

Handelszeitung - Nachricht (Rich Text)

Bankaktien im Stresstest / Risiken in der UBS-Bilanz / Krux mit Optionsbörsen

Liebe Anleger

Dass die Bankaktien am Montag nach ihren «Stresstests» keine nennenswerten Sprünge an der Börse machen würden, war abzusehen. Für mich stellen sich jetzt drei andere Fragen. Erstens: Wenn sie so gut dastehen – wurde vor zwei Jahren Geld für die Rettung unnötig rausgeworfen? Wenn so schwachbrüstig kapitalisierte Institute wie **Lloyds** oder **RBS** sogar unter dem Eindruck eines «sovereign shocks», dem stressigsten der drei Szenarien, auf komfortable 9,2 bzw. 11,2% Kapitalquoten kommen, waren wohl die Annahmen zu milde – oder das Gejammer der Banken vor zwei Jahren zu laut. Aus der Sicht einer Bank würde ich jetzt eher die Taktik «Klagen ohne zu leiden» befolgen, als, wie jetzt gesehen, die eigene Stärke herauszukehren – und die Fragen nach zu viel staatlichem Geld für die Rettungsaktionen zu provozieren.

In der Schweiz hat die **UBS** von einer solchen Aktion profitiert. Wären die 60 Mrd Fr. Subprime-Gelder, die da versenkt worden sind, im EU-Stresstest überhaupt entdeckt worden, das heisst, wäre das in die Risikoberechnung eingeflossen? Die kurze Antwort lautet nein. Ein vergleichbarer Stresstest hätte für die UBS 2007 wunderbare Kapitalverhältnisse ausgewiesen. Denn die Subprime-Papiere galten als praktisch todsichere Anlagen, abgesichert durch die inzwischen auch an die staatlichen Rettungsaktionen angehängten Monoliner-Versicherungen.

Aber gehen wir – zweitens – noch näher an den Stresstest ran: Die UBS hat eine Bilanzsumme von 1348 Mrd Fr. und kommt auf eine Kapitalquote von 16%. Das klingt zunächst mal wieder sehr sicher. Aber die UBS hat nicht 16% von 1348 Mrd Fr. resp. 215 Mrd Fr. als Puffer für alle Fälle, sondern nur 46 Mrd Fr. Und die sind durch Hybridgelder, Staatseinlagen und so weiter tüchtig aufgebläht. Wenn auf der Aktivseite der UBS-Bilanz eine 3% grosse Panne passiert, ist das Eigenkapital futsch. Der **Subprime-Unfall** entsprach damals etwa einer solchen 3%-Panne, weil die Bilanz anno 2007 noch ein Drittel länger war.

Jetzt könnte man sich – drittens – fragen, was denn so im Rest der Bilanz steckt. Hier sind die «ganz sicheren» Regierungs-Bonds zu finden. Diese werden bei den beiden Grossbanken übrigens auch nicht abgesichert, schliesslich sind sie ja todsicher, oder? Diese «anderen Anlagen» machen bei der UBS noch 940 Mrd Fr. aus. Wenn wir demgegenüber das geschätzte Zinseinkommen von gut 8 Mrd Fr. nehmen, erarbeitet die UBS mit viel Geld eine Rendite von 0,8%. Diesen Teil der Bilanz hält die UBS offenbar «nur aus Spass an der Freude», denn da dieser offensichtlich kein Risiko birgt, wirft er natürlich auch keinen Gewinn ab. Ich würde nur noch auf den Nettobuchwert abstellen – und hier ist die UBS-Aktie zum 1,56-Fachen bewertet und damit etwa 56% zu teuer.

Zugegeben – ich mag **Optionsbörsen**. Vor allem, wenn sie selber ein IPO wagen. Denn dabei erfährt man einiges über das Optionsgeschäft, wie jenes an der Chicago Board Options Exchange (CBOE), immerhin die Nummer eins im Profibereich in Nordamerika. Eigentlich sollte das Geschäft in Chicago ja wie geschmiert laufen: Wichtige Indexkontrakte auf den S&P-500 und den VIX laufen exklusiv dort und sind alleine schon fast Lizenzen zum Geld drucken. Zudem wächst das Optionsgeschäft weiterhin mit Raten von 20%, denn auch in der Krise brauchte es Absicherungen.

