

Aktientiming in der Finanzkrise

Mit Timing-Modellen hohe Verluste vermeiden – 100% in Aktien oder 100% in Festgeld investiert – Bewährte Alternative zur klassischen Kaufen-und-Halten-Strategie

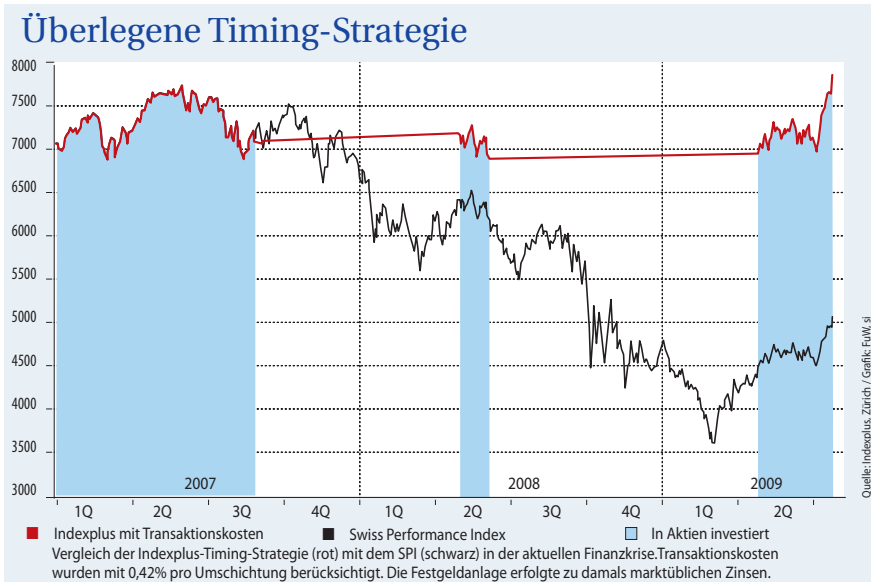
THOMAS KAMPS UND ROLAND RANZ

Aktientiming bildet den Gegenpol zum klassischen Kaufen und Halten von Aktien. Verfolgt man eine Timing-Strategie, ist man bei steigenden Kursen voll in Aktien investiert. Fällt hingegen die Börse, ist man idealerweise in einer festverzinslichen Anlage – Festgeld zum Beispiel – engagiert. So bestechend die Idee auch ist, so schwierig ist ihre Umsetzung: Wann soll man ein- und wann aussteigen? Im Folgenden werden zwei Timing-Ansätze vorgestellt und ihr Verhalten in der heutigen Finanzkrise aufgezeigt.

Ein einfaches Timing-Modell beruht auf gleitenden Durchschnittswerten. Durchbricht der Index den gleitenden 200-Tage-Durchschnitt (GD 200) von tiefen zu hohen Werten, kauft man, fällt er hingegen unter diesen Wert, verlässt man den Markt. Solche Timing-Strategien lassen sich auf den gängigen Finanzportalen im Internet verfolgen. Um ein «Flackern» des Timing zu vermeiden, wenn der Index um den GD 200 pendelt, wird ein Puffer von 1% ober- und unterhalb des GD 200 zwischengeschaltet.

Komplexe Strategien

Verfeinerte Timing-Strategien verwenden mehr Indikatoren und manche auch ökonomische Parameter. Aus Konjunkturdaten und Zinsen lassen sich mit einem einfachen Wirtschaftsmodell längerfristige Zusammenhänge zwischen Börse und Wirtschaft mit einbeziehen. Unser Indexplus-Timing-Modell verwendet eine solche Wirtschaftskomponente. Es handelt sich um ein analytisches Modell, das wir seit über fünf Jahren operativ einsetzen. Es berücksichtigt auch Transaktionskosten und weist durchschnittlich 1,3 Umschichtungen pro Jahr auf. Das Indexplus-



Timing-Modelle im Vergleich

Performance in %	2007	2008	2009 ¹	2007 bis 2009 ¹	Anzahl Umschichtungen
Swiss Performance Index	-0,05	-34,05	+11,42	-26,55	0
Einfaches Timing	-5,61	+2,05	+2,37	-1,39	8
Indexplus-Timing	+2,96	-2,68	+13,11	+13,34	4

¹ bis 30. Juli 2009

Quelle: Indexplus, Zürich

Modell ist entweder zu 100% in Aktien oder zu 100% in Festgeld investiert.

Die Schwere der Finanzkrise war zu Beginn keineswegs absehbar. Noch im August 2007 schätzte Fed-Chef Ben Bernanke den potenziellen Gesamtverlust der damaligen Subprime-Krise auf nur 50 Mrd. \$. Er sollte sich irren. Ein Hauptproblem des Timing ist, nicht zu früh wieder in den Markt einzusteigen. Kurze Erholungen, die aber keineswegs zu einer Wende führten, gab es mehrere. So beispielsweise im Oktober 2007 und im Frühling 2008, noch vor der Pleite von Lehman Brothers.

