

Markttechnik

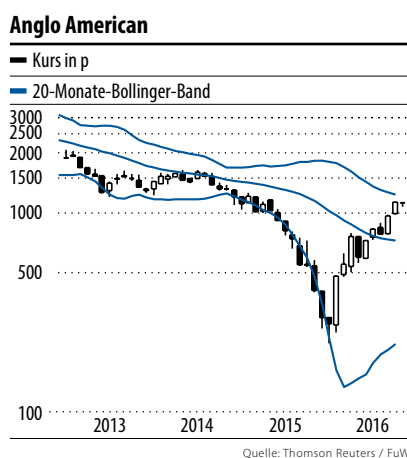
Ein Blick auf Minenaktien

Trends an den Börsen enden immer entweder in einer zeitraubenden trendlosen Volatilität (Typ 1) oder in einer massiven Beschleunigung eines schon länger bestehenden Trends (Typ 2). Die Akzeleration wird dabei von hektischer Berichterstattung begleitet, deren wesentliches Merkmal darin besteht, den bisherigen Trend, der bereits längere Zeit gedauert und grosse Kursveränderungen herbeigeführt hat, in die Zukunft zu extrapolieren. Gleichzeitig brennen die Fantasien mit den Kommentatoren durch, die glänzende (in überhitzten Hausmärkten) oder düstere (in akzelerierenden Baisemärkten) Aussichten prognostizieren.

Dass diese Tendenz dominiert, sollte uns nicht überraschen, hat doch der bekannte Gehirnforscher Prof. Wolf Singer im Interview mit FuW (vgl. www.fuw.ch/091116-5) erklärt: «Unsere kognitiven Systeme sind unter der Annahme optimiert worden, es gehe in der Welt linear zu.» Das «grosse Erstaunen» komme dann, wenn sich Trends in eine Richtung entwickeln, «die wir nicht antizipiert haben». Eine der wichtigsten Lektionen für Börsianer ist, sich Veränderungen vorstellen zu können, um nicht erstaunt zu sein, wenn sie eintreten. Gleichzeitig muss man eine Vorstellung haben, welche Verhaltensänderung es braucht, dass die Linearität endet.

Wie lange Trends gültig sind

Trendbrüche sind nicht an Trendlinien oder gleitenden Durchschnitten festzumachen, sondern an der Veränderung der Verhaltensmuster, die in Kurs- und Kommunikationsmustern zum Aus-



Meinungen zur Börsenlage

SNB und Zinsen

In den kommenden Quartalen dürften die zwei global wichtigsten Zentralbanken, das Fed und die EZB, damit beginnen, ihre expansive Geldpolitik schrittweise zu normalisieren. Beide dürften diese Normalisierung aber nur sehr langsam vorantreiben. Wir erwarten vom Fed einen Zinsschritt im Dezember und zwei weitere 2017. Nur falls die EZB ihr Anleihenkaufprogramm im Verlauf des nächsten Jahres beendet, bietet sich der SNB frühestens Ende 2017 eine erste Gelegenheit für einen Zinsschritt. Verschiebt sich das Ende des EZB-Programms auf 2018, dürfte auch der erste Zinsschritt der SNB erst im übernächsten Jahr folgen. **UBS**

Value im Aufwind

Nachdem viele Wachstumsaktien sich nach der Finanzkrise erholt und eine gute Performance an den Tag gelegt haben, schneiden Value-Titel im laufenden Jahr besser ab. Die Anleger scheinen nicht mehr bereit zu sein, einen hohen Aufpreis für Wachstum zu bezahlen. Gemäss MSCI World Equity Growth Index werden Wachstumstitel mit einem KGV 2016 von 19 gehandelt, während dieser Wert für Value-Aktien bei 14 liegt. Besonders zeigen Value-Investoren Interesse an Rohstoffen und Energie. Anzeichen einer weniger gravierenden Wirtschaftsverlangsamung in China als vorerst angenommen und sanftere Töne seitens der Opec wirken unterstützend. **SWISSPARTNERS**

druck kommen, auf die die erwähnte kurze Beschreibung zutrifft. Zudem dauern Trends meist länger, als (fast) alle erwarten. Dieses Jahr haben wir in zwei Sektoren das Ende von Trends nach Typ 2 gesehen: in Öl- und in Minenaktien. Gleichzeitig ist seit März 2015 im S&P 500 ein Trendende des Typs 1 zu beobachten.

In Ölkarten ist wahrscheinlich ein neuer Trend, von fallend auf steigend, entstanden. In diversifizierten Minenaktien wie Anglo American und Mitbewerbern ist es so gut wie sicher, in Goldminentiteln ist die Situation eher ungünstig, was damit zu tun hat, dass der Goldpreis nach Ende des Abwärtstrends keinen momentumstarken Aufwärtstrend gebildet hat.

