 1325–1348.



# Europas Energie-Zwickmühle



**Stuart Joyner**  
Partner and Energy Specialist,  
Redburn

Interviewt von:  
**Laura Kuenlen**  
Investment Insights

21. März 2022

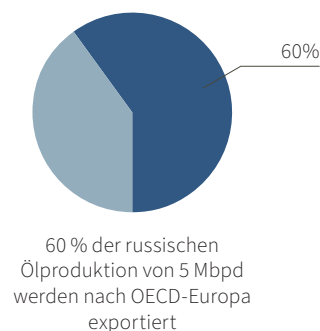
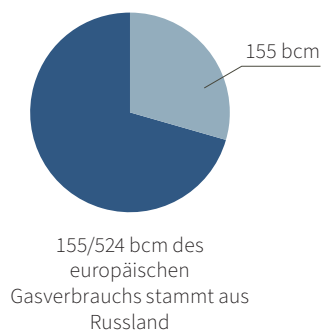
Im folgenden Interview sprechen wir mit Stuart Joyner, Partner und Energy Specialist beim Aktienforschungsinstitut Redburn, über die Energie-Zwickmühle, in der sich Europa aufgrund des Russland-Ukraine-Kriegs befindet.

## Hallo Stuart, was sind die möglichen Folgen einer Exportblockade russischen Öls für unsere Leser?

Die möglichen Folgen sind sehr vielfältig. In einem Szenario, in dem alle russischen Öl- und Produktexporte nach Europa durch einen Käuferstreik blockiert werden (und kein alternativer Abnehmer gefunden wird), könnten die Auswirkungen auf die Produktion bis zu 5 Millionen Barrel pro Tag (Mbpd) betragen. Erweisen sich die Sanktionen hingegen als eine relativ unbedeutende oder kurzlebige Reaktion, könnten die Auswirkungen vernachlässigbar sein. Abgesehen von den oben genannten vereinzelt Anhaltspunkten verfügen wir derzeit nicht über genügend Informationen oder Daten, um eine endgültige Aussage treffen zu können, und Schätzungen über Disruptionen reichen von 1 bis 4 Mbpd. Wir können einzig sagen, dass basierend auf unserer zugrunde liegenden Modellierung von Angebot und Nachfrage bereits ein leichter Rückgang der Exporte dazu führen könnte, dass der Markt plötzlich sehr eng wird.

## Wie stark ist Europa von russischer Energie abhängig?

Russland ist der drittgrößte Erdölproduzent der Welt (nach Saudi-Arabien und den USA), und etwa 60 % seines Exports von rund 5 Millionen Barrel Öl und Produkten pro Tag gehen nach OECD-Europa. Im Jahr 2021 deckten die russischen Gasexporte 30 % des europäischen Bedarfs. Anders als der Ölmarkt ist Gas ein sehr viel lokalerer Rohstoff, und es wäre äusserst schwierig, wenn nicht gar unmöglich, die russischen Mengen kurzfristig zu ersetzen. Europa verbrauchte im Jahr 2021 524 Milliarden Kubikmeter Gas (bcm), von denen 155 bcm aus Russland stammten.



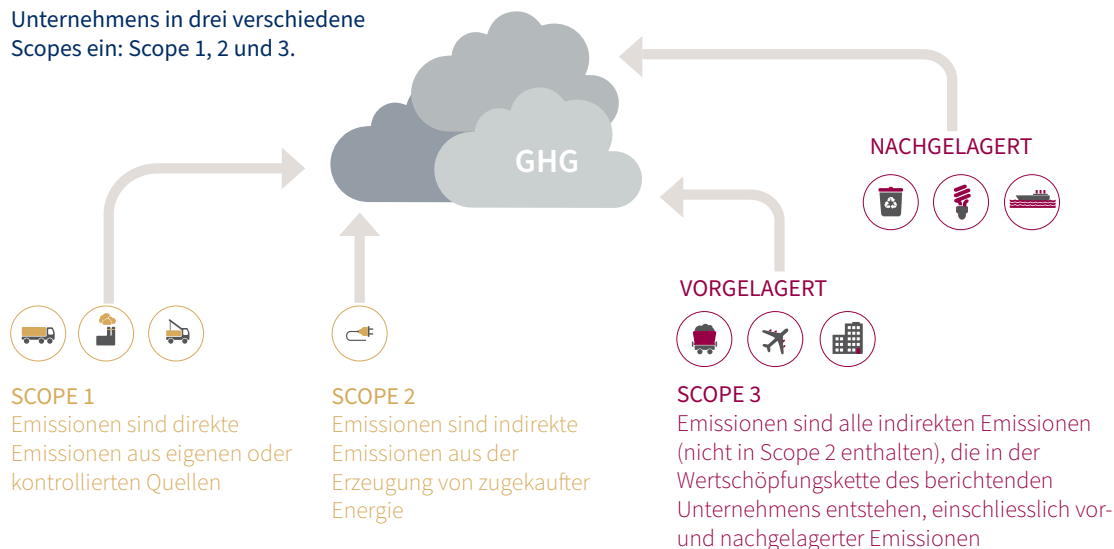
## Wie disruptiv sind die jüngsten Schlagzeilen für den Energiemarkt und wie stark werden die Energiepreise Ihrer Meinung nach steigen?

