

Markttechnik

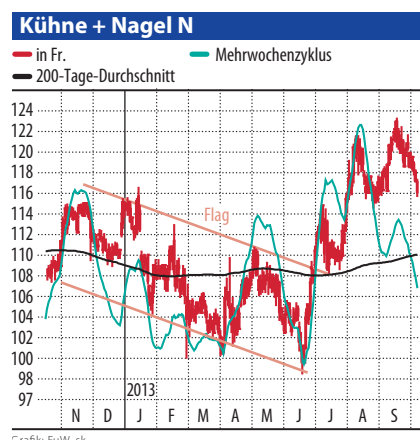
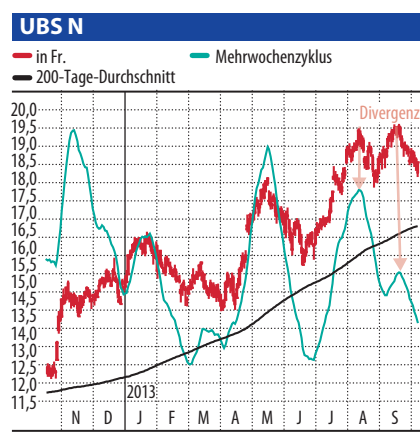
Die Zeit der Trader

Im Chart der UBS-Titel spiegeln sich Kontroversen. Der Kurs erreichte vor drei Wochen ein Zweijahreshoch. Das erste, markante Erholungshoch vom Herbst 2009, das der Bruchlandung im Frühling desselben Jahres gefolgt war, wurde jedoch bis heute nicht überschritten.

Zwar haben UBS im Zuge eines stürmischen Kursanstiegs seit April zeitweise bis zu 35% zugelegt. Trotzdem notierten sie heute nur 1% über dem Stand von Mitte Mai. Dem Titel fehlt es an langfristigen Aufwärtstrendmomentum.

UBS

Die Kurse bewegen sich praktisch ausschliesslich auf dem Rücken kurz- und mittelfristiger Zyklen. UBS können deshalb phasenweise sehr interessant sein, wengleich sie in einem längerfristig ausgerichteten Portfolio nicht übervertreten sein sollten. Dieser Effekt beginnt gerade jetzt wieder zu greifen. Im Chart sind negative Divergenzen zu erkennen. Das zeigt, dass dem im Juli 2012 bei 9.70



Meinungen zur Börsenlage

Shutdown

«Sollte der Shutdown nicht rechtzeitig beendet und vor allem die Schuldenobergrenze nicht angehoben werden, besteht trotzdem Hoffnung, dass der Zahlungsausfall verhindert werden kann, etwa indem das Schatzamt bestimmte Tilgungen vorzieht oder Ähnliches. Die Auswirkung auf die Wirtschaft dürfte im vierten Quartal dennoch deutlich sein, aufs Jahr gerechnet rund ein BIP-Prozent. Der für die Wirtschaft gefährlichste, aber auch unwahrscheinlichste Fall ist, dass es im November zu einem Zahlungsausfall (Technical Default) kommt. Vor allem bei US-Staatsanleihen und am Repomarkt würde es Verwerfungen geben. Es fände ein globaler Verkauf als riskant eingestuftes Asset-Klassen statt. Der Schaden für die Wirtschaft wäre erheblich, das Wachstum würde für einige Zeit deutlich belastet.»

DEUTSCHE ASSET & WEALTH MGMT.

«Solche Blockaden dauerten in der Regel bis zu 21 Tage, mit kurzfristig minimalen Auswirkungen auf die Wirtschaft. Dauert die jetzige aber mehrere Wochen, könnte sie das BIP im vierten Quartal schmälern. Wir erwarten, dass der Kongress in den nächsten Wochen eine kurzfristige Lösung ausarbeiten wird. Verglichen mit dem letzten Shutdown von 2011 steht die Börse besser da; das Wirtschaftswachstum ist stärker, und die Unternehmensdaten sind robuster. Daher sollten Investoren eher um das Thema Schuldenlimit besorgt sein. Insgesamt bleiben wir positiv in Bezug auf die langfristige Gesundheit von US-Wirtschaft und -Börsen, selbst wenn der temporäre Shutdown in einen Kursrückschlag mündet.»

