



Scobag Anlagebrief

OKTOBER 2018

Frisches Blut für die Aktienmärkte: Die IPO-Aktivität nimmt zu. Ein Warnsignal?



Serge Lutgen
Mitglied der
Geschäftsleitung

Auch das 3. Quartal 2018 war geprägt von diversen wirtschaftspolitischen Diskussionen und Spekulationen. Es dominierten der Handelsdisput, Sorgen über die politische Entwicklung in Italien und die starke Korrektur der Schwellenländerwährungen. Trotz dieser Unsicherheiten hielten sich die Aktienmärkte in einem anhaltend positiven Wirtschaftsumfeld ansprechend. Die US-Börse erklimmte gar einen neuen Höchststand, während die Märkte in Europa und den Schwellenländern über die letzten drei Monate per Saldo stagnierten. Die Scobag ist zuversichtlich, dass eine sinnvolle Lösung beim Handelsstreit erreicht werden kann und das konjunkturelle Umfeld freundlich

bleiben wird. Entsprechend bietet die gesunkene Bewertung, speziell der europäischen Aktien, Anlagechancen.

Der schon lange dauernde Bullenmarkt führt wenig überraschend zu einer steigenden Zahl neuer Börsengänge (IPO's). Private Equity Firmen nutzen die gestiegenen Bewertungen, um Gewinne zu realisieren. Grosskonzerne können sich durch Abspaltungen wieder besser auf ihre Kerngeschäfte fokussieren oder die Bilanz stärken. Nicht alle Börsengänge werden für die Anleger zum Erfolg. Neben neuen spannenden Alternativen enttäuschten in den letzten Jahren mehrere Neukotierungen in der Schweiz die Erwartungen.

Jahresperformance per 30.09.2018

Aktienmärkte (CHF-Rendite in %)

Schweiz Blue Chips	(SMI)	- 4%
Schweiz Mid Caps	(SMIM)	+ 1%
Deutschland	(DAX)	- 9%
Euro-Länder	(Euro Stoxx 50)	- 6%
Grossbritannien	(FTSE 100)	- 6%
USA	(S&P 500)	+ 9%
Japan	(Nikkei 225)	+ 6%
Emerging Markets	(MSCI EM)	- 9%
Welt	(MSCI World)	+ 4%

Andere Anlagen (CHF-Rendite in %)

CHF-Geldmarkt		- 0%
CHF-Obligat. Top-Qualität AAA-AA		- 1%
CHF-Obligat. mittlere Qualität BBB		- 1%
EUR-Obligationen Investmentqualität		- 3%
Gold		- 9%
Rohstoffe	(BCOM TR)	- 2%
Hedge Funds	(HFRX GLCHF)	- 5%

Marktkommentar.



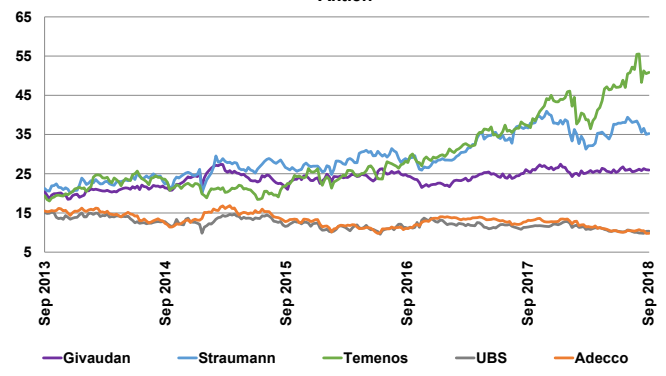
Philipp Herzig
Vizedirektor

Die vergangenen Monate wurden hauptsächlich vom Handelsdisput zwischen den USA und China, Europa, Mexico und Kanada geprägt. Die erhöhten Unsicherheiten führten dazu, dass amerikanische Investoren Anlagegelder aus den Schwellenländern und Europa abzogen und vermehrt in ihrem Heimatmarkt investierten. Durch den starken USD kamen Schwellenländer, welche stark von ausländischen Finanzierungen abhängen, zusätzlich unter Druck. Speziell die Türkei und Argentinien sind in den Fokus der Investoren geraten. Die Konzentration auf den US-Markt verstärkte die schon zuvor feststellbaren Per-

formanceunterschiede der regionalen Aktienindices. Während der US-Markt seit Anfang Jahr um fast 10% gestiegen ist und nahe am Allzeithöchst notiert, korrigierten in Europa einige Indices wie der DAX um knapp 9%. Durch die Flucht in sicherere Häfen erstarkten vor allem defensive Werte, was sich in der Erholung des SMI und dem stärker werdenden CHF zeigt.