Obwohl die Öl- und Gasproduktion durch den Krieg bisher nicht beeinträchtigt wurde, sind die Auswirkungen der Regierungssanktionen erheblich. Dies hat sich in den letzten Wochen in einer erhöhten Volatilität des Ölpreises niedergeschlagen. Derzeit gibt es keine Anzeichen dafür, dass die Gasflüsse unterbrochen wurden, aber das Angebot hatte bereits nach der Pandemie und zu Beginn der aktuellen Krise Mühe, mit dem Wiederanstieg der Nachfrage Schritt zu halten. Die Lagerbestände befinden sich am unteren Ende ihrer 5-Jahres-Spanne, und die russischen Exporte nach Nordeuropa waren bereits vor dem Einmarsch in die Ukraine im Jahresvergleich niedrig. Vor diesem Hintergrund denken wir, dass die Preise in nächster Zeit weiterhin von der Geopolitik bestimmt werden, und es ist schwierig vorzusagen, wohin dies führen wird. In Anbetracht des Anstiegs der Rohstoffpreise (z. B. für Öl) im Jahresvergleich ist klar, dass unsere Annahmen für die Gaspreise 2022 nach oben korrigiert werden müssen.

## Wird es angesichts der Abhängigkeit Europas von russischen Energiequellen zu einer Deglobalisierung hinsichtlich der Energiesicherheit der wichtigsten Volkswirtschaften der Welt kommen?

Die Energieversorgung hat sich in den letzten Jahren in rasantem Tempo globalisiert, wobei der Zugang zu kostengünstiger, kohlenstoffarmer Energie für die meisten Importeure die Versorgungssicherheit übertrumpft. Wir erwarten nun, dass sich diese Entwicklung etwas umkehren wird, da die russischen Lieferungen für weite Teile des Westens wegfallen. Die Regierungen werden wahrscheinlich auf erneuerbare Energien und insbesondere auf die Kernenergie setzen, um Zugang zu sicherer kohlenstoffarmer Energie zu haben. Eine Ausnahme von diesem Trend bilden die Gasexporte der USA nach Europa, die voraussichtlich rasch zunehmen werden.

## Das Greenhouse Gas Protocol (GHG) teilt den GHG-Fussabdruck eines Unternehmens in drei verschiedene Scopes ein: Scope 1, 2 und 3.



## Ein Blick in die Zukunft und der Zeitplan hin zu Netto-Null: Welche Möglichkeiten bieten sich für Öl- und Gasunternehmen?

