

Liebes Investor!

Hand aufs Herz: Wenn ich Sie vor einem halben Jahr gefragt hätte, was am Bondmarkt geschieht, wenn die US-Notenbank die Zinsen erhöht und beginnt, ihre Bilanz abzubauen, was hätten Sie geantwortet? Neun von zehn hätten wohl gesagt, die Renditen am Bondmarkt steigen. Doch genau das Gegenteil ist der Fall. Im Verlauf der letzten sechs Monate ist die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von über 2,6% auf unter 2,15% gesunken. Und das, obwohl das Fed im März und nun nochmals diese Woche das Leitzinsband um jeweils 25 Basispunkte erhöht und angekündigt hat, ihre Bilanz zu verkürzen (vgl. Seite 18).

Der Bondmarkt – der ein viel feineres Gespür für konjunkturelle Entwicklungen hat als der Aktienmarkt – signalisiert: Der «Trump Reflation Trade» ist tot. Die Hoffnungen auf einen Wirtschaftsaufschwung unter dem neuen US-Präsidenten haben sich zerschlagen. Daher ist es nur folgerichtig, dass die Profiteure der Reflationstheorie an den Börsen – Bank- und Rohstoffaktien – seit einiger Zeit wieder schwach abschneiden.

Ich bin gespannt, wie es weitergeht. Trump und die Republikaner im Kongress werden sich einiges einfallen lassen müssen, um nochmals Wachstumsfantasie zu entfachen. Ich schliesse das nicht aus; die Verabschiedung von deutlichen Steuersenkungen für Unternehmen im Spätsommer könnte als Auslöser genügen. Wenn dann die langen Zinsen am Bondmarkt nochmals deutlich steigen, werden wir die zweite Auflage des «Reflation Trade» sehen. Wenn das nicht gelingt und die Zehnjahreszinsen weiter fallen, vielleicht sogar unter 2%, dann ist das Spiel aus. Dann wird es nicht mehr lange dauern, bis Rezessionsängste die Stimmung an den Aktienmärkten belasten.

Es geht was bei Nestlé

Endlich macht Nestlé vorwärts. Seit Mark Schneider Anfang Jahr die Führung des Nahrungsmittelkonzerns übernommen hat, wird das Produktportfolio angepasst, bisher aber eher in homöopathischen Dosen. In Österreich wurde eine Fabrik geschlossen, in Italien drei Tiefkühlmarken veräussert und ein Joint Venture mit Coca-Cola aufgelöst. Jetzt aber geht es um das US-Süsswarengeschäft mit einem Umsatz von 900 Mio. Fr., für das Optionen geprüft werden.

Ich hoffe auf einen Verkauf. Alles andere wäre inkonsequent, denn die Bereinigung ist überfällig. Im Süsswarengeschäft in den USA ist Nestlé nur die Nummer vier und verliert Marktanteile. Ein Sprung nach vorn zeichnet sich nicht ab. Dafür sind die lokalen Marken von Nestlé zu schwach gegenüber der Dominanz von Mars und Hershey. Zudem besitzt Hershey in den USA auch die Rechte an der Nestlé-Marke KitKat.

Ich vermute, die Ankündigung ist nur der erste Schritt von Schneider bei der Bereinigung des Portfolios. Auch andere Bereiche mit unterdurchschnittlichem Wachstum und Profitabilität sollten geprüft werden, zum Beispiel Süsswaren in Europa oder Tiefkühlprodukte in den USA. Hoffentlich wartet Schneider damit nicht allzu lange. Und vielleicht kommt ja sogar mal ein grosser Wurf. Ich für meinen Teil behalte Nestlé als feste Werte in meinem Portfolio.

Roche vor Übernahme?

Wenn sich ein 8 Mrd. \$ schweres Biotech-Unternehmen aus den USA zum Verkauf anbietet, dann schaut sich das auch Roche an. Alles andere würde mich doch arg überraschen. Es ist daher überhaupt nicht erstaunlich, dass diese Woche das Gerücht kursierte, Roche schaue sich den US-Krebsmedikamentenhersteller Tesaro an. Auf eine Übernahme hofft wohl nicht zuletzt die Beteiligungsgesellschaft BB Biotech, die in Tesaro investiert ist. Und vom Profil her würden die Amerikaner ganz gut zu Roche passen.

«Ein Mann, der nicht mutig genug ist, Risiken auf sich zu nehmen, wird niemals etwas im Leben erreichen.»

