



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE, ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Verlässlichkeit im Einfachen

Brexit. Ein politisches Risiko wird Realität und sorgt zumindest kurzfristig für ein Beben an den Finanzmärkten und einen Anstieg der Komplexität. Das Goodbye der Briten wirft zahlreiche Fragen auf, die sich heute noch nicht beantworten lassen. Wie und wann wird der Austritt in der politischen Praxis konkret vollzogen? Wie wirken die gestärkten Zentrifugalkräfte auf die EU und den Euro? Was heisst der Austritt Grossbritanniens mittelfristig für das mächtige Deutschland oder die in Europa eingebettete Schweiz?

Bei Unsicherheiten ist die Suche nach dem Einfachen und Verlässlichen ein guter Wegweiser. Dies gilt sowohl in der Wahl des Geschäftsmodells eines Unternehmens als auch in der praktischen Umsetzung einer Anlagestrategie in der Vermögensverwaltung.

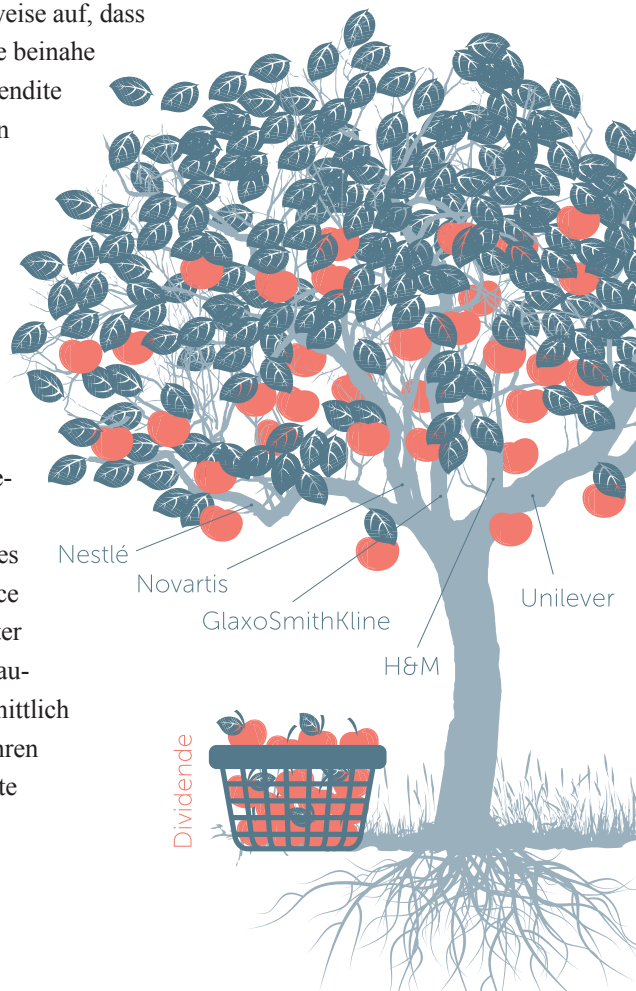
Unabhängig von den weiteren politischen Entwicklungen versprechen gesunde und anpassungsfähige Unternehmen grösstmögliche Robustheit. Diese Tatsache wurde schon in wesentlich konfliktbeladeneren Zeiten eindrücklich unter Beweis gestellt.

Mittelfristig kann eine schmerzhaft Trennung auch neue Perspektiven eröffnen. In der Zwischenzeit empfehlen wir die verlässlichen und wiederkehrenden Früchte aus der Realwirtschaft zu ernten.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