2019 führten wir eine Studie über die grossen europäischen Ölkonzerne – TOTAL, BP, Royal Dutch Shell, Eni, Equinor, Repsol, OMV, Exxon und Chevron – durch, die erste Pläne für eine Expansion in erneuerbare Energien vorgelegt hatten. Damals schätzten wir die Ausgaben für erneuerbare Energien dieser Unternehmen auf ca. USD 8 Milliarden pro Jahr, also weniger als 10 % ihrer gesamten Investitionen. In der Zwischenzeit haben die Unternehmen jedoch ihre Strategien zur Umstellung auf Kohlenstoffneutralität beschleunigt und den Anteil der diesem Bereich zugewiesenen Investitionsmittel fast verdoppelt. Nun gehen wir davon aus, dass bis zu einem Viertel der Investitionen der grossen europäischen Unternehmen in den Jahren 2022–25 in erneuerbare Energien und andere kohlenstoffarme Bereiche fließen werden. Wir denken, dass eine der Hauptursachen für den Anstieg der Ausgaben für erneuerbare Energien die Erkenntnis der Grosskonzerne ist, dass sie letztendlich für die Scope-3-(Kunden)-Emissionen verantwortlich gemacht werden. Alle grossen europäischen Unternehmen haben inzwischen Scope-3-Reduktionsziele festgelegt, mit denen sie sich verpflichten, bis 2050 Netto-Null zu erreichen. Zwiarsind Umfang und Definition dieser Ziele unterschiedlich, aber alle erfordern eine wesentliche Senkung der Emissionen.

## Definitionen von Scope 1, 2 und 3 (siehe folgende Infografik)

Um diese Ziele zu erreichen, müssen die Grossunternehmen ihr Engagement in kohlenstoffarmen Energieprodukten erhöhen und in kohlenstoffausgleichende Projekte zur Senkung der Öl- und Gasproduktion investieren. Dies erfordert den seit etwa einem Jahr zu beobachtenden Anstieg der Investitionen in erneuerbare Energien. Der Wandel wird nicht schnell vonstatten gehen. Unsere neuen Modelle für erneuerbare Energien deuten darauf hin, dass es Jahrzehnte dauern wird, bis die Grosskonzerne ihre Betriebe vollständig umgestellt haben, aber wir prognostizieren, dass bis 2030 ein kleiner Anteil des operativen Cashflows aus erneuerbaren Energien und kohlenstoffarmen Energiequellen stammen wird.



# Ein USA-Roadtrip: Die Sichtweise der Analysten



**Christoph Wirtz**  
Equity Analyst

Nach fast zwei Jahren Telearbeit konnten wir uns im Dezember 2021 wieder auf den Weg machen. Unsere Destinationen: New York und Boston – die Ziele: Thermo Fisher, T Rowe Price, American Express, Moody's, S&P sowie einige neue Kandidaten für künftige Anlagen.

Selten hat sich Reisen so gut angefühlt, und wir nutzten die strategische Gelegenheit, an einer Finanzkonferenz in New York teilzunehmen. Diese Events – die uns während der Pandemie wirklich fehlten – sind immer hilfreich, um ein Gefühl dafür zu bekommen, was gerade rege diskutiert wird und wo der Markt heiss ist. Natürlich gab es viele Diskussionen über Kryptowährungen.

Unser erster Besuch galt dem Hauptsitz von American Express in New York. Da sich AmEx auf Zahlungskartendienste konzentriert, wurde das Unternehmen während der Pandemie besonders hart getroffen, da seine Kunden keine Ausgaben in Restaurants, für Reisen und Einkäufe tätigen konnten. Es war daher erfrischend zu sehen, dass das Unternehmen wieder ausreichend selbstsicher ist, um seine erste langfristige Umsatzprognose seit dem Beginn von COVID-19 abzugeben – die Kunden scheinen sich an die Realität der Pandemie zu gewöhnen. Wir stellten fest, dass die Ausgaben der Kartenmitglieder im dritten Quartal 2021 über das Niveau von vor der Pandemie gestiegen sind, ein Wachstum, das sich auch im vierten Quartal fortsetzte. Bei unserem Besuch wurde deutlich, dass AmEx zuversichtlich zu sein scheint, dass es in diesem Jahr ein grosses Comeback im Reiseverkehr geben wird, von dem das Unternehmen profitieren kann.