Die wichtigsten fundamentalen und markttechnischen Faktoren sprechen trotz der wirtschaftspolitischen Unsicherheiten mittelfristig für Investitionen in Aktien. Die Konjunkturindikatoren sind weiterhin positiv. Speziell in den USA, aber auch in Europa, blicken die Konsumenten dank eines immer besseren Arbeitsmarktes positiv in die Zukunft. Viele Firmen klagen über Probleme, Vakanzten mit gutem Personal zu besetzen und die Löhne steigen an. Auch die Unternehmen erwarten weiterhin ein positives Wirtschaftsumfeld und die Gewinne steigen trotz Druck auf die Margen (steigende Rohstoff- und Personalkosten). In Europa und den Schwellenländern sind die Bewertungen in den letzten Monaten gesunken und bieten damit eine gute Basis für wieder höhere Aktienkurse. Die Spannweite zwischen «guten» und «schlechten» Aktien hat aber noch stärker

Grafik 1: Kurs-/Gewinnverhältnis ausgewählter Schweizer Aktien



zugenommen. Speziell Technologiefirmen und stark wachsende Unternehmen weisen sehr hohe Bewertungen auf. Dafür werden Firmen aus wenig dynamischen oder sehr zyklischen Branchen gemieden und handeln teilweise auf historisch tiefem Bewertungsniveau (Grafik 1). Ein selektives Anlageverhalten mit kritischem Blick auf die hohen Erwartungen in gewisse Unternehmen und Bereiche wird entsprechend noch wichtiger.

Das grösste Risiko stellt aktuell der eskalierende Handelskonflikt dar. Noch sind keine klaren Abkühlungstendenzen der Konjunktur durch

die neuen Zölle zu erkennen. Sollten sich die Konflikte aber noch einige Monate hinziehen, so dürfte die Unsicherheit bei den Unternehmen zu Investitionsverzögerungen und damit zu einem tieferen Wirtschaftswachstum führen. Auf der anderen Seite dürften Verhandlungserfolge zu klaren Erholungen an den Aktienmärkten führen. Auf dem Weg dahin ist daher je nach politischem Nachrichtenverlauf mit einer erhöhten Volatilität zu rechnen.

IPO Welle; Anlegerchance oder Warnsignal für das Ende des Börsenbooms?

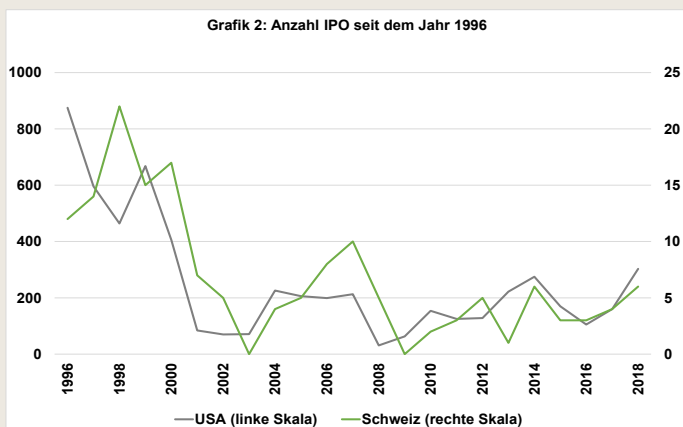


Tobias Brüttsch
Analyst

Die Zahl der neuen Börsengänge (IPO's = Initial Public Offerings) nimmt seit Jahren weltweit zu, speziell in den USA und China. Prominente Beispiele sind Alibaba oder Technologieunternehmen wie Spotify und Dropbox. Auch in der Schweiz kann eine klare Zunahme der IPO-Aktivität beobachtet werden. Das absolute Niveau im 2018 liegt aber noch deutlich unter den Spitzenwerten der Jahre 1995-2000 (Grafik 2). Zudem ist das Volumen der Emissionen in der Schweiz deut-

lich tiefer als in den USA. Während der Umfang einer Neukotierung in den USA rasch mehrere Milliarden USD betragen kann, liegt das grösste IPO in der Schweiz 2018 bei rund CHF 1.5 Mrd. Die grössten Börsengänge finden jedoch in China statt. Alibaba (USD 25 Mrd.) und AgBank (USD 19.2 Mrd.) liessen auch so prominente Neukotierungen wie Facebook weit hinter sich.

