

Vaduz, 14.03.2024

Investment Thema VP Bank Group (VP Bank)

Kritische Beurteilung des 2023-Resultats

Gemäss dem am 12. März 2024 publizierten Geschäftsbericht steigt der Reingewinn der VP Bank von CHF 40.2 Mio. im 2022 um 10.1% auf CHF 44.2 Mio. im 2023, welches weit unter dem Reingewinn von 2021 von CHF 50.6 Mio. liegt und nur leicht über dem Reingewinn 2020 von CHF 41.6 Mio. Der ausgewiesene Reingewinn 2023 erfüllt nicht einmal minimale Eigenkapitalkostenanforderungen an die VP Bank und verfehlt damit ein weiteres Mal die Erwartungen der Analysten. Der höhere Reingewinn im 2023 ist fast ausschliesslich das Resultat des verbesserten Zinserfolgs (2021 CHF 110.0 Mio., 2022 CHF 121.5 Mio., 2023 CHF 133.6 Mio.) zu welchem weder der Verwaltungsrat noch die Geschäftsleitung der VP Bank einen grossen Beitrag leistete. Das ausgeprägte Kostenwachstum in den letzten Jahren (2021 CHF 272.1 Mio., 2022 CHF 291.2 Mio., 2023 CHF 313.5 Mio.), für welches der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der VP Bank hingegen verantwortlich sind, erbrachte bis dato keine nennenswerten Resultate für den Aktionär. Das 2HJ 2023 Resultat deutet mit CHF 18.9 Mio. auf eine prononcierte Abschwächung der Ertragslage hin im Vergleich zu 2HJ 2022 mit CHF 21.3 Mio. und 1HJ 2023 von CHF 25.5 Mio.

Der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der VP Bank haben sich 2021 folgende Ziele gesetzt:

Netto-Neugeld-Zufluss	+ 4% p.a.
Ertragswachstum	+ 4% bis + 6% p.a.
Profitabilität: Cost/Income-Ratio (CIR)	< 75%
Stabilität: Kernkapitalquote (Tier 1 Ratio)	> 20%

Das über die letzten Jahre durch den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung mit hohen Kosten geförderte Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft verschlechterte sich weiter von CHF 156.5 Mio. im 2021 auf CHF 139.6 Mio. im 2022 auf CHF 137.9 Mio. im 2023.

Nicht weiter verwunderlich verharrten auch die betreuten Kundenvermögen bei CHF 46.4 Mio. und die Geschäftsleitung der VP Bank geht von weiteren Abflüssen in der Grössenordnung von CHF 0.6 Mrd. aus. Die seit Oktober 2019 mit der neuen Geschäftsleitung erreichten Zahlen im Netto-Neugeld-Zufluss sind ernüchternd und erreichen das angestrebte Ziel von + 4% p.a. nicht im Ansatz (2021 +0.5%, 2022 +2.0%, 2023 0%).

Das Wachstum bzw. der jährlichen Erträge der VP Bank über die letzten Jahre schwankten heftig (2021 + 22%, 2022 - 21%, 2023 + 10%). Trotz dem Rückenwind aus dem Zinsgeschäft ist das kumulative Resultat mehr oder weniger ein Treten an Ort (2020 CHF 41.6 Mio., 2021 CHF 50.6 Mio., 2022

CHF 40.2 Mio., 2023 CHF 44.2 Mio.) und verfehlt das gesetzte Ziel von einem jährlichen Ertragswachstum von + 4% bis + 6% deutlich.

Das Cost/Income-Ratio verharrte bei 86.0% im 2023 (86.6% im 2022), was auf eine weitere Verschlechterung im 2HJ 2023 im Vergleich zu 1HJ 2023 mit 84.0% hindeutet und weit über den 2021 erreichten 82.5% im CIR liegt. Auch hier entfernt sich die VP Bank vom gesetzten Ziel von weniger 75% im Jahre 2026 deutlich.

Das Ziel einer Kernkapitalquote von > 20% wird mit 24.9% zwar erreicht, macht jedoch ohne Begrenzung wenig Sinn und kann z.B. durch eine hohe Liquiditätshaltung der VP Bank bei der Schweizerischen Nationalbank, mit negativen Konsequenzen für den Aktionär jedoch ohne Aufwand und Risiko für den Verwaltungsrat und Geschäftsleitung der VP Bank erreicht werden.