LEGG MASON

Fr. gestarteten Basistrend die Kraft ausgeht. Divergenzen sind keine Handlungssignale, sondern animieren Marktakteure, über eine Strategieanpassung nachzudenken. Diese müsste darauf abzielen, Positionen zu reduzieren.

Nach einem Tief innerhalb der kommenden zwei bis drei Wochen wird der Titel nochmals anziehen. Die Chance liegt bei 60%, dass dieser Anstieg dann ein neues Zweijahreshoch bringt. Marktberichterstatter werden sich dieses Hochs dankbar annehmen. Da sollte man sich dann durch prozyklische Kommentare keinen Sand in die Augen streuen lassen, sondern den Moment zum Positionsabbau nutzen.

Kühne + Nagel

Kühne + Nagel haben Mitte des Jahres eine Flagstruktur nach oben durchstossen. Je grösser und zeitlich ausgedehnter solche Flags sind, desto wichtiger und nachhaltiger wird in der Regel die nachfolgende, in Richtung des Ursprungstrends zielende Marktbewegung. Auf Basis der damals vorhandenen Struktur war ein Anstieg bis etwa 120/121 Fr. zu erwarten gewesen. Dieses Niveau wurde inzwischen leicht übertroffen.

Zurzeit ist keine Struktur in Sicht, aus der neue Kraft geschöpft werden könnte. Ein Exploit nach oben, so wie er im Juli nach einem halben Jahr Vorbereitungszeit Fakt wurde, ist deshalb nicht zu erwarten. Basierend auf dem Wochenchart können wir feststellen, dass im mittelfristigen Mehrmonatsbereich ebenfalls nur geringe Auftriebskräfte vorhanden sind. Wenn, dann müssen es also die kurzfristigen Zyklen richten.

Der Transporttitel wird im Zuge des seit Mitte September laufenden Mehrwochentrends wahrscheinlich noch in den Bereich von 114 Fr. vorstossen. Solche Tests vorhergehender Durchbruchpunkte kommen bei Flags häufiger vor. Danach dürfte es zu einem steilen Anstieg kommen, der sich aber bald erschöpft. Kurzfristige Zyklen tragen eben keine mittelfristigen Trends. Trader werden Kühne + Nagel während den kommenden Monaten besonders mögen.

ROLAND VOGT www.invest.ch

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.

«Jede Woche, in der der Shutdown andauert, kostet die amerikanische Wirtschaft geschätzte 0,1 Wachstumsprozente. Ungleich grösser ist der Schaden, wenn der Termin zum Angleichen der Schuldenobergrenze am 17. Oktober verpasst wird. Allerdings ist Präsident Obama berechtigt, das Schuldenlimit eigenmächtig zu erhöhen. Wir rechnen jedoch damit, dass sich die Parteien noch vor dem ominösen Datum zu einer Verständigung durchringen. Der Weg würde so frei für eine fortgesetzte Erholung der US-Wirtschaft auch im kommenden Jahr.»

JANUS CAPITAL

US-Aktien

«Im September erklimmen US-Aktien ein neues Allzeithoch. Als Haupttreiber für den inzwischen reifen Aufwärtstrend fungiert die Liquiditätsschwemme – ausgelöst durch die ultralockere Geldpolitik des Fed. Doch schon seit Mitte Jahr ist die US-Aktien euphorie etwas abgeflaut, wegen der Mai-Ankündigung des Fed, den geldpolitischen Kurs in den nächsten Monaten zu straffen. Dem Anlegerkollektiv wurde damit in Erinnerung gerufen, dass die Zeit tüppiger Liquidität kein Normalzustand ist. Aktuell stehen der Haushaltsstreit und das Ringen um die Schuldenobergrenze im Fokus. An der Börse ging der mehrjährige Aufwärtstrend relativ zum Weltaktienmarkt in eine Seitwärtsbewegung über – ein Grund, das lange Zeit lohnende Übergewicht in US-Aktien etwas zu verringern. Ein weiterer sind die inzwischen unattraktiveren Bewertungsrelationen im Vergleich zu europäischen oder auch zu Schwellenländeraktien.»

