

Unternehmen

- 6 Novartis sucht Ideen für Roche-Exit
- 9 Liftbranche im Bann von China
- 12 Frischzellen für Bankiervereinigung
- 15 Paymit und Twint geben sich Ja-Wort

Die Antwort auf das Brexit-Problem

SCHWEIZ Vor dem EU-Referendum der Briten ist mit höheren Kursausschlägen zu rechnen. «Finanz und Wirtschaft» zeigt, worauf die Anleger jetzt setzen sollten.

ANDREAS KÄLIN

Bei zur Abstimmung über den Brexit, den Austritt Grossbritanniens aus der EU, ist mit sehr wechselhaftem Börsenwetter zu rechnen. Das zeigt die Terminstruktur bei den Volatilitätsindizes. So liegt der VStoxx, der die implizite Volatilität am europäischen Aktienmarkt misst, zurzeit bei 20,3. Der VStoxx-Terminkontrakt mit Fälligkeit Mitte Juni notiert allerdings markant höher bei 24,4 (vgl. Kursgrafik rechts). Das bedeutet: Auf das Datum der Brexit-Abstimmung am 23. Juni hin ist mit einer höheren Volatilität, sprich mit grösseren Kursausschlägen am Aktienmarkt, zu rechnen.

Die Regierenden versuchen, die Briten mit betont drastischen Worten vom Brexit abzuschrecken. Die Entscheidung dafür wäre «die Option zur Selbstzerstörung», warnt Andreas Kappler, der für die Zürcher Kantonalbank etwa den Swisssanto Systematic Volatility Fund betreut.

Den Börsen ist Unsicherheit zuwider. Doch die Möglichkeit des Brexit scheint sie derzeit kaum zu kümmern. Diese Woche haben sich die Aktienmärkte, auch der schweizerische, erfreulich entwickelt. «Die Marktteilnehmer beachten die Warnsignale vom Volatilitätsmarkt zu wenig», warnt Andreas Kappler, der für die Zürcher Kantonalbank etwa den Swisssanto Systematic Volatility Fund betreut.

Jetzt Value statt Momentum

Ein Anstieg der impliziten, erwarteten Volatilität hat für die Marktteilnehmer einige Implikationen. Erstens ist es wichtig zu wissen, dass eine höhere Volatilität bzw. höhere Kursausschläge vor allem in fallenden Märkten auftreten.

Zweitens kann die Volatilitätskurve dienliche Hinweise für die Aktienauswahl geben. Das lässt sich mit zwei unterschiedlichen Anlagestrategien aufzeigen: dem Momentum- sowie dem Value-An-



Der britische Regierungschef David Cameron warnt seine Landsleute vor der «Option zur Selbstzerstörung» – dem Ja zum EU-Austritt.

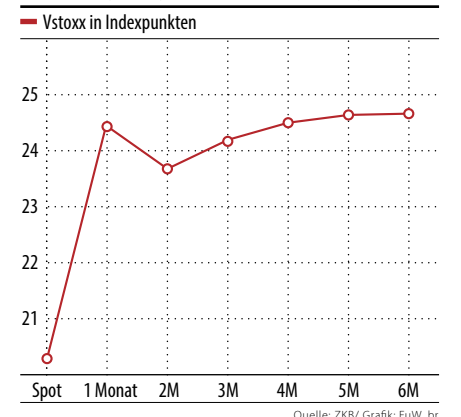
satz (vgl. Glossar). Mit beiden lässt sich, wie die Finanzforschung bestätigt, eine Mehrrendite generieren – wenn sie richtig angewandt werden.

Der Momentum-Ansatz vertraut auf die Schwingkraft von Kursbewegungen und setzt darum auf die Gewinner der jüngeren Vergangenheit – das sind an der Schweizer Börse zurzeit vor allem die Aktien des Milchverarbeiters Emmi, des Medizintechnikunternehmens Ypsomed und des Logistikspezialisten Interroll (vgl. Tabelle 1). In einem Umfeld grosser Unsicherheit, wie sie in einer hohen Volatilität zum Ausdruck kommt, bringt der Momentum-Ansatz erfahrungsgemäss jedoch keine guten Resultate.

In solchen Zeiten sei es besser, den Value-Ansatz zu favorisieren, bestätigt ZKB-Fondsmanager Kappler. Diese Strategie besteht darin, unterbewertete Aktien herauszuspicken. Um den Markt nach dem Kriterium der Unterbewertung zu filtern, nutzen Spezialisten wie Martin Schlatter, Leiter Aktien von Swiss Rock Asset Management, gerne das Verhältnis von Betriebsgewinn (Ebit) zu Unternehmenswert (EV für Enterprise Value). Gemessen daran sind in der Schweiz aktuell die Papiere des Werbevermarkters Goldbach Group, der Beteiligungsgesellschaft Pargesa und des Westschweizer Stromversorgers Romande Energie besonders günstig (vgl. Tabelle 2).

