



ZÄHRINGER PRIVATBANK  
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

## Unterschiedliche Verletzlichkeit

Die Jahresabschlüsse der meisten Unternehmen liegen inzwischen vor. Diese fallen erfreulicher aus, als es die Kursentwicklung des vergangenen Jahres vermuten lässt. Global sind die Gewinne um knapp zehn Prozent angestiegen und etliche Unternehmen stellen höhere Dividenden in Aussicht. Viele Betriebe sind kerngesund und verfügen über beachtliche Preissetzungsmacht.

Weniger erfreulich ist leider der Nachrichtenfluss aus der Finanzbranche. Die Bankschliessungen in den USA sowie die Notmassnahmen der Behörden zum Einlagenschutz wecken Erinnerungen an die Finanzkrise. Im Gegensatz zu damals handelt es sich unserer Einschätzung nach primär um ein Liquiditäts- und nicht um ein Solvenzproblem. Dennoch bleibt die Branche auch nach zahlreichen regulatorischen Verschärfungen und einer besseren Eigenkapitalausstattung offensichtlich verletzlich. Tiefe Preis-Buchwert-Verhältnisse reflektieren geringes Vertrauen in die publizierten Substanzwerte und Geschäftsmodelle. Aufgrund der kaum vorhandenen Gewinnvisibilität weisen Bankaktien für uns einen spekulativen Charakter auf. Der nach wie vor hohe Leverage in den Bilanzen bietet wenig Spielraum für Fehler. Unsere grundlegende Zurückhaltung beruht genau auf dieser Fragilität.

Martin Schenk  
Vorsitzender der Geschäftsleitung

## GLOBAL ERFOLGREICH

Die Schweiz verfügt heute über eine der produktivsten und innovativsten Volkswirtschaften der Welt. Eine Erfolgsgeschichte, die angesichts der Ausgangslage erstaunt. Wie konnte ein kleines Land mit herausfordernder Topografie, arm an Rohstoffen und ohne direkten Zugang zum Meer in den letzten 250 Jahren zu einem der wohlhabendsten Länder aufsteigen? Es gibt zahlreiche Faktoren, die diesen Aufstieg begünstigten. Ein Schlüssel war die frühe Erkenntnis, dass die Ausrichtung auf den Export angesichts des kleinen Binnenmarktes eine notwendige Voraussetzung ist. Dafür war der Standort mitten in Europa mit wichtigen Transitrouten über die Alpen wiederum ein Vorteil. Bereits in der vorindustriellen Zeit bestanden mit Textilien und Uhren erste Exportschlager. In beiden Fällen steuerten talentierte Einwanderer entscheidende Impulse bei. Als die Industrialisierung im Textilbereich überlegene Konkurrenz aus England brachte, war der Strukturwandel zunächst brutal. Zahlreichen Schweizer Unternehmern gelang durch die Mechanisierung der Textilindustrie jedoch nicht bloss eine rasche Adaption, sondern darüber hinaus die Entwicklung einer sehr erfolgreichen Maschinenindustrie. Aus der Herstellung der Farbstoffe für die Textilien entwickelte sich erst die chemische und später die pharmazeutische Industrie. Banken finanzierten die Industrialisierung sowie den Aufbau der Infrastruktur und Versicherungen ermöglichten den Risikotransfer. Erst relativ spät entstand mit der Lebensmittelindustrie ein weiterer bedeutender Wirtschaftszweig. Stabile politische Verhältnisse, verlässliche Institutionen und ein hohes Bildungsniveau boten gute Rahmenbedingungen für unternehmerische Risikonahme.



Der internationale Wettbewerb sowie die starke Währung halten die Unternehmen fit und zwingen sie immer wieder aufs Neue, innovativ zu sein. Von dieser Offenheit und der globalen Vernetzung hat die Schweiz enorm profitiert.

Die internationale Ausrichtung ist bis heute charakteristisch für unsere Volkswirtschaft. Der Exportanteil macht in der Schweiz hohe 71 Prozent der Wirtschaftsleistung aus. Dies im Vergleich zu 47 Prozent beim vermeintlichen «Exportweltmeister» Deutschland oder 29 Prozent in Grossbritannien. Daran beteiligt sind zahllose kleinere und mittlere Unternehmen, die das Rückgrat der Schweizer Wirtschaft bilden. Daneben verfügt unser Land aber auch über eine grosse Vielfalt an global erfolgreichen börsenkotierten Publikumsgesellschaften. Nicht weniger als 14 der 500 weltweit umsatzstärksten multinationalen Unternehmen haben ihren Sitz in der Schweiz. Aber auch bei den kleineren Firmen mit geringerer Marktkapitalisierung ist die Auswahl beachtlich. Diese sogenannten Small- und Midcaps bedienen oft Nischenmärkte, gehören in diesen aber zur absoluten Weltspitze.