Ermutigende Antwort

Zu den breit diversifizierten Minenaktien stellen sich zwei Fragen: Wie ist der Befund im Gesamtmarkt Kontext anzusehen, der davon ausgeht, dass im Leitindex S&P 500 eine Typ-1-Trendwende abläuft, die nur auf eine Nachricht wartet, die den Mut zum Verkaufen auf breiter Front auslöst? Darauf hält die Geschichte eine ermutigende Antwort bereit: Öl- und vor allem diversifizierte Minenaktien gehören zu denjenigen, die sich Gesamtmarktrends über längere Zeit entziehen konnten. Irgendeine Story gab es immer, die Minen- und Öltitel in ein gegenteiliges Licht zum Gesamtmarkt versetzte.

Die zweite Frage: Sind Minenwerte nicht schon zu weit gelaufen? Die Antwort ergibt sich aus obigen Ausführungen: Trends sind gültig, bis sie brechen. In diversifizierten Minenaktien sind Muster nach Typ 1 oder 2 nicht vorhanden. Konsolidierungen laufen anders ab als Transitionsphasen zwischen steigenden und fallenden Trends, als die Trendwendeerscheinungen anzusehen sind. Vor allem sind Konsolidierungen zu erwarten, falls in den USA die «richtige» Kandidatur gewinnt und ein kleines Strohfeuer in Aktien ausbricht, die in den letzten zehn Tagen «ausverkauft» wurden. Das nennt man vorübergehende Rotation der Präferenzen.

ALFONS CORTES www.unifinanz.li

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

Vorteil Europa

Alles in allem bleiben wir trotz der bisher eher gemischt verlaufenen Unternehmensberichtssaison zuversichtlich für Aktien. Für europäische Aktien gilt weiterhin das Argument der relativen Attraktivität im Niedrigzinsumfeld und zum amerikanischen Markt. Hinzu kommt ein anhaltender Anlagedruck vieler Investoren. Zumindest im Trend können Aktienanleger daher nicht nur von attraktiven Dividenden, sondern wohl bald auch wieder von Kursgewinnen ausgehen. **DZ PRIVATBANK**

Für High Yield USA

Seit dem Ausverkauf im vergangenen und zu Beginn des laufenden Jahres haben sich Hochzinsobligationen deutlich erholt, u. a. begünstigt durch die verbesserten Bedingungen an den Rohstoffmärkten. Wir halten besonders den US-Markt für attraktiv, namentlich auch im Vergleich zu seinem Euro-Pendant, wo das Zinsniveau weitaus niedriger ist und nur noch geringe Kompensation für das Ausfallrisiko bietet. Die Ausfallrate ist zwar in den USA dieses Jahr leicht gestiegen, doch davon waren vor allem Emittenten aus dem Bereich Energie und Rohstoffe betroffen, den wir nach wie vor vorsichtig beurteilen. Insgesamt halten wir den US-High-Yield-Markt im erwarteten Umfeld graduell steigender Zinsen für eine attraktive Alternative sowohl zu geringer verzinsten Anleihen als auch zu einer Aktienallokation. **PIMCO**

«Direct Lending bietet attraktive Mehrrendite»

MITTWOCHSINTERVIEW Pascal Böni, Partner und VR-Präsident des Basler Finanzdienstleisters Remaco, räumt dem in der Schweiz noch wenig genutzten Anlagethema viel Potenzial ein.

Herr Böni, die Direktfinanzierung von Unternehmen, das sogenannte Direct Lending, gehört zu den Spezialitäten Ihres Hauses. Wie gross ist die durchschnittliche Mehrrendite dieser Anlagen, die eine Alternative zu kotierten Anleihen sind?

Die Mehrrendite kann bedeutend sein, muss aber differenziert betrachtet werden. Wir haben über 4750 europäische öffentliche und private Anleihenemissionen und mehr als 1650 Private-Debt-Funds von 2003 bis heute analysiert. Anleger in Private-Debt-Bonds, die am ehesten mit normal kotierten Anleihen verglichen werden können, erhalten im Durchschnitt eine Mehrrendite von 1,4 Prozentpunkten. In einzelnen Sektoren, etwa für Industrieunternehmen, sind es durchschnittlich 1,7 Prozentpunkte. Bei Fonds beträgt die Rendite des investierten Kapitals in Europa rund 8,7%. Sie finanzieren rund 70% im Senior-Debt-Bereich, haben also ein attraktives Risikoprofil.

Rennen Ihnen Investoren auf der Jagd nach Rendite die Türen ein?