Die beiden Faktoren Momentum und Value ergänzen sich allerdings und können gut miteinander kombiniert werden. In einem Umfeld mit höherer Unsicherheit sei auch eine solche Kombination eine valable Strategie, die eine gewisse Sicherheitsmarge bietet, führt Fondsmanager Kappler aus. Mit diesem Mix empfehlen sich nach der FuW-Untersuchung Anlagen in Pargesa, den Spezialkunststoffhersteller Gurit oder Emmi (vgl. Tabelle 3). Ganz obenaus schwingt hier, wie beim Value-Ansatz, allerdings Goldbach Group. Es ist keine schlechte Wahl: Die kleine Künzacher Gesellschaft, die ihr Geld vor allem mit der Vermarktung von TV-Werbefenstern erwirtschaftet, hatte nach

Brexit-Frage sorgt für Volatilitätsanstieg

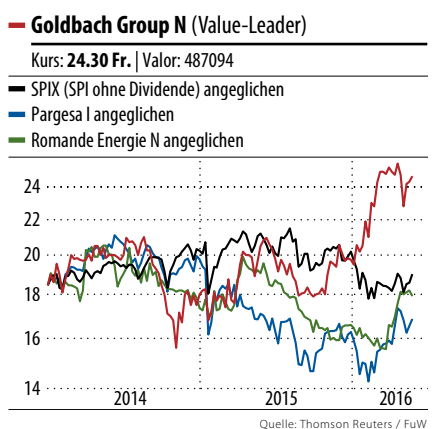
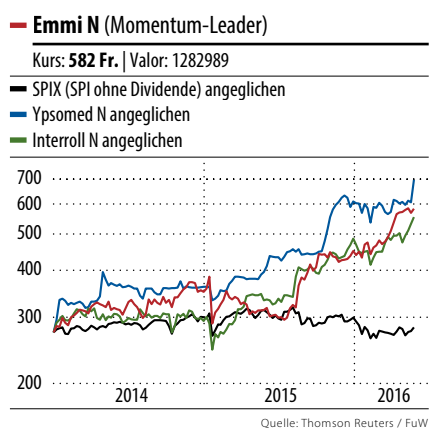


schiefgelaufenen Auslandübernahmen und Expansionsplänen ein paar schwierige Jahre zu durchleben. Doch sie generiert einen soliden Cashflow, hat noch Sparpotenzial, speziell bei den allgemeinen Kosten, und verfügt dank dem Aufbau des TV-Geschäfts in Deutschland über eine Prise Wachstumsfantasie.

Volatilität wird hoch bleiben

Wird die Unsicherheit nach dem 23. Juni, wenn die Briten wie erwartet gegen den EU-Austritt stimmen, zurückgehen? Die Volatilitätskurve (vgl. Kursgrafik oben) zeigt für die Zeit danach nur einen leichten Knick und dann wieder einen Anstieg. Das heisst, die Kursschwankungen dürften, unabhängig vom Ausgang der Abstimmung, relativ gross bleiben.

Auch Vermögensverwalter Schlatter geht von einer weiterhin erhöhten Volatilität aus, nicht zuletzt wegen des nach wie vor geringen Wachstums der Weltwirtschaft. Vor diesem Hintergrund «wird jeder Entscheidung der europäischen und der amerikanischen Notenbank von den Investoren viel umstrittener diskutiert, was heftigere Marktbewegungen auslöst». Um mit den Unsicherheiten besser umgehen zu können, hat Swiss Rock Asset Management in den Portfolios gerade auch die Value-Strategien übergewichtet.



Glossar

Volatilität

Sie ist ein Mass für die Schwankungsbreite eines Wertpapiers oder eines Indexes. Je höher die Volatilität, desto stärker schlägt der Kurs nach unten und nach oben aus. Sie gilt gemeinhin auch als Risikomass: Je höher die Volatilität, desto risikoreicher ist das Halten dieser Anlage. Es wird unterschieden zwischen der historischen und der impliziten Volatilität. Letztere zeigt die erwarteten künftigen Kursausschläge des Basiswerts an.

winn-Verhältnis oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis eingesetzt. Besonders gut als Value-Indikatoren eignen sich nach Meinung von Fondsmanagern das Verhältnis von Betriebsgewinn (Ebit) zu Unternehmenswert (EV für Enterprise Value) sowie von freiem Cashflow zu Unternehmenswert. Ein Value-Investor versucht im Grunde, antizyklisch zu handeln und Aktien dann zu kaufen, wenn sie im Kurs und in der Gunst der Anleger gefallen sind.

