

# Achtung, stürmisches Wetter voraus!

**SCHWEIZ** Die Lage an den Märkten ist ruhig – zu ruhig. «Finanz und Wirtschaft» zeigt, wie sich Anleger gegen Turbulenzen wappnen können.

ANDREAS KÄLIN

Zuerst sind die Börsenteilnehmer sorglos, trotz politischer Risiken. Dann kippt die Stimmung plötzlich. So lief das schon im vergangenen Frühjahr. Ungeachtet der bevorstehenden Abstimmung der Briten über den Brexit legte etwa das Schweizer Leitbarometer SMI von Anfang April bis Ende Mai fast 8% zu – bis doch noch Angst aufkam und die Kurse in zwei Wochen fast 9% tauchten.

Die Geschichte wird sich vermutlich wiederholen. Zurzeit gibt es wieder gewichtige politische Risiken. Dennoch ist die Stimmung an den Börsen von Sorglosigkeit geprägt. Das belegt etwa der Volatilitätsindex für den Euro Stoxx 50, der die fünfzig grössten Börsengesellschaften der Eurozone umfasst (vgl. Grafik 1). Er notiert auf sehr tiefem Niveau.

Doch vom Volatilitätsmarkt kommen auch Warnsignale, wie schon im letzten Jahr. Wie damals deutet die Terminstruktur bei den Volatilitätsindizes an, dass bald sehr wechselhaftes Börsenwetter heraufziehen wird (vgl. Grafik 2): Der VStoxx, der die implizite, erwartete Volatilität am Aktienmarkt misst, steht aktuell bei 15,3. Doch der entsprechende Terminkontrakt mit Fälligkeit Mitte April notiert bei 24,3.

Nach Andreas Kappler, der für die Swisscanto Invest unter anderen den Systematic Volatility Fund verwaltet, verläuft «die Terminkontraktkurve sehr steil, so steil wie seit fünf Jahren nicht mehr». Den Höhepunkt erreicht sie vor der französischen Präsidentschaftswahl, deren erster Gang am 23. April stattfindet, bevor es am 7. Mai in die Stichwahl geht.

Als Risiko gilt dabei, dass die rechts stehende Marine Le Pen zur Präsidentin Frankreichs gewählt wird. Aus der Steilheit der VStoxx-Terminkurve leitet Kappler ab, dass die Marktteilnehmer für den Tag des Wahlausgangs mit Ausschlägen von rund 4% nach oben oder nach unten rechnen.

## Qualität und Value gefragt

Grundsätzlich gilt, höhere Volatilitäten resp. grössere Kursausschläge treten vor allem in fallenden Märkten auf. Wer mit steigender Volatilität rechnet, sollte also darauf vorbereitet sein, dass die Aktienkurse bald auf breiter Front fallen könnten.

Vor dem Hintergrund stellt sich die Frage, wie sich die Anleger positionieren sollen. Kappler von Swisscanto Invest empfiehlt insbesondere, auf Qualitätsaktien zu setzen. Martin Schlatter, Leiter Aktien bei Swiss Rock Asset Management, bläst ins gleiche Horn. «In der Lage ist es gut, Titel im Portfolio zu halten, mit denen man auf der sicheren Seite steht.» Er rät, einen Qualität- und Value-Ansatz zu verfolgen.

Wonach bemessen sich diese Kriterien? Für die Experten zeigt sich Qualität vor allem in der Fähigkeit von Unternehmen, nachhaltig einen hohen freien Cashflow zu generieren. Wem das gelingt, der ist in der Lage, viel an seine Aktionäre auszuschütten. Ein einfaches Kriterium für Qualität bildet somit die Dividenden-



Für die Investoren ein Risiko: Marine Le Pen.

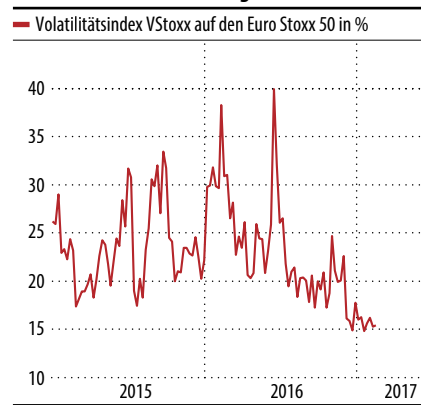
rendite, sofern sie auf einer stabilen, nachhaltigen Ausschüttung basiert (und nicht etwa auf Sonderdividende).

Die Rendite enthält zugleich ein Bewertungselement. Sie sinkt umso mehr, je stärker der Aktienkurs steigt. In der von «Finanz und Wirtschaft» erstellten Tabelle von Schweizer Werten mit hoher Rendite bei stabiler Ausschüttung sind Versicherungen vorne zu finden, neben Titeln von Telekommunikations-, Kantonalbanken oder Immobiliengesellschaften. Sehr gut rentieren auch die Titel des Aussenwerbers APG, der ausser einem hohen freien Cashflow einen grossen Nettobarbestand ausweist.