MUHAMMAD ALI (1942–2016)
US-Schwergewichtsboxer

Tesaro verfügt über zwei Mittel gegen Eierstockkrebs. Eines ist zugelassen, das andere noch nicht. Wenn alles aufgeht und die Hoffnungen erfüllt werden, können sie zu Milliardenprodukten werden. Damit könnte Roche die absehbaren Ausfälle im eigenen Portfolio ausgleichen, wo der Patentschutz ausgelaufen ist oder noch ausläuft. Allerdings erwirtschaftet Tesaro gerade einmal 45 Mio. \$ Umsatz, der Betriebsverlust lag bei 352 Mio. \$ und schwarze Zahlen sind frühestens ab 2019 in Sicht, wenn es nach den Analysten geht. Für 2021 rechnen sie aber schon mit 720 Mio. \$ Gewinn. Ob dies eine Marktkapitalisierung von 7,8 Mrd. \$ rechtfertigt? Das Roche-Management fand bislang viele der Megaübernahmekandidaten zu teuer.

Noch eine Chance in Swatch

Ich muss zugeben: Die massive Aufwärtsbewegung in Swatch Group, die vor fast einem Jahr angefangen hatte, habe ich verpasst. Von den Tiefstkursen um 250 Fr. ist der Titel bis über 400 Fr. geklettert. Dabei wurde allerdings zu viel Zukunftshoffnung und eine zu schnelle Aussicht auf

die Trendwende eingepreist, wie ich finde. Seit gut einem Monat stelle ich in Swatch Group nun grössere Gewinnmitnahmen fest. Der Aktienkurs ist seit den letzten Höchstkursen über 10% gefallen, fast die Hälfte der bisherigen Jahresrendite wurde ausradiert.

Dabei hat sich im Schweizer Uhrenmarkt nichts fundamental verschlechtert. Gewiss, bei den kommenden Halbjahreszahlen im Juli wäre es für Swatch-Group-Chef Nick Hayek bereits ein Erfolg, ein Nullwachstum ausweisen zu können. Ich bin aber nach wie vor überzeugt, dass die Uhrenbranche im zweiten Halbjahr dank erstarkender Nachfrage aus China wieder zu Wachstum zurückfindet. Aus der Branche höre ich, dass sich auch bei den Uhrenhändlern allmählich die Skepsis legt und sie wieder vermehrt Uhren bestellen. Ich nutze deshalb die zurückgekommenen Kurse, um eine Position in Swatch Group aufzubauen.

Riskantes Zusatzkapital

Es ist schon eine Woche her, als im Obligationenmarkt die Übernahme von Banco Popular durch Santander in Spanien zu reden gab. Bei der von den Aufsichtsbehörden forcierten Übernahme der einen durch die andere Bank wurde erstmals eine Pflichtwandelanleihe ausgelöst, die es vom Typ her erst sei der Finanzkrise gibt und bei einer Rekapitalisierung der Bank verwendet wird (Additional Tier-1 heisst das Ding). So weit, so kompliziert. Banco Popular hatte zwei Pflichtwandler ausstehend. Im Prospekt hiess es, der Wandler wird ausgelöst, wenn die Kernkapitalquote unter 7% fällt, oder wenn der Regulator findet, die Bank könne aus eigener Kraft nicht überleben. In Spanien hat der Regulator die Wandlung ausgelöst, obwohl die Kapitalquote über 7% lag. Das Problem waren die Kunden, die ihr Geld abzogen. Die Kapitalquote war als Auslöser irrelevant.

Hierzulande haben mehrere Banken solche Anleihen ausgegeben. Zu ihnen zählen die zwei Grossen, die ZKB (vgl. Seite 25), aber auch Raiffeisen, die Glarner KB und Basler KB. Weil die Kapitalquoten dieser Banken passabel sind, werden die Anleihen mit niedrigem Coupon versehen mit dem Argument, die Kapitalquoten seien solid. Jetzt zeigt sich aber: Es zählt allein, was der Regulator findet. Theoretisch kann also auch der Pflichtwandler einer Bank mit einer Kapitalquote von 9% ausgelöst und der Einsatz ausgelöscht werden. Ich frage mich, ob das all den Privatinvestoren klar ist, die solche Papiere kaufen, nur um etwas mehr Zins zu kriegen. Ich jedenfalls mache einen Bogen um solche Anleihen.

1hr Praktikus

Porträt: John Flannery

Finanzmann wird zum Industrielenker

Der neue CEO von General Electric machte Karriere beim Finanzarm des US-Konglomerats. Jetzt soll er dessen Fokussierung auf den industriellen Kern weitertreiben. **MARTIN GOLLMER**



BILD: CHRISTOPHER GOODNEY/VILLOMBERG

John Flannery, ab 1. August neuer CEO von General Electric (GE), steht vor einer grossen Herausforderung: Er muss dem Aktienkurs des US-Industriekonglomerats Leben einhauchen. Sein Vorgänger, Jeffrey Immelt, schaffte das in seinen sechzehn Amtsjahren nicht. Die Titel von GE notieren heute rund 30% niedriger als 2001, als er den CEO-Job vom legendären Jack Welch übernahm. Das, obwohl Immelt eine Fokussierung des weit verzweigten Konzerns auf seine industriellen Wurzeln eingeleitet hat.