### **Breite Auswahl an erstklassigen Schweizer Unternehmen ...**

Der globale Erfolg von Schweizer Unternehmen beeinflusst unser Handwerk, insbesondere die Portfoliokonstruktion im Bereich der Beteiligungspapiere. Als Vermögensverwaltungsbank investieren wir die uns anvertrauten Gelder global. Dabei bevorzugen wir sorgfältig ausgewählte Direktanlagen in Aktien sowie Obligationen und ergänzen diese durch kosteneffiziente Indexanlagen und Gold.

Der Investitionsgrundsatz der Diversifikation verlangt eine breite regionale und sektorielle Risikostreuung. Im Grunde geht es in der Portfoliokonstruktion darum, vom Kapitalmarkt nicht entschädigte titelspezifische Risiken durch eine breite Streuung zu eliminieren. Für das verbleibende Marktrisiko dürfen Anlegerinnen und Anleger eine angemessene Entschädigung in Gestalt der Aktienrisikoprämie erwarten. Mit steigender Anzahl unterschiedlicher Aktien nimmt der Grenznutzen der Diversifikation ab. Die Praxis zeigt, dass ein Aktienportfolio mit 20 bis 30 Beteiligungen ausreichend diversifiziert ist.

Die beschriebene breite Auswahl an erfolgreichen, international tätigen Schweizer Unternehmen aus verschiedenen Branchen bietet günstige Voraussetzungen, diese in unserer Aktienselektion überproportional zu berücksichtigen. Die Grafik auf Seite 3 zeigt die regionale

Umsatzverteilung der 15 wichtigsten Schweizer Unternehmen der «Zähringer Aktienselektion». Der Überblick veranschaulicht eindrücklich, dass das Domizil bei global tätigen Unternehmen eine nebensächliche Rolle spielt. Sowohl die Herstellung der Produkte und Dienstleistungen als auch deren Konsum sind geografisch sehr breit abgestützt.

Gerade mal rund 8 Prozent des Umsatzes erwirtschaften unsere selektierten Unternehmen im Heimmarkt. Der Rest verteilt sich gleichmässig über die Welt, wobei der Anteil Asiens in den letzten Jahren zugenommen hat.

Die vier ausgewählten Beispiele Nestlé, Swisscom, Swatch Group und Sika verdeutlichen ausserdem, dass sich je nach strategischer Ausrichtung markante Unterschiede ergeben. Das internationalste «Schweizer» Unternehmen ist dabei zugleich auch das wertvollste. Der Nahrungsmittelkonzern Nestlé betreibt nicht weniger als 344 Produktionsstätten in 77 Ländern. Von den über 275'000 Angestellten sind nur etwa 10'000 in der Schweiz beschäftigt. Während sich der globale Umsatz der Schwelle von 100 Mrd. Schweizer Franken nähert, entfallen vernachlässigbare 1.3 Prozent auf die Schweiz und selbst Europa folgt nach Amerika und Asien erst an dritter Stelle. Am anderen Ende des Spektrums ist die Telekomanbieterin Swisscom angesiedelt. Bei ihr dominiert nach wie vor der Heimmarkt. Einzig über die Tochter Fastweb wird inzwischen ein Teil des Umsatzes im europäischen Ausland erwirtschaftet.

Die Swatch Group repräsentiert mit der Herstellung und dem Verkauf von Uhren in verschiedenen Preissegmenten zwar ein traditionsreiches Schweizer Geschäft, mehr als die Hälfte des Umsatzes wird jedoch in Asien generiert. Die Umsatzverteilung des äusserst erfolgreichen Bauchemiekonzerns Sika kommt schliesslich derjenigen der Gesamtselektion recht nahe und ist regional ebenfalls sehr breit abgestützt.