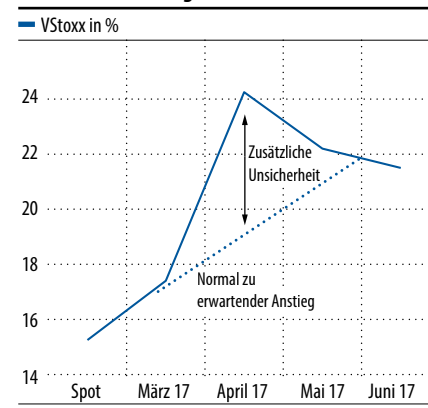
In Bezug auf den Value-Ansatz (vgl. Glossar) sagt Fondsmanager Schlatter, ein geeigneter Massstab sei das Verhältnis von nachhaltigem freien Cashflow zu Unternehmenswert. Letzterer ist definiert als der Börsenwert plus Nettoschulden bzw. minus Nettobarbestand des Unternehmens; so wird die Verschuldung in der Bewertung mit berücksichtigt.

Swiss Rock Asset Management hat mit der Datenbank FactSet eine Tabelle erstellt, in der sie ihre Schätzung eines nachhaltigen freien Cashflows dem aktuellen Unternehmenswert gegenüberstellt: je höher das Verhältnis, umso günstiger die

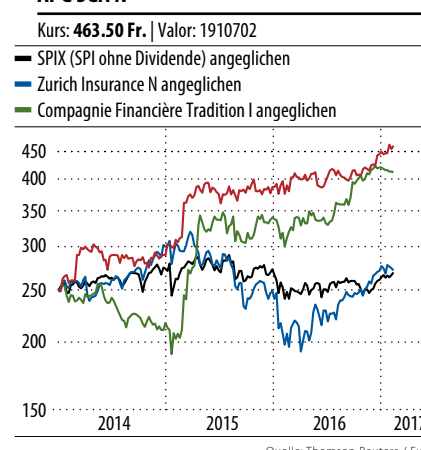
### 1 Die Volatilität ist niedrig



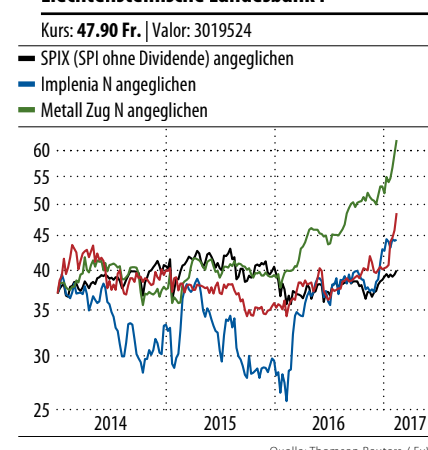
### 2 Unsicherheit wegen Wahlen in Frankreich



### APG SGA N



### Liechtensteinische Landesbank I



### Qualitätstitel

Gesellschaft	Dividendenrendite in % <sup>1</sup>
Zurich Insurance	6,1
APG	5,6
Swiss Re	5,0
Compagnie Financière Tradition	4,9
Swisscom	4,9
Banque Cantonale Vaudoise	4,8
Sunrise	4,8
Swiss Prime Site	4,4
Basler Kantonalbank	4,3
Cembra Money Bank	4,3
Mobilezone	4,1
Bank Coop	4,0
Baloise	4,0
Burkhalter	4,0
Intershop	4,0
Kühne + Nagel	4,0
Basellandschaftliche Kantonalbank	3,8
Valora	3,8
Mobimo	3,7
Allreal	3,7
St. Galler Kantonalbank	3,7
Valiant	3,6
Novartis	3,6
Lem	3,6

<sup>1</sup> Beantworte oder geschätzte Dividende per 2016, gemessen am Schlusskurs 16.2.2017

### Valuetitel

Gesellschaft	Nachhaltiger freier Cashflow/ Unternehmenswert in %
Liechtensteinische Landesbank	31
Romande Energie	21
Orell Füssli	20
Implemia	19
Metall Zug	18
Vetropack	17
MCH Group	16
BKW	15
Gurit	15
Compagnie Financière Tradition	15
Feintool	13
JungfrauBahn	13
Rieter	13
Autoneum	12
OC Oerlikon	12
Bell	12
Bobst	12
Sunrise	12
Kudelski	11
Georg Fischer	11
Bucher Industries	11
Swisscom	11
Conzzeta	10
Hochdorf	10

Quelle: Swiss Rock Asset Management / Factset

Aktie. Unter den günstigsten finden sich viele Titel kleiner und mittlerer Industrieunternehmen, deren Geschäftsverlauf zyklisch ist. Wegen dieser Eigenschaft werden sie gern mit einem Bewertungsabschlag zum Markt gehandelt. Gut geführt sind sie aber in der Lage, über den Zyklus gute freie Cashflow zu erwirtschaften.

### (Zu) hohe Erwartungen

Seine Neigung zu Qualitäts- und Value-Titeln erklärt Schlatter auch mit der Gefahr, dass der neue US-Präsident Donald Trump zu hohe Erwartungen geweckt hat.

