

# Vorsicht bei Aktien mit «Gewinnngarantie»

Kursziele für Finanzprodukte sind bei Analytikern beliebt – doch was bringen sie den Investoren?

WERNER GRUNDELEHNER

Für die Tesla-Aktie hat eine Analytikerin im Jahr 2019 ein Kursziel von 3000 \$ gesetzt. Die Medienpräsenz war ihr sicher, denn die Titel wiesen zu diesem Zeitpunkt nur rund einen Zehntel dieses Wertes auf. Die Aktie des E-Fahrzeug-Herstellers weist eine imposante Kursentwicklung auf. Unter Berücksichtigung des Aktiensplits von Mitte August hat sie dieses Ziel jetzt auch erreicht. Das Unternehmen steht im Anlegerfokus, und in den vergangenen Monaten positionierten sich viele Strategen mit vermeintlich übertriebenen Kurszielen. Doch Tesla hat mit einer Kursexplosion viele dieser «absurden» Prognosen pulverisiert.

Ein anderes extremes Kursziel lautet: Der Bitcoin wird Ende 2021 einen Wert von 300 000 \$ erreichen. Das schreibt nicht ein wenig bekannter Krypto-Enthusiast, sondern die US-Grossbank Citigroup. Der Bitcoin ist ein dankbares Objekt für Kursziele. Es gibt keine konkreten Fundamentaldaten, aus denen sich der «innere Wert» ableiten lässt. Bestenfalls stützen sich die Auguren auf markttechnische Analysen.

## Verschiedene Berechnungsarten

Noch gut erinnern kann sich der Autor an die Besuche von Ralph Acampora, einem US-«Perma-Bullen» vom amerikanischen Brokerhaus Prudential, in der Schweiz kurz vor dem Platzen der Dot-com-Blase. Der grosse Saal des Hotels «Baur au Lac» konnte nicht alle Interessierten aufnehmen. Asset-Manager und Vermögensverwalter hingen an seinen Lippen, wenn der Markttechniker referierte, dass der Dow Jones Industrial schon bald 20 000 Zähler erreichen werde. Acampora konnte (als Markttechniker) kaum Fundamentales anführen, dafür viele unterhaltsame Anekdoten. Seine Zuversicht war ansteckend.

Doch nur wenige Kursziele sind extrem. Fast jede Firmenanalyse von Brokern und Banken kommt mit einer Handlungsempfehlung wie «kaufen», «halten» oder «verkaufen» und einem Kursziel, meist auf Jahressicht. Die Experten versuchen auf Basis unterschiedlicher Berechnungsmethoden den «wahren Wert» einer Aktie herauszufinden. Die Kalkulation basiert meist auf der Entwicklung von Umsatz und Gewinn unter Miteinbezug von Konjunkturverlauf sowie Branchentrends. Eine beliebte Methode zur Errechnung des vermeintlich wahren Wertes einer Firma ist die Addition der abdiskontierten zukünftigen Cashflows. Ein wichtiger, jedoch schwer in Zahlen



Ob Analytiker tatsächlich wissen, wo der Aktienkurs in einem Jahr steht, ist fraglich.

ALEX KRAUS / BLOOMBERG

zu fassender Faktor der Berechnung ist auch die Qualität des Managements.

Die Wertprognosen der Analytiker basieren auch auf realwirtschaftlichen Szenarien und ihrer Auswirkung auf die entsprechenden Unternehmen. Das könnte etwa sein, wie sich die Konsumentenstimmung sowie das Privateinkommen entwickelt und wie sich das auf den Verkauf von Automobilen auswirkt. Ein Kursziel für Tesla muss fast zwangsläufig ziemlich weit danebenliegen, da euphorische Trendinvestoren und sehr langfristige Szenarien kaum berücksichtigt werden können.

