

Vernichtung von Aktionärswert in der Bankenwelt

Verlustträchtiges Investment Banking der UBS und der Credit Suisse als Bleigewicht

In den letzten zehn Jahren haben die Schweizer Privat-, Regional- und Kantonalbanken Aktionärswert geschaffen. Die Grossbanken hingegen haben wegen der Verluste im Investment Banking Aktionärswert vernichtet.

Adriano Lucatelli, Pius Zraggen

Basierend auf dem Konzept des Shareholder Value haben die börsenkotierten Schweizer Banken mit einer Marktkapitalisierung von über 100 Mio. Fr. von 2002 bis 2011 Aktionärswert in Höhe von insgesamt 83 Mrd. Fr. vernichtet. Selbst ohne das Jahr 2008, ein «annus horribilis» der Banken, beträgt die Wertvernichtung über 40 Mrd. Fr. Zum Vergleich: Die im Swiss-Performance-Index (SPI) abgebildeten Unternehmen erwirtschafteten in der gleichen Periode einen Mehrwert von 144 Mrd. Fr.

Einfache Grundidee

Die Berechnung der Wertschöpfung basiert auf einer einfachen Grundidee. Aus der Gesamrendite einer Aktie werden das Risiko (gemessen als Beta) und die allgemeine Marktbewegung herausgerechnet. Die verbleibende Überschussrendite wird dann mit der Börsenkapitalisierung multipliziert. Wenn also ein recht risikoreiches Unternehmen mit einem Beta von 1,5 in einem bestimmten Jahr eine Rendite von 8% erwirtschaftet, scheint dies auf den ersten Blick recht gut zu sein. Rentiert der Gesamtmarkt in der gleichen Zeit aber mit 6%, dann ist die Überschussrendite -1%. Beträgt die Börsenkapitalisierung des Unternehmens 100 Mio. Fr., ergibt sich eine Wertvernichtung von 1 Mio. Fr.

Die Risikokorrektur ist notwendig, da der Investor aufgrund des höheren Risikos auch eine höhere Rendite verlangt. In der Bankbranche haben beispielsweise Retail-Banken ein deutlich geringeres Risiko als Banken mit einem wesentlichen Investment-Banking-Anteil. Diese Marktmethode trägt zudem der tatsächlichen, allgemeinen Börsenentwicklung Rechnung.

In den letzten zehn Jahren haben zwar die meisten Banken Wert geschaffen, doch die Wertvernichtung durch die beiden Schweizer Grossbanken UBS und Credit Suisse konnten sie nicht wettmachen. Im untersuchten Zeitraum haben die beiden für die Schweizer Wirtschaft systemrelevanten Institute auf Ba-



Anlagen in Grossbanken-Aktien haben sich für die Investoren in den letzten Jahren nicht gerechnet.

ALESSANDRO DELLA BELLA / KEYSTONE

sis unserer Berechnungen 111 Mrd. Fr. an Aktionärswert vernichtet. Der Ursprung dieser Wertvernichtung liegt im relativ jungen Investment Banking. Tatsächlich hat sich bei den Grossbanken die Schere zwischen den kumulierten Gewinnen im Investment Banking und jenen im traditionellen Private Banking zwischen 2004 und 2011 geöffnet. Das für die Aktionäre unerwartet schlechte Resultat im Investment Banking führte zu einer Neubewertung und somit zur beschriebenen Wertvernichtung.

Grosse Asymmetrie

Die grosse Hebelung der Bilanz kombiniert mit falschen Anreizen in den Lohnsystemen und die fehlende Verantwortlichkeit der zuständigen Manager führten zu einer grossen Asymmetrie. Hohe Gewinnchancen ohne nennenswertes eigenes Risiko aufseiten des Managements standen einer unzureichenden Kompensation für das hohe Risiko aufseiten der Aktionäre gegenüber. Dieses Missverhältnis bildete den Nährboden für die Wertvernichtung durch die vom Investment Banking ge-

prägten Banken in der Schweiz, aber auch in den USA (Wertvernichtung von 915 Mrd. \$) und in Grossbritannien (160 Mrd. £). Die Banken finanzierten ihre hochriskanten Geschäfte mit billigem Geld und verfügten nicht über genügend Risikopolster, was letztlich zur enormen Kapitalvernichtung führte.

