

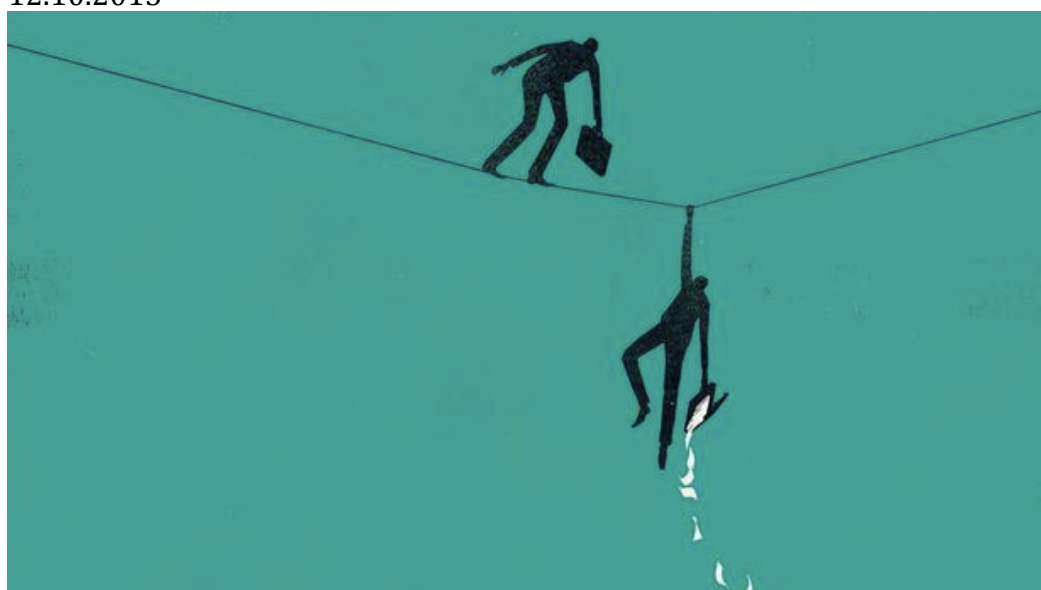
Aktien bei Skandalen und Krisen

Soll man ins fallende Messer greifen?

Kursstürze wie jene bei VW lassen Investoren aufhorchen. Viele vermuten eine Überreaktion des Marktes und wittern ein Schnäppchen. Das ist jedoch eine heikle Strategie.

Werner Grundlehner

12.10.2015



Wer Aktien von «gefallenen Engeln» kauft, riskiert einen tiefen Fall. (Bild: Illustration Daniel Stolle)

Wenn ein Unternehmen am Aktienmarkt innert Tagen einen Drittel oder mehr an Börsenwert verliert, werden Investoren hellhörig. Es kann doch nicht sein, dass sich wegen manipulierter Abgastests oder einer Schwäche bei Rohstoffnotierungen und im Handelsgeschäft von einem Tag auf den anderen alles ändert und die bisherigen Bewertungsmodelle für die Aktien auf einmal obsolet sind.

Börsenweisheiten trauen?

Börsianer haben für diese Situation vermeintliche Weisheiten wie «Buy on bad news, sell on good news». Doch bei Aktien von gefallen Engeln zuzugreifen, trauen sich dann doch die wenigsten Anleger. Das hat mehrere Gründe: Einerseits läuft der Einzelne gerne mit der Herde, und diese mag den betroffenen Valor momentan nicht. Andererseits gab es in der Vergangenheit immer wieder Konzerne und Aktien, die sich nie mehr erholten und von der Bildfläche verschwanden – erwähnt seien hier Swissair, Worldcom oder Enron. Zudem gibt es Unternehmen, die innert Kürze einen hohen Verlust auf dem Börsenwert erleiden, worauf die Erholung an der Börse aber Jahre braucht und der Investor mit Aktien von anderen Unternehmen besser fährt – ein Beispiel hierfür sind die Titel der UBS.

Er halte in Hausse-Phasen immer bis zu 40% des Fondsvermögens in Cash, sagt der Fondsmanager Tan Chong Koay vom Pheim Asean Emerging Companies Growth Fund. Er kaufe, wenn die anderen verkauften, wie zuletzt

in China, als die Kurse in diesem Sommer um über 40% abstürzten. Der Erfolg spricht für die Strategie; der Fonds hat in den vergangenen zwanzig Jahren den Vergleichsindex um mehrere hundert Prozent geschlagen. Doch in China schlug die Stimmung für einen ganzen Markt um, wie soll sich der Anleger verhalten, wenn der Titel eines einzelnen Unternehmens grosse Verluste verzeichnet?

Woran kann man erkennen, ob ein «beschädigter» Titel ein grosses Aufholpotenzial besitzt? Den Einstiegszeitpunkt bei Aktien optimal zu erwischen, sei stets schwierig, sagt Gabriel Bartholdi, Aktienstrategie bei Wellershoff. Da beim besten Einstiegszeitpunkt (den man jeweils erst im Rückblick erkennt) oft noch hohe Unsicherheiten herrschen und viele Fragen wie beispielsweise jene der Höhe einer möglichen Busse noch nicht geklärt sind. Entsprechend besteht das Risiko eines weiteren Kurssturzes, wenn neue Informationen veröffentlicht werden. Insofern ist der optimale Einstiegszeitpunkt dann, wenn die Unsicherheiten noch gross sind, die Kurse aber bereits Stabilisierungstendenzen aufweisen und keine neuen negativen Überraschungen veröffentlicht werden.

