

Invest

«Die Lage ist extrem besorgniserregend, es wird täglich schlimmer.»
Olli Rehn, EU-Vizekommissionspräsident

Das grosse Fressen

Aktien Das Übernahmekarussell dreht sich nach dem Verkauf von Sarasin weiter. Wo sich Anleger positionieren sollten.

URS AEBERLI

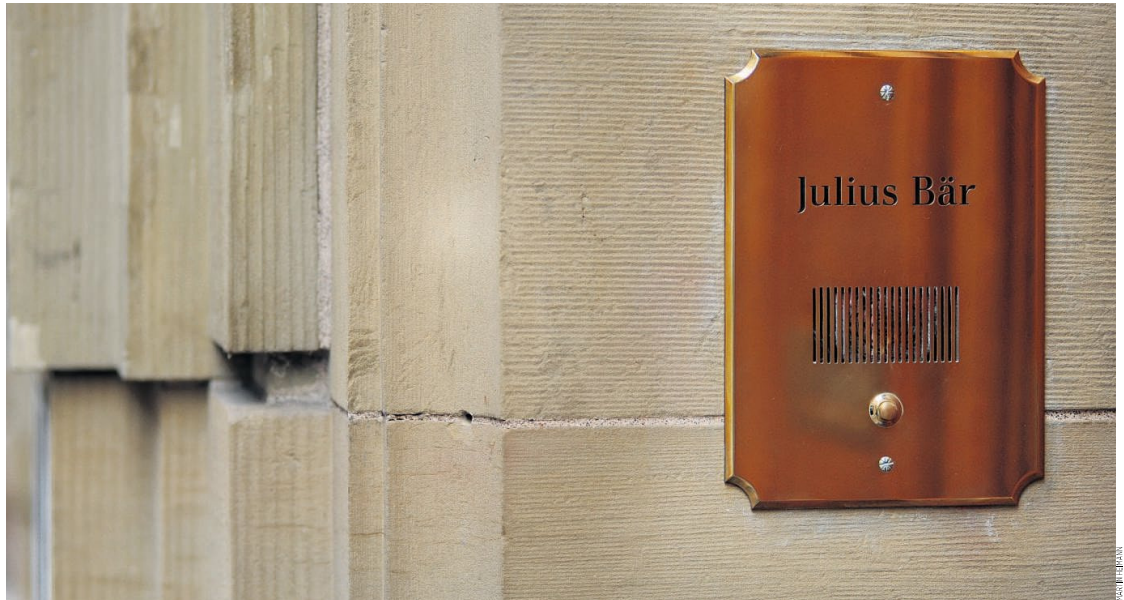
Für Sarasin-Aktionäre war es ein schwarzer Montag. Die Titel der Basler Privatbank fielen zeitweise 18 Prozent, nachdem die niederländische Rabobank den Verkauf der Mehrheit an die Sfra-Gruppe bekannt gegeben hatte (siehe Kursgrafik). Die Brasilianer bezahlten für das Paket 36 Franken je Aktie. Börsianer hätten sich deutlich mehr erhofft – Marktgerüchten zufolge wäre die am Bieterstreit beteiligte Zürcher Bank Julius Bär bereit gewesen, für jede Sarasin-Aktie bis zu 40 Franken zu zahlen.

Entsprechend legten die Bär-Valoren zu, als klar wurde, dass der womöglich teure Kauf doch nicht zustandekommt. Das höhere Gebot von Julius Bär mag sich aus den grösseren Kostensynergien erklären, die sich aus dem Zusammengehen von zwei führenden Schweizer Private-Banking-Anbietern ergeben hätten. Dabei wäre es zu einem einschneidenden Stellenabbau gekommen. «Die Rabobank dürfte sich wegen der Opposition von Sarasin-Mitarbeitern und -Management gegen Julius Bär entschieden haben», sagt Michael Schwaller, Finanzanalyst bei der Zürcher Kantonalbank.

Dem Bieterstreit um Sarasin könnten aber bald weitere folgen. «Das ist sicher nicht die letzte grössere Transaktion im Private Banking gewesen», sagt Klaus Kirchmayr. Er ist Mitgründer und Senior Partner der Beratungsfirma Millenium Associates, die auf Fusionen in der Finanzbranche spezialisiert ist. «Ich wette, dass in den nächsten zwei, drei Jahren noch die eine oder andere grössere Schweizer Privatbank durch einen Zusammenschluss verschwindet», so Kirchmayr.

