

Liebes Investor!

Für mich ist klar: Die nächste Krise geht von Schuldnern aus, die ihre Gläubiger aufgrund höherer Zinsen nicht mehr bedienen können. Wenn wir mal die Staaten auf der Seite lassen, die seit der Finanzkrise ihre Verschuldung kaum verringert haben, gibt es bei Unternehmensschuldnern richtige «Hot Spots», wo die Verschuldung um ein Mehrfaches gestiegen ist und trotzdem die Schuldner ihre Bedingungen diktieren können.

Zum Beispiel Leveraged Loans. Von insgesamt 2500 Mrd. \$ an Sub-Investment-Grade-Krediten in den USA sind 1100 Mrd. in Loans. Der Markt hat sich seit 2008 verdoppelt. Investoren haben Loans gegenüber High-Yield-Anleihen bevorzugt, weil der Zins nicht fix ist, sondern jeweils nach drei oder sechs Monaten angepasst wird. Gleichzeitig sind aber die Kreditbedingungen abgeschwächt worden, die Rechte der Gläubiger wurden eingeschränkt. Zudem spüren diese Schuldner den Zinsanstieg rascher und gehen also potenziell schneller pleite als solche, die eine High-Yield-Anleihe mit einer fixen Laufzeit ausstehen haben. Der Internationale Währungsfonds hat sich bereits warnend zu Wort gemeldet und diese Entwicklung als typisch für das Ende des Kreditzyklus bezeichnet. Der langen Rede kurzer Sinn: Als Anleger achte ich sehr genau auf Bilanzqualität. Auf hohe Schulden bin ich allergisch, denn Schulden schnüren einem Unternehmen in der Krise die Luft ab.

IPO und Analysten

Diese Woche sorgte der Chefanalyst von Vontobel, Panagiotis «Takis» Spiliopoulos, für eine doppelte Überraschung. Er publiziert erstmals eine Studie über den Messtechniker Landis+Gyr. (vgl. Seite 6). Er hat ein Preisziel von 50 Fr. ausgegeben und empfiehlt «Verkaufen». Erstens publizieren die meisten Banken, die beim Börsengang involviert sind, zügig nach dem ersten Handelstag (Juli 2017) eine

Empfehlung. Zweitens ist die Einschätzung meist optimistisch, schliesslich hat die Bank die Aktien bei Kunden platziert.

Ich finde, Spiliopoulos' Vorgehen zeugt von Chuzpe. Denn im Rahmen eines IPO-Prozesses werden Analysten nur mit einer Präsentation gefüttert, treffen sich mit dem Management und haben bloss zwei Wochen Zeit. Zu wenig, wenn man auch andere Quellen bezie-

«Ich fürchte drei Zeitungen mehr als hundert Bajonette.»

NAPOLÉON BONAPARTE
frz. Feldherr und Staatsmann (1769–1821)

hen will. Das heisst, die ersten Studien basieren stark auf Aussagen und Unternehmensangaben. Wie sich bei L+G zeigt, war das Management überoptimistisch und hat nach dem Börsengang die Prognosen zurückgenommen – das ist auch der Grund, weshalb die Aktien seither den Emissionspreis kaum mehr erreicht haben. Jetzt, da L+G über ein Jahr kotiert ist, hat der Analyst mehr Informationen zur Verfügung, seine Einschätzung ist besser. Mein Feedback: gut gemacht. Nächstes Mal aber nicht so lange warten.

