

# Müssen Anleger in die Ferne schweifen?

Die Fokussierung auf den Heimmarkt gilt bei Schweizer Investoren als Fehler – doch Studien widerlegen dies

WERNER GRUNDLEHNER

Ist der Schweizer Anleger zu patriotisch? – Ja, das ist er. Dies geschieht aus dem Bauch heraus und ist bei Investoren in anderen Ländern auch zu beobachten. Diese Fixierung auf den heimischen Aktienmarkt nennt man Home-Bias. In der Lehre (Behavioral Finance) wird das als einer der häufigsten Anlagefehler angeführt. Würden Investoren exakt entsprechend den traditionellen finanztheoretischen Grundlagen wie dem Capital-Asset-Pricing-Model investieren, so wären alle riskanten (gehandelten und nicht gehandelten) Anlagen genau im Verhältnis zu ihrem Marktwert in der Anlagestrategie enthalten. Aber das ist eben Theorie.

Dass man Aktien von Firmen wählt, die man kennt, kann man an sich selbst testen. Fasst man ein Engagement in ein Private-Equity-Haus ins Auge, wählt der Schweizer Partners Group oder die schwedische EQT? Will man sich an einem Bankinstitut beteiligen, investiert man in Aktien von Vontobel oder jene der italienischen FincoBank? Intuitiv bevorzugt man die Schweizer Gesellschaft, schon bevor man einen Blick auf Geschäfts- und Kennzahlen sowie Strategie und Management geworfen hat. Doch für Schweizer ist dieser Home-Bias nicht zwingend ein Fehler. So publizierte Raiffeisen Schweiz Anfang 2021 eine Studie mit dem Titel «Die Schweiz ist Trumpf». Schweizer Anleger würden keine internationale Diversifikation brauchen, heisst es zur Einleitung. Global gestreute Portfolios brächten kaum einen Mehrwert, obgleich breite Diversifikation als A und O des erfolgreichen Investierens gepredigt werde.

Um die These zu stützen, berechnete Raiffeisen Schweiz je ein Portfolio hälftig aus Aktien und Anleihen – einmal mit Schweizer Werten, einmal mit globalen Titeln, beide in Franken. Seit Jahresbeginn 2008 kletterte das heimische Depot um 64% und damit 6 Prozentpunkte mehr als das «Welt-Portfolio». Der Schweizer Aktienmarkt punktet besonders in volatilen Marktphasen, etwa in den ersten zwei Märzwochen des Corona-Jahres 2020. Während der Weltindex 34% verlor, büsste der SPI lediglich 25% ein. Zum Höhepunkt der Finanzkrise im zweiten Semester 2008 verzeichnete der Schweizer Markt ein Minus von 43%, der Weltmarkt gab 55% und die Schwellenländer gar 63% nach.

## Wie beim Einkaufen

Diversifikation soll laut dem Raiffeisen-Strategen Jeffrey Hoegger das Risiko-Rendite-Profil verbessern und nicht zusätzliche Risiken ins Portfolio bringen. «Man kann das mit einem Einkauf vergleichen: Alles, was ich in der Schweiz kaufen kann, kaufe ich hier. Nestlé, Roche, ABB, Swiss Re, Zurich, Richemont und viele andere Weltmarktführer.» Was bei uns nicht erhältlich sei, kaufe man im Ausland. Technologie zum Beispiel oder wenn man sich direkt in einer Region positionieren wolle wie etwa in Schwellenländern. «Wir haben einen klaren Home-Bias», sagt Hoegger. Natürlich werde die Portfolio-Zusammensetzung je nach Kundenbedürfnis gewählt. In einem globalen Franken-Portfolio setzt Raiffeisen rund die Hälfte der Aktienquote mit Schweizer Aktien um. Beliebt seien aber auch reine Schweizer Portfolios.

