



University of Zurich  
Zurich Open Repository and Archive

Winterthurerstr. 190  
CH-8057 Zurich  
<http://www.zora.uzh.ch>

---

*Year: 2011*

---

## Vom Wissen und Glauben

Hens, T

Hens, T. Vom Wissen und Glauben. In: Finanz und Wirtschaft, 4, 15 January 2011, p.1.  
Postprint available at:  
<http://www.zora.uzh.ch>

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich.  
<http://www.zora.uzh.ch>

Originally published at:  
Finanz und Wirtschaft, 4, 15 January 2011, p.1.



Samstag, 15. Januar 2011

Nr. 4 / 84. Jahrgang

Fr. 5.- | € 4.- (im Ausland)

redaktion@fuw.ch | verlag@fuw.ch  
abo-zeitungen@tamedia.ch  
AZ 8021 Zürich, Telefon 044 298 35 35  
Abo-Service 044 404 65 55  
Fax Redaktion 044 298 35 50  
Fax Verlag 044 298 35 00  
Fax Abo-Service 044 404 69 24  
[www.fuw.ch](http://www.fuw.ch)

# FINANZ und WIRTSCHAFT

## «Börse sieht nicht alle Chancen»

ROLAND KÜPFER

CEO Citor Technologies

□ Herr Küpfer, seit Anfang November werden überdurchschnittlich hohe Volumen in Citor registriert. Wer verkauft? Einige Investoren realisieren Gewinnmitnahmen. Einige Altaktionäre haben ihre Beteiligung reduziert, um andere Investments eingehen zu können.

□ Gibt es Veränderungen im Aktionariat? Meldepflichtige Schwellen wurden nicht überschritten. Mich freut, dass einige Kerninvestoren Aktien zugekauft haben. Wichtig für mich ist zudem, dass der langfristig investierte Ankeraktionär HEB Swiss Investment seine Beteiligung unverändert gelassen hat.

□ Es muss Sie doch interessieren, wenn innerhalb von drei Monaten über 18% des Kapitals die Hand wechseln, nachdem zuvor kaum Titel im Handel waren. Citor hat sich in jüngster Zeit zu einem international ausgerichteten Unternehmen entwickelt. Dieser Wandel zieht andere Investoren an.

□ Der Kurs ist deutlich avanciert.

Wie interpretieren Sie das?

Seit gut einem Jahr erfüllt Citor die in Aussicht gestellten Veränderungen. Der Kapitalmarkt hat entsprechend freundlich reagiert. Der tiefe Euro belastet zwar das Ergebnis, doch trotzdem werden wir die Erwartungen der Investoren erfüllen.

□ Gibt es für den Investor relevante Entwicklungen im Hintergrund? Stehen Akquisitionen unmittelbar bevor?

Akquisitionen gehören zu unserer Triadenstrategie. Sie basiert auf organischem Wachstum, Akquisitionen sowie einem steigenden Umsatz mit grossvolumigen Projekten. In diesem Zusammenhang prüfen wir mögliche Unternehmenszukaufe. In den USA beziehen sie sich in erster Linie auf die Akquisition neuer Technologien. In Asien wollen wir weitere Marktsegmente zukaufen sowie die Kapazitäten erweitern.

□ Wie entwickeln sich die Projekte in China?

China ist höchst interessant für Citor. Der lokale Markt hat sich gewaltig gewandelt. Neben den Giganten der Elektronikindustrie braucht China im Produzentenmarkt jetzt vermehrt Unternehmen mit unserem Geschäftsmodell. Mittlere und grössere Gesellschaften suchen Partner wie Citor, die über spezialisierte Produktionstechnologien verfügen.

□ Offenbar positioniert sich Citor auch im Geschäft mit Kreditkarten. Was sind die Pläne?

Die Dünnfilmtechnologie von Citor lässt interessante neue Möglichkeiten zu, die unter anderem in Kreditkarten zur Anwendung kommen.

