




Zur Wochenmitte gibt der Schweizer Bondmarkt einen guten Teil seiner jüngsten Kursgewinne wieder ab **SEITE 34**

SMI   
8578,68 -0.68%

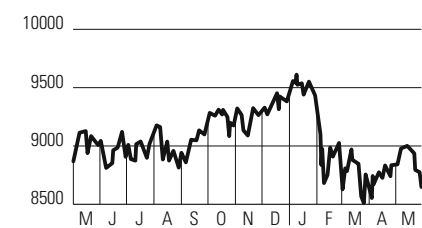
Euro/Fr.   
1,1539 0.88%

Gold (\$/oz.)   
1301,80 0.22%

Erdöl (Brent)   
77,89 3.25%

## AKTIENMÄRKTE

## SMI



	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.	% 30.05.	absolut 30.05.
(22.13 Uhr)				

Europa	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.	% 30.05.	absolut 30.05.
SMI	8637.20	8578.68	-0.68	-58.52
SPI	10353.03	10289.04	-0.62	-63.99
ATX	3331.66	3362.46	0.92	30.80
DAX	12666.51	12783.76	0.93	117.25
CAC 40	5438.06	5427.35	-0.20	-10.71
S&P UK	1535.16	1546.99	0.77	11.83
Euro Stoxx 50	3428.14	3441.19	0.38	13.05
Stoxx Europe 50	3068.12	3076.64	0.28	8.52

Amerika	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.	% 30.05.	absolut 30.05.
Dow Jones	24361.45	24667.78	1.26	306.33
S&P 500	2689.86	2724.01	1.27	34.15
Nasdaq	7396.59	7462.45	0.89	65.86
S&P TSX	15922.61	16046.12	0.78	123.51
Mexiko IPC	44647.37	44626.42	-0.05	-20.95
Bovespa	76071.97	76817.79	0.98	745.82
Merval	28389.22	28401.60	0.04	12.38

Asien und Afrika	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.	% 30.05.	absolut 30.05.
Nikkei 225	22358.43	22018.52	-1.52	-339.91
Hang Seng	30485.97	30068.44	-1.37	-417.53
Shanghai Comp.	3120.47	3041.65	-2.53	-78.83
Indien BSE	34949.24	34906.11	-0.12	-43.13
S&P ASX 200	6013.60	5984.70	-0.48	-28.90
S&P SA 50	2858.58	2846.38	-0.43	-12.20

## Klumpenrisiken an Mailands Börse

Wenige Branchen dominieren das Marktgeschehen und bereiten Sorgen

Zwei Banken sowie der Versorger Enel und die Erdölgesellschaft Eni machen gegen 45% des italienischen Leitindex FTSE MIB 40 aus. Die Bankaktien sind jetzt ein Problem.

CLAUDIA GABRIEL

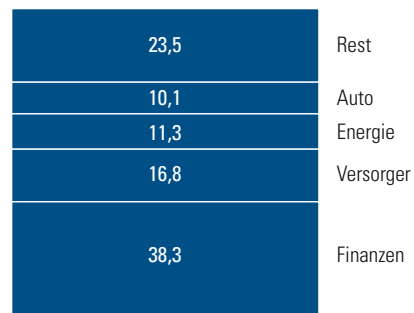
Ferrari, Fiat, Gucci, Luxottica, Moncler, Campari, Salvatore Ferragamo... Wer an italienische Aktien denkt, kann leicht in Träume von Schönheit und Luxus verfallen. Doch leider ist die Realität an der Börse Mailand eine andere. Zwar sind die Titel all der genannten Firmen dort kotiert. Doch die Namen für das Schöne im Leben machen bloss rund 15% des Leitindex FTSE MIB 40 aus. Dominiert wird der Index von Titeln, die eindeutig weniger «sexy» und unter den derzeitigen Umständen sogar teilweise heikel sind.