Aufgepasst mit AMS

An AMS scheiden sich die Geister. Auf der einen Seite stehen etwa die Analysten der Helvetischen Bank. Ihnen gefällt, dass die Sensoren des österreichischen Chipherstellers in allen drei neuen iPhones von Apple enthalten sind, und sie sehen Potenzial für 3-D-Sensoren von AMS ausserhalb von Smartphones. Auf der anderen Seite die UBS-Experten: Ihnen fehlt ein breiter Einsatz in Android-Geräten, also jenseits von Apple. Regelmässige Leser dieser Zeilen wissen, dass auch ich die Pläne der Österreicher mit Skepsis verfolge. Ja, es gibt Potenzial für 3-D-Sen-

soren ausserhalb von Smartphones, aber bis das Geschäft im Auto- oder im Industriesektor fliegt, vergehen Jahre. AMS hat die Bereiche zugunsten des schnellen Geldes mit Apple vernachlässigt. Und auch mir fehlt es an Erfolgsmeldungen im Android-Sektor. Das kommende Huawei-Flaggschiff Mate 20 Pro könnte mit AMS-Sensoren ausgestattet sein, aber das bringt relativ wenig Umsatz.

Gleichzeitig arbeiten Rivalen an der 3-D-Gesichtserkennung. Infineon etwa hat für Ende Jahr einen 3-D-Chip angekündigt. Die Deutschen haben beste Beziehungen zu Automobil- und Industrierkunden. Hinzu kommt, dass AMS' Nettoschulden das Vierfache des Betriebsertrags Ebitda betragen. Das lässt dem Management wenig Spielraum. AMS haben seit September 30% an Wert verloren und sind nun auf einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2019 von nur 15. Trotzdem bleibe ich wegen der recht trüben Aussichten an der Seitenlinie.

Ceva versucht alles

Auch das noch: Ceva Logistics wechselt überraschend den Finanzchef aus, und zwar schon per Mitte Oktober. Nach zwei Jahren muss Peter Waller den Sessel räumen – sicher auf ausdrücklichen Wunsch des Hauptaktionärs, der französischen CMA-CGM-Gruppe. Die drittgrösste Reederei der Welt hält ein Viertel am Kapital des Transportlogistikers. Sie dürfte über den Kursverlauf der Aktien wenig erbaut sein. Seit dem Börsengang Anfang Mai sind sie über 30% getaucht.

CMA-CGM hat nun einen eigenen Mann bei Ceva installiert. Serge Corbel habe im Unterschied zu Waller jahrzehntelange Erfahrung in der Logistikbranche und arbeite seit mehr als 25 Jahren für die Reederei, lautet die Begründung. Als einer der Schlüsselarchitekten des Wachstums von CMA-CGM verfüge er über viel Erfahrung in der Akquisition und der Integration von Unternehmen.

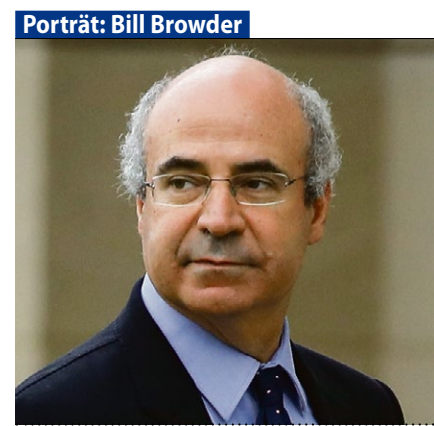
Mit Corbel als Finanzchef wird die Zusammenarbeit zwischen CMA-CGM und Ceva sicher einfacher. Der Vontobel-Analyst glaubt, es werde «eine Weile dauern, das Vertrauen der Anleger zu gewinnen». Das denke ich auch – und lasse die Finger von Ceva.

Autobauer: zum Vergessen

Die Aktien von Autozulieferern sind unter Druck, aber nicht alle. Aktien von Investitionsgüterherstellern wie etwa Komax halten sich viel besser als Teilelieferanten. Das deutet darauf hin, dass hinter den Kurskorrekturen vor allem die Strafzollpolitik steht. Teilelieferanten wie Autoneum etwa müssen sich eng mit den Lieferketten der Automobilhersteller vernetzen und in der Nähe der Autofabriken produzieren. Dieses Zulieferernetz gerät durch die Strafzölle aus dem Takt. Es steht die Befürchtung im Raum, dass es zu Verlagerungen mit entsprechenden Kosten kommt. Autoneum gibt es zu einem KGV von nicht einmal mehr 10, was ich für attraktiv halte.