So nehmen die Gewinnsschätzungen der Analysten für die US-Unternehmen schon beträchtliche Steuerreduktionen vorweg. Kann sich Trump nicht wie erhofft durchsetzen, könnten die US-Börsen unter Druck kommen, was auch die übrigen Märkte der Welt nach unten ziehen würde.

Zuletzt haben die Börsen vieles sehr schnell verdaut, den Brexit, die Wahl Trumps. Das wird nicht immer so sein, die Gefahr von Rückschlägen ist gestiegen.

Welche US-Titel gewinnen und verlieren, wenn die Volatilität zunimmt. **Seite 19**

## Glossar

### Volatilität

Sie ist ein Mass für die Schwankungsbreite eines Wertpapiers oder eines Index. 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.

### 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.

### Value, Value-Strategie

Die Value-Strategie besteht darin, den wahren inneren Wert von Unternehmen zu bestimmen und dann auf Gesellschaften zu setzen, die an der Börse am stärksten unterbewertet sind. Für die damit verbundene Fundamentalanalyse werden Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis eingesetzt. Besonders gut als Value-Indikatoren eignen sich das Verhältnis von Betriebsgewinn zu Unternehmenswert (EV für Enterprise Value) sowie von freiem Cashflow zu Unternehmenswert (respektive die Kehrwerte). 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.

## Das Aktienportfolio mit Put-Optionen absichern

Falls die Anleger im Frühling nervös werden, wird die Volatilität steigen, womit in der Regel die Aktienkurse fallen (vgl. Haupttext). Wer sein Aktienportefeuille nicht umschichten oder die Titel verkaufen will, kann sich absichern. Eine Versicherungspolice für Aktien sind Put-Optionen, die sich auf einen Aktienindex beziehen: Fallen die Aktienkurse, gewinnen die Puts an Wert.

Sind im Portefeuille nicht nur Titel aus dem Index – und schon gar nicht in derselben Gewichtung – vorhanden, dann ist die Absicherung mit einer Index-Put-Option nicht deckungsgleich. Wer einen kongruenten Schutz will und deshalb jede Aktie einzeln versichert, trägt jedoch höhere Transaktionskosten. Zudem existieren nicht für alle kotierten Aktien Put-Optionen. Die Absicherung via Index bietet einen valablen Schutz.

Ähnlich wie Versicherungspolice gibt es auch Put-Optionen mit und ohne Selbstbehalt. Hat ein Put den Ausübungspreis (Strike) auf der Höhe des aktuellen Stands des Index, greift die Absicherung sofort, wenn der Aktienmarkt sinkt. Liegt der

Ausübungspreis beispielsweise 10% unter dem Stand des Index, nimmt der Anleger einen ebensolchen Verlust in Kauf: Die Put-Option gewinnt erst an Wert, wenn der Index mehr als 10% fällt. Die Variante mit Selbstbehalt ist günstiger.

Die Versicherung gegen fallende Aktien ist billig, wenn die Lage entspannt ist. Dann wird die Börse nach Ansicht der Investoren ruhig bleiben, womit die erwartete Kursschwankung (implizite Volatilität) gering ist. Gemessen wird sie von Volatilitätsindizes, die als Barometer für die Nervosität der Anleger gelten. Einer davon ist der VStoxx, der sich auf den Euro Stoxx 50 bezieht (vgl. Grafik 1). Er steht derzeit weit unten und signalisiert damit eine gering erwartete Volatilität.

Die Lage ist also ruhig und die Nachfrage nach Put-Optionen folglich gering, womit sie günstig sind. Das gilt aber nur für die kommenden dreissig Tage, denn das ist der Zeithorizont des VStoxx. Und da kommt eine Besonderheit von Put-Optionen ins Spiel. Im Unterschied zu einer Versicherungspolice,

die für zwei Jahre doppelt so viel kostet wie für ein Jahr, steigt die Prämie für Put-Optionen mit längerer Laufzeit nicht gleichmässig. Erwartet der Markt wegen der Wahlen in Frankreich im Frühling eine höhere Volatilität, ist die Absicherung bis zu diesem Zeitpunkt deutlich teurer.

Das ist tatsächlich der Fall. Die Höhe der erwarteten Schwankungsbreite für verschiedene Zeitpunkte in der Zukunft zeigt die Terminkurve der Volatilität. Sie weist für den Euro Stoxx 50 aufwärts (vgl. Grafik 2).

Put-Optionen auf Aktienindizes mit kurzen und längeren Laufzeiten sowie mit und ohne Selbstbehalt werden an der Frankfurter Terminbörse Eurex gehandelt. Für Privatanleger einfacher zugänglich sind Put-Optionsscheine (Warrants). Sie werden von diversen Banken emittiert und an der SIX Structured Products Exchange gehandelt.

Anleger können den Kaufpreis verschiedener Put-Optionen vergleichen und abwägen, für wie lange sie ihr Portefeuille schützen wollen. Zudem gibt es alternative Absicherungsinstrumente (vgl. Seite 21).