Allerdings sind auch die Konkurrenten auf den Geschmack gekommen: Zur Deutschen Börse gehört die ISE, die NYX aus New York hat die Plattformen Arca und Amex und die Nasdaq hält sich die Optionsbörse in Philadelphia. Das drückt die Preise und die Marktanteile, die in den letzten zehn Jahren von 50 auf 35% gesunken sind. Was für mich aber gegen die Aktie spricht: Die **CBOE** hat sieben andere Konkurrenten, die CBOT gleich um die Ecke oder die Nymex in New York. Diese beiden haben deshalb auch eine gewisse Preismacht. Bei der CBOE sind etliche Produkte fungibel und können auch woanders gehandelt werden (bei den Konkurrenten nicht); CBOT und Nymex haben Clearing-Möglichkeiten. Und der regulatorische Druck wächst. Alleine das macht für mich Börsenaktien suspekt. Wer bei der Zeichnung nicht zum Zuge gekommen ist, braucht der Aktie nicht nachzutraumern.

Bis zur nächsten Woche, Ihr
John Dow

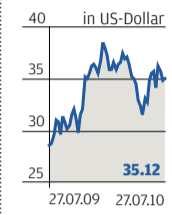
@ johndow@handelszeitung.ch
twitter.com/john_dow

AKTIEN-TIPP

Anlegen in grosse und kleine US-Pharma-Werte



ANDREAS M. E. LUSSER



Merck (MRK): Kaufen
Mit der Übernahme von Schering-Plough im Jahr 2009 hat sich CEO Richard Clark Freud

und Leid geangelt. Resultierte vor einem halben Jahr noch ein einmaliger buchhalterischer Fusionsgewinn, hat Merck im 2. Quartal 2010 einen unerwartet kräftigen Gewinnrückgang verbucht. Unabhängig von den Quartalszahlen stehen die Vorzeichen für den diversifizierten amerikanischen Pharmakonzern angesichts starker Marktpositionen gut, insbesondere relativ zur aktuell bescheidenen Bewertung. **Risiko:** Mercks Kurs zählt – in beide Richtungen – zu den agilsten unter den Pharma-Jumbos. Die hohe Dividende macht die Aktie langfristig interessant.

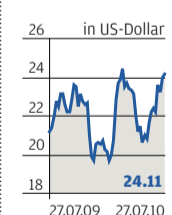
Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.)	115
Dividendenrendite (in %)	4
Ausschüttungsquote (in %)	35
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2014	8
Performance 2010 (in %)	-7



Mylan (MYL): Kaufen
CEO und Chairman Robert J. Courys Passion gilt den Generika. In den USA ist Mylan in diesem Markt die Nummer zwei, in Frankreich, Australien und anderen Ländern bereits der Marktführer. Über die Matrix Laboratories kontrolliert das Unternehmen darüber hinaus die Produktion der meisten Wirkstoffe. Die Aktie ist aktuell deutlich unterbewertet, aber gut positioniert, um vom Kostendruck im US-Gesundheitssystem zu profitieren. **Risiko:** Mit über 900 Produkten, globaler Präsenz und vertikal integrierter Produktion ist Mylan ein wohl diversifizierter Wert. Die am 29. Juli erwarteten 2.-Quartals-Zahlen bleiben kurzfristig als Risiko.

Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.) 6
Dividendenrendite (in %) 0
Ausschüttungsquote (in %) -
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2013 7
Performance 2010 (in %) -3

Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.)	6
Dividendenrendite (in %)	0
Ausschüttungsquote (in %)	-
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2013	7
Performance 2010 (in %)	-3



Endo Pharmaceuticals (ENDP): Kaufen
Das Führungsteam des amerikanischen Pharmakonzerns und ehemaligen DuPont-Merck-Management-Buy-out wurde seit der Nominierung von David P. Holveck zum CEO vor zwei Jahren weitgehend erneuert. Nach einigem Auf und Ab beginnt der Markt nun wieder Vertrauen ins ehemalige Mutterunternehmen zu fassen. Die fundamentale Bewertung ist trotz guter Markenartikel günstig. **Risiko:** Die letztjährige Übernahme der Indevus Pharmaceuticals Inc. steht vor der Bewährungsprobe. Relativ zu anderen Pharmawerten ist Endo eher volatil und einseitig auf den US-Markt ausgerichtet.

Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.) 3
Dividendenrendite (in %) 0
Ausschüttungsquote (in %) -
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2014 6
Performance 2010 (in %) 15

Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.)	3
Dividendenrendite (in %)	0
Ausschüttungsquote (in %)	-
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2014	6
Performance 2010 (in %)	15

Andreas Lusser, CEO Researchfirma
www.thescreeener.com

«Spekulanten-These ist eine Mär»

LEONHARD FISCHER Als Bankchef genehmigte er Millionen-Boni – heute kritisiert er schädliche Auswüchse im Finanzsystem: Die Banken müssten endlich wieder der Wirtschaft dienen. Zudem würde er deren Grösse beschränken.