Die überproportionale Berücksichtigung einheimischer Unternehmen wird im Fachjargon als «Home Bias» bezeichnet. In anderen kleinen Ländern, zum Beispiel in Österreich oder Neuseeland, wäre dies keine gute Idee, weil die Auswahl an börsenkotierten Unternehmen mit internationaler Ausrichtung schlicht nicht vergleichbar ist. In der Theorie wird der «Home Bias» gelegentlich als emotionaler Anlagefehler gesehen, weil der Fokus zu einseitig auf die Heimat gerichtet ist und die Diversifikation dadurch leidet. Die obigen Zahlen unterstreichen, dass dies für die Schweiz nicht gilt. Im Gegenteil. In der Praxis ist die Vertrautheit mit den Unternehmen beim Umgang mit Unsicherheit in der Vermögensanlage

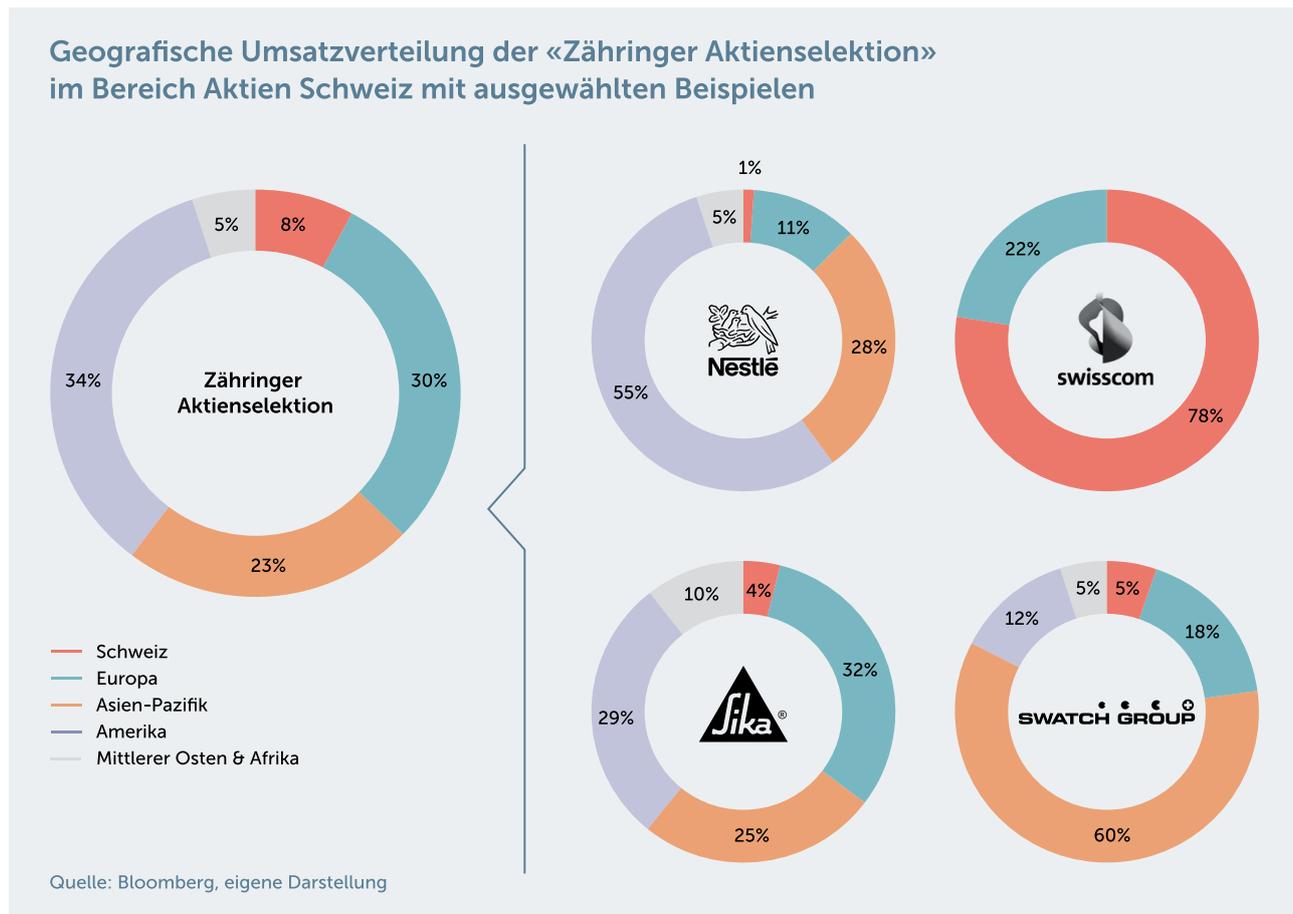
ein nicht zu unterschätzender psychologischer Vorteil. Wenn es darum geht, die definierte Anlagestrategie in unruhigen Zeiten diszipliniert durchzuführen, kann dies einen positiven Einfluss haben.