Im Gegensatz zu den Grossbanken mit ihren Ambitionen im Investment Banking profilierten sich die meisten Privat-, Regional- und Kantonalbanken durch ein stabiles und stetiges Wachstum des Aktionärswertes (Mehrwert von 24 Mrd. Fr.). Dieses positive Resultat kommt nicht von ungefähr. Privatbanken erwirtschafteten mehrheitlich Erträge aus der direkten oder indirekten Verwaltung von Vermögen, das heisst aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft, der Handelstätigkeit für ihre Kunden und den Zinseinnahmen von Lombard- und Hypothekarkrediten. Diese traditionellen Geschäftsfelder sind deutlich weniger risikoreich als das Investment Banking. Die Ausleihungen sind in den meisten Fällen besichert und führen bei einem Ausfall nur zu einer beschränkten Vernichtung von

Aktionärswert. Auch Retail-Banken sind aufgrund ihres bewährten Geschäftsmodells in ihrer Wertschöpfung deutlich weniger volatil als Grossbanken. Die Abwicklung des Debitkarten-, Kreditkarten-, Zahlungsverkehrs- und Spargeschäfts sowie die Vergabe von Hypotheken generieren stabile Erträge.

Was zu tun wäre

Und wer wird im nächsten Jahrzehnt zu den Gewinnern gehören? Es ist davon auszugehen, dass neue Regelwerke (wie Fatca, Mifid II und die KAG-Revision), strengere Kapitalanforderungen und Steuerabkommen mit europäischen Ländern hohe Kosten verursachen und den Eigenhandel einschränken werden. Deshalb werden Banken erfolgreich sein, die in ihrer traditionellen Tätigkeit Skalenerträge generieren und ihre Kreditbücher im Griff haben. Bei den Privatbanken wird entscheidend sein, ob sie im Onshore-Geschäft über die kritische Grösse verfügen. Schliesslich werden auch spezialisierte Akteure, die eine profitable Nische besetzen, für ihre Aktionäre Mehrwert schaffen.

Bei den Grossbanken wird sich zeigen, ob sie ihre Lohnpolitik anpassen werden. Dafür müssen in den Anreizsystemen die Interessen von Managern und jene von Eigentümern in Einklang gebracht und die Asymmetrie zwischen Chancen und Risiken beseitigt werden. Dies wird dazu beitragen, dass die Verantwortlichen keinen Anreiz mehr haben, ihre eigenen Interessen den Unternehmensinteressen überzuordnen. Schliesslich ist eine angemessene Rendite für das Risiko der Aktionäre kein Selbstzweck. Nur eine risikogerechte Rendite bringt die Aktionäre nämlich dazu, den Banken jenes Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, das ihnen auch in schwierigen Zeiten ermöglicht, ihre Rolle als Motor der Wirtschaft wahrzunehmen.

Dr. **Adriano B. Lucatelli** ist Managing Partner bei der Reuss Private AG, Bremgarten, und **Pius Zraggen** ist CEO und Gründungspartner der OLZ & Partners, Bern und Zürich.