LGT CAPITAL MANAGEMENT

«Es gibt interessante Turnaround-Kandidaten»

MITTWOCHSINTERVIEW Marc Possa, Manager des Schweizer Nebenwertfonds SaraSelect, über unwillkommene Mitaktionäre, Turnaround-Fälle und die Bedeutung eines guten Managements.

Herr Possa, Orell Füssli hat mit einer Gewinnwarnung und dem Notendiebstahl wieder für negative Schlagzeilen gesorgt. Warum hält SaraSelect an den Aktien fest?
Es hat bei Orell Füssli in den vergangenen vier Jahren eine Verkettung von negativen Überraschungen gegeben. Wir versuchen zu verstehen, was die Ursache davon ist. Orell Füssli bietet ein gutes Beispiel dafür, dass es nicht sinnvoll ist, wenn ein CEO, wie in dem Fall Klaus Oesch, danach das Amt als Verwaltungsratspräsident übernimmt. Der neue CEO hat dadurch nur einen begrenzten Spielraum, um vor seiner Zeit begangene Fehler zu korrigieren und Veränderungen durchzuführen.

Im Mai 2012 hat Klaus Oesch das Amt als VR-Präsident an Heinrich Fischer übergeben. Seit Fischer im Amt ist, kehrt die Führung alles um. Gewisse Fehler sind erst dadurch zutage getreten, sie werden nun angegangen. CEO Michel Kunz sitzt jeden Morgen um acht Uhr mit seiner Task Force am Tisch, um die Lage im Banknoten- und Sicherheitsdruck zu besprechen. Ich zweifle nicht, dass der Kernbereich von Orell Füssli wieder eine vernünftige Profitabilität erreichen wird.

Manchmal verlieben sich Investoren in einen Titel. Gibt es Warnsignale, die Ihnen sagen, dass Sie die Reissleine ziehen sollten?

Ein schlechtes Zeichen ist es, wenn die Corporate Governance in Frage gestellt wird, wenn etwa ein Grossaktionär hinzustösst, der nicht den besten Leistungsausweis aufweist. Solch ein Fall ist der Stahlhersteller Schmolz + Bickenbach mit dem neuen Aktionärschwergewicht Victor Vekselberg.

Man hört recht häufig, dass Vekselberg als Aktionär nicht gern gesehen ist. Was werfen Sie ihm konkret vor?

Mir passt es nicht, dass er als neuer Mehrheitsaktionär eigenmächtig den Verwaltungsrat von Schmolz + Bickenbach bestückt. Man sieht ja, was bei Sulzer geschieht. Da muss CEO Klaus Stahlmann auf einmal die Sparte Metco verkaufen, obwohl die vernünftig rentiert. Es kommt der Eindruck auf, Metco solle von Sulzer zu Oerlikon transferiert werden. Für Vekselberg mag das Sinn machen, er ist ja bei beiden Unternehmen der Hauptaktionär. Wer nur Sulzer-Aktionär ist, muss sich aber fragen: Was soll denn mit dem Geld aus dem Metco-Verkauf passieren?

Stabile, langfristige Aktionäre werden von den Unternehmen grundsätzlich ja willkommen geheissen. So betont auch SaraSelect, einen langfristigen Anlagehorizont zu haben. Tun das nicht fast alle Fonds?

Da ist etwas dran. Heute gibt es um die vierzig Fonds, die sich im Bereich der Schweizer Small und Mid Caps tummeln. Eigentlich erklären alle, sie seien langfristig ausgerichtet. Nach meinen Beobachtungen gehören aber gerade die, die besonders stark auf einen langfristigen Anlagehorizont pochen, zu den Investoren, die am meisten umschichten. Ein Beispiel dafür bietet BlackRock. Die steigen häufig mit Trompeten und Getöse in einen Titel ein, treiben die Kurse nach oben und gehen ein paar Monate später hinaus. Langfristig bedeutet für mich etwas anderes. Wir haben nur einen geringen Portfolioumsatz von 10 bis 15% pro Jahr.