RENAISSANCE DER DIVIDENDEN

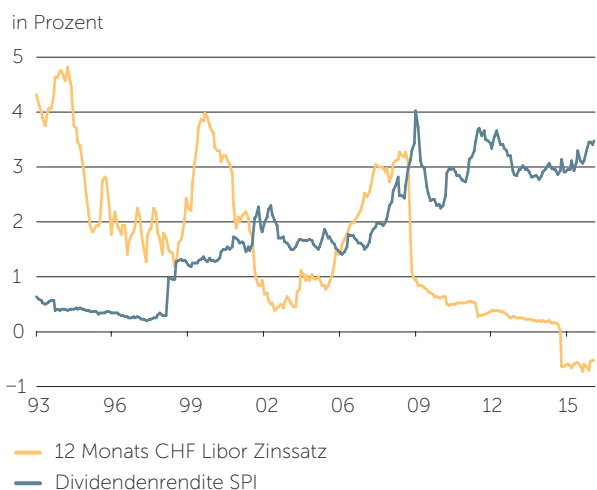
Zwei Elemente bestimmen die Rendite einer Anlage. Die Differenz zwischen Kaufpreis und Marktwert einerseits und die während der Haltedauer vereinnahmten Erträge andererseits. Bei Obligationen sind dies Couponzahlungen und bei Aktien Dividendenausschüttungen. Die starke Fokussierung auf Kursgewinne drängte die Bedeutung der Dividenden bei der Investition in Beteiligungspapiere in den letzten 30 Jahren in den Hintergrund. Das hatte verschiedene Ursachen. Kursgewinne sind für Anleger aus steuerlicher Sicht vielerorts interessanter. Ausserdem haftete Dividenden in der Wachstumseuphorie der späten 90er-Jahre, die aus den Sektoren Technologie und Telekom in den Gesamtmarkt überschwappte, etwas Langweiliges an; mangelnde Wachstumsperspektiven. Früher spielten Dividendenerträge beim langfristigen Vermögensaufbau hingegen eine dominante Rolle. Eine Studie¹ zum US-amerikanischen Aktienmarkt mit besonders langem Horizont zeigt beispielsweise auf, dass über die letzten 200 Jahre beinahe zwei Drittel der Gesamtrendite aus Dividendenzahlungen stammt. Einiges spricht dafür, dass die Vernachlässigung der Dividenden eine vorübergehende Phase war, die sich langsam zu Ende neigt. Auch Schweizer Unternehmen legen wieder vermehrt Wert auf ansprechende Ausschüttungen. Die Dividendenrendite des breiten Swiss Performance Index (SPI) stieg von unter 0.5 Prozent vor der Jahrtausendwende auf durchschnittlich rund 2 Prozent in den Jahren vor der Finanzkrise. Heute beträgt sie stattliche 3.6 Prozent.



Anlagenotstand?

Der Kontrast zu den im Tiefzinsumfeld immer bescheidener ausfallenden Coupons könnte grösser kaum sein. Anfang Juni emittierte die Eidgenossenschaft, die schon seit geraumer Zeit für das Aufnehmen von Geld entschädigt wird, eine Anleihe mit einem Coupon von 0 Prozent. Die Nullzinsanleihe verfügt über eine Laufzeit von 13 Jahren und wurde zum Preis von 103 Prozent emittiert. Dies entspricht einer nominellen Rendite auf Verfall von -0.23 Prozent pro Jahr.

Sinkende Zinsen, steigende Dividenden



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Viel wird derzeit über den «Anlagenotstand» geschrieben. Wir erlauben uns die Feststellung, dass sich dieser zumindest für Privatanleger relativiert, solange die Teuerung deutlich im negativen Bereich verharrt. Unter dem Strich resultiert aktuell meist immer noch ein bescheidener Zuwachs an realer Kaufkraft. Bei genauer Betrachtung und Vermeidung der sogenannten Geldwertillusion liegt der Realwertzuwachs nach Steuern derzeit sogar auf einem vergleichbaren Niveau wie zu Beginn der Neunzigerjahre. Obwohl der Nominalzins damals um die 5 Prozent lag, blieb nach Inflation und Steuern nicht wesentlich mehr übrig als heute.