□ Welche Umsatzvolumen sind dort absehbar – 10 Mio. oder 50 Mio. Fr.? Ein solcher Umsatz ist möglich. Entscheidend ist dabei, welcher Systemintegrator unsere Technologie einsetzt.

□ Die Fabrik in Boudry steht mitten in einem Wandel.

Die Einheit Boudry hat sich in den letzten vierzehn Monaten mit einigen langfristigen Qualifikationsprojekten befasst, die jetzt erste Erfolge zeigen. Im Medizinbereich haben wir anspruchsvolle Produkte etabliert. Daneben arbeiten wir an einer

## Vom Wissen und Glauben

Es gibt wissende und glaubende Anleger. Die wissenden können von den glaubenden Investoren profitieren. Die Jahresausblicke liefern dazu wertvolle Informationen. **THORSTEN HENS**

Stets um diese Jahreszeit üben wir uns darin, die Ereignisse des neuen Jahres vorauszu sehen und die Chancen und Risiken verschiedener Anlagen damit zu verknüpfen – aus Sicht der traditionellen Finanzmarkttheorie ein ziemlich unnützes Ritual. Denn gemäss dieser Theorie hat der Finanzmarkt sowieso schon alles in den Kursen vorweggenommen. Diese Sicht basiert auf dem weit verbreiteten Glaubenssatz der Effizienzmarkthypothese. Ihn hat Eugene Fama in den Siebzigerjahren als letzte Konsequenz der Rationalität jedes Anlegers, sozusagen als Idealbild eines Finanzmarktes, postuliert.

Die Realität sieht leider anders aus. Die Kurse von Wertanlagen ergeben sich aus den vielfältigen Überlegungen von Millionen von Investoren, die direkt über Medien und indirekt über Kurse miteinander kommunizieren. Der wissende Anleger unterscheidet sich vom glaubenden dadurch, dass er diese Kommunikation versteht.

### Effizient oder nicht?

Der Kurs ist die mittlere Erwartung der Investoren, wobei der Mittelwert von der Vermögensgrösse gebildet wird. Die Meinung eines vermögenden hat mehr Gewicht als die eines klugen, aber relativ armen Anlegers. Ein Jahresausblick liefert dem wissenden Investor deshalb wertvolle Informationen. Erstens kann er die verschiedenen Meinungen damit nach ihrer Plausibilität gewichtet mitteln und ziemlich sicher sein, dass der erwähnte Mittlungsprozess nach Vermögen davon abweicht. Zweitens kann er durch Vergleich mit den Kursen abschätzen, ob die so ermittelte Meinung, wie die Effizienzmarkthypothese behauptet, schon eingepreist ist. Dazu bedarf es eines gewissen Know-how, das wegen der Doktrin der Effizienzmarkthypothese leider nicht sehr verbreitet ist. Drittens kann der wissende Investor – selbst wenn er keine eigene Meinung bilden will – überprüfen, ob die Markterwartung typische Abweichungen (Biases) hat, und darauf setzen, dass sich der Bias auch in der Zukunft zeigen wird.

Die einfachste Anwendung dieses Know-how kann auf ein Thema bezogen werden, das für die kommenden Jahre zentral für jeden Anleger ist: Gibt es eher Inflation oder Deflation? Aus dem Renditevergleich von Staatsanleihen ohne und mit Inflationsschutz (Tips) ergibt sich die Inflationserwartung des Kapitalmarktes. Zurzeit liegt sie für die kommenden fünf Jahre für die USA und für Europa unter 2%. Der wissende Investor kann dann seine eigenen Inflationserwartungen mithilfe von Jahresausblicken bilden und sich relativ zum Markt positionieren.