### Fragen zum Börsenmärchen

Gegen 40% des Indexes bestehen aus Finanzaktien (Intesa Sanpaolo und Unicredit machen je rund 11% aus). Laut Analytikern haben Italiens Banken zwar die Altlasten auf ihren Bilanzen aus der Zeit der Finanzkrise vor zehn Jahren ein Stück weit bereinigt, doch es bleibt auch noch etliches zu tun. Das Unterfangen kommt nicht zuletzt darum bloss schleppend voran, weil etliche Banken traditionell Grossaktionäre haben, die z. B. über

### FTSE-MIB-40 Index

Sektorenaufteilung, in %



QUELLE: FTSE RUSSELL NZZ-Infografik/jok.

Stiftungen den Regionen und den Kommunen nahestehen, und darum nicht alle Institute immer frei von politischen Interessen agieren können. Die anziehende Konjunktur hat jüngst bei den Aufräumarbeiten geholfen. Die Anleger haben es honoriert.

Etwas höhere Zinsen sind zunächst gut für die Institute, die vor allem vom einheimischen Kreditgeschäft leben, denn das ermöglicht ihnen eine Ausweitung der Zinsmarge. Sollten allerdings deutlich höhere Zinsen und/oder weitere Unsicherheiten um einen Verbleib Italiens in der Euro-Zone die Wirtschaft lähmen, wäre das reines Gift für die Aktienkurse. So haben die politischen Probleme Italiens Bankaktien praktisch über Nacht von einer Restrukturierungs-Börsenstory zu einem potenziellen Problemfall gemacht. Der zweitgrösste Sektor im Index mit fast 17% sind die Ver-

sorger, wobei die Enel allein rund 11% am Index ausmacht. Im Krisenfall stellt sich die Frage, wie hoch solche Firmen verschuldet sind. Wichtig ist auch die Energiebranche – sie besteht praktisch nur aus den Titeln der Erdölgesellschaft Eni mit rund 11% Gewicht.

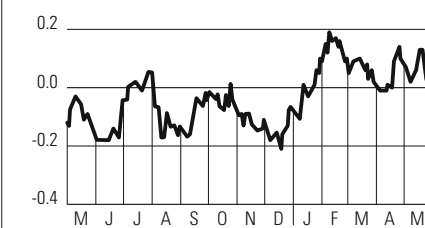
Die grössten zehn Titel an Italiens Börse machen gegen 70% des Indexes aus. Es handelt sich ausser den genannten grossen vier um die Aktien von Fiat Chrysler und Ferrari, des Versicherers Generali, des Autobahnbetreibers Atlantia, des niederländischen Halbleiterunternehmens STMicroelectronics und von CNH Industrial, der Land- und Baumaschinen-Tochtergesellschaft von Fiat, die mit Case und New Holland fusioniert wurde.

### ETF liefern, was im Index ist

Anleger, die in einen der rund zehn in der Schweiz erhältlichen Italien-Aktien-Fonds investiert haben, sollten bei ihrem Berater nachfragen, wozu der Fonds wirklich investiert. Fonds, die ihre Investments «von Hand» auswählen, können in ihrem Portfolio andere Akzente gesetzt haben als der Index. Wer hingegen über einen der beiden in der Schweiz gehandelten Exchange-Traded Funds (ETF) in italienische Aktien investiert, erhält innerhalb seiner ETF-Anteile gnadenlos das geliefert, was den Index ausmacht: also gegen 40% Finanzaktien. Auf der Website des ETF-Anbieters (hier iShares und Comstage) lässt sich nachschauen, wozu der ETF genau investiert hat.