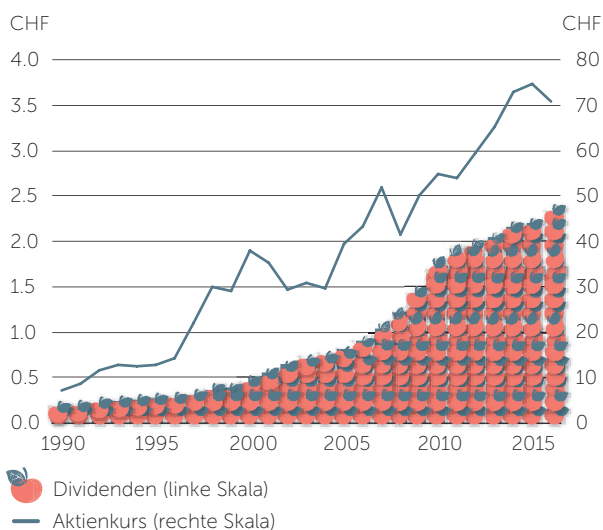
Grundlegend anders präsentiert sich die Ausgangslage für institutionelle Anleger wie zum Beispiel Pensionskassen. Sie sind auf eine deutlich positive Nominalrendite angewiesen, um ihren Deckungsgrad stabil zu halten. Im Vorsorgebereich lässt sich der Anlagenotstand weder relativieren noch wegdiskutieren. Mit jedem Monat, in dem diese Konstellation bestehen bleibt, verschärft sich die Situation.

Relative Attraktivität

Mit der gegenläufigen Entwicklung von Zinsniveau und Dividendenrendite nimmt die relative Attraktivität von Aktienanlagen zu. Stabile und qualitativ hochstehende Blue Chips wie beispielsweise Nestlé bieten mittel- bis langfristig nicht nur einen wachsenden Einkommensstrom in der Form von Dividendenzahlungen, sondern auch die Chance, über Kursgewinne an der realen Wertschöpfung des Unternehmens zu partizipieren.

Die untenstehende Grafik zeigt die Dividendenzahlungen und die Kursentwicklung von Nestlé seit 1990. Die Dividendenzahlungen sind über diesen Zeitraum von 20 Rappen pro Jahr auf CHF 2.25 im April 2016 angestiegen. Für 2017 wird eine Dividende von CHF 2.30 erwartet. Bezogen auf den aktuellen Kurs von rund 72 Franken resultiert damit eine erwartete Dividendenrendite von rund 3.10 Prozent.

Nestlé: Stetiges Dividendenwachstum



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Weil Dividenden im Gegensatz zu Coupons nicht garantiert und die Kurse von Aktien stärkeren Schwankungen unterworfen sind, stehen den deutlich attraktiveren Chancen auch höhere Risiken gegenüber. Bestehende Obligationenengagements lassen sich deshalb nicht beliebig durch dividendenstarke Blue Chips substituieren. Ist jedoch ein genügend langer Anlagehorizont und die nötige Gelassenheit gegenüber höheren Kursschwankungen gegeben, stellen Dividenden eine interessante Alternative zum schwindenden Couponeinkommen dar.

Vorzüge von Dividenden

Bei der Selektion von Beteiligungspapieren ist für uns die Höhe und die Entwicklung der Dividende aus folgenden Überlegungen ein Kriterium:

- Bei der Darstellung des Geschäftsverlaufs in der Erfolgsrechnung besteht in der Praxis trotz aller Regeln und Normen Spielraum für Kreativität. Dies gilt insbesondere bei häufigen Übernahmen und der Behandlung von aussergewöhnlichen Ereignissen. Dadurch lassen sich Gewinne beschönigen. Cashflows sind im Gegensatz dazu kaum manipulierbar. Die wiederkehrende Auszahlung von Dividenden ist nur bei Generierung entsprechender Mittelflüsse möglich. Ein regelmässiger und über die Zeit wachsender Dividendenstrom ist deshalb ein Signal für solide Gewinnqualität.
- Die Führung von börsenkotierten Publikumsgesellschaften obliegt beauftragten Managern, die von den Eigentümern eingesetzt werden. Die Interessen beider Parteien sind nicht automatisch gleichgerichtet und die Geschäftsführung verfügt gegenüber den Aktionären über einen Informationsvorsprung (Prinzipal-Agent-Situation). Die regelmässige Aushändigung eines Teils der erwirtschafteten Mittel an die Eigentümer entfaltet für die Geschäftsführung disziplinierende Wirkung. Der Handlungsspielraum für Aktivitäten, die nicht im Interesse der Eigentümer sind, wird eingeschränkt.
- Die Gewinnentwicklung der Unternehmen ist im Konjunkturzyklus grösseren Schwankungen unterworfen. Das Beispiel von Nestlé zeigt, dass die Dividendenpolitik im Vergleich dazu oft deutlich verlässlicher ist. Die Stabilität der Ausschüttungen gesunder Unternehmen dürfte in Zukunft weiter zunehmen, da ihre Abhängigkeit vom Bankensystem auch in Europa stark rückläufig ist. Bei temporären Engpässen steht ihnen das Fenster zum Kapitalmarkt weit offen. Natürlich hinterlässt eine Verschlechterung des Geschäftsverlaufs Spuren im Aktienkurs. Solange die Ausschüttungen konstant bleiben und der nötige Zeithorizont gegeben ist, stellt ein temporärer Kursrückgang kein grundlegendes Problem dar. Ausserdem zeigen sich nachhaltige Dividendenzahler in breiten Marktkorrekturen oft deutlich robuster als der Gesamtmarkt. Ein Phänomen, das auch im ersten Halbjahr 2016 zu beobachten war.
- Bei einem Kurstaucher und konstanter oder gar steigender Dividende nimmt die Ausschüttungsrendite zu. Wird