Wertschöpfung kotierter Banken

Geldwerte in Mio. Fr.

| Banken | Wertschöpfung 2002-2011 | Periode |
|-----------------------------|-------------------------|------------|
| Banque Cantonale Vaudoise | 9 361 | 2002-2011 |
| Julius Bär Holding | 4 326 | 2002-2008 |
| Luzerner Kantonalbank | 2 072 | 2002-2011 |
| Graubündner Kantonalbank | 1 976 | 2002-2011 |
| Basler Kantonalbank | 1 918 | 2002-2011 |
| Banque Privée E. Rothschild | 1 834 | 2002-2011 |
| St. Galler Kantonalbank | 1 737 | 2002-2011 |
| Basellandschaftliche KB | 1 667 | 2002-2011 |
| Berner Kantonalbank | 1 607 | 2002-2011 |
| Julius Bär Group | 1 329 | 2010, 2011 |
| Valiant | 1 062 | 2002-2011 |
| Zuger Kantonalbank | 1 029 | 2002-2011 |
| Walliser Kantonalbank | 990 | 2002-2011 |
| Bank Sarasin | 712 | 2002-2011 |
| Bank Coop | 579 | 2002-2011 |
| Swissquote | 532 | 2004-2011 |
| VZ Holding | 328 | 2008-2011 |
| Bank Linth | 219 | 2002-2011 |
| Banque Cantonale de Genève | 218 | 2002-2011 |
| Hypothekbank Lenzburg | 211 | 2002-2011 |
| Bank Linth | 219 | 2002-2011 |
| Bank CA St. Gallen | 130 | 2002-2010 |
| Banque Cantonale du Jura | 92 | 2006-2011 |
| Vontobel | -73 | 2002-2011 |
| Liechtensteinische LB | -241 | 2002-2011 |
| Bellevue Group | -526 | 2002-2011 |
| Valartis Group | -550 | 2002-2008 |
| | | 2010-2011 |
| VP Bank | -826 | 2002-2011 |
| EFG International | -3 568 | 2006-2011 |
| Credit Suisse Group | -45 025 | 2002-2011 |
| UBS | -65 945 | 2002-2011 |
| Summe | -82 834 | |

Treuhänder zwischen den Generationen

Privatbanken müssen das Problem der unversteuerten Vermögen nachhaltig lösen

Eine junge vermögende Generation will keine unnötigen Risiken oder Alllasten übernehmen. Das hat direkte Auswirkungen auf die Übertragung von bisher unversteuerten Vermögen.

Hanspeter Oes

Es tönt fast paradox: Auf europäischer Ebene besitzt die reiche Oberschicht mehr Vermögen, als die Staaten an Schulden angehäuft haben. In der Schweiz besitzen die reichsten zehn Prozent 83% des Gesamtvermögens. Dieses Geld wechselt immer mehr die Hand: Nach Berechnungen des Deutschen Instituts für Altersvorsorge wird bis 2020 mehr als ein Viertel des privaten Vermögens an die nächste Generation übertragen. Noch nie wurden in so kurzer Zeit so viele Reichtümer vererbt. Die Generation der Babyboomer wird ein Milliardenerbe antreten.

Standortvorteile

Die Vermögen verteilen sich dabei auf ganz verschiedene Vermögensklassen

wie Immobilien, Kunst, Unternehmen, Jachten, Privatflugzeuge, Aktien und weitere Spareinlagen. Es besteht der Anspruch, solche Vermögen auf sinnvolle Art und Weise auf die nächste Generation zu übertragen.

Im Vergleich zur weltweiten Konkurrenz profitieren die Schweizer Privatbanken bei dieser Tätigkeit von der politischen Stabilität, der Mehrsprachigkeit der Mitarbeiter, der Zuverlässigkeit und dem langjährigen Know-how. Zu ihren Dienstleistungen gehören neben der Vermögensverwaltung die Beratung in steuerlichen Belangen, Nachfolgeregelungen, Altersvorsorge oder der Beratung in Vermögensanlagen. Voraussetzung für die Tätigkeit in diesem Segment ist ein Geschäftsmodell, das auf der langjährigen, zumeist über Generationen dauernden vertrauensvollen Geschäftsbeziehung zwischen Kunden – häufig Familien – und der Bank beruht. Die Privatkundenberater kennen den Lebenslauf ihrer Kunden und erhalten Einblick in ihre familiären Verhältnisse.