Mit einer Eigenmittelrendite von 4.1% im 2023 (VJ 3.7%) deckt die VP Bank nicht einmal die Eigenkapitalkosten, die wir auf 7% bis 10% schätzen. Gemäss der KPMG Studie «Average Cost of Equity 2022» beträgt die durchschnittlichen Eigenkapitalkosten für Banken 8.6% für die Länder Deutschland, Österreich und Schweiz. VP Bank vernichtet also laufend Aktionärswerte, was sich im Abschlag des Börsenwerts der VP Bank zum Buchwert von CHF 179.63 pro Namenaktie A widerspiegelt. Bei identischen Bewertungsparametern wie heute, welche für die Bewertung der VP Bank angewendet werden, einer nachhaltigen Eigenmittelrendite von 4.1% und Eigenmittelkosten von 7.0% wäre z.B. der «faire» Aktienkurs der Namenaktie A CHF 105.2, was wenig erstaunlich ziemlich nahe beim aktuellen Aktienkurs der Namenaktien A liegt. Konkret, die Marktteilnehmer glauben nicht, dass die durch den Verwaltungsrat und Geschäftsleitung im 2021 formulierten Ziele für 2026 erreicht werden können, was dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung der VP Bank zu denken geben sollte.

Seit der Übernahme der neuen Geschäftsleitung im Oktober 2019 verkauft die VP Bank laufend eigene Namenaktien A mit einem Nennwert von CHF 10 und kauft laufend eigene Namenaktien B mit einem Nennwert von CHF 1. So lag der Bestand an eigenen Aktien per 31.12.2019 bei 598'065 Namenaktien A und 327'419 Namenaktien B. Der Bestand an eigenen Aktien per 31.12.2023 war 416'615 Namenaktien A und 344'369 Namenaktien B. Offensichtlich gibt es einen Markt für Namenaktien A und keinen Markt für Namenaktien B, welche den Insidern zuzuordnen sind. Wir sind gerne bereit, für die laufend offerierten Namenaktien B einen Markt anzubieten, falls dies im Sinne der VP Bank ist, was es eigentlich sein sollte. Entgegen jeder Logik führt die VP Bank über die letzten 4 Jahre laufend kleine Kapitalerhöhungen bei den Namenaktien A durch unter dem Buchwert der Aktien, die dann entweder in Aktivitäten investiert werden, die nicht einmal die Kapitalkosten decken oder den wahrscheinlichen Liquiditätsbedarf der wenigen Aktionäre mit den Stimmrechtsaktien, also den Namenaktien B, decken helfen. Solange die Aktien der VP Bank massiv unter Buchwert gehandelt werden, sind wir der Meinung, dass zur Erfüllung von minimalen Corporate Governance Anforderungen an die VP Bank diese Namenaktien A zuerst den Altaktionären angeboten werden sollten, bevor Namenaktien A dem anonymen Markt angeboten werden.

Benchmarking

Beim Benchmarking suchen wir zur VP Bank vergleichbare Finanzinstitute in ähnlichen Märkten, ähnlichem Ertragsprofil (Geschäft mit Verwendung der Bilanz vs. Geschäft ohne Verwendung der Bilanz des Finanzinstitutes) und Bilanzsumme, um anhand der Finanzdaten der Geschäftsjahre 2022 und 2021 dieser vergleichbaren Finanzinstitute eine angemessene Rentabilität bei angemessenem Risikoprofil basierend auf dem Leverage Ratio und dem Liquidity Coverage Ratio für die VP Bank abzuleiten. Für uns sind vergleichbare Finanzinstitute Retailbanken in der Schweiz, mit ausgeprägtem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft (d.h. ohne Verwendung der Bilanz des Finanzinstituts), gleichen oder ähnlichen Rechnungslegungsstandards, ähnlichem Risikoprofil und einer Bilanzsumme von CHF 12 bis CHF 25 Mrd. (Vergleichsbanken).