Flannery wird die Fokussierung weiterführen. Nach seiner Ernennung zum CEO versandte er eine E-Mail an die Mitarbeiter von GE, in der er mit «Dringlichkeit» eine «tiefgreifende Überprüfung» des Aktivitätenportfolios von GE ankündigte. Der erste Kandidat für eine weitere Abspaltung ist das Gesundheitsgeschäft von GE, das der 55-Jährige seit 2014 leitete. In diesem Bereich stellt der Konzern Bildgebungs- und Diagnostikgeräte her. Unter Immelt trennte sich GE schon von der Haushaltgeräte-division und dem Finanzdienstleistungsgeschäft.

Flannery wird auch ein Auge auf den Gewinn pro Aktie werfen müssen. Immelt hatte 2015 ein Ziel von 2 \$ bis 2018 gesetzt – nur um vor kurzem zugeben zu müssen, dass das wohl nicht erreichbar sei. Dieses Jahr erwartet der Konzern einen Wert von vielleicht 1.70 \$. Trian Fund Management, ein aktivistischer Investor, fordert dagegen mittelfristig einen Gewinn pro Aktie von 2.20 \$. Unter dem Druck des Investors, der 2,5 Mrd. \$ in GE investiert hat und mit einem Anteil von 0,8% am Aktienkapital beteiligt ist, hatte Immelt für die nächsten zwei Jahre schon Kostensenkungen um 2 Mrd. \$ und eine stärkere Anbindung der Managervergütungen an die Unternehmensleistung angekündigt.

Flannery wird von Unternehmensbeobachtern eine problemlosere Beziehung zu Trian vorausgesagt, als Immelt sie in den vergangenen Jahren hatte. Das, weil er gewohnt sei, in den Kategorien von aktivistischen Investoren wie Rendite auf dem investierten Kapital oder Aktienperformance zu denken, und bei GE Healthcare gezeigt habe, dass er finanzielle Ziele einhalten könne.

Immelt's Nachfolge wurde während vier Jahren vorbereitet. Dass die Wahl schliesslich auf Flannery fiel, ist aber trotzdem eine kleine Überraschung. Denn er ist ein Finanzmann, der einen grossen Teil seiner dreissigjährigen Karriere bei GE beim inzwischen verkauften Finanzdienstleistungsarm GE Capital absolviert hat. Erfahrung in der Führung industrieller Geschäfte holte er sich erst in den vergangenen drei Jahren, in denen er GE Healthcare vorstand. Das aber machte Flannery vorzüglich: Er stabilisierte die schlingende Division und steigerte in der Folge den Umsatz organisch um 5% und die Betriebsgewinnmarge um einen Prozentpunkt.

Flannery verfügt auch über ausgedehnte internationale Erfahrungen. Von 1997 an war er für GE Capital in einer Führungsposition in Südamerika, danach ab 2005 in Asien. 2013 wurde er zum Head of Business Development bei GE Corporate, dem Hauptsitz des Konzerns, ernannt. In dieser Zeit spielte er eine wichtige Rolle in der umstrittenen Akquisition des Energiegeschäfts von Alstom und verhandelte dabei auch mit dem damaligen französischen Wirtschaftsminister und heutigen Staatspräsidenten Emmanuel Macron.

Flannery hat sich einen Namen gemacht als unkonventionell denkender und handelnder Manager, der auch mal mit langjährigen Traditionen bricht. So forcierte er die Trennung vom Haushaltgerätegeschäft, das zuvor niemand anzurühren wagte, obwohl es seit Jahren schwächelte. Und an einer Managementretraite erstaunte Flannery die Anwesenden einmal, indem er seinen Vortrag ohne die bei solchen Anlässen übliche PowerPoint-Präsentation hielt.

Von den privaten Aktivitäten des Absolventen der Fairfield University und der Business School an der University of Pennsylvania ist wenig bekannt. Zuletzt hat er einige der Abschiedskonzerte der Rockband Allman Brothers besucht. Zudem ist er ein unersättlicher Leser von Krimis, Romanen und Sachbüchern.

Anzeige

Wer einen starken Partner hat, bleibt gelassen.

An der Schweizer Börse profitieren Sie von einmaligen Stärken: dem höchsten Marktanteil an Schweizer Aktien und der breitesten Palette an Anlageprodukten. All das gehandelt mit der schnellsten und sichersten Technologie. So können Sie in jeder Marktsituation gelassen bleiben. Und weil wir uns immer weiterentwickeln, bringt diese Partnerschaft auch Sie stetig voran. Verlassen Sie sich drauf: www.six-swiss-exchange.com

SIX Swiss Exchange