



## KK Market-Letter 1 / 2010

### Mächtige Banken, machthungrige Regulatoren und gierige Anleger – bleibt der ‚freie Markt‘ auf der Strecke ?

Die Neugestaltung der Finanzindustrie und die Höhe der Abgeltung ihrer Exponenten ist heute eines der zentralen Themen. Berufene und auch weniger berufene Kreise übertreffen sich mit Vorschlägen und die Politik versucht mit populistischen, marktfernen Drohgebärden vorgängig ihren Wähler zu gefallen.

Was auf der Strecke bleibt, ist eine sachliche Analyse des Umfelds und die Erkenntnis, dass liberale Märkte durchaus funktionsfähig sind und mit Risiken besser umgehen können als komplexe und hoch regulierte Oligopole. Weltfremde Aufrufe gegen Risikobereitschaft und masslose Gier stossen ebenso ins Leere wie der Ruf nach freiwilligem Masshalten und neuer Bescheidenheit.

Es müssen vermehrt Ueberlegungen angestellt werden, wie den Finanzmärkten wieder ein Umfeld zurückgegeben werden kann, welches ein langfristig stabiles Funktionieren gewährleistet und die Grösse und Macht der einzelnen Teilnehmer über Konkurrenz und Wettbewerb regelt. **Der Finanzmarkt ist derzeit gefangen im Spannungsfeld der ‚höllischen Drei‘ – mächtige Banken, machthungrige Regulatoren und gierige Anleger!**

Wenn heute grosse Investmentbanken wie Goldman Sachs bei Gesamteinnahmen von 45 USD Mrd einen Ueberschuss nach allen Kosten und Steuern von 29.6 USD Mrd erzielen, muss dieser Betrag in irgendeiner Form zwischen den 32'000 Mitarbeitern resp. Leistungsträgern wie auch den Kapitalgebern resp. Aktionären aufgeteilt werden. Derzeit entfallen 55 % auf die Mitarbeiter und 45 % auf die Kapitalgeber. Aus sozial-ethischer Sicht ist daran nichts auszusetzen, auch wenn sich für jeden der 32'000 Mitarbeiter eine Jahresvergütung von durchschnittlich über 510'000 USD errechnet und damit auch Spielraum für Millionengehälter der Führungskräfte ergibt. Auch die Kapitalgeber kommen mit einer Eigenkapitalrendite von knapp 20 % nicht zu kurz. Aehnliche Ueberlegungen und Berechnungen lassen sich auch für die schweizerischen Banken anstellen.

Das Fazit ist, dass die Finanzinstitute im Mehrjahresvergleich einen enorm hohen Ueberschuss resp. Netto-Wertschöpfung erarbeiten. Die **Wertschöpfung muss zwingend unter den Stakeholdern Mitarbeiter, Kapitalgeber (Aktionäre) und Staat verteilt werden.** Sich über den Schlüssel für diese Aufteilung Gedanken zu machen löst die Problematik einer ‚kostspieligen‘ Finanzindustrie nicht, die anderen Wirtschaftszweigen und Sparern Mittel entzieht. Ob beispielsweise der Staat für die bei vergangenen ‚Krisen‘ gewährte Liquiditäts-Garantien über eine zusätzliche Steuer (die einer Versicherungsprämie gleichkommt) entschädigt werden soll, ist problematisch. Sie würde in Form einer ‚Vollkasko-Mentalität‘ kaum das Risikoverhalten nachhaltig beeinflussen, oder soll hier der Beweis angetreten werden, dass Fahrer versicherter Fahrzeuge weniger risikoreich fahren als solche von nicht versicherten Fahrzeugen? Zudem ist zu erwarten, dass im aktuellen Umfeld die zusätzlichen Kosten an den Markt weitergeben werden. Das Ausmass der Eigenmittel-Unterlegung oder die Art und Weise der Abgeltungsmodelle sollen weitgehend dem Innenverhältnis eines Unternehmens und damit auch der Beurteilung durch die Aktionäre oder gegebenenfalls der Kunden überlassen bleiben. Der Staat und die Aufsichtsbehörden müssen im Gegenzug über schlagkräftige Instrumente verfügen, wie in Liquiditätsprobleme geratene Institute möglichst ‚wirtschafts-schonend‘ abgewickelt werden können. Ein erneuter ‚Sündenfall‘ der Rettung gescheiterter Institute und ganzer Industriezweige unter dem Titel ‚to big to fail‘ und damit das Zementieren der Strukturen muss verhindert werden. Wer als Finanzinstitut am Markt scheitert soll eliminiert werden und den Führungskräften sollte eine weitere Tätigkeit in diesem Bereich verwehrt werden – so entsteht mehr Verantwortung und ein angemessenes Risikobewusstsein.

