



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Mehr Eigenverantwortung gefragt!

Das Mammutprojekt «Altersvorsorge 2020» ist bereit für die Abstimmung vor dem Souverän. Reformen sind angesichts des demographischen Wandels und der veränderten Kapitalmärkte unabdingbar. Was es jedoch nicht braucht, ist ein Ausspielen der einzelnen Säulen gegeneinander. Genau diese Diversifikation – die Abstützung auf drei unterschiedlich funktionierende Säulen – macht unser Vorsorgewerk im internationalen Vergleich zum beneideten Vorzeigebispiel.

Optimierungspotential orten wir in der beruflichen Vorsorge. In einem bestimmten Lohnbereich (BVG-Obligatorium) verpflichtet uns der Gesetzgeber zwecks Sicherstellung des späteren Lebensunterhalts zu einem Sparprozess (Konsumverzicht). Für diesen Teil sind kollektive Lösungen, Garantien und politische Prozesse gefragt, und das ist auch richtig so.

Oberhalb des Pflichtteils plädieren wir für eine Entlastung des Systems. Vermehrte Wahlmöglichkeiten erlauben die Übernahme von Anlagerisiken (und damit auch konvexer Chancen) durch einzelne Versicherte. Garantien werden gestärkt, wenn sie nur dort gesprochen werden, wo nicht darauf verzichtet werden kann. Mehr Eigenverantwortung ist gefragt – zum Schutz der Garantien des Obligatoriums, der vorhandenen Vorsorgegelder und für die kommenden Generationen.

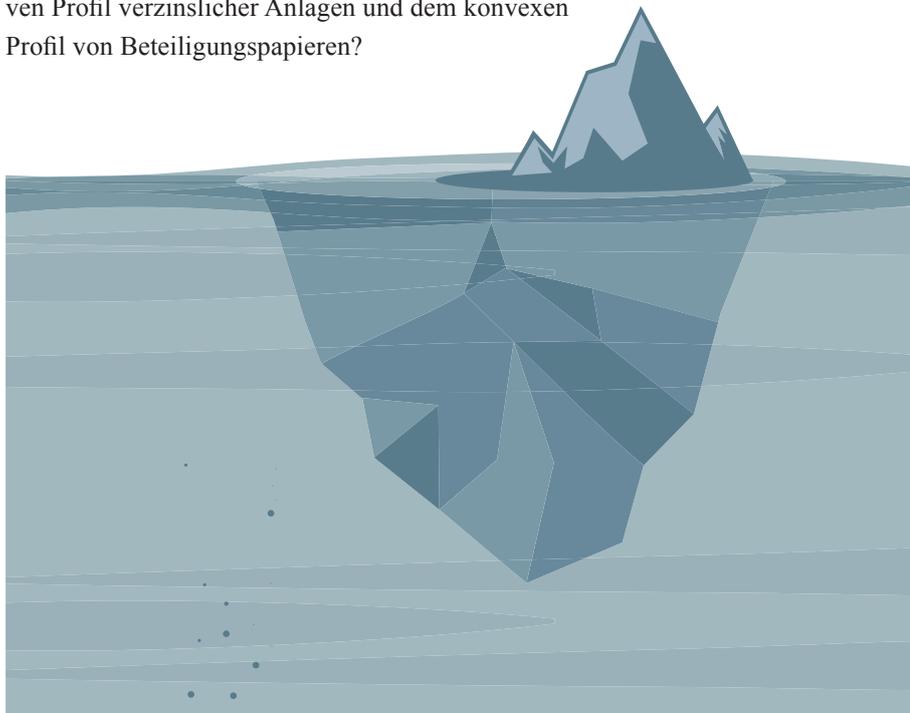
Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

ASYMMETRISCHE RISIKEN

Die verbesserte Grosswetterlage hat sich im ersten Quartal des Jahres sowohl in weiter steigenden vorauslaufenden Konjunkturindikatoren als auch – besonders in Europa – in besser als erwarteten Unternehmensergebnissen niedergeschlagen. Diese Beschleunigung der Wachstumsdynamik hat den internationalen Aktienmärkten Rückenwind verliehen. Sie konnten bei bemerkenswert tiefen Kursschwankungen weiter zulegen. Weil die Partizipation an der realen Wertschöpfung gesunder Unternehmen im aktuellen Umfeld ganz offensichtlich gefragt ist, sind Aktien im historischen Vergleich nicht mehr günstig bewertet. Im relativen Vergleich zu festverzinslichen Anlagen bieten Beteiligungspapiere weiterhin ein attraktives Chancen-Risiko-Profil.