Am 26. März 2008 hatten wir zum zweiten Mal unsere Timing-Strategie in der «Finanz und Wirtschaft» (Nr. 24) vorgestellt. Das Schlimmste schien damals überstanden zu sein. Doch die Krise kam schubweise, und eine gewisse Trägheit des Timing-Modells zahlte sich aus. Andererseits braucht es auch Agilität. Nach einem Börsenausverkauf ziehen die Kurse oft rasch an. Ist das Modell zu träge, so springt man auf einen schnell fahrenden Zug auf. Eine gute Optimierung der Modelleinstellungen und die wirtschaftliche Modellkomponente bringen hier wichtige Vorteile.

«Cash-oder-Titel-Option à la Sarasin»

Übergang vom Nennwertprinzip zum Kapitaleinlageprinzip als Chance – Ausschüttungsmodell mit Zukunft

In seinem Artikel in der «Finanz und Wirtschaft» Nr. 59 vom 29. Juli hat Prof. Max Boemle die historischen Entwicklungen bei der Suche nach der optimalen Dividendenpolitik erläutert und dabei als jüngstes Ereignis auch die Coto vorgestellt, die die Bank Sarasin dieses Jahr entwickelt hat. Als Wermutstropfen dieses sinnvollen Ausschüttungsmodells wird die Nennwertreduktion beschrieben, die naturgemäss nur so lange möglich ist, wie eine Gesellschaft resp. ihre Aktien über entsprechenden Nennwert verfügen. Mit dem beschlossenen Übergang vom Nennwertprinzip zum Kapitaleinlageprinzip hat sich dieses Problem jedoch gelöst.

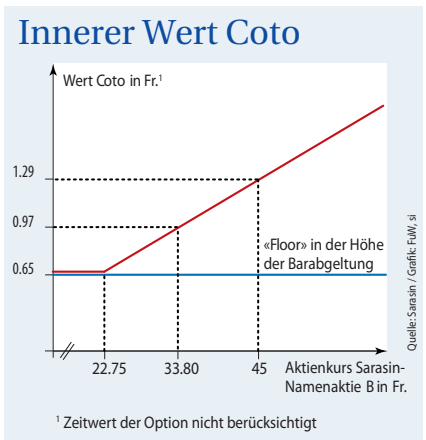
Eine Reform macht's möglich

Per 1. Januar 2011 wird das im Rahmen der Unternehmenssteuerreform II beschlossene Kapitaleinlageprinzip eingeführt, wonach die Rückzahlung von unmittelbar durch die Inhaber der Beteiligungsrechte geleisteten Einlagen, Aufgeldern und Zuschüssen gleich behandelt wird wie die Rückzahlung von Grund- oder Stammkapital, sofern die Einlagen nach dem 31. Dezember 1996 geleistet wurden und von der Kapitalgesellschaft in der Handelsbilanz auf einem gesonderten Konto ausgewiesen werden und die Gesellschaft jede Veränderung auf diesem Konto der Eidg. Steuerverwaltung meldet. Das heisst, dass solche Rückzahlungen verrechnungssteuerfrei erfolgen können und für Aktionäre mit Wohnsitz in der Schweiz, die die Aktien im Privatvermögen halten, einkommenssteuerfrei sind.

Wird nun eine steuerfreie Nennwertrückzahlung durchgeführt und nimmt der Aktionär über die Coto am Aktienbezug teil, wird der Gesellschaft das steuerfrei rückzahlbare Kapital wieder zugeführt – der Nennwertreduktion steht eine Erhöhung des Agios gegenüber –, und die Coto, wie sie von Sarasin entworfen wurde, wird auch in den Folgejahren möglich sein, allenfalls eben über eine Agiorückzahlung statt über eine Nennwertreduktion. Ein-

geschränkt wird das Modell einzig dadurch, dass mit jedem Bezug der Barabgeltung sich das steuerlich privilegiert rückzahlbare Kapital (Nennwert und Agio) definitiv reduziert.