**Die zentrale Frage ist, warum kann eine ganze Industrie eine derart hohe Wertschöpfung generieren.** Weshalb spielen der Markt und die Konkurrenz nicht. Entsteht nicht für breite Schichten der Bevölkerung ein beträchtlicher Schaden durch überhöhte Preise und der damit verbundenen ‚Umverteilung‘ der Gewinne. Würde beispielsweise der örtliche Einzelhändler eine überdurchschnittliche Wertschöpfung von 300'000 – 350'000 CHF pro MitarbeiterIn resp. VerkäuferIn erzielen und die Geschäftsführung mit einem Millionengehalt entschädigen, würden die Konsumenten von überteuerter Ware ausgehen und das Geschäft meiden.

**Nicht unschuldig ist die seit Jahren rasch wachsende Regulierungsdichte in der Finanzindustrie.** Es ist eine Fehleinschätzung, dass die jüngste Finanzkrise auf mangelnde Kontrollen und Regeln zurückzuführen ist. Wir wagen zu behaupten, dass kein anderer Markt, nicht einmal das Gesundheitswesen, derart viele Ueberwachungs- und Kontrollfunktionen kennt wie das Bank- und Börsengeschäft. Alle diese kostspieligen Regeln begünstigen immer grössere und dominantere Marktteilnehmer, die Produkte und Preise ohne wirkliche Konkurrenz festlegen und dem Markt gefährliche gleichgerichtete Trends aufzwingen.

Gleichzeitig ist aber auch vielen Geschäftspartnern und Kunden offensichtlich nicht viel an einer günstigen und transparenten Beratung und Preisgestaltung gelegen. **Neben offensichtlichen Interessenkonflikten spielen aber auch mangelnde Sachkenntnis und unrealistische Ertragserwartungen – kurz die Gier – vieler Anleger den Finanzinstituten in den Hände.** Anstelle von mehr Fachkenntnis und Eigenverantwortung wird seitens der Regulatoren und der Politik mehr Haftung durch die Finanzinstitute gefordert, was in einem wenig transparenten Markt zusätzliches Wertschöpfungspotential schafft.

Warum muss ein gut eingeführtes mittelgrosses schweizerisches börsenkotiertes Unternehmen einer renommierten Bank heute bei einer Kapitalerhöhung/Aktienplatzierung bis zu 10 % der Transaktionssumme zahlen. Die umfangreichen formalen und rechtlichen Voraussetzungen wie Prospekte mit mehreren hundert Seiten und hochkomplexe Kotierungsgesetze haben das Prozedere in den letzten Jahren ganz im Sinne der spezialisierten Berater nachhaltig kompliziert. Ein Schelm ist, wer annimmt dass die hohen Kosten vom Aufsichtsgremium und dem Management des Unternehmens akzeptiert werden, weil sie sich dann mit Unterstützung der Investmentbank für die Aufsichtsgremien anderer Unternehmen empfehlen. Dass aufgrund der hohen Kosten für Kapitalbeschaffung und/oder Börsenkotierung die Konkurrenzfähigkeit der Gesellschaft leidet ist unbestritten. **Hier sind die Eigentümer und Kapitalgeber gefordert, womit wir bei den institutionellen Anlegern sind.**

Warum gewinnen bei Pensionskassen/Vorsorgeeinrichtungen verschachtelte, von Banken oder banknahen Beratern geführte Dachfonds zulasten von Direktanlagen eine wachsende Bedeutung? 2008 hat sich eine Nationalrats-Kommission, gut beraten von Bankern, Beratern und Pensionskassen - für eine vermehrte Verwendung von alternativen Anlagevehikeln wie Hedge Funds und Private Equity ausgesprochen. Dass hier weniger Direktanlagen sondern Dachfonds mit der ihnen eigenen doppelten Gebührenstruktur (Management-Fees wie auch Gewinnbeteiligungen auf Ebene der einzelnen Anlagen/Fonds und zusätzlich auf Ebene des Dachfonds) im Vordergrund stehen, muss kaum erwähnt werden. **Wer die über lange Jahre erfolgreiche kostengünstige Strategie von Direktinvestitionen in Immobilien und erstklassige Aktien verfolgte, sah sich angesichts von ‚absolute return‘ und ‚liquid markets‘ der neuen Produkte unversehens als Glücksritter disqualifiziert.**