Markante Bewertungsverzerrungen orten wir nach wie vor im verzinslichen Bereich. Dort wirken die unkonventionellen wirtschaftspolitischen Massnahmen der Notenbanken am unmittelbarsten. Aufgrund des nominellen Charakters verzinslicher Anlagen sind die Restrisiken aus dem grossen geldpolitischen Experiment wertmässig weniger gut abgesichert. Absolute Sicherheit ist da jedenfalls nicht zu finden, im schlimmsten Fall ist es – wie bei einem Eisberg – eine trügerische.

Was aber meinen wir mit Chancen-Risiko-Profil ganz genau? Worin liegen die fundamentalen Unterschiede zwischen dem konkaven Profil verzinslicher Anlagen und dem konvexen Profil von Beteiligungspapieren?



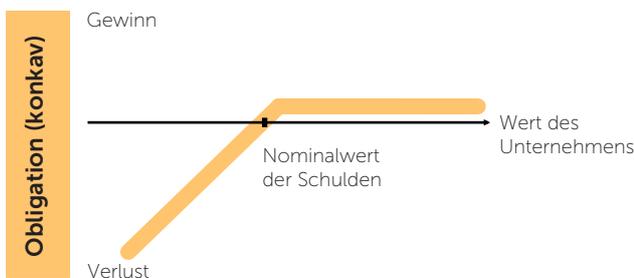
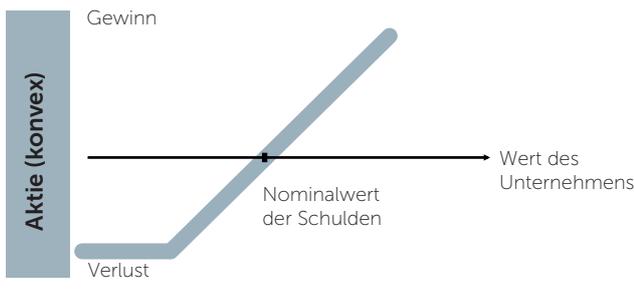
Gläubiger vs. Eigentümer

Die beiden wichtigsten Formen der Unternehmensfinanzierung, Obligationen und Aktien, bieten eine asymmetrische Partizipationsmöglichkeit am Unternehmenserfolg.

Zuoberst in der Kapitalstruktur stehen die Obligationäre. Sie haben als Erste Anspruch auf die in Aussicht gestellte Verzinsung und die Rückzahlung des Nominalbetrags. Gerät ein Unternehmen jedoch in Schwierigkeiten und sinkt der Unternehmenswert zum Zeitpunkt der Liquidation unter den Nominalwert der Schulden, stehen sie in der Pflicht und erleiden einen Verlust. Daraus resultiert ein konkaves Risikoprofil: Das Potential ist auf die Verzinsung beschränkt, während der Verlust im schlimmsten Fall dem eingesetzten Kapital entspricht.

Erst an zweiter Stelle der Kapitalstruktur stehen die Aktionäre. Sie sind die Hauptträger des unternehmerischen Risikos und haben dafür Anspruch auf den gesamten Restwert, der nach Begleichung aller Verbindlichkeiten übrigbleibt. Ein konvexes Profil: Einem Risiko, das auf den Kapitaleinsatz beschränkt ist, steht eine unlimitierte Chance gegenüber. Die untenstehende Abbildung zeigt die Entschädigung von Obligationären und Aktionären in Abhängigkeit des Unternehmenswerts.