Danach besuchten wir den Hauptsitz von Moody's. Als Teil seines Produktangebots bietet Moody's Lösungen wie Versicherungsanalysen und versicherungsmathematische Analysen, Wetter- und Naturkatastrophenanalysen und weitere Finanzdatenlösungen an. Wir nahmen uns die Zeit, einige interne und externe Tools zu besprechen, die sie entwickelten und die ihren Kunden helfen, das Erdbebenrisiko für Immobilienkreditvergaben zu bewerten. Mit einem der besprochenen Tools können Bodenschichten kartiert werden, wodurch festgestellt werden kann, ob Grundstücke auf weichen Bodenschichten liegen, die anfälliger für die schädlichen Auswirkungen von Erdbeben sind. Diese Daten können den Banken helfen, ihr Kreditengagement in Bezug auf Immobilien, die zu Forderungen und Kreditverlusten führen könnten, besser zu verstehen. Interessant ist auch, wie diese Tools die Erdbebenrisiken aus der Perspektive des Underwritings gesenkt haben, da die Versicherer die Gefährdung (oder Nicht-Gefährdung) von Immobilien durch künftige Erdbeben besser verstehen können. Es sind Einblicke wie diese, die es uns ermöglichen, die Produktpalette von Moody's und das Potenzial für neues Marktwachstum zu verstehen.

Nach einem kurzen, aber aufregenden Aufenthalt in New York war es an der Zeit, die Küste hinauf nach Boston zu fahren, wo wir den Hauptsitz von Thermo Fisher Scientific besuchten. Unserer Erfahrung nach, und das hat sich auf unserer Reise bestätigt, ist ein Besuch am Hauptsitz eines Unternehmens wesentlich für das Verständnis der Geschäftstätigkeit, der Unternehmenskultur und des Selbstverständnisses des Unternehmens. Davor schrecken viele Anleger zurück, da sich die Firmensitze oft an weit entfernten Orten befinden, die nur mit viel Zeitaufwand zu erreichen sind. Wir sind der Ansicht, dass sich diese Unannehmlichkeiten fast immer lohnen.

Thermo Fisher ist ein amerikanischer Anbieter von wissenschaftlichen Instrumenten, Reagenzien, Verbrauchsmaterialien und Software-Dienstleistungen. In den letzten zehn Jahren hat sich das Unternehmen stark gewandelt und ist aufgrund von eigenem und akquisitorischem Wachstum von einem Umsatz von USD 11 Milliarden im Jahr 2011 auf USD 39 Milliarden im Jahr 2021 angewachsen. Dabei hat sich das Unternehmen einen flinken und schlanken Ansatz bewahrt, wie ein Besuch am Hauptsitz zeigte, wo nur 300 Mitarbeitende beschäftigt sind. Das ist eine bemerkenswert geringe Anzahl von Mitarbeitenden, wenn man bedenkt, dass das Unternehmen weltweit rund 40'000 Beschäftigte hat. Gleichzeitig unterstreicht dies den dezentralisierten Charakter des Unternehmens.

Mit einem Marktanteil von rund 23 % ist Thermo Fisher das grösste Unternehmen im USD 170 Milliarden schweren Bereich der Life-Science-Tools und Diagnostika. Das Unternehmen weist viele der Eigenschaften auf, die wir bewundern: Es verfügt über einen breit gefächerten Kundenstamm, darunter Pharmazeutika und Life Sciences, und ist auf den Endmärkten der Industrie, der Hochschulen und der öffentlichen Hand vertreten. Das Niveau der wiederkehrenden Umsätze ist hoch: 51 % des Umsatzes werden mit Verbrauchsmaterialien erzielt, ein Ausdruck der Produktbeständigkeit in komplexen Kundenprozessen. Thermo Fisher erwirtschaftet ausserdem attraktive operative Margen, die einen Aufwärtstrend im Zeitverlauf aufweisen.

### Kampf gegen COVID-19

Während der Pandemie spielte Thermo Fisher bei der Ermöglichung von COVID-19-PCR-Diagnostiktests rund um den Globus eine wichtige Rolle. Ende 2021 liefen etwa 20–25 % aller PCR-Tests auf seiner Plattform, und das Unternehmen spielt eine wichtige Rolle bei der Unterstützung einer Vielzahl grosser Impfstofftherapieprojekte von BioNTech bis Moderna.

Nach einer mehrmonatigen Analyse der Branche und insbesondere dieses Unternehmens war ein Besuch am Hauptsitz unerlässlich.