Falls er sich das nicht zutraut, kann er untersuchen, ob die Markterwartung sys-

tematische Biases hat. Leider gibt es Tips erst seit ein paar Jahren, sodass noch nicht klar ist, ob die so gebildete Markterwartung tendenziell zu tief oder zu hoch ist. Eine bekannte systematische Fehleinschätzung des Kapitalmarktes ist aber der Forward Rate Bias. Darunter versteht man, dass die gemäss der Zinsstrukturkurve erwarteten zukünftigen Zinsen in Zeiten steigender Zinsen (wie in Europa 2005 bis 2008) tendenziell zu tief und in Zeiten fallender Zinsen (2008 bis 2010) zu hoch sind. Da Regimes steigender bzw. fallender Zinsen relativ leicht beobachtbar

Statt vor der Effizienzmarkthypothese zu kapitulieren, kann der wissende Anleger das dreistufige Vorgehen auch auf die Börse anwenden. So kann man aus den für die nächsten Jahre gebildeten Analystengewinnsschätzungen abdiskontiert auf die Gegenwart die vom Markt erwartete Überrendite auf Aktien über risikolose Staatsobligationen berechnen. Im Normalfall ist sie zwischen 2 und 4%. In Europa betrug sie Ende 1999 jedoch nur 1% und Anfang 2009 sogar 7%.

Wiederum kann der wissende Investor dann seine eigene Meinung – etwa mit



Die Inflationserwartungen laufen der Realität eher hinterher und sind im aktuellen Fall zu niedrig.

THORSTEN HENS

sond, gibt der Forward Rate Bias wichtige Hinweise auf die Erwartungsbildung auf dem Kapitalmarkt. Gemäss dem Forward Rate Bias hinken die Erwartungen der Realität hinterher. Es liegt deshalb nahe zu vermuten, dass auch die Inflationserwartungen des Kapitalmarktes eher der Realität hinterherlaufen und im aktuellen Fall zu niedrig sind.

Ein anderes Beispiel aus dem Bereich des Kapitalmarktes ist der Zinsaufschlag auf Staatsanleihen von Ländern mit unsolider relativ zu solchen mit solider Haushaltspolitik. Da gilt folgende Rechenregel: Im Vergleich zu einem Land mit ausgeglichenem Budget muss ein Staat pro Prozentsatz Neuverschuldung 0,25 Prozentpunkte (Pp) mehr Zinsen zahlen. Zudem muss ein Staat, dessen Gesamtverschuldung mehr als 40% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) beträgt, für je 10% Schulden, die darüber hinausgehen, 0,4 Prozentpunkte mehr an Zinsen zahlen.

Nehmen wir Griechenland, so ergibt sich mit 125% Gesamtverschuldung des BIP und einer Neuverschuldung von 14% ein Zinsaufschlag von fast 7% Pp. Anders ausgedrückt: Falls der Zins, den ein solider Staat zahlen muss, 2% ist, so ist die Ausfallwahrscheinlichkeit, die der Kapitalmarkt für eine fünfjährige Anleihe mit 7% Zinsaufschlag annimmt, ungefähr 30%.

Der wissende Anleger kann diese Zahl mit seinen eigenen Erwartungen vergleichen und sich relativ zum Markt positionieren. Zudem zeigen Staatsbankrotte seit Jahrhunderten, dass die Zinsaufschläge, die der Kapitalmarkt bankrottgefährdeten Staaten aufbürdet, tendenziell zu hoch sind, sodass sich zumindest für einen nicht sonderlich risikooversen Investor daraus Renditechancen ergeben.

Jahresausblicken – bilden und sich dementsprechend relativ zum Markt positionieren. Falls dies zu schwierig ist, kann er auf die systematischen Biases des Aktienmarktes setzen. In diesem Fall stellt sich systematisch heraus, dass die vom Markt erwartete Überrendite auf Aktien ein Spiegel seiner Risikoaversion ist (Implied Equity Risk Premium).