Aktien und Obligationen mit ungleichen Risikoprofilen



Quelle: eigene Darstellung

Zeit und Unsicherheit sind entscheidend

Asymmetrien findet man auch in der Welt der Optionen. Ein vergleichbares Verhältnis von Gewinn- (unlimitiert) und Verlustpotential (Kapitaleinsatz) wie die Aktie bietet eine Long-Call-Position (Kauf einer Kaufoption). Das Profil der Obligation ähnelt hingegen demjenigen einer Short-Put-Position (Verkauf einer Verkaufsoption).

Die Optionspreistheorie bietet einen besonders klaren Blick auf das Thema. Sie erlaubt Rückschlüsse auf die Eigenschaften konvexer und konkaver Risikoprofile und erklärt insbesondere, welche Einflussfaktoren ihren Wert beeinflussen. Zwei der wichtigsten Einflussfaktoren sind die Zeit und die Unsicherheit. Die nachfolgende Tabelle fasst die Eigenschaften von konvexen und konkaven Risikoprofilen zusammen.

Grundlegend unterschiedliche Risiken

Profil	konvex	konkav
Pendant	Long Call	Short Put
Charakter	Recht	Verpflichtung
Gewinnpotential	unlimitiert	Optionsprämie
Verlustpotential	Kapitaleinsatz	Ausübungspreis minus Prämie
Einflussfaktor Zeit	Gegenwind	Rückenwind
Einflussfaktor Unsicherheit	Chance	Gefahr

Quelle: eigene Darstellung

Der Faktor Zeit ist auf der Seite konkaver Profile wie Obligationen. Mit jedem Tag, der ohne Schadenereignis verstreicht, schwindet für den Anleger die Gefahr, dass die eingegangene Verpflichtung doch noch zum Tragen kommt und ein Verlust auf dem eingesetzten Kapital resultiert.

Aufgrund der asymmetrischen Aufteilung von Chancen und Risiken reagieren die beiden Profile unterschiedlich auf einen Anstieg der Unsicherheit. Das konkave Profil mit dem limitierten Potential reagiert verletzlich auf mehr Unsicherheit, das konvexe Profil hingegen robust.

Asymmetrische Risiken – nicht nur an den Finanzmärkten

An den Finanzmärkten sind asymmetrische Risiken allgegenwärtig. Jede Anlage lässt sich aufgrund ihres Chancen-Risiko-Profiles in das konvexe oder konkave Lager einordnen. Wie bei Optionen sind die Eigenschaften aus der Asymmetrie besonders ausgeprägt, wenn sich der Kontrakt in der Nähe des «Knicks» im Profil befindet, also «am Geld» bewegt. Bei Aktien und Obligationen eines Unternehmens mit bewährtem Geschäftsmodell und genügend Reserven ist dies nicht der Fall. Die beschriebenen Eigenschaften treten deshalb in den Hintergrund. Die Asymmetrie aber bleibt.

Asymmetrische Risikoprofile sind auch sonst im Wirtschaftsleben anzutreffen, zum Beispiel in Arbeitsverträgen. Wie zu erwarten ist, prägen sie die Einstellung der betroffenen Akteure bezüglich Zeit und Unsicherheit. Beauftragte Manager werden in Ergänzung zu einem Grundsatz oft über Call-Optionen auf die Aktien des Unternehmens entschädigt. Dies soll die Interessen von Eigentümern und Managern in Einklang bringen, kann aber auch zu (Fehl-)Anreizen bezüglich relevantem Zeithorizont und Risikopräferenz führen.

Mitarbeiter in einer reinen Kontroll- und Überwachungsfunktion hingegen verfügen meist über ein konkaves Profil: Sie erhalten ihren Lohn, solange alles nach Plan funktioniert. Läuft hingegen etwas schief, werden sie zur Rechenschaft gezogen. Sie dürften tendenziell mehr Zeit für zusätzliche Abklärungen haben und Unsicherheit grundsätzlich aus dem Weg gehen. Obwohl solche Positionen durch die Vollkasko-Mentalität unserer Gesellschaft «Hochkonjunktur» haben, ist es doch eher die Risikobereitschaft von Unternehmern, die echten Fortschritt bringt und für Arbeitsplätze und Wohlstand sorgt.