## GELD- UND KAPITALMÄRKTE

## Schweiz (10-j.)

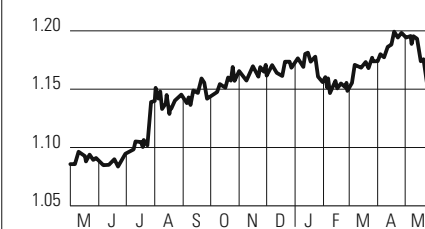


	Schluss 2017	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.
(22.13 Uhr)			

Bond-Indizes (3 Monate, Vortag)	Schluss 2017	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.
Swiss-Bond-Index (SIX)	136.41	136.09	135.73
Repo-Index (Raiff.)	150.48	149.98	149.46
Liquid-Swiss-L. (CS)	172.21	171.41	171.33
Geldmarkt (3 Monate, Vortag)			
Franken-Libor	-0.7462	gs.	-0.7358
Euro-Libor	-0.3847	gs.	-0.3513
Dollar-Libor	1.6943	gs.	2.3072
Yen-Libor	-0.0242	gs.	-0.0148
Kapitalmarkt (10-jährige Staatsanleihen)			
Schweiz	-0.07%	-0.06%	-0.12%
Deutschland	0.43%	0.32%	0.33%
Grossbritannien	1.19%	1.25%	1.22%
USA	2.42%	2.86%	2.83%
Japan	0.04%	0.03%	0.03%

## DEISENMÄRKTE

## Euro in Franken

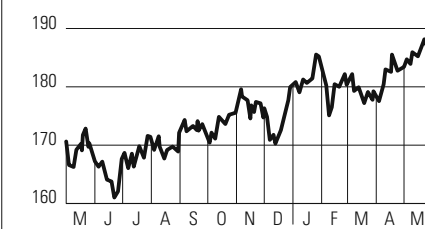


	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.	% 30.05.	absolut 30.05.
(22.13 Uhr)				

Franken	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.	% 30.05.	absolut 30.05.
in Euro	0.8743	0.8667	-0.88	-0.0077
in Pfund	0.7613	0.7610	-0.03	-0.0003
in Dollar	1.0093	1.0108	0.16	0.0016
in Yen	109.62	110.07	0.41	0.4477
Euro				
in Franken	1.1438	1.1539	0.88	0.0101
in Pfund	0.8707	0.8781	0.85	0.0074
in Dollar	1.1544	1.1662	1.02	0.0118
in Yen	125.38	127.01	1.30	1.6251
Dollar				
in Franken	0.9911	0.9893	-0.18	-0.0017
in Euro	0.8663	0.8574	-1.03	-0.0089
in Pfund	0.7543	0.7529	-0.19	-0.0014
in Yen	108.58	108.90	0.29	0.3140

## ROHWARENMÄRKTE

## Bloomberg Commodity Index



	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.	% 30.05.	abs. 30.05.
(22.13 Uhr)				

Energie	Schluss 29.05.	Schluss 30.05.	% 30.05.	abs. 30.05.
Erdöl ICE, Brent, \$/Barrel	75.44	77.89	3.25	2.45
Erdöl ICE, WTI, \$/Barrel	66.91	68.36	2.17	1.45
Erdgas Nymex, \$/mmBtu	2.9010	2.8940	-0.24	-0.01
Edelmetalle				
Gold Comex, \$/oz.	1299.00	1301.80	0.22	2.80
Silber UBS, \$/oz.	16.47	16.41	-0.36	-0.06
Platin UBS, \$/oz.	907.00	905.50	-0.17	-1.50
Palladium UBS, \$/oz.	982.50	979.00	-0.36	-3.50
Industriemetalle				
Kupfer Grade A, LME, \$/t	6841.25	6809.50	-0.46	-31.75
Aluminium hg, LME, \$/t	2259.75	2265.00	0.23	5.25
Nickel LME, \$/t	14875.00	14865.00	-0.07	-10.00
Agrargüter				
Weizen CBOT, \$/bu	536.50	522.75	-2.56	-13.75
Kakao Liffe, \$/t	1815.00	1823.00	0.44	8.00
Kaffee Liffe, \$/t	1740.00	1731.00	-0.52	-9.00
Zucker Nr.11, CSCE, \$/lb	12.44	12.54	0.80	0.10
Orangensaft ICE, \$/lb	168.50	163.05	-3.23	-5.45
Sojabohnen CBOT, \$/bu	1030.50	1021.00	-0.92	-9.50
Baumwolle ICE-US, \$/lb	93.21	92.50	-0.76	-0.71