**... aber längst nicht in allen Branchen**

Für Schweizer Anlegerinnen und Anleger, die ihren Lebensunterhalt hauptsächlich in der Heimwährung bestreiten, bietet der langfristig zur Stärke neigende Franken

Franken sofort stark aufwertete, büsste der Schweizer Aktienmarkt in zwei Handelstagen rund 15 Prozent an Wert ein.

Zweitens ist die Auswahl an interessanten Unternehmen in der Schweiz zwar durchaus gross und die Branchenvielfalt beachtlich. Dennoch existieren natürlich längst nicht in allen Wirtschaftszweigen führende Unternehmen. Die sektorielle Diversifikation kann durch die Hinzunahme ausländischer Beteiligungen markant verbessert



bei Anlagen in Fremdwährungen regelmässig Gegenwind. Wäre es vor diesem Hintergrund nicht sogar angezeigt, ausschliesslich in Schweizer Aktien zu investieren? Dies ist aus zwei Gründen nicht empfehlenswert.

Erstens ist es eine Illusion zu glauben, der Wert eines Unternehmens sei – nur weil es die Buchhaltung in Franken führt und die Aktie in der Heimwährung gehandelt wird – keinen Wechselkursrisiken ausgesetzt. Bei multinationalen Unternehmen ist die Währungsexposition vielschichtig und die Handelswährung spielt für den Unternehmenswert bloss eine untergeordnete Rolle. Exemplarisch zeigte sich dies bei der überraschenden Aufhebung der EUR-CHF-Wechselkursuntergrenze durch die Schweizerische Nationalbank am 15. Januar 2015. Während sich der

werten. So sind beispielsweise sowohl der Technologie- als auch der Rohstoffsektor in der Schweiz deutlich untervertreten und auch in den Bereichen Konsumgüter und erneuerbare Energien gibt es im Ausland erfolgreichere Unternehmen. Die letzten drei Jahre mit der Pandemie und der russischen Invasion in die Ukraine haben eindrücklich aufgezeigt, wie unterschiedlich sich solche Schocks auf einzelne Sektoren der Wirtschaft auswirken und wie essentiell eine breite Risikostreuung bei der Geldanlage ist.

Mit einer einseitigen Beschränkung auf Schweizer Aktien lassen sich mit anderen Worten weder Währungsrisiken eliminieren noch wird punkto Branchendiversifikation das Optimum erreicht.

## Ausgewogenere Gewichtung zur Vermeidung von Klumpenrisiken

Bei der Portfoliokonstruktion stellt sich ausserdem die Frage nach der Gewichtung der Positionen. Wir haben den Anspruch, für unsere Kundschaft regional und sektoriell ausgewogen diversifizierte Wertschriftenportfolios zu bilden. Wir orientieren uns dabei allerdings nicht stur an einem bestimmten Index.