Während Autoneum günstig war und immer noch günstiger wurde, haben die hoch bewerteten Ems-Chemie harsch auf die jüngste Gewinnwarnung von BMW und die Kurszielreduktion durch Kepler Cheuvreux reagiert. Ems beliefert die Autohersteller mit Spezialkunststoffen, und das Geschäft läuft rund, wie der Zwischenbericht von Freitag zeigt. Ems-Chemie waren auf dem Hoch im Februar mit einem KGV von über 30 bewertet. Da reichte eine allgemeine Unsicherheit in der Autobranche, um Kursdruck auszulösen. Nach der Kurskorrektur der letzten Monate steht das KGV auf noch 24. Viel besser zwar, aber immer noch teuer für mich. Wirklich günstig sind hingegen Autobauer selbst, VW gibt es zum KGV 6.

Ihr Praktikus



Porträt: Bill Browder
BILD: DREW ANGERER/GETTY IMAGES

Im Visier von Wladimir Putin

Der Investor spielt eine zentrale Rolle im dänischen Geldwäschekandal. Die Geldwäschereffäre der Danske Bank weitet sich immer mehr aus. Das grösste Geldinstitut Dänemarks hat von 2007 bis 2015 gemäss internen Untersuchungen verdächtige Transaktionen im Umfang von rund 200 Mrd. € über eine Niederlassung in Estland ausgeführt. Involviert waren vor allem Kunden aus Russland und anderen Ländern Osteuropas, wobei ein Teil der Gelder in die Schweiz geflossen ist. Wie diese Woche bekannt geworden ist, greift jetzt auch die US-Justiz den Fall auf.

Eine Schlüsselfigur im Skandal ist Bill Browder. Der Chef des Investmentfonds Hermitage Capital kämpft seit Jahren gegen Korruption in Russland und setzt sich für Menschenrechte ein. Damit hat er sich Wladimir Putin persönlich zum Feind gemacht. Der russische Staatschef ist auf den 54-jährigen Investor mit britischem Pass derart fixiert, dass er von US-Präsident Trump während des Gipfeltreffens in Helsinki seine Auslieferung verlangte.

Browders Verhältnis zum Kreml war anfänglich freundlich. Die Familie des gebürtigen Amerikaners pflegte enge Beziehungen zu Russland, zumal der Grossvater bis 1945 Chef der Kommunistischen Partei in den USA war. Sein Enkel William Felix Browder hatte für Sozialismus hingegen wenig übrig. Er wählte eine Karriere an Wallstreet und zog 1996 nach Moskau, wo er mit dem Banker Edmond Safra den Hedge Fund Hermitage Capital gründete. Zwei Jahre später gab er sein US-Bürgerrecht aus Steuergründen ab.

Das Unterfangen lief zunächst erfolgreich. Hermitage avancierte zu einem der grössten ausländischen Investoren in Russland, Browder und seine Geschäftspartner verdienten Millionen. 2005 kam es jedoch zum Zerwürfnis mit Putin, wobei die Ursachen unklar sind. Die Moskauer Polizei stürmte das Büro seiner Gesellschaft, warf ihm Steuerbetrug vor, konfiszierte Firmengelder und verwies ihn des Landes. Um sich zu wehren, engagierte Browder den Buchprüfer Sergei Magnitsky, der im Herbst 2008 verhaftet wurde und in Isolationshaft starb.

Der Todesfall löste internationalen Protest aus. Um die Verantwortlichen zur Rechenschaft zu ziehen, erliessen die USA auf Drängen von Browder 2012 den Magnitsky Act, der US-Behörden ermächtigt, Vermögen von Verbrechern gegen Menschenrechte einzufrieren und ihnen die Einreise zu verweigern. Russland lobbyiert intensiv gegen das Gesetz und hat damit unter anderem die Anwältin Natalia Veselnitskaya beauftragt, die sich im Juni 2016 zur ominösen Besprechung mit Trumps Wahlkampfteam im Trump Tower in New York City traf.