Ausrichtung unserer Vermögensverwaltung

Wie gehen wir in unserer Vermögensverwaltung mit den beschriebenen Asymmetrien um? Trotz des neuerlichen Zinsschritts der US-Zentralbank und der global zunehmend steiler werdenden Zinskurven entschädigt der Kapitalmarkt verzinsliche Anlagen nach wie vor nur marginal. Dies gilt insbesondere im Schweizer Franken. Einer minimalen Zinsentschädigung stehen das Restrisiko eines Kreditausfalls und das zunehmend grösser

werdende Risiko eines Kaufkraftverlustes aufgrund der steigenden Teuerung gegenüber. So ärgerlich dies für Anleger ist, so wenig lässt sich daran ändern. Eine höhere erwartete Rendite ist einzig durch Inkaufnahme von Risiken möglich. Bezüglich der Frage, wo und in welcher Ausprägung diese Zusatzrisiken zu suchen sind, haben wir eine klare Präferenz.

Die mageren Erträge liessen sich durch die Hinzunahme weiterer konkaver Risiken aufbessern. Im Bereich verzinslicher Anlagen zum Beispiel durch Kompromisse bei der Schuldnerqualität beziehungsweise den Einbezug von Hochrisikoanleihen. Oder durch Prämieinnahmen aus dem Verkauf von Versicherungen. Zum Beispiel gegen fallende Aktienkurse, wie das bei vielen strukturierten Produkten implizit gemacht wird. Oder schliesslich durch wenig transparente alternative Anlagestrategien, die letztlich doch mehrheitlich konkave Risiken mit sich bringen. Der Rückenwind durch die Zeit ist zwar verlockend: Mit jedem Tag, an dem nichts passiert, wird eine Überrendite möglich. Allerdings ist zu beachten, dass diese Zusatzentschädigung im aktuellen Marktumfeld mager ausfällt, während die Risiken dennoch latent vorhanden sind. Konkave Risiken sind tückisch wie Eisberge: das wahre Risiko zeigt sich erst im Schadenfall.

Wesentlich besser gefällt uns die Konvexität der Beteiligungspapiere: Einem auf den Kapitaleinsatz beschränkten Risiko steht ein – zumindest theoretisch – unlimitiertes Potential gegenüber. Die Kursschwankungen sind immer da, das Risiko transparent ersichtlich. Manchmal sind es heftigere Schwankungen und Kursrückschläge wie vor einem Jahr, dann wieder ruhigere Phasen mit einem kontinuierlichen Anstieg wie in den vergangenen Monaten. Im Durchschnitt jedoch mit einem positiven Drift und regelmässigen Dividendenzahlungen, welche die Zinseinnahmen nach wie vor um ein Mehrfaches übersteigen.

Auf einen einfachen Nenner gebracht, lautet unsere Empfehlung für eine langfristig ausgelegte Anlagestrategie deshalb weiterhin: So viel verzinsliche Anlagen wie aufgrund einer gründlichen Prüfung der persönlichen Situation nötig, so viel sorgfältig ausgewählte Beteiligungen an robusten, gut geführten Unternehmen mit transparenten Geschäftsmodellen wie möglich.

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Die folgenden drei Anlagemöglichkeiten verfügen über ein konvexes Profil und erfüllen unsere Kriterien für ein breit diversifiziertes Portfolio.

● Galenica

Die 1927 als Apothekengrossistin gegründete Galenica hat über die vergangenen Jahre ein zweites Standbein im Pharmabereich aufgebaut. Zwecks künftiger Fokussierung spaltet sich das Unternehmen nun in die beiden Bereiche Pharma (Vifor Pharma) und Logistik (Galenica Santé). Die heutige Galenica-Aktie wird demnächst in Vifor Pharma umfirmiert und die Galenica Santé mittels Publikumsöffnung verkauft. Der Erlös wird für die Weiterentwicklung sowie Schuldenreduktion bei Vifor eingesetzt.