Der 1996 lancierte SaraSelect gehört zu den ersten Fonds, die sich auf Schweizer Nebenwerte ausrichteten. Stimmt es denn, dass Small Caps langfristig so viel besser abschneiden als Blue Chips?

Seit Anfang 1996, also seit die hiesige Börse die Aktien nach ihrem Gewicht kategorisiert, haben sich die Schweizer Small Caps im Schnitt über 3% pro anno besser entwickelt als die Blue Chips. Trotz des Umstands, dass die Letzteren in den letzten zwei Jahren stark aufgeholt haben. Die Anleger haben in der Zeit viel Geld in hyperliquiden Blue Chips geparkt, in der Hoffnung, in einer Krise schnell hinausgehen zu können.



Fondsmanager Marc Possa meint, dass Small Caps nun Aufholbedarf haben.

Gibt es weitere Beispiele von erfolgreich verheissenden Turnaround-Fällen?

Interessant ist auch Schaffner. Der Hersteller von elektronischen Bauteilen hat eine operative Marge von 4,1%, in zwei Jahren will er sie auf 9 bis 12% steigern. Erreicht er nur schon das untere Ende der Bandbreite, wird der Kurs stark steigen müssen. Schaffner gehört für mich zu den Unternehmen, die von der Börse unterschätzt werden. Gerade darum haben sie Potenzial, um positiv zu überraschen.

Turnaround-Kandidaten bergen Risiken. Einige schaffen die Wende vielleicht nicht.

Gefährlich wird es, wenn eine Technologie oder Industrie obsolet zu werden droht, wenn es zu Strukturbrüchen kommt. Da kann man den Fall der Inseratevermarkterin PubliGroupe erwähnen. Sie ist mit einer dramatischen Verlagerung von Print zu Digitalmedien konfrontiert. Unter dem vormaligen CEO Hans-Peter Rohner hat die Führung das Geschäftsmodell nicht schnell genug angepasst. PubliGroupe hinkt der Entwicklung nun hinterher.

Was ist mit Meyer Burger, wo die Kursentwicklung eine Wende anzudeuten scheint?

Meyer Burger produziert praktisch ja nur für die Solarindustrie. Das ist uns zu gefährlich. Ich meine, das Gesetz der Diversifikation macht nicht nur im Portfoliokontext Sinn, sondern auch in Bezug auf die Technologien und die Absatzmärkte von Unternehmen. Es geht um das Reduzieren einseitiger Abhängigkeiten. Der SaraSelect ist auch in Huber+Suhner und Phoenix Mecano investiert, beide beliefern die Solarindustrie, aber nicht nur. Sie verteilen ihre Eier auf verschiedene Körbe.

Was ist für Sie denn das wichtigste Kriterium, wenn Sie Aktien auswählen?

Das allerwichtigste Kriterium ist die Qualität des Managements. Wenn ich das Vertrauen in einen CEO, eine Führung nicht aufbringe, investiere ich nicht. An solche Kriterien sollten sich wieder mehr Investoren halten. Wir sind leider in einem Umfeld, in dem sich viele Fonds einfach nach ihrer Benchmark ausrichten. Denn ihr grösstes Risiko besteht im Tracking Error, in der Abweichung von der Benchmark. Dieses Risikomass halte ich für falsch. Benchmarks umfassen auch Geschäftsmodelle, die nicht investitionswürdig sind.

Es gibt Leute, die sagen, Manager würden überschätzt, und wer das Unternehmen führe, sei gar nicht so wichtig.