Der gesetzliche Mindestzinssatz lag von 1985-2002 bei 4.0 % und wurde seither auf 2.0 % reduziert. Demnächst wird über eine Herabsetzung des Umwandlungssatzes von 6.8 % auf 6.4 % abgestimmt. Ein Umwandlungssatz von 6.8 % impliziert eine Rendite des angesparten Vermögens von 5.0 % p.a.. Ob eine solche Rendite im aktuellen Marktumfeld erzielt werden kann, ist zu diskutieren. Unbestritten ist allerdings, dass eine langfristige Rendite von weniger als 5.0 % p.a. keine ‚Meisterleistung‘ darstellt und man muss sich zu recht fragen, warum Bankberater wie auch Manager von Vorsorgeeinrichtungen und Lebensversicherungen dafür mit einer überdurchschnittlichen Wertschöpfung und Gehältern belohnt werden. Hier sind die Aufsichtsbehörde und das Management von Vorsorgeeinrichtungen und Lebensversicherungen als Treuhänder des ihnen anvertrauten Sparkapitals in die Pflicht zunehmen. **Sie müssen Transparenz über die direkte und verdeckte Kostenstruktur und die Gewinnchancen ihrer Anlagen einfordern und, wo immer möglich, ihre Verantwortung und Mitbestimmungsrechte im Sinne ihrer Einleger und nicht im Sinne ihres Arbeitgebers wahrnehmen.** Griffige Rechtsnormen und Präzedenzfälle zur Wahrung der notwendigen ‚Treusorge-Pflicht‘ sind nötig.

Anlagen mit offensichtlich ungünstigen Beteiligungsverhältnissen an Verlusten und Gewinnen sind zu überdenken. Hier stehen vor allem strukturierte Produkte oder Zweckgesellschaften in der Kritik. Bei Dachfonds (Fund of Funds) beispielsweise belaufen sich alle kumulierten Managementfees oft auf 2-4 % der angelegten Mittel und der kumulierte Gewinnanteil der Bank/Manager auf 25-30 % des Wertzuwachses ohne dass eine Verlustbeteiligung greift. Die oft beschworene ‚high-water-mark‘, welche ein vorgängiges Aufholen von Verlusten verlangt bevor erneut eine Gewinnbeteiligung anfällt, greift in der Praxis kaum. Mit Verlustvorträgen belastete Fonds werden, so zeigt gerade die Entwicklung in den letzten zwei Jahren, geschlossen und/oder in neue ‚unbelastete‘ Fonds umgewandelt. Von einem Anleger kann man ja auch kaum erwarten und es ist auch nicht klug, dass er einem in der Vergangenheit wenig erfolgreichen Fondsmanager die Treue hält. Ein erfolgversprechender Manager wird sich nicht finden lassen wenn er zuerst die Fehler seines Vorgängers wettmachen muss.

Das Volumen dieser Dach-Hedge-Funds in der Schweiz betrug Mitte 2008 schätzungsweise 40-45 CHF Mrd, dürfte zwischenzeitlich auf 15-20 CHF Mrd zurückgegangen sein und wächst seit Mitte 2009 wieder rasch.. Trotz der Schwierigkeiten in den letzten Jahren ist die Fee-Struktur nur leicht unter Druck geraten. Auch 2009/10 gehen die Manager der Dach-Hedgefonds immer noch von Management-Fees von 1.0 % und einer Gewinnbeteiligung von 10 % der verwalteten Mittel aus. Aussagen über die Performance der einzelnen Hedge-Fonds zu treffen ist recht schwierig. Die Aussage von Banken (Credit Suisse / Tremont HFI Research), dass die Hedge-Fonds-Industrie bereits wieder 77 % der Vorjahresverluste aufgeholt hat, ist für den Anleger schlichtweg irreführend. Solche Statistiken erfassen lediglich die erfolgreichen überlebenden Fonds (survivorship bias) und lassen die 20-30 % erfolglosen und liquidierten Vehikel ausser Acht. Hedge-Fonds, welche nach grösseren Verlusten aufgrund der ‚High-Water-Mark‘ künftig keine Gewinnbeteiligung erwarten lassen, werden ebenso aufgelöst wie diejenigen, welche ihr Anlagekapital verspielt haben. ‚Totalabschreiber‘ wie die Madoff-Fonds bleiben einfach unberücksichtigt .