## Wie sich die Aktienanalyse heute finanziert

Nach dem Wegfall der Quersubventionierung wegen neuer Regeln muss sich das Research selbständig aufstellen

WERNER GRUNDELEHNER

Der Vertrieb der Aktienanalyse ist seit Anfang Jahr in der EU neu geregelt. Hat dies an der Qualität des Research oder am Verhalten der Investoren etwas geändert? Mit der EU-Richtlinie Mifid II wurden per 1. Januar die Gebühren für die Bereiche Handel, Abwicklung und Research entbündelt und müssen dem Kunden separat in Rechnung gestellt werden. Bisher waren diese in einer Gesamtgebühr der Banken für die Ausführung von Wertpapiertransaktionen enthalten. Die Finanzinstitute publizierten zuvor vermeintlich «kostenlose» Analysen, um ihre Kunden zu Investitionen zu bewegen. Noch ist nicht klar, wie die zukünftige Lösung für die Schweiz mit dem neuen Fidleg aussehen wird.

Den Mifid-Vorgaben begegnen die Asset-Manager, indem sie die Kosten für das Research selbst übernehmen. Damit rücken neben Transparenz auch Effizienz und Qualitätsanspruch in den Vordergrund. Konsequenterweise sind viele Dienste der Investmentbanken und ihrer Brokerhäuser in den vergangenen Monaten abbestellt worden, wenn zuständige Portfoliomanager keinen konkreten Nutzen darin erkennen konnten. Unabhängige Research-Anbieter werden zukünftig bei Asset-Managern an Bedeutung gewinnen. Analytiker müssen aber flexibler werden und bedarfsorientierter produzieren. Mit der Kommentierung, wie die Zahlen eines Unternehmens relativ zu Konsens und Historie ausgefallen sind, wird man keinen Blumentopf mehr gewinnen.

### Wenig Analyse, wenig Umsatz

Mit einer Entbündelung der Gebühren für Research auf die gleiche Art wie in Mifid II rechnen die meisten Experten für die Schweiz mit dem Fidleg nicht.

Um eine vermehrte Kostentransparenz werden aber auch die Schweizer Finanzinstitute nicht herumkommen. Die grossen Institute hierzulande haben ihre Angebote bereits «Mifid-konform» gemacht. Die Trennung von Transaktionen und Analyse ist einer der Gründe, dass sich viele Banken aus dem Investment-Research zurückgezogen haben. Das wird vor allem für mittelgrosse und kleine kotierte Unternehmen zum Problem. Sie werden teilweise gar nicht mehr durch Analytiker abgedeckt. Das führt zu weniger Aufmerksamkeit und in der Folge zu weniger Handelsumsätzen und Liquidität.

### «Wie ein Buchhalter»

Verschiedene Anbieter versuchen diese Informationsknappheit zu beheben. Firmen zahlen unabhängige Research-Institute dafür, dass sie das Unternehmen analysieren, um weiterhin Research-Material im Markt streuen zu können. Etwa für kleine Schweizer Biotech-Unternehmen ist ValuationLab aus Wollerau meist die einzige Quelle für «unabhängige» Analysen. Sein Unternehmen sei nie im Verdacht gestanden, Public-Relations-Texte zu liefern, weil er mit noch nie da gewesener Sichtbarkeit zeige, wie er den fundamentalen Unternehmenswert berechne, sagt Gründer Bob Pooler. Sein Unternehmen gibt auch keine Kauf- oder Verkaufsempfehlung aus, sondern beschränkt sich auf die Berechnung des Unternehmenswerts anhand der Lebenszyklen der Produkte und des diskontierten Cashflows. Er sehe sich als ein Buchhalter, sagt Bob Pooler, der auch von einer Gesellschaft bezahlt werde, aber nach festen Regeln für Investoren und Unternehmen die Entwicklung der Firma festhalte.