### Wie am Konsummarkt

Die Risikoaversion des Marktes ist aber nicht vorausschauend, sondern eher durch die jüngste Vergangenheit geprägt. Nach einem Jahr wie 2008 ist sie wegen der hohen erlittenen Verluste zu hoch, sodass eine Implied Equity Risk Premium von 7% ein klares Kaufsignal ist, während sie nach einer langen Phase von steigenden Nationen sich auf welche Weine stützen. Die Effizienzmarktüberlegung «was teuer ist, ist auch gut» kommt nur den unwissenden Weintrinkern in den Sinn. In vino veritas – in pecunia fides?

Die meisten Anleger wenden das beschriebene dreistufige Vorgehen am Konsummarkt sehr wohl an. Kauft man einen Wein für einen bestimmten Anlass, so findet man relativ schnell heraus, welcher Jahrgang, welche Region und welche Traubensorte wie viel kostet. Ebenso sind wir gewohnt, die Meinung von Experten – etwa anhand von Weinlexika – heranzuziehen, und wir haben auch eigene Vorstellungen. Zudem kennt man die Biases im Weinmarkt – zum Beispiel welche neureichen Nationen sich auf welche Weine stützen. Die Effizienzmarktüberlegung «was teuer ist, ist auch gut» kommt nur den unwissenden Weintrinkern in den Sinn. In vino veritas – in pecunia fides?

Prof. Thorsten Hens, Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.

## Favoritenwechsel



Einiges spricht dafür, dass die Verlierer von 2010 (Banken, Pharma, Energie) die Gewinner 2011 sein werden. Die Erwartungen sind hier besonders tief. **SEITE 15**

## Aufregung

Der Sanitärtechnikkonzern Geberit hat die Erwartungen im Markt erfüllt, mehr nicht. Für mehr Aufregung als die ersten Zahlen

sorgte eine Personalie: CEO Albert M. Baehny soll auch das VR-Präsidium übernehmen. **SEITEN 13, 18**

## Gewinne sprudeln

Das Gewinnwachstum ist intakt, wie der Glanzabschluss von J. P. Morgan zeigt. Das ist auch ein gutes Omen für die US-Konjunktur. **SEITE 2**

## Gefährlich fest

Die Frankenstärke bremsst die Konjunktur, belastet viele Branchen und lässt nur wenige Industrien unbeschadet. Trotzdem gibt

es keine Gegenmittel, wie auch am «Währungsgipfel» in Bern bestätigt wurde. **SEITE 23**

## SNB-Verlust

Die Nationalbank leidet unter Währungsverlusten, hält vorderhand aber an der Ausschüttung an Bund, Kantone und Aktionäre fest. **SEITE 14**

## Derivate

Ihr Anteil am gesamten Depotvermögen stabilisiert sich. Zudem begann eine Kotierungswelle in pfandbesicherten Produkten. **SEITE 41**

## Geld und Brief

Nestlé Seite 3

## Aktienexposé

Calida Seite 13

Anzeigen

**Picard | Angst**

Profitieren Sie von der Outperformance des

**Picard Angst Commodity Index™**

Picard Angst Commodities AG  
Bahnhofstrasse 13–15, CH-8808 Pfäffikon SZ  
+41 (0)55 290 55 00 | [www.picardangst.ch](http://www.picardangst.ch)

Wer kann dem Alter schon ein Schnippchen schlagen

[www.bbibiotech.com](http://www.bbibiotech.com)

**Biotech**  
Bellevue Investments

Wissen schafft Werte

Seit über 100 Jahren verfolgt und analysiert der Wegelin Anlagekommentar das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Die älteste Privatbank der Schweiz nimmt das Jubiläum zum Anlass, die hauseigene Publikation einer historischen Untersuchung zu unterziehen und in den Kontext der jeweiligen Zeit zu stellen: [www.wegelin-anlagekommentar.ch](http://www.wegelin-anlagekommentar.ch)

**WEGELIN & Co.**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1741