Ausgehend von einer gleichbleibenden, im Marktumfeld anspruchsvollen Rendite von 8.0 % p.a. (durchschnittliche langjährige Aktienrendite) bleiben dem Anleger des Dachfonds nach Abzug aller Kosten/Gewinnbeteiligungen über 10 Jahre nur eine Rendite von 4.8 % p.a. übrig – **kurz nur 51 % des Ertrages kommen dem Anleger/Sparer und 49 % der Bank/Managern zugute**. Je volatiliter und damit risikoreicher die einzelnen Fonds sind - und genau in der Risikoverteilung auf viele Fonds unterschiedlichen Profils/Risikos soll angeblich der viel gepriesene Vorteil von Dach-Hedge-Fonds liegen - **verschlechtert sich die Rendite auf nur noch 3.9 % p.a.. Im realitätsnahen Beispiel (Anhang I) entfallen nur noch 41 % des Gesamtertrags auf den Anleger/Sparer und 59 % erhalten die Bank resp die Manager !** Auf dieser Basis lässt sich kaum eine ansprechende Rendite erzielen. Es erscheint fast so, wie wenn viele Investment-Manager mit den ihnen anvertrauten Mitteln wohl systematisch Lotto oder Glücksspiele betreiben, in der Hoffnung irgendwann einmal den grossen Gewinn zu machen. obwohl solche Spiele unbestritten statistisch eine negative Wahrscheinlichkeit haben d.h. gesamthaft wird mehr eingezahlt als ausgezahlt – **kurz die Bank gewinnt immer und die Gesamtheit der Spieler verliert.**

**In das Wissen und die Ausbildung der Marktteilnehmer sollten der Gesetzgeber und die Regulatoren investieren.** Die Eigenverantwortung der Investoren muss gestärkt werden und mit der ‚Versicherungsmentalität‘ muss gebrochen werden, anstelle durch eine noch höhere Regulierungsdichte eine vermeintliche, trügerische Sicherheit zu schaffen. Nur wenn ein Gleichgewicht des Wissens zwischen Anbietern und Nachfragern besteht, kann sich ein freier und effizienter Markt entwickeln. Gleichzeitig muss die Grundlagenforschung intensiviert werden. Hier könnten die Finanzinstitute gefordert werden, gibt doch kaum eine Industrie weniger für Forschung aus als die Banken. Die Krise des Finanzsystems wurde weniger durch die Verbriefung risikoreicher US-Hypotheiken als durch fehlende oder überalterte Risikomodelle ausgelöst – **hier sind neue Denksätze gefragt !**

## Dach-Hedge-Funds (Funds of Funds) - Gewinnchancen vs Verlustrisiko

Die neuen **Anlagerichtlinien nach BVV2** lassen jetzt 15 % alternative Anlagen zu. Mit Unterstützung der Banken, Berater und Fonds/Pensionskassenmanagern wurde im September 2008 die Voraussetzung geschaffen um am vermeintlich überdurchschnittlich gewinnträchtigen - bei näherer Betrachtung allerdings äusserst kostspieligen - Marktsegment der Dach-Hedge-Funds teilnehmen zu können. **Hier handelt es sich in vielen Fällen um eine Anlageform, welche zu einer ungleichen Verteilung zwischen Gewinnen und Verlusten zu Ungunsten der Sparer einer Vorsorgeeinrichtung und zu Gunsten der Banken, Berater und Manager führt.** Damit sprechen wir uns nicht grundsätzlich gegen Direktanlagen in einzelne Anlagefonds, Hedgefonds oder in Private Equity aus. Wir wenden uns aber entschieden gegen Konstrukte, welche durch verschachtelte und intransparente Gebührenstrukturen unattraktiv sind.

Das **Volumen der Dach-Hedge-Funds** in der Schweiz betrug Mitte 2008 schätzungsweise 40-45 CHF Mrd und dürfte derzeit auf 15-20 CHF Mrd zurückgegangen sein. Kennzeichnend für diese Anlageklasse ist, dass allein für das Zusammenstellen eines Portefeuilles von verschiedenen Hedge-Funds, welche ihrerseits ein Management-Fee von 1.0 -3.0 % und eine Gewinnbeteiligung von 10-20 % in Rechnung stellen, nochmals ein Management-Fee von 1.0 -1.5 % und eine Gewinnbeteiligung verlangt werden. Trotz der Schwierigkeiten in den letzten Jahren ist diese Fee-Struktur nur leicht unter Druck geraten. Auch 2009/10 gehen die Manager der Dach-Hedgefonds immer noch von Management-Fees von 1.0 % und einer Gewinnbeteiligung von 10 % der verwalteten Mittel aus.