«Für Schweizer Anleger hat sich ein starkes Engagement im heimischen Markt seit je bewährt», sagt Christian Gattiker, Chefstrategie der Bank Julius Bär. Dies hänge aber mit Besonderheiten des Schweizer Marktes zusammen. Mit Nestlé, Roche und Novartis, den grossen drei im Schweizer Markt, ist man fast zu 99% ausserhalb des Schweizerfrankens investiert. Beim durchschnittlichen kotierten Unternehmen zu 95%. Von allen kotierten Unternehmen sind es im Durchschnitt noch fast 80%. Das heisst laut Gattiker, dass es viele kleinere Unternehmen gibt, die noch einen von fünf Franken daheim verdienen, aber die Grossen wiegen das mehr als auf. Die Umrechnung der Gewinne in Schweizerfranken lässt es als heimische Anlage erscheinen. Dieser entscheidende Faktor im Anlage-



Vom Roche-Turm geht der Blick weit hinaus. Für Schweizer Anleger zahlt es sich aber oft aus, «zu Hause» zu bleiben.

SIMON TANNER / NZZ

entscheid – der Franken – wird oft vergessen. Schweizer Investoren rechnen in der Heimwährung ab, meistens werden auch Kauf- und Verkaufsaufträge in Franken ausgeführt (ausser der Anleger besitzt ein Fremdwährungskonto). Seit dem Jahrtausendwechsel hat der Dollar gegenüber dem Franken 40% eingebüsst, das Pfund 50% und der Euro über 30%. Wer seit zwanzig Jahren in GlaxoSmithKline investiert ist, muss mit der Performance jene von Roche allein um 50% übertreffen, um im Wettbewerb mit dem Schweizer Wert auf gleichem Niveau zu «beginnen».

## Währungsrisiko bei der Firma

Doch macht es einen Unterschied, ob das Währungsrisiko beim Schweizer Unternehmen oder beim Schweizer Anleger liegt? Die Schweizer Unternehmen rechnen oft grosse Teile ihrer Fixkosten in Franken ab, die Einnahmen werden jedoch in Fremdwährungen erzielt. Deshalb leidet jeweils die Exportindustrie unter dem starken Franken. Ein Anleger hätte zudem die gleichen Mittel wie eine Firma zur Hand und kann die Engagements in ausländischer Valuta gegen Schwankungen absichern. Man könnte anführen, dass dies eine Gesellschaft in der Regel systematischer und effizienter macht.

Weil die heimischen Unternehmen den Schweizer Anlegern bekannt sind, ist gemäss Nick Jenni, Anlagestrategie bei Swispartners, das Vertrauen in die Gesellschaft grösser. «Wir beobachten, dass Kunden weniger sensibel auf Kurskorrekturen reagieren.» Gerade in turbulenten Marktphasen schütze vor voreiligen Verkaufsaufträgen. «Eine Nestlé wird schon nicht Konkurs gehen», heisse es jeweils.

Die starke Abhängigkeit vom Ausland ist der Erfolgsschlüssel des Schweizer Modells. «Eben weil die Schweiz so stark vom Ausland abhängt und weil der Schweizerfranken die härteste Papierwährung der letzten fünfzig Jahre war, mussten sich die Unternehmen immer wieder anpassen», sagt Gattiker. Darum hätten sie gelernt, diesen Gegenwind laufend zu kompensieren. Durch hohe Ausgaben in Forschung und Entwicklung, den Fokus auf Preissetzungsmacht und laufende Anpassung der Wertschöpfungskette hätten die kotierten Schweizer Unternehmen langfristig Wert für die Anleger geschaffen und das Wechselkursrisiko beschränkt. Somit sei die Antwort auf die Frage nach der Höhe des Anteils an Schweizer Aktien: «So viel wie möglich, sofern die üblichen Regeln wie Anlagehorizont und Risikotoleranz eingehalten sind.»