Nach einer kurzen Rundreise kehrten wir nach Europa zurück, wo wir von der Omikron-COVID-19-Welle erfasst wurden. Die USA folgten kurz darauf nach – wir hatten mit unserem Kurzbesuch an der Ostküste wohl den richtigen Moment erwischt. Reisen wie diese helfen uns, unsere Argumente für Anlagen bereitzustellen, und durch diese sorgfältigen und methodischen Exkursionen können wir uns ein langfristiges Bild von den Unternehmen machen, die wir im Rahmen unserer Strategie zur langfristigen Vermögenserhaltung besitzen.



# Welches ist die beste Vorgehensweise bei Immobilienanlagen?



**Jacques Chillemi**

Head of Hermance  
Capital Partners



**Maximilien Moris**

Investment Manager  
Real Estate

Hermance Capital Partners (Hermance) ist eine 2015 gegründete und 2021 von Rothschild & Co übernommene Anlageboutique mit Schwerpunkt Private Markets. Hermance bietet eine breite Palette von Anlagelösungen für den Privatmarkt an, die sich durch überzeugende Strategien und attraktive Risiko-/Rendite-Profile auszeichnen.

In den letzten zwanzig Jahren ist der Immobiliensektor für Anleger gereift. Somit bietet er nun eine breite Palette an Strategien für verschiedene Risikoprofile an:

- Eher passive, risikoarme und ertragsbringende Immobilienanlagen (Kernstrategie);
- Engagiertere, Private-Equity-ähnliche Immobilienanlagen, die Kapitalgewinne generieren (Wertschöpfungsstrategie).

Mit diesen Strategien können sich die Anleger in Bezug auf den Immobilienzyklus sowie auf steigende Zinsen und auf die Inflation positionieren.



## Kernstrategie

Kernanlagen in Immobilien haben ähnliche Renditeeigenschaften wie Anleihen. Im Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre waren diese Anlagen sehr beliebt. Kernanlagen finden sich in der Regel in traditionellen Sektoren wie Wohnimmobilien oder Büroflächen und sind Qualitätsanlagen mit hohen Vermietungsquoten (>90 %) sowie nachhaltigen Mieteinnahmen. In jüngster Zeit wurden weitere ausgereifte Immobiliensektoren, wie z. B. die Logistik, in das Kernangebot aufgenommen. Anlagen in Basiswerte sind in der Regel passiv, was die operative Verwaltung des Vermögenswerts betrifft, und das Ziel sollte sein, solche Vermögenswerte zur Erzielung regelmässiger Erträge über einen langen Zeitraum zu halten. Da dieses Anlageprofil eher konservativ ist, bleibt die Verschuldung moderat und liegt im Allgemeinen zwischen 25 % und 50 % des Vermögenswerts. Die Wertentwicklung hängt von der geografischen Lage und dem Sektor ab. In der Schweiz beispielsweise kann ein Anleger je nach Hebelwirkung jährliche Ausschüttungen zwischen 2 % und 5 % erhalten. In der Regel werden diese Anlagen durch direkten Besitz oder über börsennotierte sowie offene Fonds angeboten, die den Anlegern Liquidität bieten.

## Wertschöpfungsstrategie

Private-Equity-Immobilien sind bei Privatkunden aufgrund ihrer Komplexität, Illiquidität und Mindestanlagesumme weniger bekannt. Das Anlageziel ist die Generierung eines Kapitalgewinns von mehr als dem 1,5-fachen des investierten Betrags über eine Haltedauer von drei bis fünf Jahren, bei einer durchschnittlichen Hebelwirkung zwischen 50 % und 70 %. Dieser Ansatz zielt auf Immobilien mit einem Potenzial für Kapitalzuwachs und auf die anschliessende Stabilisierung des Vermögenswerts

durch erhebliche operative und strategische Veränderungen ab. Die Tätigkeit erfolgt auf globaler Ebene über spezialisierte Manager, sowohl in traditionellen Immobiliensektoren, die einer Umgestaltung bedürfen, als auch in neuen Sektoren, die noch fragmentiert sind. Beispiele hierfür sind Bürogebäude, die im