Browder bleibt in Putins Visier. Letztes Jahr hat ihn ein russisches Gericht in Abwesenheit zu neun Jahren Straflager wegen Steuerhinterziehung verurteilt. Auch hat der Kreml diverse Male versucht, ihn mithilfe von Interpol nach Russland zu überführen. Einschüchtern lässt er sich davon nicht. Im Gegenteil: Er hat sich medienwirksam in den Geldwäschekandal der Danske Bank eingeschaltet und das Finanzhaus sowie Ex-Manager angezeigt. Mittel, die aus seinem Russlandfonds entwendet worden seien, über die Niederlassung in Estland gewaschen und weitertransferiert zu haben.

ex libris

Bernd Schips, Silvio Borner (Hrsg.): «Versorgungssicherheit. Vom politischen Kurzschluss zum Blackout». Seit der Stimmbürger im Mai 2017 dem neuen Energiegesetz und damit der Energiestrategie 2050 (ES 2050) zugestimmt hat, ist es um das Thema ruhiger geworden. Obwohl völlig unklar ist, ob die Energiewende überhaupt vernünftig umgesetzt werden kann.

Schon im Vorwort der zwei Herausgeber des Sammelbandes wird die Skepsis klar: «Die ES 2050 ist ein Paket von Illusionen und Wunschvorstellungen über Entwicklungen in der Zukunft.» Die Beiträge der elf Autoren, allesamt ausgewiesene Experten auf ihrem Gebiet, zeigen diese Illusionen und Wunschvorstellungen auf. Sie legen klar dar, dass die technischen, ökonomischen und politischen Herausforderungen des mit der ES 2050 angestrebten Umbaus enorm sind und dass die vorgeschlagenen Massnahmen voller Widersprüche sind.

So wird etwa aufgezeigt, dass die ES 2050 eine Importstrategie ist, weil die Elektrizitätserzeugung aus Sonne und Wind nicht geeignet und nicht in der Lage ist, die durch die Abschaltung der Kernkraftwerke wegfallende Bandenergie zu ersetzen. Wind- und Dunkelflauten wer-

den zwingend zu Importen oder aber zum Bau von Gaskraftwerken in der Schweiz führen. Die Versorgungssicherheit dürfte schon bald nach 2020 gefährdet sein, wenn Deutschland, ein wichtiger Stromlieferant, seine letzten Kernkraftwerke vom Netz nimmt.

Weitere Beiträge befassen sich mit der Rolle des internationalen Stromhandels für die Schweiz oder mit der Strommarktordnung, die sich heute als eine Grossbaustelle erweist. Der Sammelband hebt sich wohltuend von politisch-ideologisch ausgerichteten Publikationen zur Energiewende ab. Das ebenso umfangreiche wie sachlich-kritische Werk verdient es, zur Pflichtlektüre für alle Energiepolitiker zu werden. **PM**

Versorgungssicherheit. Vom politischen Kurzschluss zum Blackout.
Bernd Schips, Silvio Borner (Hrsg.)
Carnot-Cournot Verlag, 2018.
220 Seiten.
35 Fr.

Howard Marks: «Mastering the Market Cycle. Getting the Odds on Your Side». Howard Marks, angesehener Value-Investor und Mitgründer der US-Investmentboutique Oaktree Capital, ist seit bald fünfzig Jahren im Geschäft – und hat entsprechend viel erlebt. Nun hat er seine Gedanken über Finanzmarktzyklen in einem Buch zusammengefasst. Um in der Geldanlage erfolgreich zu sein, ist für ihn das Verständnis der an den Börsen zu beobachtenden Regelmässigkeiten entscheidend. Von Konjunktur- und Gewinnprognosen hält er wenig. Wer versteht, in welcher Phase sich die Märkte befinden, erhöht die Wahrscheinlichkeit, eine ansprechende Rendite zu erzielen – und reduziert das Risiko, im falschen Zeitpunkt aggressiv zu kaufen oder zu verkaufen.