Vifor erforscht, entwickelt und vermarktet Pharmaprodukte und ist Marktführer für Medikamente gegen Eisenmangel. Das Unternehmen fokussiert sich auf die drei Geschäftsfelder Therapien gegen Eisenmangel, Vermarktung von Spezialitätenpharmazeutika im Bereich von Nierenleiden (Partnerschaft mit Fresenius, dem Weltmarktführer für Dialyseprodukte) sowie Entwicklung und Vertrieb diverser Medikamente gegen Infektionskrankheiten. Aktuelle Hauptumsatzträger sind ein selber entwickeltes Produkt gegen Eisenmangel sowie der Vertrieb eines Anämiemedikamentes von Roche in den USA. 2016 wurde die US-amerikanische Biopharmaunternehmung Relypsa gekauft, die ein Mittel gegen zu hohe Kaliumwerte im Blut entwickelt hat, dessen Markteinführung von Vifor übernommen wird.

Galenica Santé fokussiert sich auf den Medikamentengrosshandel sowie den Apothekenbetrieb in der Schweiz und auf den Vertrieb eigener verschreibungsfreier Medikamente (Antibrumm, Perskindol etc.). Wir erachten die Aufspaltung des Unternehmens in die beiden Kernbereiche als sinnvoll. Aktionäre können gezielt entweder

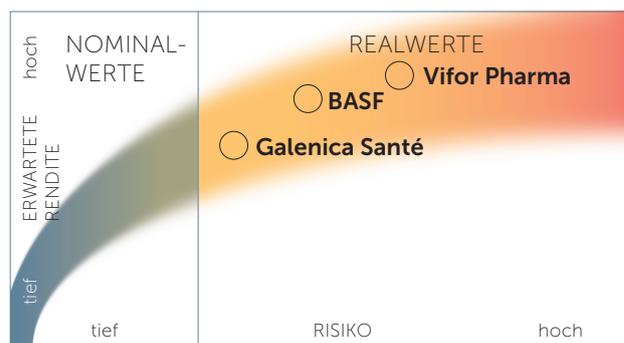
in das risikofreudige Pharmaunternehmen mit interessantem Gewinnpotential oder in die relativ risikoarme Logistikfirma mit stabilen Geldflüssen und einer daraus resultierenden attraktiven Gewinnausschüttung investieren.

● BASF

Die deutsche BASF gehört mit einem jährlichen Umsatz von mehr als 50 Mrd. Euro zu den grössten Chemiekonzernen der Welt. Die Tätigkeit wird in die fünf Segmente Chemikalien, Performanceprodukte (z.B. Vitamine oder Inhaltsstoffe für Pharmazeutika), Funktionsmaterialien und -lösungen, Öl und Gas sowie Lösungen für die Agrarindustrie eingeteilt. Die strategisch elementare Vielfalt des Chemiekonzerns spiegelt sich im breiten Produktangebot, wodurch weltweit eine grosse Zahl an Kunden bedient werden kann.

In einer Branche, in der Grösse zählt und weitere Umwälzungen stattfinden, hat BASF auf der Akquisitionsseite nach wie vor Schlagkraft und kann das bestehende Produktportfolio neben der eigenen Forschungs- und Entwicklungspipeline auch mit geschickten Zukäufen optimieren. Trotz des Kursanstiegs der letzten Monate sehen wir weiteres Potential.

Einordnung in unser Anlageuniversum



Die Zähringer Anlagemethode teilt die Anlagen in vier Risikoklassen ein. Zu den Nominalwerten gehören die Risikoklasse 1 (Liquidität) und die Risikoklasse 2 (tiefes Risiko), die vor allem verzinsliche Anlagen beinhaltet. Realwerte sind den Risikoklassen 3 (mittleres Risiko) und 4 (hohes Risiko) zugeordnet.

Herausgeber: Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, Fax 031 307 50 01, info@zaehringer-privatbank.ch, www.zaehringer-privatbank.ch. Wir freuen uns über Rückmeldungen zu unserer vierteljährlich erscheinenden Publikation. Vorliegender Inhalt dient lediglich Informationszwecken. Die Publikation enthält weder Rechts- noch Anlageberatung oder Anlageempfehlungen und stellt auch kein Angebot beziehungsweise keine Aufforderung zur Tätigung einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie Ihren Kundenberater für weitere Informationen.