Solche Kunden geben sich nicht zufrieden mit der Abdeckung ihrer Bedürfnisse durch komplexe oder manchmal undurchsichtige Produkte. Die Kun-

den der klassischen Privatbanken wollen ihr Geld gut investieren: Sie suchen nach massgeschneiderter Betreuung auf gehobenem Niveau, verbunden mit auf den Vermögenserhalt ausgerichteten Anlageinstrumenten. Die heutigen Erben sind im Umgang mit Geld anspruchsvoller als ihre Eltern.

Künftige Risiken vermeiden

Verfügt eine Familie über unversteuertes Vermögen, kann dies für die kommende Generation zu einer Belastung werden. Zum einen wird die Übertragung der Vermögenswerte kompliziert. Auf der anderen Seite möchte die kommende Generation nicht für Dinge haften müssen, die ihnen die Vorgänger eingebracht haben. Daher empfehlen weitsichtige Privatkundenberater ihren Kunden, alles Geld zu deklarieren und eine Regularisierung einzuleiten. In diesem Zusammenhang ist die Kommunikation innerhalb der Familie ein entscheidender Faktor. Wenn es der Familie gelingt, regelmässig über die unterschiedlichen Ziele, Interessen, Bedürfnisse und Wünsche zu diskutieren, stehen die Chancen gut, eine für alle Familienmitglieder tragbare Lösung zu finden.

Was die Weissgeldstrategie betrifft, zeigt sich das Gespräch mit der nachfolgenden Generation als hilfreich: Die meisten Kunden sind einsichtig und sehen dem Vermeiden von Risiken positiv entgegen. Die jüngere Generation hat eine eigene Vorstellung, ihre Risiken zu steuern, und will über die nächste Generation hinaus erfolgreich bleiben. Angestrebt wird daher eine nachhaltige Lösung, die das Wohl der Familie weiter sichern soll. Privatbanken fungieren hier als Treuhänder zwischen den Generationen.

Jede Familie und ihr Vermögen werden wie ein Unternehmen behandelt, das es umsichtig zu pflegen und nachhaltig zu fördern gilt. Eine generationenübergreifende Verständigung und eine erfolgreiche Vermögensübertragung stellen sich aber nicht von selbst ein. Sie sind das Ergebnis einer aktiven und disziplinierten Strategie. Hier gilt es konservativ und trotzdem innovativ zu denken, weil die Vermögensstrukturen zum Teil komplex und über Generationen gewachsen sind. Gefragt sind Transparenz und Steuerkonformität in allen Bereichen. Privatbanken kümmern sich um alle Facetten des Vermögens ihrer Kunden und setzen einen

globalen Ansatz um. Das gilt auch für die Weissgeldstrategie, die ebenfalls weltweit umgesetzt werden sollte. In einer globalisierten Welt toleriert heute keine Regierung ein anderes Land mehr, das Schwarzgeld versteckt. Gefragt ist eine regelkonforme Vermögensberatung, die global umgesetzt wird. Privatbanken haben sich für dieses komplexe steuertransparente Geschäft rasch fit gemacht.

Gut vorbereitet

Als zukunftsorientierte Banken haben sie im veränderten Umfeld die Weichen bereits gestellt und ihre Prozesse an die neuen Anforderungen angepasst. Daher sind sie in der Lage, Vermögen unter den Rechtsordnungen verschiedenster Domizile der meist internationalen Kundenfamilien unter diversen Kriterien zu strukturieren. Steuereffizienz ist dabei nur eines davon. Familienunternehmen zum Beispiel sollen bei der Erbschaft unter international verstreuten Erben so erhalten bleiben, dass die Geschäftsführung ohne Sonderlasten gewährleistet ist.

Hanspeter Oes ist operativer Chef der Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie (Schweiz) in Zürich.