Doch zur vermeintlich gleichen oder besseren Rendite mit einem Home-Bias und einer globalen Abdeckung allein durch multinationale Schweizer Konzerne gibt es schlagende Gegenargumente. Misst man mit dem Renditepotenzial überhaupt die richtige Grösse? Der Zweck der Diversifikation ist es nicht, die Performance zu erhöhen, sondern ein geringeres Risiko bei gleichem Renditepotenzial zu erzielen. Eine internationale Diversifikation bietet keinen Renditevorteil – sondern eine deutliche Risikoreduktion aufgrund des zusätzlichen Diversifikationspotenzials. «Wir versuchen Emotionen in unserem Anlageprozess und bei Anlageentscheidungen auszublenden», sagt Peter Zeier vom Vermögensverwalter Quantex. Der Home-Bias sei eine dieser Emotionen, von denen er glaube, dass sie auf lange Sicht Rendite kosteten. «Rein

objektiv ergibt es keinen Sinn, sein Anlageuniversum nur auf ein Land zu beschränken», fügt Zeier an. Je grösser die Auswahl an potenziell kaufbaren Titeln sei, desto mehr Möglichkeiten habe der Anleger, ein Portfolio zusammenzustellen, und desto höher sei in der Theorie seine Renditeerwartung.

## Übergewicht und Klumpenrisiko

Tatsächlich ist die Schweiz die Heimat vieler Konzerne, die weltweit tätig sind und nur einen Bruchteil der Einnahmen hier erzielen – und so quasi die Konjunktur weltweit spiegeln. Doch kauft ein Investor einen Indexfonds auf den SPI, legt er sich ein deutliches Übergewicht von Pharma, Lebensmitteln – insbesondere Schokolade –, Finanzdienstleistern und Uhren ins Depot. Viele Branchen sucht man jedoch an der Schweizer Börse vergeblich. Das wären einmal alle Variationen der Technologie von Social Media über Artificial Intelligence bis Fintech. Auch in Branchen wie Luftfahrt, Automobilbau, E-Mobilität hat die Schweiz wenig zu bieten.

«Trotz der globalen Ausrichtung fehlt uns bei einem Schweizer Portfolio die sektorielle Diversifikation», sagt Jenni. Insbesondere die Schweizer Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis führten dazu, dass viele Portfolios einen zu starken Fokus im Gesundheits- und Basiskonsumgütersektor hätten. Hier laufe der Anleger Gefahr, Klumpenrisiken im Depot zu haben. «Oft halten die Investoren neben den Schweizer Schwergewichten zusätzlich kotierte Indexfonds auf den SMI, was die Problematik weiter verstärkt, zumal die grossen drei mit rund 50% in diesem ETF vertreten sind», fügt der Swispartners-Strategie an. Würde man nur in Aktien mit Geschäft auf Schweizer Boden investieren, hätte man laut Gattiker quasi ein Portfolio von Anleihen ähnlicher Anlagen aus den Sektoren Detailhandel, Kantonalbanken, Telekom und Immobilien. «Grundsolide Unternehmen, aber eben mit wenig Wachstum», sagt der Julius-Bär-Strategie.

Die wichtigere Frage als jene nach der Herkunft der Aktien ist für Zeier diese: «Wie viel Aktienrisiko verträgt der Durchschnittskunde?» Denn vor allem wenn der Markt wieder einmal ein bis zwei schwächere Jahre einziehe, werde sich zeigen, dass viele Investoren einen zu hohen Aktienanteil im Depot aufwiesen. Die weltweite Diversifikation ergibt aus Zeiers Sicht Sinn für jeden Investor. Auf die Frage, was man verpasse, wenn man nur in der Schweiz anlege, antwortet Gattiker: «Neue Industriezweige wie in den Bereichen Technologie und Kommunikation auf der einen und den Rohstoffkomplex auf der anderen Seite.»

# Crealogix nach Tief im Aufwind

GIORGIO V. MÜLLER

In der Softwarebranche geht der Trend seit Jahren in Richtung eines Mietmodells. Statt Softwarelizenzen je Benutzer zu kaufen, werden sie gemietet. Das als Software-as-a-Service (SaaS) bezeichnete Geschäftsmodell hat den Vorteil, dass nur noch die jeweils benötigten Ressourcen bezahlt werden und sich die IT stets auf dem neusten Stand befindet. Aus regelmässig anfallenden, grösseren IT-Ausgaben werden laufende Kosten. Das freut die Geschäftsleitung, die internen Informatiker sind zurückhaltender, weil sie Verantwortung und Einfluss verlieren.