Darstellung 1 zeigt die drei Handlungsoptionen, die die Coto dem Aktionär einräumt. Im Fall Sarasin berechnen 35 Coto zum Bezug einer neuen Aktie. Der innere Wert von 35 Coto entspricht somit im Falle der Option 1 dem Aktienkurs von 33,80 Fr. (nach Verwässerung durch Zuteilung Coto). Denselben Wert kann der Aktionär voraussichtlich realisieren, indem er 35 Coto an der Börse verkauft (Option 2). Dem steht eine Barabgeltung von 0,65 Fr. pro Coto bzw. 22,75 Fr. für 35 Coto gegenüber, falls der Aktionär die Barabgeltung



Handlungsoptionen Coto

Handlungsoptionen Coto	Beispiel Sarasin für 35 Coto ¹ in Fr.
Option 1: Recht auf Bezug von neuen Aktien	33,80 (innerer Wert)
Option 2: Verkauf der Coto über die Börse	33,80 (erwarteter Verkaufserlös)
Option 3: Recht auf Barabgeltung von der Gesellschaft	22,75 (Auszahlung Sarasin)

¹ Barabgeltung je Coto: 0,65 Fr.; Bezugsverhältnis 35 Coto: 1 neue Aktie; Aktienkurs: 33,80 Fr.
² Option 3 ist ökonomisch nur sinnvoll, sofern Aktienkurs unter 22,75 Fr. fällt (Discount von 32,7%)

Quelle: Sarasin

durch die Gesellschaft wählt (Option 3). Der Aktienkurs von Sarasin müsste somit mindestens 32,7% sinken (von 33,80 auf 22,75 Fr.), damit ein Aktionär die Barabgeltung von Sarasin verlangen würde. Darstellung 2 zeigt die Entwicklung des inneren Wertes der Coto in Abhängigkeit des Sarasin-Aktienkurses.

Die richtige Option wählen

Wie dargestellt, kann die Coto mehrmals eingesetzt werden, wenn die Aktionäre am Ende der Laufzeit die Option 1 wählen und nicht die Barabgeltung der Gesellschaft einfordern (Option 3). Somit ist die Coto primär für Wachstumsgesellschaften interessant, die ihr Kapital nicht ausschütten wollen, sondern beabsichtigen, es in profitable Projekte zu investieren. Durch ein entsprechend attraktives Bezugsverhältnis kann die Wahrscheinlichkeit des Eintritts der Barabgeltung verringert und das Kapital im Unternehmen behalten werden. Im Falle Sarasin müsste der Aktienkurs unter die Schwelle von 22,75 Fr. fallen. Somit ist zu erwarten, dass Sarasin das steuerlich privilegiert rückzahlbare Kapital erhalten bleibt und eine neuerliche Ausgabe von Coto auch in den kommenden Jahren möglich ist.

Obwohl die Barabgeltung durch die Gesellschaft zum heutigen Zeitpunkt aus Sicht des Aktionärs unattraktiv ist, bleibt den Aktionären während der Laufzeit mit dem Verkauf der Coto (Option 2) die Möglichkeit, einen Bargeldzufluss in der Höhe des Marktpreises der Coto zu erreichen. Der Marktpreis für die Coto lehnt sich direkt an die Höhe des Aktienkurses an (vgl. Darstellung 2).

Die Coto kann auch als Kapitalbeschaffungsinstrument genutzt werden. Dabei wird das Bezugsverhältnis ebenfalls so ausgestaltet, dass die Barabgeltung der Gesellschaft nur im Falle eines namhaften Kursrückgangs interessant wird (Discount). Solange der Aktienkurs über diesem Niveau liegt, kommt es nicht zur Auszahlung der Barabgeltung, son-

der zum Bezug neuer Aktien. Somit kann die Gesellschaft durch Selbstfinanzierung ihr Eigenkapital stärken. Das ist gerade in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld eine reizvolle Struktur, da die Gesellschaft auf eine aufwendige Beanspruchung des Kapitalmarktes in Verbindung mit der Suche neuer Investoren verzichten kann. Die Barabgeltung durch die Gesellschaft wirkt bei rückläufigen Kursen kurstützend und hilft die sonst übliche Volatilität des Aktienkurses während der Durchführung von Kapitalmassnahmen zu reduzieren.

Timing-Modelle im Test

Die Finanzkrise bot den Timing-Strategien ausreichend Gelegenheit, ihre Tauglichkeit zu beweisen. Das Indexplus-Timing-Modell hat den Aktienmarkt bereits am 29. August 2007 verlassen, wie die Grafik zeigt. Anschliessend blieb das Modell aufgrund der konjunkturellen Abschwächung konsequent im Festgeld.

Und was hätte das einfache Modell gemacht, das auf Basis des GD 200 handelt? Es hätte schon Ende Juli 2007, als die Börsen erstmals kräftig auf die heraufziehende amerikanische Hypothekenkrise reagierten, ins Festgeld gewechselt. Das Modell wäre aber Anfang August 2007 für nur zwei Tage (!) wieder an der Börse eingestiegen. Auch während der Zwischenherholung der Märkte im Oktober 2007 war es erneut etwa drei Wochen investiert, was zu einem Verlust geführt hätte. Das einfache Timing-Modell wäre jetzt auch wieder im Aktienmarkt, aber erst seit Mitte Juni 2009 und unterbrochen von einer einwöchigen Absicherungsphase ab dem 17. Juni.