VW nicht aus dem Schneider

Offensichtlich ist es so, dass dieser Punkt für VW noch nicht erreicht ist, auch wenn die Titel teilweise um 15% nach oben springen. Momentan ist nicht einmal bekannt, welche Modellreihen des riesigen Konzerns überhaupt betroffen sind. Noch weniger klar ist, welchen Umfang die Klagen annehmen werden und zu was für Bussen das führen wird.

Die Sammelklagen in den USA beginnen sich erst zu konstituieren. Auch in anderen Weltgegenden haben Personen, Verbände und Institutionen angekündigt, sich eine Klage zu überlegen. Noch nicht abzuschätzen ist der Imageverlust – also die Anzahl von Autokäufern, die wegen dieses Skandals als nächstes Auto kein Modell des VW-Konzerns wählen. Einen Imageverlust gibt es auch direkt an der Börse. Ein Aktionär gibt zu Protokoll, er sei von den illegalen Machenschaften der VW-Manager «persönlich beleidigt» worden. Er habe die Aktien verkauft und werde sie nicht mehr in Erwägung ziehen.

Christian Gattiker, Chefstrategie bei der Bank Julius Bär, setzt wieder auf «gefallene Engel», wenn die Bewertung tief sei – auch nach Einbezug der negativen Effekte – und das Unternehmen glaubhaft und nachhaltig Gegensteuer gebe. Wenn auf vermeintlich schlechte Nachrichten Kursgewinne verzeichnet würden, sei dies ein Anhaltspunkt, dass dieser Zeitpunkt erreicht sei.

Oft liefert die Kommunikation der Firmen einen Hinweis, wie rasch sich ein Unternehmen wieder fangen und zum Tagesgeschäft zurückkehren könnte. Wie man es nicht machen sollte, zeigte der Erdölkonzern BP nach der Explosion auf der Bohrplattform Deepwater Horizon im Golf von Mexiko. Wie ein kleines Kind stritten die Briten zuerst alles ab, versuchten anderen – beispielsweise Transocean – die Schuld in die Schuhe zu schieben und gestanden ihre Schuld erst ein, als nichts anderes mehr möglich war. In solchen Fällen tobe firmenintern immer ein Konflikt zwischen Juristen und Kommunikationsabteilung. Die Geschäftsleitung tendiere meistens Richtung Juristen, erklärt ein Kommunikationsspezialist. Die Juristen hätten immer die Ansicht, dass man am besten gar nichts sage. Dass dies schiefgehen kann, hat vor einigen Jahren Adecco gezeigt. Das Verschieben eines Gewinnausweises ohne Angabe von Gründen kostete die Aktionäre 3 Mrd. Fr. Später stellte sich heraus, dass der Grund eine Falschverbuchung von 28 Mio. Fr. war.

Vergessene Unternehmen

Es sei ein Unterschied, ob die richtigen Massnahmen beschlossen oder ob diese dann auch erfolgreich umgesetzt würden, fügt Bartholdi an. Entsprechend bleibt oft nichts anderes übrig, als abzuwarten, ob die Quartalszahlen das bestätigen, was das Management in Aussicht gestellt hat. Es versteht sich von selbst, dass Unternehmensführungen, welche in der Vergangenheit die Ziele erfüllt haben, mehr Glaubwürdigkeit bei Investoren geniessen als solche, welche enttäuscht haben.

Doch bei vielen Unternehmen erfolgt der Rückschlag schleichend – nicht mit einem Paukenschlag. Die Namen von Atari, AEG, Grundig, Palm, Nokia, AOL und Research in Motion sind noch präsent, ihre Produkte wurden aber von innovativeren Konkurrenten an den Rand gedrängt. Allen hier genannten Firmen ist gemein, dass es zumeist kein schneller und einmaliger Absturz war, sondern sich der Niedergang über einen längeren Zeitraum angebahnt hat. Die einstigen Kunden- und Anleger-Lieblinge zehrten noch eine Weile von ihrer ehemaligen Marktstellung und vom Image. Doch nach und nach setzte der Niedergang ein. Einen Skandal und einen schleichenden Abstieg zu erkennen, ist gemäss Gattiker etwa ähnlich wie bei einem Herzinfarkt gegenüber einer

chronischen Krankheit: Die Gefahr einer Unterschätzung der Symptome ist beim Herzinfarkt ungleich kleiner – dafür ist er von den unmittelbaren Gefahren her umso dramatischer.

Doch so mancher ehemalige Star kriegt auch die Kurve und nutzt das Potenzial, eine erfolgreiche Unternehmensgeschichte unter neuen Vorzeichen noch einmal zu schreiben, die Archetypen sind hier IBM oder Apple, die in den achtziger Jahren bereits einmal gross waren, einbrachen und ein bemerkenswertes Comeback hinlegten. Während jenes von IBM bereits seit einigen Jahren vorbei ist, grüsst Apple von der Spitze.

Geduld und Geduld

Wer nach einem hohen Kursrückschlag zur Überzeugung gelangt, dass dieser übertrieben gewesen sei und sich die Aktien wieder erholen würden, benötigt vor allem eins – Zeit. Turnaround-Kandidaten brauchen gemäss Gattiker oft deutlich länger, als die Anleger Geduld haben. Im Falle von Glencore und VW könne es zwei bis drei Jahre dauern, bis die Value-Kriterien dominierten und die Aktien wieder auf die Beine kämen. Der Kursverlauf bei ABB und BP zeigt zudem, dass der Aktionär noch länger Geduld braucht, bis das ursprüngliche Kursniveau wieder erreicht wird. Investoren, denen es gelingt, zur Zeit um den Kurstiefpunkt einzusteigen, erzielen in der langen Periode der Erholung dann aber oft eine Performance, die jene des Gesamtmarktes übertrifft.