Andere Unternehmen wie etwa Research Partners aus Zürich haben sich

darauf spezialisiert, Anleger mit unabhängigem Firmen-Research gegen Bezahlung zu versorgen. Zu ihren Kunden gehören unabhängige Vermögensverwalter, Family-Offices, Fonds sowie regionale, private und internationale Banken, wie das Analysehaus bestätigt. Aus dem Universum der Mid- und Small-Cap-Unternehmen haben sich die Banken bereits stark zurückgezogen. Durch die Bezahlung des Research sei der Qualitätsanspruch der Kunden gestiegen, sagt Managing Partner Martin Coninx. «Bestehen können wir nur mit erstklassigem Research», fügt er an. Es sei zudem nicht nur die Regulierung, die Kunden bringe: Das Unternehmen habe etliche Kunden, die nicht Mifid-reguliert seien, die für unabhängiges Research, das frei von Interessenkonflikten sei und einen umfassenden Analyse-Service biete, gerne bezahlten.

Ein Unternehmen, das neu an die Börse geht, muss sich für die ersten Jahre auf dem Parkett keine Sorge um die Analytiker-Abdeckung machen. Die Banken, die den Börsengang begleiten und begleiten das Unternehmen in der Regel noch einige Jahre weiter. Ein Investmentbanker weist aber darauf hin, dass der erste, umfassende IPO-Research-Bericht weder Empfehlung noch Kursziel enthalte, sondern vielmehr die Grundlage für die Roadshow sei. Er könne sich zudem an Fälle erinnern, in denen die erste Analyse nach dem IPO keine Kaufempfehlung gewesen sei.

Viele Investoren – gerade Privatanleger – wollen durch «Gratis»-Research zu Anlageinformationen kommen. Würden die Qualität und die Unabhängigkeit bereits bei Brokern kritisiert, die ihre Analysen durch den Handelsumsatz finanzierten, sind sie bei diesem kostenlosen Research erst recht ein Problem. Dies

bekam vor kurzem das erst seit wenigen Wochen kotierte Schweizer Unternehmen Asmworld (ASW) zu spüren.

Völlig unkritische Analysen haben bei ASW, das sich als «Facebook für Reiche» anpreist, die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) auf den Plan gerufen. Diese warnte vor Kaufempfehlungen auf der Website Aktiencheck.de. Die Bafin habe Anhaltspunkte, dass im Rahmen der Empfehlungen irreführende Angaben gemacht oder bestehende Interessenkonflikte pflichtwidrig verschwiegen würde.

### Interessenkonflikte bleiben

Auf auf der Homepage Aktiencheck.de laufe eine schönfärbische Push-Kampagne für die ASW-Aktien, die nicht vom Unternehmen komme, rechtfertigt sich ASW. Die Firma habe versucht, die kurstreibende Kampagne zu stoppen, habe aber keine Kontrolle darüber. Aktiencheck.de ist ein Sammelsurium von oft dubiosen und euphorischen Börsenbrief-Empfehlungen. Die Site fasst zusammen, was gratis an Aktien-Research zu haben ist. Es tauchen aber auch Einschätzungen von seriösen Schweizer Privatbanken auf.

Doch auch «seriöse» Banken liefern nicht immer ebensolche Analysen. Eine deutsche Website beschrieb jüngst, wie die Berenberg Bank zu einem aussergewöhnlich hohen Kursziel für die Software-Firma RIB kam. Die Antwort liegt laut Verfasser des Berichts im Disclaimer, dort steht nämlich, dass die Bank in den vergangenen Monaten eine Kapitalerhöhung für RIB durchgeführt habe, für Investment-Banking-Dienstleistungen bezahlt werde, einen Anteil von mindestens 5% an dem Unternehmen halte und als Market-Maker für die Software-Firma tätig sei.