Ja, wir führen diese Diskussion zurzeit im Kontext der Initiative «1:12 – Für gerechte Löhne». Man kann es so sagen: In Unternehmen, die sich ihre Nische geschaffen haben und in denen eine innovative Kultur gelebt wird, mag es weniger entscheidend sein, wer gerade als CEO agiert. Ich glaube aber, dass es fast kein Geschäftsmodell mehr gibt, mit dem man noch seine Ruhe haben kann. Das Umfeld ist harscher geworden, aufgrund der Globalisierung respektive der Konkurrenz aus Asien, wo der Patentschutz hintergangen wird und rasch Trittbrettfahrer auftauchen. Da braucht es adaptive Führung. So gesehen ist die Bedeutung eines guten Managements sogar noch gestiegen.

Welche Unternehmen sind gut geführt?

Ein gutes Beispiel ist Lem. Der Komponentenhersteller ist teils harschen Zyklen ausgesetzt. Da zeigt es sich, wie entschlossen und schnell ein Management die Kosten herunterfährt und dann, wenn sich der Markt erholt, wieder auf Expansionskurs geht. Oder Ems-Chemie. Dort hatte man für ein Erweiterungsprojekt in Domat-Ems achtzehn Monate veranschlagt. Doch Chefin Magdalena Martullo hat Druck gemacht und dafür gesorgt, dass die Kapazitäten in acht Monaten bereitstanden. Sie sagte, der Markt für die Produkte sei jetzt da. Um schnell parat zu sein, nahm sie halt höhere Kosten in Kauf. Das ist für mich Unternehmertum.

INTERVIEW: ANDREAS KÄLIN

Haben die Small Caps also Aufholbedarf?
Ja, in letzter Zeit fliesst vermehrt Liquidität in Small Caps. Die Performancelücke von mehr als 30% über die letzten zwölf Monate hat sich zu schliessen begonnen.

Rechtfertigen die Bewertungen denn einen Aufschwung der Small Caps?

Die Bewertungsunterschiede bilden den wichtigsten Punkt. Das wenige Geld, das in letzter Zeit in Aktien floss, ging ja in sehr liquide Titel. Dadurch haben sich die Bewertungen der defensiven Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche aufgebläht. Doch diese Unternehmen agieren in Industrien, die wohl allenfalls 1 bis 2 Prozentpunkte mehr als die globale Wirtschaft expandieren können. Andere Seg-

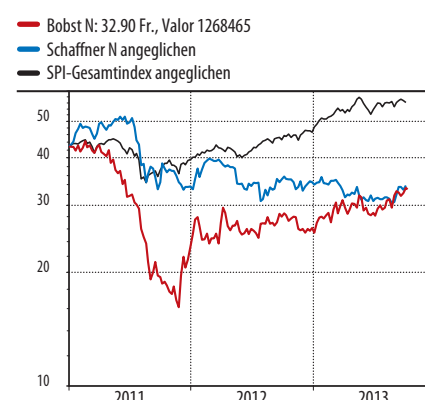
«Mir passt es nicht, dass Vekselberg als neuer Mehrheitsaktionär den VR von Schmolz + Bickenbach eigenmächtig bestückt.»

mente haben mehr strukturelles Wachstum, dank Megatrends wie der Kommunikation, der Urbanisierung oder der Mobilität. Solch ein strukturelles Wachstum wird in der Regel eher bei kleineren und mittleren Werten visibel. Das hat auch damit zu tun, dass kleinere Unternehmen flexibler und damit oft innovativer sind.

Das bedingt aber eine starke Selektion.

Wo sind die Perlen denn zu finden?
Interessant sind Turnaround-Kandidaten, Unternehmen in der Krise wie Orell Füssli, die ihre Probleme angehen. Dazu gehört auch Bobst. Der Verpackungsmaschinenhersteller hatte sich mit seinem Angebot zu stark verzettelt. Nun hat er die Produktpalette standardisiert und modularisiert. Das bringt riesige Effizienzverbesserungen. Weil sie sich in den Zahlen noch nicht gezeigt haben, honoriert die Börse sie noch zu wenig.

Bobst N



Quelle: Thomson Reuters / FuW