Die Renditen sind wie geschildert attraktiv. Doch sowohl Einzelanlagen in Bonds als auch in Fonds weisen ein Hindernis auf: Sie sind nicht liquide, das heisst, man muss sie bis Endverfall halten. Für solche Anlagen kommen deshalb in der Regel nur qualifizierte und sehr vermögende private oder institutionelle Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen und Unternehmen mit langfristig orientierter Anlagepolitik in Frage. Für diese Anleger gibt es viele Opportunitäten, die sie zunehmend nutzen. In der Schweiz ist das Segment aber noch in Entwicklung.

Weshalb scheuen die Anleger das Thema?

In den USA sind grosse Pensionskassen bereits seit einiger Zeit im Segment der Senior Secured Loans, SSL, investiert, und es dürfte nur eine Frage der Zeit sein, bis Institutionelle auch in Europa und in der Schweiz ihre Allokation erhöhen. Teils kämpfen sie mit regulatorischen Hürden. Das dürfte aber im Verlauf des Jahres 2017 gelöst sein.

Wie gross ist das Marktpotenzial?

Die Banken sind mit Basel III, dessen Vorschriften erst jetzt stringent umgesetzt werden, und Basel IV, das weitere Finanzierungsrestriktionen mit sich bringen wird, in ein enges Korsett gekleidet. Ein Blick auf die Verschiebungen weg von der Bank- hin zur Marktfinanzierung zeigt, dass das Potenzial sehr beträchtlich ist. Wenn auch europäische Banken sich dem US-Kapitalmarktssystem weiter annähern, wovon Experten ausgehen, werden riesige Kapitalumschichtungen in den Private-Debt-Markt stattfinden. Heute werden in den USA nur noch rund 20% der Kapitalbedürfnisse von Unternehmen durch Banken abgedeckt. In Europa und in der Schweiz sind es 60%, nach 80% vor fünf Jahren. Institutionelle Investoren in Europa stehen erst an der Startlinie.

Auch in der Schweiz?

Viele Firmen, auch kotierte, nutzen Private-Debt-Finanzierung. In Europa wird rund die Hälfte aller Finanzierungen von kotierten Gesellschaften umgesetzt. In der Schweiz haben bisher erst wenige Platzierungen stattgefunden. Ich rechne deshalb mit einem starken Anstieg der Private-Debt-Volumen auch in unserem Land.

Von welchen Vorteilen – im Vergleich zu Bankkrediten oder öffentlichen Platzierungen – profitieren die Schuldner?

Die Schwelle liegt tiefer. So kann schon ab einer Summe um 25 Mio. Fr. finanziert werden. Auch dass die öffentliche Transparenz wegfällt, die sich aus einer Kotierung zumeist ergibt, reduziert die Kosten. Gegenüber der Bankfinanzierung liegt der Hauptvorteil in der Möglichkeit, flexibel über die verschiedenen Senioritätsstufen – Senior- und Junior-Debt – sowie Finanzierungsarten – auch Mezzanine oder Mischformen – Kapital zu beschaffen.



Pascal Böni: «Die Risiko-Kennzahlen von Private-Debt sind teilweise sogar besser.»

Wohin fliesst am meisten Kapital?

In klassische Senior-Debt, also vorrangige Forderungen, gefolgt von Blended-Debt und Unitranch-Finanzierungen – eine neue Finanzierungsart, in der in einem Wertpapier oder in einer vertraglichen Vereinbarung unterschiedliche Risikoklassen zusammengefasst werden. Letzteres dürfte auch für Schweizer Unternehmen von grossem Interesse sein, denn was früher die Bank konnte – die umfassende Finanzierung aus einer Hand – wird aus regulatorischen Gründen zunehmend schwierig. Private-Debt-Finanzierer positionieren sich deshalb als System-Provider mit umfassender Kompetenz.

«Noch mehr als bei liquiden Anlagen gilt es, die Sorgfalt und die professionelle Prüfung vor den Renditehunger zu stellen.»

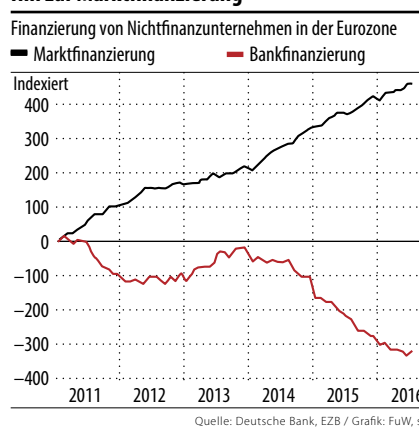
Sind das auch für die Investoren die attraktivsten Sektoren, oder leidet unter der wachsenden Nachfrage die Rendite?

Klassische Senior-Debt-Finanzierungen sind für Anleger sehr spannend. Sie haben ein durchschnittliches Rating knapp unter Investment-Grade (BB+) und liefern entsprechende Renditen. Darüber hinaus sind sie oft besichert. Finanzierungen aus einer Hand als Unitranch strukturiert werden aller Voraussicht nach vermehrt nachgefragt werden, weil verschiedene Risikoklassen – Senior-Debt, Junior-Debt, Mezzanine-Kapital – so oder so aufeinander abgestimmt werden müssen, vertraglich wie auch konditionenseitig und hinsichtlich einer allfälligen Besicherung.