Ein Zahlenwert als Kursziel kann einem Investor das Potenzial aber genauer vor Augen führen als die Anweisung «kaufen» – und was soll der Unterschied zwischen «buy» und «strong buy» sein? Zudem kann der Analytiker, der bereits eine Kaufempfehlung ausgesprochen hat, nur bedingt zeigen, dass er noch zuversichtlicher geworden ist. Die Anhebung des Kursziels von 210 auf 250 Fr. zeigt dagegen vermeintlich genau, in welchem Umfang das Renditepotenzial gestiegen ist. Wer zudem ein extremes Kursziel setzt, kann mit Auf-

merksamkeit rechnen. Wenn man es langfristig ansetzt, haben die Marktteilnehmer die Prognose vergessen, wenn sie zum versprochenen Zeitpunkt nicht eintrifft. Falls man jedoch recht hat, wird man für Jahre als «Guru» gefeiert.

«Wir beschäftigen uns weniger mit dem Kursziel einzelner Aktien als vielmehr mit der Entwicklung des Gesamtmarktes und einzelner Sektoren und Regionen», sagt der Leiter eines Family-Office. Die Hochrechnungen von Analytikern seien zwar eine Indikation, den Einfluss der Realwirtschaft und des Börsenumfelds dürfe man aber nicht vernachlässigen. Die Herleitung der Zahlen erfolge aufgrund von Prognosen der Unternehmensleitung und Schätzungen der Analytiker in einer «idealen Welt». «Prognosen seien darum schwierig, weil sie die Zukunft betreffen», fügt der Vermögensverwalter scherzhaft an. Es gebe Schlüsselzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnis, Cashflow usw., die eine Bandbreite der Kursentwicklung indizieren. Diese Zahlen schaue er genauer an als das reine Kursziel.

Das Hauptproblem von Kurszielen ist, gerade in volatilen Zeiten, dass sie schnell überholt sind. Da kommt es auch

zu absurden Situationen – beispielsweise, dass ein Anlagestrategie eine Aktie zum Kauf empfiehlt, das Kursziel aber unter der aktuellen Notierung liegt. Ein Analytiker einer ausländischen Bank erzählt, dass die Research-Abteilung in volatilen Zeiten von verschiedenen Stellen innerhalb der Bank wie dem Asset-Management oder dem Investment-Banking aufgefordert werde, die Kursziele den neuen Gegebenheiten anzupassen.

## Lieber mit Disziplin

Viele professionelle Vermögensverwalter raten dazu, die Kursziele zu ignorieren. Viel wichtiger sei Disziplin. Am besten setze man beim Kauf ein persönliches Kursziel, bei dem verkauft werde. Das bewegt sich bei einem Plus von 10 und 20% und hängt davon ab, ob es sich um einen Wachstumswert oder eine defensive Aktie handelt. Wer sich vom Trend und von stetig steigenden Kurszielen mitreiben lässt, wird den Zenit verpassen und im Abwärtstrend mangels Konsequenz den Verlust nicht einschränken können.

Die ZKB berechnet keine Kursziele, sondern gibt ihren Kunden relative

Einschätzungen wie «übergewichten», «marktgewichten» oder «untergewichten». Wenn das prognostizierte Aufwärtspotenzial gegenüber dem SPI grösser als 6% ist, wird ein Titel mit «übergewichten» bewertet, erscheint ein Titel mehr als 6% überbewertet, lautet der Rat «untergewichten». «Wir richten uns vor allem an institutionelle Investoren in der Schweiz, die sich am Referenzindex SPI orientieren und eine relative Performance liefern müssen», sagt Ken Kagerer, stellvertretender Leiter Research bei der ZKB. Der Vorteil dieser Politik zeigte sich etwa im Frühling dieses Jahres. Institute, die mit absoluten Kurszielen arbeiteten, mussten nach der heftigen Korrektur wegen der Covid-19-Pandemie und der anschließenden Erholung die Kursziele hektisch anpassen und lagen doch oft weit abseits der Realität. Im Juni wurden in der Schweiz die Kursziele stark angehoben, obwohl gleichzeitig die Gewinnprognosen der Unternehmen nach unten angepasst wurden.