Der Profi beleuchtet verschiedene Zyklen – den Konjunktur-, den Gewinn- sowie den Kreditzyklus, aber auch den Zyklus von notleidenden Krediten, Immobilien und das Auf und Ab in der Psychologie der Anleger. Gerade Letzteres ist von eminenter Bedeutung, verstärkt es doch oft die anderen Zyklen und sorgt dafür, dass sie zwar immer wieder ähnlich, aber nie identisch ab-

laufen. «Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich», ist denn auch eines von Marks' Lieblingszitat.

Der Autor warnt indes vor einem mechanischen Verständnis der Finanzmärkte. Es gebe keinen Ansatz, der immer funktioniere. Denn das Marktumfeld wandle sich fortlaufend, und die Marktteilnehmer veränderten durch ihre Handlungen wiederum das Umfeld. Anders als der Titel suggerieren mag, handelt es sich bei «Mastering the Market Cycle» nicht um eine Anleitung, häufig an der Börse zu handeln. Das erhöhe lediglich die Gefahr von Fehlentscheidungen. Wenn jedoch Euphorie oder Pessimismus überhandnehmen, dann lohnt es sich, sich gegen die herrschende Meinung zu stemmen. **SR**

Mastering the Market Cycle: Getting the Odds on Your Side.
Howard Marks.
Houghton Mifflin Harcourt, 2018.
336 Seiten.
38.90 Fr.

Buchen Sie Qualität
SONDERBEILAGE INSTITUTIONELLES ANLEGEN
vom 27. Oktober 2018

Nicht verpassen!
Anzeigenschluss
12. Oktober 2018

Kontakt:
E-Mail anzeigen@fuw.ch
Tel. +41 44 248 58 11

Kein Selbstläufer mehr

Impressum

HERAUSGEBERIN
Verlag Finanz und Wirtschaft AG, Werdstr. 21, 8004 Zürich
Verleger: Pietro Supino
Total verbreitete Auflage: 22 701 Ex. (WEMF 2018), davon verkauft: 19 996 Ex. (WEMF 2018)
Gesamtlieserschaft: 95 000 (MACH Basic 2018-1)

REDAKTION
Verlag Finanz und Wirtschaft AG, Werdstrasse 21, Postfach, 8021 Zürich, Telefon 044 248 58 00, Fax 044 248 58 55, redaktion@fuw.ch
(Für unaufgefordert eingesandte Manuskripte und Briefe übernehmen wir keine Haftung.) Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck oder Vervielfältigung von Artikeln auch auszugsweise nur mit Zustimmung der Redaktion.
*Verlag Finanz und Wirtschaft AG

Online: www.fuw.ch
Chefredaktor: Jan Schwalbe, (JS)
Stv. Chefredaktor: Clifford Padevit, (CP)

VERLAG
Verlag Finanz und Wirtschaft AG, Werdstrasse 21, Postfach, 8021 Zürich, Telefon 044 248 58 00, Fax 044 248 58 15, verlag@fuw.ch

Verlag: Marcel Tappeiner (Leitung), Marianne Läderach, Dana Massie Eckstein, Sandra Locher, Daniel Hess
Tamedia Advertising: Philipp Mankowski (Leitung), Adriano Valeri, Ruedi Minger
Anzeigen: Tamedia Advertising, Postfach, 8021 Zürich; Deutschschweiz: 044 248 58 11, Romandie: 022 322 34 35, anzeigen@fuw.ch, advertising.tamedia.ch
Abonnement: Telefon 044 404 65 55, Fax 044 404 69 04, www.fuw.ch/abo
Erscheint am Mittwoch und Samstag
Im Falle Nichterscheins der Zeitung infolge höherer Gewalt oder vom Verlag unverschuldeter Nichtauslieferung entfällt jede Haftung des Verlags.
Techn. Herstellung: DZZ Druckzentrum Zürich AG, Werdstrasse 21, 8021 Zürich
Ombudsmann der Tamedia AG: ombudsmann.tamedia@bluewin.ch

Ein Angebot von Tamedia