Um eine angemessene Rentabilität der VP Bank abzuleiten, vergleichen wir die Kennzahlen Return on Assets (ROA), CIR und Zinsmarge der Vergleichsbanken mit der VP Bank der Geschäftsjahre 2022 und 2021, da uns die Zahlen für 2023 der Vergleichsbanken noch nicht vollständig vorliegen.

Der ROA bezeichnet das Verhältnis zwischen Jahresgewinn und Bilanzsumme. Der ROA zeigt auf, wie viel Ertragsüberschuss vor Zuweisung an Reserven bei den Vergleichsbanken, welche keinen True and Fair-Abschluss aufweisen, mit jedem eingesetzten Franken der Bilanz erwirtschaftet werden kann.

Das CIR misst das Verhältnis zwischen operativem Geschäftsaufwand und –ertrag. Ausserordentliche Effekte bei den Vergleichsbanken, wie Wertberichtigungen und Abschreibungen, sind darin nicht berücksichtigt worden. Bei der VP Bank ist der ausserordentliche Effekt klein, da sich diese ausserordentlichen Positionen wie Wertberichtigungen auf Kreditrisiken und Rückstellungen und Verluste in den Geschäftsjahren 2021 und 2022 mehr oder weniger aufgehoben haben. Das CIR zeigt auf, wie viel von jedem eingenommen CHF für die Erbringung der Leistung aufgewendet werden muss.

Die Zinsmarge misst das Verhältnis zwischen dem Nettoerfolg aus dem Zinsgeschäft und dem Teil der Bilanzsumme, welcher für den Erfolg aus dem Zinsgeschäft verantwortlich ist. Die Bilanzpositionen enthalten die Summe aus den flüssigen Mitteln, den Forderungen aus Gelmarktpapieren, Banken und Kunden sowie Finanzanlagen. Als Zinsmarge der Vergleichsbanken wurde die Zinsmarge sämtlicher Schweizer Retailbanken genommen, da die Zinsmargen der Retailbanken mit einem ähnlichen Geschäftsprofil und einer Bilanzsumme von CHF 12 bis CHF 15 Mio. uns nicht vorliegen, welche stabil 1.15% im Geschäftsjahr 2021 und 2022 war.

		VP Bank		Vergleichsbanken	
		2021	2022	2021	2022
ROA in %	0.38	0.31	0.44	0.53	
CIR in %	82.5	86.6	56.0	50.8	
Zinsmarge in %	0.86	0.98	1.15	1.15	

Der durchschnittliche ROA der Vergleichsbanken betrug im Geschäftsjahr 2022 0.53% und im 2021 0.44%, derjenige der VP Bank lag bei 0.31% im 2022 und 0.38% im 2021. Trotz aller Investitionen ins Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft, welche die Bilanz nur geringfügig beanspruchen sollten,

erreicht die VP Bank nicht einmal die Ertragslage der Vergleichsbanken, welches notabene Schweizer Retailbanken mit hoher Beanspruchung der Bilanz sind.

Auch das CIR zeigt ein ähnliches Bild. Das durchschnittliche CIR der Vergleichsbanken betrug im 2022 50.8% und im 2021 56.0%. Dasjenige der VP Bank liegt bei absurd hohen 86.6% im 2022 und 82.5% im 2021 und ist im 2HJ 2023 auf rund 88.0% angestiegen. Dies vor dem Hintergrund, dass sich die VP Bank im 2021 das Ziel gesetzt hat, ein CIR von unter 75% im 2026 zu erreichen.

Die leicht tiefere Zinsmarge der VP Bank im Vergleich zu den Vergleichsbanken erklärt diese Diskrepanz im ROA und CIR nur geringfügig. Viel wahrscheinlicher ist es, dass der forcierte Ausbau des Kommissions- und Dienstleistungsgeschäfts mit Standorten in Luxembourg mit 162 Mitarbeiter (VJ 141 Mitarbeiter), Hong Kong mit 19 Mitarbeiter (VJ 17 Mitarbeiter) und Singapore mit 85 Mitarbeiter (VJ 79 Mitarbeiter) neben den horrenden Konzernkosten in Liechtenstein von CHF 182.1 Mio. (VJ CHF 164.2 Mio.) im Vergleich zum gesamten Geschäftsaufwand der VP Bank von CHF 313.5 Mio. (VJ CHF 291.2 Mio.) keine relevanten Deckungsbeiträge oder sogar Verluste abwirft.