Es gebe keine Anweisung, wie oft das Kursziel geändert werden müsse, sagt Kagerer. Die Idee sei aber, dass die Einschätzung, die unter anderem aus Fundamentaldaten, Konjunkturprognosen und Gesprächen mit dem Management zustande komme, für eine gewisse Zeit Relevanz habe und beibehalten werde. Es komme aber beispielsweise vor, dass es Übernahmephantasien um Aktien eines bereits überbewerteten Unternehmens gebe, die Aktien kaum Liquidität aufweisen und deshalb stark ansteigen. In diesem Falle müsste die Einschätzung möglicherweise kurzfristig angepasst werden.

Der Vermögensverwalter Swisspartners sei für die Aktienausswahl auf tiefgreifende Recherchen von Finanzanalytikern angewiesen, sagt Nicola Jenni, Leiter Investment Management bei Swisspartners. «Bei der Interpretation des Kursziels ist aber Vorsicht geboten.» Verschiedene Modelle kämen heute in der Praxis zur Anwendung, um einen fairen Unternehmenswert, in Form eines Kursziels, zu evaluieren. Dabei ist aber gemäss Jenni nicht nur die Wahl der Bewertungsmethode ausschlaggebend. Einen mindestens so grossen Einfluss üben die von Analytikern geschätzten Erwartungsvariablen aus: Zu welchem Satz sind zukünftige Geldflüsse zu diskontieren, was ist das langfristige Unternehmenswachstum, oder welche Unternehmen sollen für relative Vergleiche herangezogen werden? «Bereits kleinste Anpassungen der erwarteten Variablen können das Kursziel massiv verändern», sagt Jenni. Deshalb sollte dem Kursziel nur eine begrenzte Aussagekraft zugerechnet werden.

# Credit Suisse verabschiedet sich von globalem Immobilienfonds

Die Pandemie hat dem CS REF Global zugesetzt – ein Schwergewicht war der Fonds ohnehin nie

MICHAEL SCHÄFER

Es kommt zwar nicht häufig vor, aber immer wieder werden Investoren daran erinnert, dass Immobilien eine Anlageklasse sind, für die eigene Spielregeln gelten. Dieses Mal trifft es die Anleger des Credit Suisse Real Estate Fund (REF) Global. Die Grossbank hat am Montag mitgeteilt, dass sie den Fonds auflösen und den Liquidationserlös an die Anleger auszahlen wird. Wie viel das sein wird, ist noch offen. Als letzten Kurs des 2011 emittierten Fonds gibt die Schweizer Börse 72 Fr. an. Am 10. Februar hatte der Kurs laut der SIX noch deutlich höher bei 96 Fr. gelegen. Da der Handel mit sofortiger Wirkung eingestellt wurde, heisst es für die Investoren nun erst einmal abwarten.

Es braucht nicht viel Phantasie, um sich vorzustellen, mit welchen Argumenten die Credit Suisse ihren Kunden Anteile des Fonds verkauft hat, der weltweit in Liegenschaften investiert. Es handle sich um ausgewählte Top-Objekte an präferierten Lagen in urbanen Zentren mit stabilen Ertragsaussichten, dürfte es sinngemäss geheissen haben. Zudem erhöhe der Fonds

die Diversifikation im Portfolio, da er ausserhalb der Schweiz investiert, wird die Bank ins Feld geführt haben. Und weil er täglich an der Schweizer Börse gehandelt werde, sei er für Retailanleger zugänglich, die sich so mit bescheidenen Anlagebeträgen an Immobilien in Tokio oder Seattle beteiligen könnten.