Auch die Zürcher Softwarefirma Crealogix favorisiert SaaS. Lizenzen werden nur noch verkauft, wenn es der Kunde ausdrücklich wünscht. Im Mitte Juni abgeschlossenen Fiskaljahr 2020/21 wurden erstmals mehr als die Hälfte der Einnahmen in Form wiederkehrender Umsätze verbucht. Der Anteil des SaaS-Geschäfts stieg auf 27% (i. V. 16).

Die sich über mehrere Jahre hinziehende Umstellung geht zulasten des kurzfristigen Umsatzes. Hingegen kann Crealogix immer genauer abschätzen, wie hoch die künftigen Einnahmen sind. Gemessen an der bereinigten Ebitda-Marge, welche die laut Rechnungslegung erforderlichen Abschreibungen des Goodwills ausklammert, scheint die Firma das Tal der Tränen durchlaufen zu haben. Die Marge belief sich in der Berichtsperiode auf 3% (2,3). Die laufende Periode wird indes noch ein Übergangsjahr sein, weshalb nicht nur für 2020/21, sondern wohl auch 2021/22 die Dividende ausfällt.

Ab 2022/23 stellt das Crealogix-Management eine branchenübliche zweistellige Ebitda-Marge in Aussicht. Sollte bis dann auch wieder ein freier Cashflow erwirtschaftet werden, wird auch eine Ausschüttung ein Thema. Vorerst braucht es aber von den Aktionären weiterhin vor allem viel Geduld.

# Ernüchterung im Stahlsektor

DOMINIK FELDGES

Der europäischen Stahlindustrie geht es so gut wie seit langem nicht mehr. Dank der kräftigen Wirtschaftserholung in fast allen Teilen Europas sind die Auftragsbücher voll. Der Bestand reiche fast bis Ende des vierten Quartals, konstatieren die Analytiker der Grossbank Credit Suisse. Dies will in einer Branche, deren Kunden Bestellungen grösstenteils kurzfristig aufgeben, etwas heissen.

Die europäischen Stahlhersteller scheinen zudem nicht mehr im selben Ausmass durch chinesische Konkurrenten herausgefordert zu werden. Billiger Stahl aus China finde seltener den Weg nach Europa, ist aus der Branche zu vernehmen. Welcher Anbieter hätte sich dies noch vor kurzem auszumalen gewagt? Jahrelang dominierte die Klage, wonach Europa mit chinesischem Importstahl überschwemmt wird. Doch nun scheinen die in Rekordhöhen gestiegenen Frachtraten für den Schiffsverkehr den Exporteuren aus dem Reich der Mitte das Leben deutlich schwerer zu machen.

Vor diesem Hintergrund erstaunt, dass die Aktien führender europäischer Anbieter wie ArcelorMittal, Salzgitter und Voestalpine bei Anlegern nicht stärker gefragt sind. Zwar haben sich ihre Kurse vom letztjährigen Einbruch erholt, doch weist der Trend seit mehreren Wochen nach unten. Zur Vorsicht mahnt, dass die Absatzpreise für Stahl mittlerweile auf hohem Niveau stagnieren. Vermutlich gibt es in der EU und in angrenzenden Märkten noch immer Überkapazitäten.

Bereits seit Ende Mai in einer Seitwärtsbewegung befindet sich der Aktienkurs des Anbieters Swiss Steel. Am Dienstag konnte auch die Ankündigung der Luzerner Firma, dass der Verwaltungsrat mit drei neuen Leuten verstärkt werde, den Valoren keine Impulse verleihen. Die Notierung gab im Gegenteil um 1,61% nach.

## SPI so gut wie die ganze Welt

SPI, MSCI-World-Index und DAX im Vergleich, angeglichen, 100 = 15. 9. 2016



## In Franken verfliegt der Zauber

Nasdaq-Composite-Index, in \$ und Fr., indexiert: 100 = 15. 9. 2000