INTERVIEW: JÖRG EIGENDORF UND SEBASTIAN JOST

Sie haben es begrüsst, dass Lehman Brothers nicht gerettet wurde. Hätte man auch Griechenland pleitegehen lassen sollen?

Leonhard Fischer: Die Linie hätte sein müssen: Griechenland helfen, aber die Gläubiger hätte man einbeziehen und einen Teil der Last tragen lassen müssen. Deshalb hätte es eine Umschuldung geben

müssen, bei der Banken und Investoren einen erheblichen Teil ihrer Forderungen verloren hätten. Schliesslich sind sie für die Schiefelage des Landes mit verantwortlich.

Sie teilen die These, dass Spekulanten das Land in die Pleite trieben?
Fischer: Nein, im Gegenteil. Richtig ist, dass sich keine Investoren mehr fanden, die griechische Anleihen kaufen wollten. Mit gezielter Spekulation

tion hat das wenig zu tun. Die Spekulanten-These ist doch eine Mär. Der Euro kann aufgrund seiner geringen Auslandsverschuldung nicht von aussen in Gefahr gebracht werden. Nur ein innereuropäischer Erosionsprozess kann dem Euro gefährlich werden.

Welche Rolle hat dann noch der Markt gespielt?

Fischer: Griechenlands Überschuldung ist auch die Folge eines Marktversagens. Wo waren denn die hochbegabten Spekulanten all die Jahre, wo war die hochintelligente Finanzindustrie? Alle sagen jetzt: Wie konnte die Politik nur so dumm sein und Griechenland in die Eurozone aufnehmen? Der Vorwurf mag berechtigt sein – aber wie konnte der Markt nur so dumm sein, zehn Jahre lang griechische Anleihen zu kaufen, mit nur minimalen Risikoauflagen bei den Zinsen? Diese hohe Verschuldung hätte gar nicht entstehen dürfen.

Die Akteure an den Finanzmärkten konnten sich doch getrost darauf verlassen, dass Griechenland sowieso nicht fallen gelassen wird. Fischer: Das ist genau das Problem. Für mich steht das Marktversagen gleichwertig neben Fehlern der Politik. Letztere folgt nun einmal eigenen Regeln. Man träumte von einem glücklich vereinten Europa mit gemeinsamer Währung, und das ist politisch gesehen ein legitimer Wunsch. Es wäre Sache der Investoren gewesen, auf die ökonomischen Grenzen dieses Traumes hinzuweisen. Stattdessen hat man Milliarden griechischer Anleihen gekauft, immer im Glauben, dass die anderen Euro-Länder im Fall der Fälle zu Hilfe

LEONHARD FISCHER

Der Manager Nach einem Wirtschaftsstudium stieg Leonhard «Lenny» Fischer 1985 bei der Investmentbank J.P. Morgan ein. Zehn Jahre später wechselte er zur Dresdner Bank. 1999 rückte er mit nur 36 Jahren in den Vorstand der Bank vor. Ende 2002 wurde er CEO der Winterthur-Versicherung. Seit 2007 ist er Co-Chef bei RHJ International.

Der Mensch Fischer wurde 1963 im Emsland, Deutschland, geboren. Heute lebt er zumeist in England.

kommen. Obwohl im Maastricht-Vertrag das Gegenteil steht.

Ohne Rettung hätte es einen Bankenkollaps gegeben. Jedem konnte doch klar sein, dass die europäischen Regierungen das nicht zulassen würden.

Fischer: Ach, schon wieder ein Bankenkollaps! Wenn die Schulden eines kleinen Landes mit minimalem Anteil am Weltbruttosozialprodukt umstrukturiert werden müssen, dann bricht das Finanzsystem zusammen? Was sollen wir denn mit einem solchen Bankensystem anfangen? Wenn es wirklich so wäre, sollten wir in Angst und Panik leben und die Kreditinstitute lieber komplett verstaatlichen. Die Banken sind dann ja offensichtlich nicht in der Lage, auch nur den kleinsten Sturm zu überleben.

So harmlos ist die europäische Schuldenkrise auch wieder nicht. Fischer: Was ist denn unsere Definition für Krise? Unsere eigene Dummheit? Eine Krise ist für mich eine Herausforderung, die von aussen über einen hereinbricht. Die Ölkrise im Jahr 1973 war ein solcher exogener Schock. Aber welchen Schock von aussen gab es denn in den vergangenen fünf Jah-

Leonhard «Lenny» Fischer: «Würde die Bilanzsumme begrenzen.»