dieses Einkommen nicht konsumiert, kann es in dieselbe oder andere Beteiligungen reinvestiert werden. Wird dies sowohl in guten als auch schlechten Börsenphasen konsequent gemacht, resultiert beim langfristigen Vermögensaufbau über die Zeit eine Glättung des Einstandspreises. Dieses Vorgehen verspricht im Vergleich zu den vom Management bestimmten und oft zyklischen Aktienrückkaufsprogrammen unter dem Strich mehr Wertsteigerungspotential.

Sorgfältige Analyse entscheidend

Trotz dieser Vorzüge birgt eine einseitige Fokussierung auf die Höhe der Dividendenrendite auch Gefahren. Die Ausschüttungen sind nicht garantiert. Können diese bei einer Verschlechterung der Ertragskraft nicht mehr aus dem operativen Geschäft finanziert werden, droht eine Aushöhlung der Substanz. Bei Kürzungen oder gar der Einstellung von Ausschüttungen versiegt nicht nur der erwartete Einkommensstrom, es ist gleichzeitig auch ein stark negatives Signal, das den Kurs einer Aktie belasten kann. Eine tiefere Analyse zu Entwicklung und Nachhaltigkeit der Ausschüttungen ist deshalb unabdingbar. Ein nachvollziehbares Geschäftsmodell und eine solide Bilanz erleichtern diese Aufgabe.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die Steuersituation. Für Privatpersonen sind Dividenden in der Schweiz grundsätzlich als Einkommen zu versteuern. In den letzten Jahren beanspruchten viele Unternehmen hierzulande die Möglichkeit der steuerfreien Nennwertrückzahlung. Dieses Potential ist inzwischen mehrheitlich ausgeschöpft. Im Bereich der individualisierten Vorsorge fällt die steuerliche Behandlung der Dividenden im Vergleich zum Privatvermögen vorteilhaft aus. Empfehlenswert ist die ganzheitliche Betrachtung und gegenseitige Abstimmung dieser beiden Vermögensteile.

Wir sind davon überzeugt, dass dem Renditebestandteil «Dividenden» eine wichtige Bedeutung zukommen wird. Über klassisches Dividendensparen lässt sich die Kraft des Zinseszinses auch im aktuellen Umfeld aufrechterhalten. Wie immer gilt jedoch der Grundsatz der Diversifikation. Trotz zunehmender Ertragslosigkeit haben auch verzinsliche Anlagen oder Beteiligungen an Wachstumstiteln ohne Ausschüttungen ihre Rolle in der Gesamtallokation.

¹ Dividends and the Three Dwarfs, Robert D. Arnott, Financial Analyst Journal

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Gerne stellen wir Ihnen an dieser Stelle zwei Unternehmen vor. Beide erfüllen unsere Auswahlkriterien für ein breit diversifiziertes Portfolio, obwohl punkto Dividendenausschüttungen grosse Unterschiede bestehen.