Wie kam es nun so weit, dass sich die Credit Suisse entschieden hat, den Fonds aufzulösen und die Immobilien in einen anderen CS-Fonds zu übertragen? Die Antwort fällt in zwei Teilen aus. Der erste Teil liegt in der Corona-Pandemie begründet. Im Zuge der Marktturbulenzen im Februar kam es zu einem Kursrutsch von über 10%. Danach erholte sich der Kurs nicht, obwohl der innere Wert der Fondsanteile laut der CS per Ende Juni bei rund 100 Fr. gelegen hatte. «In diesen Schätzwert der unabhängigen Bewerter sind die Folgen der ersten Covid-Welle bereits eingeflossen», sagt Ulrich Braun, der bei CS Asset Management für die Auflösung des CS REF Global zuständig ist. Dass sich der Börsenkurs des Fonds danach nicht mehr an diesen Schätzwert angenähert hat,

führt Braun auf die niedrigen Handelsumsätze zurück. Bereits wenige grössere Verkaufsaufträge hätten genügt, um den Kurs niedrig zu halten oder sogar weiter zu drücken, was uns zum zweiten Teil der Antwort führt.

Aufgrund der anhaltenden Kurschwäche und der grossen Differenz zum inneren Wert musste die Fondsleitung damit rechnen, dass Anleger ihre Anteile vor dem Jahresende an die Fondsgesellschaft zurückgeben werden. Dieses Recht räumen Immobilienfonds nach schweizerischem Recht den Anlegern ein. Ein Jahr später müssen sie dann ausgezahlt werden, und zwar nicht zum Börsenkurs, sondern zum dann geltenden Rücknahmepreis, der auf den von den unabhängigen Schätzern festgelegten Verkehrswerten basiert.

Kommt es zu Rückgaben, muss die Fondsgesellschaft zwölf Monate später über genug liquide Mittel verfügen. Reichen diese nicht aus, ist sie möglicherweise gezwungen, Liegenschaften zu verkaufen. Da dies oft nicht im günstigsten Moment und unter einem gewissen Zeitdruck geschieht, besteht die Ge-

fahr, dass sich in einer solchen Situation keine optimalen Preise erzielen lassen.

Beim CS REF Global kommt hinzu, dass er nur zwölf Objekte im Portfolio hält. Für einen global diversifizierten Immobilienfonds ist das nur knapp über den Mindestanforderungen, die bei zehn Objekten liegen. Ulrich Braun ist dennoch optimistisch, dass es für die Anleger zu sehr überschaubaren Verlusten kommen wird. «Der Liquidationserlös, der ihnen ab dem zweiten Quartal 2021 in mehreren Tranchen zufließen wird, wird auf einer noch durchzuführenden Schätzung des Verkehrswerts basieren. Zudem werden sie noch eine volle Jahresdividende erhalten sowie die bis zum Zeitpunkt der Übertragung aufgelaufenen Erträge.» Wichtig sei dabei, dass sowohl die Interessen der Anleger des CS REF Global als auch die des Credit Suisse Real Estate International, der die Immobilien übernehmen wird, gewahrt würden.

Um den Marktwert zu simulieren, werde dies üblicherweise mit drei unabhängigen Bewertungen sichergestellt, so Stephan Kloess. Der Immobilienexperte von KRE KloessRealEstate stützt auch

die Aussage von Braun: «Im aktuellen Marktumfeld werden Core-Objekte nicht mit Renditeabschlägen gehandelt, was deren Wert stützen sollte.»

Geht das Kalkül der Credit Suisse auf, werden die Anleger des Fonds zwar auf eine interessante Anlageidee verzichten müssen, denn der CS REF International ist für Retailanleger nicht zugänglich. Immerhin würden sie dann aber finanziell mit einem blauen Auge davonkommen.

Für Ausenstehende unverstänlich bleibt jedoch, wieso es der CS nicht gelungen ist, den CS REF Global in all den Jahren auf eine ausreichende Grösse zu bringen, so dass sein Kurs nicht von wenigen Verkaufsaufträgen in den Keller geschickt wird. Oder warum die Grossbank nicht ausreichend Kunden davon überzeugen konnte, dass sie Anteile an Immobilien mit einem üppigen Preisabschlag erwerben können, was sich dann kursstützend ausgewirkt hätte. Man kann es aber auch positiv sehen. Das, was Kritiker und mitunter auch Journalisten den Banken gerne unterstellen, hat hier nicht stattgefunden: dass sie ihren Kunden auf Teufel komm raus alles verkaufen.