Die Renditen der Modelle und des Swiss Performance Index (SPI) sind zusammen mit der Umschichtungshäufigkeit in der Tabelle dargestellt. Für die Anzahl Umschichtungen wurden Käufe und Verkäufe einzeln gezählt.

Mit beiden Timing-Modellen lassen sich hohe Kursverluste in Krisenzeiten vermeiden. Liegt indes kein eindeutiger Börsentrend vor, stösst das einfache Timing-Modell rasch an seine Grenzen. So stieg es in der Seitwärtsbewegung Mitte August 2007 überflüssigerweise wieder in den Markt ein, ebenso wie es mit der neutralen Kursentwicklung von Mitte Juni 2009 nicht zurechtkommt. Fällt die Börse stetig, realisiert man wie 2008 eine sichere Festgeldrendite.

Grenzen des Markttiming

Von Anfang 2007 bis Ende Juli 2009 hat das einfache Modell achtmal umgeschichtet, während das Indexplus-Timing-Modell im selben Zeitraum nur viermal die Finanzinstrumente gewechselt hat. Letzteres ist dank seiner Wirtschaftskomponente und der aufwendigen Optimierung mit Artificial Intelligence stabiler und effizienter. Wesentlich ist, dass beide Modelle zu den Höhepunkten der Krise, als grosser Verkaufsdruck herrschte, nicht mehr im Markt waren.

Dennoch hat das Timing Grenzen. Den Tiefstwert zum Einsteigen erreicht man fast nie. Timing-Modelle besitzen eine inhärente Trägheit. Sie schützen vor dem vorschnellen Einstieg in einem Bärenmarktrally, aber sie vergibt auch Gewinnchancen. Es hat sich als vorteilhaft erwiesen, dem Börsentrend erst zu folgen, wenn er eine minimale Nachhaltigkeit aufweist. Das Timing-Modell mit Wirtschaftskomponente und guter Optimierung ist ein einfaches und robustes Instrument, das dem Investor eine verständliche, transparente Anlagemöglichkeit mit Schutz vor grossen Verlusten bietet.

Thomas Kamps und Dr. Roland Ranz, Gründer und Partner, Indexplus, Zürich.

Literatur

Aspekte der Regelüberwachung

Monika Roth (Hrsg.)

Der Steuerstreit der UBS mit den amerikanischen Behörden hat verdeutlicht, wie wichtig es für ein Unternehmen ist, eine gut funktionierende Compliance zu haben, denn sie umfasst die Überwachung von gesetzlichen wie auch gesellschaftlichen Regeln. Das 2009 von Rechtsanwältin und Dozentin Monika Roth herausgegebene Buch umfasst achtzehn Beiträge verschiedener Autoren aus Wissenschaft und Praxis und ist thematisch breit gefächert. So werden unter anderem Gefahren und Risiken bei grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen, der Datenschutz als Teil der Compliance, die Rolle der Finanzintermediäre bei der Bekämpfung von Korruption oder auch die Sorgfaltspflichten beim Kunstkauf näher beleuchtet. Inhaltlich finden sich sowohl theoretische Erläuterungen zu (neuen) Gesetzestexten als auch praxisrelevante Empfehlungen und Beispiele. So ist für jeden etwas dabei, der sich näher mit ausgewählten Aspekten der Compliance befassen möchte. «Close up on Compliance. Recht, Moral und Risiken – Nahaufnahmen zu Compliance Management und Governance-Fragen», Verlag Dike, Zürich, 312 Seiten, 78 Fr., ISBN 978-3-03751-182-4.

Leserbrief

Ersatzwahl Bundesrat

- a) **Partei:** Auf jeden Fall FDP; als Koller und Cotti zurücktraten, folgte selbstverständlich zwei Mal die CVP; daher ist es auch heute geradezu anmassend, einen CVP oder sogar einen Grünen zu wählen.
- b) **Politische Ausrichtung:** Rechts, Richtung SVP.
- c) **Geschlecht:** Männlich, drei Damen sind schon oberste Grenze!
- d) **Fachkenntnisse:** Medizinisches Umfeld wäre sicher nützlich.
- e) **Führungsqualitäten:** Analog Blocher, «intelligent», mutig, aber besseres kollegiales Verhalten! **MARTIN HOCH**, Regensdorf

Jürg Brand und Matthias Spiess, Corporate Finance, Bank Sarasin, Hans-Peter Mark, Steuern, BDO Visura.