● Hennes & Mauritz

Hennes & Mauritz, kurz H&M, ist ein führendes Textilhandelsunternehmen für Kleider, Schuhe, Kosmetika und Wohnaccessoires. Das schwedische Unternehmen ist mit rund 4'000 Läden in 60 Ländern aktiv und erwirtschaftet über 90 Prozent des Umsatzes ausserhalb Schwedens. Zu den wichtigsten Märkten gehören Deutschland, Nordamerika, England und China. Der seit Jahren konstante Ausbau an Verkaufsflächen, hauptsächlich in den USA und China, von jährlich rund 10 bis 15 Prozent ist der wichtigste Treiber des Umsatzwachstums. Die H&M-Aktie verzeichnete in den letzten Monaten unter anderem aufgrund der schwachen Wirtschaftslage in Europa, ungünstiger Währungseffekte sowie allgemeiner Skepsis gegenüber den Detailhändlern infolge rückläufiger Margen Kursrückgänge. Unserer Meinung nach ist H&M mit einem laufend wechselnden Angebot an modisch aktueller Kleidung zu tiefen Preisen (fast fashion) weltweit sehr gut aufgestellt und kann im immer globaler werdenden Modemarkt Skaleneffekte nutzen. Weiter konnte insbesondere mit der Ladenkette COS neben den bekannten günstigen Linien auch eine etwas teurere Marke etabliert werden, die neue Kundschaft anziehen kann. Für ein Engagement spricht, dass ein Grossteil des Margenrückgangs bereits im Aktienkurs enthalten ist. Mittlerweile ist die Aktie im historischen Vergleich attraktiv bewertet und fällt durch eine stabile Dividendenrendite von 4 Prozent auf.

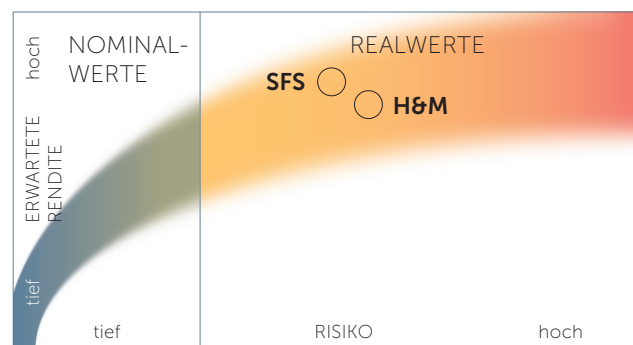
● SFS Group

SFS ist ein weltweit führendes Unternehmen für Befestigungssysteme und Präzisionskomponenten. Haupt-

absatzmärkte sind sowohl die Automobil- und Elektronikindustrie als auch die Bau- und Luftfahrtindustrie. Präzisionskomponenten von SFS wie Schrauben oder Scharniere kommen beispielsweise für Smartphones zum Einsatz oder werden in der Medtech-Branche als Rohlinge für Knochenschrauben verwendet. Die Basistechnologie des Unternehmens ist die Kaltmassivumformung von Metallen.

Damit das nachhaltige Unternehmenswachstum weiter vorangetrieben und gezielte Firmenzukäufe getätigt werden können, haben sich die Gründerfamilien 2014 zur Publikumsöffnung an der Schweizer Börse entschieden, bleiben aber nach wie vor zu über 55 Prozent im Besitz des Unternehmens. In Anbetracht der Wachstumspläne spielen Dividendenausschüttungen noch eine untergeordnete Rolle. Seit dem Börsengang hat SFS zweimal eine Nennwertrückzahlung in der Höhe von je CHF 1.50 entrichtet, was einer Rendite von rund 2 Prozent entspricht. Uns gefällt das Geschäftsmodell, das zu einem grossen Teil auf der Herstellung verschiedenster Arten von Schrauben basiert und die gesamte Wertschöpfungskette von der Entwicklung über Produktion zu Verkauf und Kundendienst abdeckt. Durch den vielseitigen Einsatz der Befestigungssysteme und Präzisionskomponenten von SFS ist das Unternehmen wenig von der Entwicklung einzelner Branchen abhängig.

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.