Vontobel wäre die falsche Braut

Nicht von ungefähr heisst es deshalb bei Julius Bär: «Wir sind weiterhin an Übernahmen interessiert.» Eine Voraussetzung sei, dass die Akquisition strategisch Sinn mache, indem sich das Zielunternehmen auf Private Banking fokussiere. Damit ist klar, dass zum Beispiel Julius Bär und die Bank Vontobel nicht zusammenpassen. Bei Vontobel stammt nämlich weniger als ein Viertel des Vorsteuerertrags



Julius-Bär-Filiale: Die Privatbank hält nach weiteren Zielen Ausschau.

aus dem Private Banking; den Löwenanteil steuert das Investment Banking bei. Hinzu kommt, dass Vontobel stark auf schweizerische und deutsche Kunden fokussiert ist. «Julius Bär dagegen dürfte wohl eher an Kunden aus den Schwellenländern interessiert sein», sagt Schwaller von der ZKB. Er schätzt die Kriegskasse von Bär auf 800 Millionen Franken. Nachdem die Bank im November mit einer nachrangigen Anleihe weitere 175 Millionen aufgenommen hatte, ist sogar noch darüber hinaus Munition vorhanden.

Andererseits, so lässt die Bank Julius Bär verlauten, müsse man nicht um jeden Preis wachsen. Mit 166 Milliarden Franken an verwalteten Vermögen verfüge man bereits über eine kritische Grösse. Diese Meinung teilt auch Michael Rohr. Der Analyst beim Analysearm der deutschen Investmentbank-Boutique Silvia Quandt hofft, dass die Julius-Bär-Gruppe nicht dem Wachstumswahn erliege. Er rechnet zwar mit kleineren Zukäufen, zum

Beispiel in Italien oder Lateinamerika. Aber mit einer kostspieligen Grossübernahme verlöre Julius Bär einen zentralen Konkurrenzvorteil – ihre überaus solide Kapitalausstattung.

«Das Neugeldwachstum in den ersten zehn Monaten 2011 lag am oberen Rand des selbstgesteckten Ziels von 4 bis 6 Prozent», so Analyst Rohr. Das zeige, dass Kunden in unsicheren Zeiten eine Bank

mit hoher finanzieller Stabilität suchten, die zudem kein riskantes Investment Banking betreiben wie die Grossbanken.

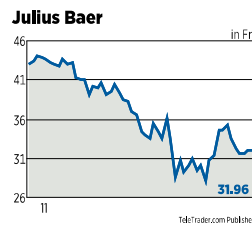
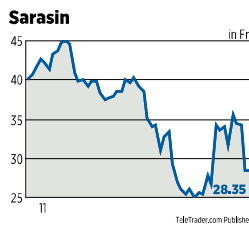
Lieber Bären als EFG

Für Rohr ist Julius Bär als purer Vermögensverwalter die attraktivste Schweizer Aktie im Bereich Private Banking. Er zieht sie EFG International vor, die mit einer weit ungünstigeren Kostenstruktur als Ju-

lius Bär operiert. EFG International hat zwar eine Restrukturierung eingeleitet, aber das neue Geschäftsmodell muss noch an Kontur gewinnen.

Vontobel wiederum ist eher ein Investment-Banking- als ein Private-Banking-Wert. Gegen den Titel spricht zudem, dass die Kundengelder in den nächsten Jahren nur im niedrigen einstelligen Prozentbereich wachsen dürften; dämpfend wirken Vermögensabflüsse wegen des Doppelbesteuerungsabkommens mit Deutschland. Das will Vontobel durch Übernahmen in der Schweiz und Deutschland kompensieren.

Vontobel ihrerseits bietet wenig Übernahmefantasie, solange die Familienaktionäre und Raiffeisen zusammen eine Zweidrittel-Mehrheit halten. An dieser Besitzstruktur zeichnet sich vorläufig keine Änderung ab, auch wenn Raiffeisen mit der Übernahme von Sarasin gleichbügelt und eine spätere Fusion mit Vontobel erwogen hatte.



GELDFRAGE RENÉ HERMANN

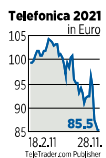
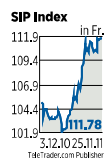
«EZB sollte zum Prellbock im Euro-Raum werden»

René Hermann ist Partner der unabhängigen Zürcher Kreditanalyse-Firma **Independent Credit View**. Er hält nicht viel von der Ausgabe spezieller Eurobonds – jedenfalls nicht, solange die Euro-Krise noch tobt. Anlegern empfiehlt er in dieser Situation vor allem Anleihen von breit diversifizierten Firmen.