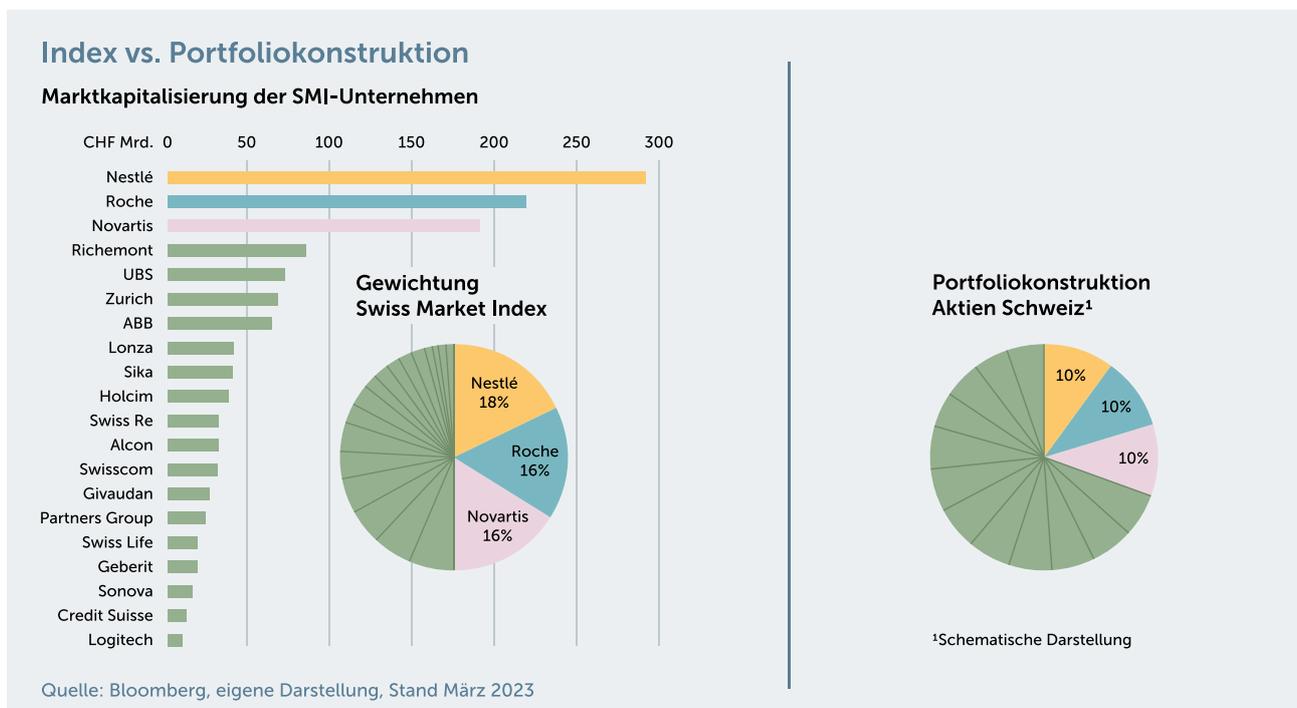
Gerade der Schweizer Aktienmarkt weist in dieser Hinsicht einige Besonderheiten auf. So umfasst beispielsweise der Swiss Market Index die zwanzig grössten Schweizer Unternehmen und gewichtet diese im Wesentlichen nach deren Marktkapitalisierung. Die ungleichen Grössenverhältnisse führen dazu, dass die Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis einen deutlich überproportionalen Einfluss auf die Indexentwicklung ausüben. Aktuell machen sie ziemlich genau die Hälfte des Gewichts aus. Alle drei Unternehmen stammen aus defensiven Branchen. Dies wirkt in Korrekturphasen stabilisierend. Trotzdem widersprechen derartige Klumpenrisiken unserer Vorstellung von Ausgewogenheit und verletzen den Grundsatz der Diversifikation.

Kapitalisierungsgewichtete Indizes enthalten ausserdem ein prozyklisches Element, weil sie in der Vergangenheit erfolgreichen Unternehmen ein laufend grösseres Gewicht beimessen. So verfügten die beiden Grossbanken

und die Versicherungen unmittelbar vor der Finanzkrise zur Unzeit über ein Gewicht von über einem Drittel. Heute macht die Finanzbranche – selbst wenn man auch noch Partners Group dazuzählt – deutlich weniger als 20 Prozent der Indexgewichtung aus.

Wir selektieren die Beteiligungspapiere nach den Auswahlkriterien «Qualität», «Bewertung» und «Unternehmensführung». Im Gegensatz zum Index ist Grösse allein kein hinreichendes Kriterium. Wir behalten uns vor, Elemente wegzulassen, die sich im Sinne einer verantwortungsbewussten Wahl nicht aufdrängen, und berücksichtigen im Gegenzug auch kleinere Unternehmen, die nicht im Swiss Market Index vertreten sind.

Obwohl die drei Schwergewichte in ein Wertschriftenportfolio von Schweizer Anlegerinnen und Anlegern gehören, legen wir in der Portfoliokonstruktion Wert auf eine ausgewogenere Gewichtung. In einzelnen Marktphasen ergeben sich dadurch Unterschiede in der relativen Wertentwicklung zwischen unserer Aktienausswahl und dem Index. Wir sind der Überzeugung, dass eine Gewichtung nach Marktkapitalisierung im Kontext des Schweizer Marktes nicht der Weisheit letzter Schluss ist. Trotz ihrer Vorzüge sind auch die Schwergewichte nicht gegen titelspezifische Risiken gefeit. Für eine breitere Diversifikation und die Vermeidung von Klumpenrisiken nehmen wir diese Abweichungen gerne in Kauf.



**Herausgeber:** Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, [info@zaehringer-privatbank.ch](mailto:info@zaehringer-privatbank.ch), [www.zaehringer-privatbank.ch](http://www.zaehringer-privatbank.ch). Wir freuen uns über Rückmeldungen zu unserer Publikation. Vorliegender Inhalt dient lediglich Informationszwecken. Die Publikation enthält weder Rechts- noch Anlageberatung oder Anlageempfehlungen und stellt auch kein Angebot beziehungsweise keine Aufforderung zur Tätigkeit einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie unsere Kundenverantwortlichen für weitere Informationen.