Aussagen über die **Performance** der einzelnen Hedge-Fonds zu treffen ist recht schwierig. Die Aussage von Banken (Credit Suisse / Tremont HFI Research), dass die Hedge-Fonds-Industrie bereits wieder 77 % der Vorjahresverluste aufgeholt hat, ist für den Anleger schlichtwegs irreführend. Solche Statistiken erfassen lediglich die erfolgreichen überlebenden Fonds (survivorship bias) und lassen die 20-30 % erfolglosen und liquidierten Verhikel ausser Acht. Hedge-Fonds, welche nach grösseren Verlusten aufgrund der 'High-Water-Mark' künftig keine Gewinnbeteiligung erwarten lassen, werden ebenso aufgelöst wie diejenigen, welche ihr Anlagekapital verspielt haben. 'Totalabschreiber' wie die Madoff-Fonds bleiben einfach unberücksichtigt .

	Start Investment	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6	Jahr 7	Jahr 8	Jahr 9	Jahr 10	Ende Investment	Summe Jahr 1-10
<b>Fund I</b>	1000	1080	1131	1189	1250	1314	1381	1451	1525	1603	1685	1640	
Managementfee/Gewinnbeteiligung	2.0 % / 15 %												
Performance		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.1%
Management-Fees		33	30	32	33	35	37	39	41	43	45		368
<b>Fund II</b>	1000	1150	1703	2267	1586	619	597	Fonds aufgrund schlechter Performance liquidiert resp. Fondsanteile verkauft					
Managementfee/Gewinnbeteiligung	2.0 % / 20 %												
Performance		15.0%	55.0%	45.0%	-25.0%	-60.0%							-9.1%
Management-Fees		52	139	153	39	22							404
<b>Fund III</b>	1000	1060	1107	1180	1278	1356	1416	1455	1526	1626	1760	1698	
Managementfee/Gewinnbeteiligung	2.5 % / 15 %												
Performance		6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	10.0%	8.0%	6.0%	8.0%	10.0%	12.0%	12.0%	5.4%
Management-Fees		35	34	40	45	45	44	42	48	54	62	62	449
<b>Fund IV</b>							866	1241	1035	967	1048	1016	
Managementfee/Gewinnbeteiligung	1.5 % / 20 %						neues Engagement in einen vielversprechenderen Fonds						
Performance							45.0%	55.0%	-10.0%	-5.0%	10.0%		11.2%
Management-Fees							65	91	17	15	31		219
<b>Fund V</b>	1000	1080	1200	1384	1651	1332	1172	1147	1405	1527	1694	1629	
Managementfee/Gewinnbeteiligung	2.0 % / 20 %												
Performance		8.0%	15.0%	20.0%	25.0%	-15.0%	-10.0%	0.0%	25.0%	15.0%	15.0%		5.0%
Management-Fees		37	47	63	84	30	25	23	77	54	66		505
<b>Dachfonds (Fund OF Funds)</b>	4000	4370	5062	5904	5626	5160	5377	5220	5439	5648	6111	5877	
Managementfee/Gewinnbeteiligung	1.0 % / 10 %												
Performance		9.3%	15.8%	16.6%	-4.7%	-8.3%	4.2%	-2.9%	4.2%	3.9%	8.2%		3.9%
Management-Fees		79	116	139	58	54	74	53	75	76	105		830
													2774

Bei einer Anfangsinvestition von gesamthaft 5000 CHF in fünf Hedge-Fonds (je 1000 CHF) mit einer gleichbleibenden Rendite von 8.0 % p.a. (durchschnittliche langjährige Aktienrendite) bleibt dem Anleger des Dachfonds nach Abzug aller Kosten/Gewinnbeteiligungen über 10 Jahren nur eine Rendite von 4.8 % p.a. übrig. 2971 oder 51 % des Ertrages kommen dem Anleger und 2888 oder 49 % kommen der Bank resp den Managern zugute. Je volatil der einzelnen Fonds sind - und genau in der Risikoverteilung auf viele Fonds unterschiedlichen Profils/Risikos soll angeblich der Vorteil von Dach-Hedge-Fonds liegen - verschlechtert sich die Rendite auf nur noch 3.9 %. **Im obstehenden realitätsnahen Beispiel (Anfangsinvestition 4000 CHF in 4 Fonds) entfallen 1877 oder 41 % des Gesamtertrags auf den Anleger und 59 % erhalten die Bank und die Manager !**

This report was prepared by the research department of KK Research Ltd. in Zürich, Switzerland. Every care has been taken in preparing this memorandum but no guarantee of accuracy can be given. The memorandum is not to be construed as an offer or solicitation to buy or sell any securities.