René Hermann
Partner, Independent Credit View

«Die USA werden von Brasilien und China überflügelt.»



Das Ideenkarussell zur Bekämpfung der Euro-Krise dreht weiter: So soll etwa ein Abkommen zwischen einzelnen Kernländern den Währungsraum stabilisieren. Was halten Sie davon?
René Hermann: Unserer Meinung nach müsste sich die Europäische Zentralbank (EZB) bereit erklären, unbeschränkt Staatsanleihen notleidender Euro-Länder aufzukaufen. Sie sollte zum finanziellen Prellbock im Euro-System werden.

Liesse sich der Kreditengpass nicht auch mit Eurobonds überbrücken?
Hermann: Die Ausgabe von Eurobonds ist erst sinnvoll, wenn die EZB das Mandat als «Lender of last resort» erhalten und sich dadurch die Lage in Europa stabilisiert hat. Wenn mitten in der Schuldenkrise solche Anleihen platziert wer-

den, würde wohl niemand die Papiere kaufen. Es ist das Gleiche wie bei einem Unternehmen: Erst wenn die Restrukturierung auf gutem Weg ist und sich Umsetzungserfolge abzeichnen, kann sich die Firma am Kapitalmarkt wieder frische Mittel beschaffen.

Deutschland wehrt sich eisern dagegen, dass die EZB diese Rolle übernimmt. Lassen sich die Deutschen umstimmen?

Hermann: Ich denke schon. Deutschland will einfach nicht, dass zu früh eingegriffen wird. Die hoch verschuldeten Länder sollten lieber zuerst eigene Anstrengungen unternehmen, bevor die Feuerwehr kommt. Ich erwarte, dass die Verträge bald angepasst werden, damit der neue Status der Zentralbank legitimiert wird. Kommt dies nicht zustande, wird es erst recht teuer. Denn wenn eine Institution im Markt glaubwürdig ist, muss sie gar keine grossen Interventionen machen.

Und welche Länder sind heute noch glaubwürdige Schuldner?
Hermann: Norwegen, Singapur, Schweden und auch die Schweiz sind die Spitzenreiter. Die Schlusslichter sind Portugal und Grie-

chenland. Aber auch Indien ist zum Beispiel auf den hinteren Rängen zu finden.

Aber zumeist gewinnen Schwellenländer an Vertrauen.
Hermann: Die USA wird von Brasilien und China überflügelt. Es herrscht längst eine neue Realität, die sich aber noch nicht in den Einstufungen der offiziellen Ratingagenturen spiegelt.

Das heisst?
Hermann: Die Zeit spielt für die Schwellenländer. Während die Schuldenrate, also die Brutto-Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt, in den Industrieländern in den nächsten Jahren steigt, sinkt dieses Verhältnis in den Schwellenländern. Laut Prognose des Internationalen Währungsfonds dürfte die Schuldenrate der G-20-Industrieländer innert fünf Jahren auf über 117 steigen. Umgekehrt sinkt die Schuldenrate der G-20-Schwellenländer auf 29.

Trotzdem zeigen Länder wie China Anzeichen einer Kreditblase.
Hermann: Nicht nur in China sehe ich solche Anzeichen. Auch in der Türkei,

Brasilien, Indien und Indonesien zeichnet sich eine negative Dynamik ab. In diesen Ländern wachsen die privaten Kredite schneller als die Wirtschaft. Dies werden wir als Warnsignal. Auch in Indien, Russland und Brasilien gibt es Signale der Überhitzung.

Wie kommen Anleger um all diese Risiken herum?
Hermann: Grundsätzlich sind solide Obligationen aus dem Industrie- und Finanzbereich Staatsanleihen vorzuziehen. Attraktiv sind vor allem Firmen, die einen hohen Anteil ihres Gewinns in Schwellenländern erwirtschaften – so etwa die spanische Telefonica. Aber auch Versicherungen wie Axa oder Allianz, deren Anleihenkurse zuletzt stark abgestraft wurden, sind interessant.

Gibt es attraktive Staatsanleihen?
Hermann: Interessant sind vor allem Schwellenländer-Anleihen in Hartwährungen wie etwa Brasilien, Südkorea, Skandinavien, Tschechien, aber auch die Turn-around-Kandidaten Irland und Island.