Volatilitätsindex

Ein Volatilitätsindex misst die implizite Volatilität eines Börsenindex anhand von Optionspreisen. So zeigt der VSTOXX die kurzfristige, für die nächsten 30 Tage erwartete Schwankungsintensität des Euro Stoxx 50, der die fünfzig grössten kotierten Gesellschaften der Eurozone umfasst. Ein hoher Wert weist auf einen unruhigen, unsicheren Markt hin; generell ist zu beobachten, dass die Volatilität vor allem bei nachgebenden Kursen zunimmt. Deswegen wird ein Volatilitätsindex auch als Mass für die Unsicherheit respektive die Angst der Anleger genommen.

Momentum, Momentum-Strategie

Mit dem Momentum wird der Schwung oder die Kraft einer Kursbewegung bezeichnet. Wer als Investor auf diesen Indikator vertraut, kauft Aktien, die in jüngster Zeit besonders gut gelaufen sind – in Erwartung, dass der Schwung den Kurs noch weiter nach oben treibt. Der Momentum-Effekt ist wissenschaftlich nachgewiesen, er wird von der Finanzforschung gerne mit dem Herdentrieb der Anleger erklärt.

Eine einfache Momentum-Strategie besteht darin, die Aktien zu kaufen, die über die letzten sechs oder zwölf Monate die beste Gesamterrendite (Kursgewinn plus Ausschüttungen) gebracht haben. Ein Verkaufssignal entsteht, wenn sich die Kursdynamik abschwächt, also das Momentum deutlich sinkt – analog zum Pendel, dessen Aufwärtsbewegung erst zu erlahmen beginnt, bevor sie stoppt und dann die Gegenbewegung einsetzt. Der Momentum-Investor handelt als Trendfolger prozyklisch.

Value, Value-Strategie

Die Value-Strategie besteht darin, den wahren inneren Wert von Unternehmen zu bestimmen und dann auf die zu setzen, die an der Börse am stärksten unterbewertet sind. Für die damit verbundene Fundamentalanalyse werden Kennzahlen wie das Kurs-Ge-

Unternehmen	Gesamterrendite in % ¹
Emmi	91,6
Ypsomed	72,6
Interroll	63,9
Temenos	62,5
Bell	62,2
Gurit	59,4
Gategroup	57,7
Straumann	49,0
Partners Group	48,2
VZ Holding	45,9
Bachem	45,6
Galenica	41,0
BVZ Holding	40,8
Edisun Power	38,5
Vaiant	36,3
Kardex	35,8
Sika	33,9
Titlis-Bahnen	33,8
Peach Property	31,2
Banque Cantonale Vaudoise	30,3
Rieter	29,5
Lonza	28,8
IVF Hartmann	27,2
Kudelski	26,6
Goldbach Group	26,6

¹Das Momentum entspricht der Gesamterrendite über die letzten zwölf Monate

Unternehmen	Ebit/EV-Rendite in % ¹
Goldbach Group	30,3
Pargesa	26,1
Romande Energie	14,9
Looser	14,7
BKW	14,2
Gavazzi	13,9
Gurit	13,4
Metall Zug	13,2
Implenia	13,0
Titlis-Bahnen	12,4
Rieter	11,5
Autoneum	11,1
Also	10,9
Bobst	10,9
Orell Füssli	10,7
Conzetta	10,2
Georg Fischer	9,7
Bucher Industries	8,9
Plazza	8,8
JungfrauBahn	8,8
Starrag	8,6
Zug Estates	8,6
MCH Group	8,6
Peach Property	8,4
Calida	8,3

¹Ebit/EV = Betriebsgewinn / laufender Unternehmenswert

Unternehmen	Punktwert ¹
Goldbach Group	80,5
Pargesa	65,9
Gurit	62,5
Emmi	61,3
Titlis-Bahnen	53,1
Bell	53,0
BKW	52,2
Interroll	51,1
Rieter	50,4
Ypsomed	48,5
Implenia	48,5
Metall Zug	48,0
Kardex	46,7
Bobst	46,7
Also	46,4
Romande Energie	46,0
Peach Property	45,8
Orell Füssli	45,7
Temenos	45,6
Looser	45,5
Bachem	45,3
Sika	44,9
Gategroup	44,6
Autoneum	44,1
Kudelski	44,1

¹nach Punktwertbestimmungsverfahren