Die Internationalisierungsstrategie und die Konzernkosten sind zu überprüfen und allenfalls Korrekturen vorzunehmen.

Rolle der Stimmrechtsaktionäre mit Namenaktien B

Per Ende 2023 haben folgende Aktionäre angegeben, mehr als 10 Prozent am Aktienkapital der VP Bank oder mehr als 5% der Stimmrechte zu halten:

	Stimmen	Kapital
Stiftung Fürstl. Kommerzienrat Guido Feger, Vaduz	46.6%	23.0%
U.M.M. Hilti-Stiftung, Schaan	10.3%	9.7%
Marxer Stiftung für Bank und Unternehmenswerte, Vaduz	6.3%	11.4%

Die Beteiligung am Aktienkapital und der Stimmrechte der 3 gewichtigsten Aktionäre ist über die letzten Jahre unverändert geblieben. Die Marxer Stiftung hält ausschliesslich Namenaktien A mit einem Nennwert von CHF 10 und die Guido Feger Stiftung hält zusammen mit der Hilti-Stiftung 5'188'417 der insgesamt 6'004'167 Namenaktien B mit einem Nennwert von CHF 1. Die regelmässigen Verkäufe über die letzten 4 Jahre von Aktionären mit Namenaktien B sind entsprechend nicht von den 2 Stimmrechtsaktionären erfolgt.

Die Statuten der VP Bank enthalten keine Regelungen zu Opting-out bzw. Opting-in gemäss schweizerischen Bestimmungen. Es bestehen keine Kontrollwechselklauseln zugunsten der Mitglieder des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung der VP Bank. Die Mitbestimmungsrechte des Publikumsaktionäre bei VP Bank sind trotzdem massiv eingeschränkt. Statutenänderungen hinsichtlich der Verschiebung des Verhältnisses zwischen den Namenaktien A einerseits und den Namenaktien B andererseits benötigen die Zustimmung von mindestens zwei Dritteln sämtlicher von der VP Bank ausge-

geben Aktien, eine Zustimmungsquote, die teilweise nicht einmal das Quorum an einer ordentlichen Generalversammlung war.

Faktisch kontrollieren die 3 Stiftungen die VP Bank mit 43.7% des Kapitals. Es ist jedoch durchaus denkbar, dass sich insbesondere die Hilti-Stiftung und die Marxer-Stiftung durch die ungenügenden und sich nicht verbessernden Resultate der VP Bank, Alternativen anschauen.

Schlussfolgerung

Die aktuelle Marktkapitalisierung von knapp CHF 600 Mio. ist wahrscheinlich geringer als der Liquidationserlös der VP Bank, den wir auf ungefähr CHF 800 Mio. vor Steuern schätzen. Wie weit sich der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der VP Bank dieser Tatsache bewusst ist und trotzdem laufend Namenaktien A veräussert, mag ein Rätsel sein und bleiben.

Offensichtlich vertreten der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der VP Bank nicht die Interessen der Aktionäre mit Namenaktien A, welche fordern, dass die einmal gesetzten Ziele konkretisiert und nachgelebt werden. Offensichtlich wird das mit allen Mitteln verfolgte Ziel des Netto-Neugeld-Zuflusses von jährlich + 4% nicht erreicht und müsste zu Lasten der anderen Ziele wie Ertragswachstum von jährlich + 4 bis + 6% fallen gelassen werden. Auch die Internationalisierungsstrategie soll hinterfragt und die Konzernkosten gesenkt werden, so dass ein CIR von weniger als 75% im 2026 erreicht werden kann.

Wir hoffen, dass Stephan Zimmermann als designierter neuer Verwaltungsratspräsident ab der Generalversammlung 2024 sowie die neu zu wählenden Verwaltungsräte Dr. Dirk Klee und Philipp El-kuch unsere Anliegen unterstützen und wünschen Ihnen viel Erfolg.