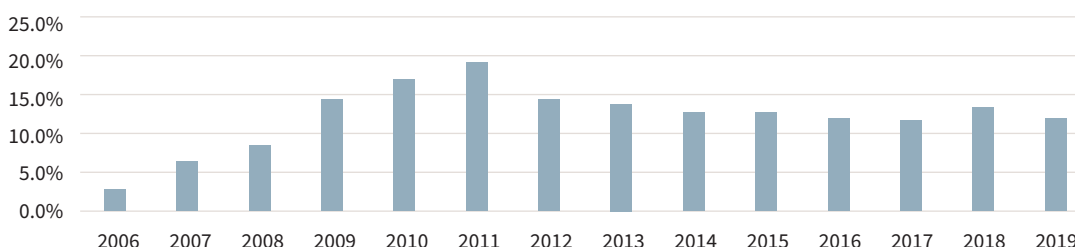
Hinblick auf Raumplanung oder Nachhaltigkeit neu positioniert werden müssen, oder neue Trends wie digitale Datenspeicherstätten, Studentenwohnheime und Forschungslabors. Gleichzeitig nutzen Private-Equity-Immobilienunternehmen verschiedene Investitionsmethoden, um Vermögenswerte zu erwerben und Wert zu schöpfen, einschliesslich verschiedener Einstiegspunkte auf Kapitalstrukturebene oder des Aufbaus von Plattformen zu bestimmten Themen.

## Unser Angebot

Seit den ersten Anlagen im Jahr 2015 setzt Hermance Capital Partners auf eine aktive Wertschöpfungsphilosophie, die darauf abzielt, vom Wirtschaftszyklus abgekoppelt zu sein und gleichzeitig die Wertentwicklung zu maximieren. Dies haben wir erreicht, indem wir mit Managementteams vor Ort zusammengearbeitet haben, die vernachlässigte Vermögenswerte identifizieren, sie neu positionieren/umwandeln und die beim endgültigen Verkauf einen Wert freisetzen können, anstatt sich nur auf das Marktwachstum zu verlassen.

Im aktuellen Wirtschaftsumfeld, das von Unsicherheit und Marktstress geprägt ist, kann sich dieser Wertschöpfungsansatz als besonders attraktiv erweisen. In der Vergangenheit haben Krisenzeiten neue Anlagemöglichkeiten durch Akquisitionsrabatte, Neupositionierung von Vermögenswerten und das Entstehen neuer Sektoren wie Datenzentren, Laborräumen und Studentenwohnungen geschaffen. Gleichzeitig weisen Immobilien zwar natürliche Absicherungseigenschaften gegen die Inflation auf, aber eine Ertragssteigerung durch die Verbesserung der Vermögenswerte wird dazu beitragen, die Auswirkungen steigender Zinssätze auszugleichen, was mit passiven Strategien schwieriger zu erreichen ist. Das nachfolgende Diagramm zeigt die Wertentwicklung von Private-Equity-Immobilienstrategien mit Schwerpunkt auf Wertschöpfung nach 2008 (Netto-Median-RR % pro Jahrgang – Quelle: Preqin). Es verdeutlicht nicht nur die Outperformance dieses Anlageansatzes in Krisenzeiten, sondern auch seine Widerstandsfähigkeit im Zeitverlauf.

## Netto-Median-IRR % pro Jahrgang



Quelle: Preqin, 01.01.2006–31.12.2019. Neuere IRR-Zahlen haben wir nicht berücksichtigt, da sie weniger aussagekräftig sind.



## Wealth Insights

Investment Insights bietet interessante Einblicke mit aktuellen Publikationen, Podcasts und Infografiken.

Weitere Informationen zu Investment Insights finden Sie auf unserer Website im Bereich Wealth Insights unter

[www.rothschildandco.com/insights](http://www.rothschildandco.com/insights)



Dieses Dokument wird von der Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich (die "Bank") lediglich zu Informations- und Marketingzwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung der Bank darf es weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung dar. Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert die Bank weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut; ausgenommen sind Fälle von Betrug.

Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden. In manchen Ländern kann die Ausgabe dieses Dokuments durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich zu informieren und alle einschlägigen rechtlichen und aufsichtsbehördlichen Bestimmungen einzuhalten. Weder der Versand noch die Mitnahme dieses Dokuments oder irgendeiner Kopie in die Vereinigten Staaten noch eine Weitergabe in den Vereinigten Staaten oder an eine US-Person sind zulässig. Rothschild & Co Bank AG hat ihren Sitz der Gesellschaft an der Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Schweiz und ist zugelassen und beaufsichtigt von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.