Wie ist – nach Kosten – die Zielrendite dieser unterschiedlichen Kategorien?

Die Zielrendite hängt natürlich auch im Direct Lending vom Risiko ab. Für vergleichbare Risiken darf von einem erhöhten Spread von etwa 30% ausgegangen

Hin zur Marktfinanzierung



werden, je nach Laufzeit, Industriesegment und Unternehmenstyp unterschiedlich. Im Durchschnitt wäre das für einen BBB-Bond rund 3 bis 4% und für einen BB+-Bond rund 5 bis 5,5%. Dies bei geringen Ausfallwahrscheinlichkeiten für ein Jahr von unter 0,2%. Bei Mezzanine-Bonds ist die Zielrendite nochmals deutlich höher. Bei Fonds ist die Grösse entscheidend. Kleinere Fonds haben eher Mühe, gute Ergebnisse zu liefern, und die Rendite ist deutlich geringer, denn professionelle Teams haben eine gewisse Kompetenz und Grösse, was entsprechende Kosten verursacht.

Hoch im Kurs stehen Infrastrukturanlagen. Dieser Sektor bietet vor allem bei knappen Kassen der öffentlichen Hand Potenzial. So wäre es denkbar, dass grosse Infrastrukturprojekte auch in der Schweiz gemeinsam mit der Privatwirtschaft finanziert werden. Geografisch bieten sich in Ländern mit starkem Investorenschutz die besten Opportunitäten.

Der Anlagechef der Baloise warnte jüngst in einem FuW-Interview vor Anlagen in Infrastrukturprojekte unter Staatskontrolle. Die Risiken, etwa bei einem Regierungswechsel, seien zu gross. Was meinen Sie?

Ich teile die Meinung: viele Grossprojekte im Energiesektor, die zum Investitionszeitpunkt als risikoarm eingestuft wurden, erlebten Überraschungen. So wurden beispielsweise Einspeisepreise in Deutschland unerwartet angepasst. Soweit also Projekte unter staatlicher Beteiligung finanziert werden, ist darauf zu achten, dass das Preis-/Mengengerüst eines Businessplans nicht durch politische Entscheidungen wie Preisfestsetzung oder Kontingentierung beeinflusst werden können.

Die Illiquidität haben Sie genannt. Wo gibt's bei Private Debt sonst noch Risiken, für die Anleger entschädigt werden müssen?

Im Allgemeinen ist die Risiko-/Ertragsstruktur von Private-Debt-Anlagen sehr attraktiv. Sie weisen teils sogar bessere Risiko-Kennzahlen – etwa Leverage- oder Rating-Kennzahlen – als Anlagen an den öffentlichen Märkten. Dies ist auch als Konsequenz der genauen Prüfung zu sehen, die in diesem Bereich stattfindet. Denn genau das ist die Herausforderung, denn immerhin ist man meistens für viele Jahre gebunden. Noch mehr als bei liquiden Anlagen gilt es, die Sorgfalt und die professionelle Prüfung vor den Renditehunger zu stellen.

Was ist ratsamer, Fonds oder Einzelanlage?

Das Private-Debt-Geschäft ist in Europa relativ neu. Rund 70% der Fonds wurden während und nach der Finanzkrise gegründet. 2015 erhielten europäische Fonds erstmals mehr Kapital als amerikanische. Die meisten erfolgreichen Fonds sind allerdings geschlossen und bieten selbst grossen Anlegern keinen einfachen Zugang. Es stellt sich also die Frage, ob ein Anleger selber für Direktanlagen organisiert ist oder über qualifizierte Berater mit direktem Zugang zu guten Transaktionen und/oder erfolgreichen Fonds verfügt.

Weshalb rentieren Fonds besser?

Die höhere Rendite beruht teils auf Finanzierungen mit höheren Risiken, Stichwort Mezzanine, oder solchen mit Leverage. Das kann auch mit Direktanlagen repliziert werden, abhängig vom Risikoappetit.

Gibt es Pläne, dass sich auch Privatanleger an Private Lending beteiligen können?

Bei der Finanzierung von Konsumkrediten gibt es für Privatanleger schon heute Möglichkeiten mit attraktiven Renditen und tiefem Beta, wenngleich die Volumen oft tief sind. Sonst kommen eigentlich nur qualifizierte Anleger infrage. Unter einem Betrag von 5 bis 10 Mio. Fr. in einen Fonds und 1 Mio. Fr. in ein Direct-Lending-Geschäft ist meist kein Zugang möglich. Das wird sich kurzfristig nicht ändern.

INTERVIEW: HANSPETER FREY