In seinem Buch «The intelligent Investor» weist bereits Benjamin Graham darauf hin, dass eine klare Zunahme von Neukotierungen ein Zeichen für das fortgeschrittene Alter einer Börsenhausse ist und ein Warnsignal sein kann. Tatsächlich ist an den Finanzmärkten eine Korrelation zwischen IPO-Aktivität und nachfolgender Börsenkorrektur beobachtbar. Eine Korrelation heisst aber nicht zwingend auch, dass eine Kausalität bestehen muss. Dass sich Konzerne oder Private Equity-Firmen dann zu Verkäufen von Unternehmensteilen oder einzelnen Segmenten entschliessen, wenn das Umfeld gut und die Preise hoch sind, ist verständlich. Die Investoren sind dann eher bereit, für unbekannte Firmen und



neue Anlagealternativen Risiken einzugehen. Auf der anderen Seite sind die Unternehmen oder Familien, die eine Division oder eine Firma an der Börse verkaufen möchten, eher bereit, die Kosten auf sich zu nehmen, wenn die Erfolgchancen höher sind.

Eine Phase mit vielen IPO's muss aber nicht zwingend die Börsenkorrektur ankünden oder sogar auslösen. Vielmehr dürfte ein jeweiliges Ende der Hausse, ausgelöst durch Gründe wie beispielsweise einer Rezession oder das Platzen der «.com Blase», das Zeitfenster für gute Platzierungschancen schliessen. Eine plötzliche Abnahme der IPO-Tätigkeit ist somit eher die Antwort des Finanzmarktes auf das Ende der Börsenhausse als eine Ankündigung. Als Vorlaufindikator ist eine steigende Anzahl IPO's wenig brauchbar.

Firmen kommen und gehen – IPO's sind nötig, aber nicht immer ein Erfolg

Swissair, Ciba-Geigy, Syngenta oder Actelion sind nur einige prominente Firmen, die in den letzten 30 Jahren aufgrund von Konkursen, Fusionen oder Übernahmen vom Schweizer Börsenparkett verschwunden sind. In den USA sank von 2007 bis 2017 die Anzahl gelisteter Firmen, trotz über 1000 IPO's, von 5109 auf nur noch 4336, in der Schweiz von 257 auf 228. Die Investoren sind entsprechend froh, wenn durch eine gut gefüllte Kotierungspipeline regelmässig neue Anlagemöglichkeiten geboten werden. Die Pipeline kann dabei aus unterschiedlichen Quellen gefüllt werden. Oft sind es Private Equity- oder Venture Capital-Investoren, die einen Ausstieg aus einem Investment anstreben (z.B.: VAT oder Sunrise). Grosse Konglomerate können den Börsengang einer Sparte anstreben, um mit den Mitteln andere Geschäftsbereiche zu stärken oder die Bilanz zu sanieren (z.B.: Verkauf von Landis&Gyr durch Toshiba). Oder eine junge Firma in Besitz der Gründer versucht ein neues Kapital zu bekommen um Schulden zurückzubezahlen oder eine neue Wachstumsphase zu finanzieren (z.B.: Medartis). Unabhängig davon, warum eine Firma an die Börse gebracht wird, ist ein IPO ein langer, komplexer Vorgang, bei dem am Ende die internationalen Investoren über Erfolg oder Misserfolg entscheiden. Sie erhalten im Vorfeld der Kotierung Zugang zum Management und viele Analysen über

die Firma und geben ein Angebot ab, wie viele Aktien zu welchem Preis sie «zeichnen» möchten. Eine Garantie, dass die gewünschte Anzahl Aktien auch angedient wird, gibt es nicht. Bei attraktiven Unternehmen mit überzeugendem Investment Case übersteigt die Nachfrage das Angebot oft um ein Vielfaches und die Investoren erhalten nur Bruchteile der gewünschten Anzahl Aktien. Entsprechend folgen nach der Kotierung weitere Käufe und das IPO wird ein Erfolg. Umgekehrt kann es bei wenig Nachfrage nach der Börsenlandung auch längere Zeit keine Kurssteigerungen geben, wenn die Zweifel der Anleger nicht rasch durch überzeugende operative Leistungen gemindert werden.

Kommt eine neue Aktie an den Markt, so wird diese in der Regel von verschiedenen Banken als spannende neue Anlagealternative angepriesen. Durch den sogenannten IPO-Discount, der von den Investoren in der Regel bei der Kursbildung gefordert wird, stehen die Chancen auch meistens gut, dass Kursgewinne erzielt werden können. Einige der aktuell sehr gesuchten Aktien wurden erst in den letzten 10-15 Jahren an die Börse gebracht (z.B: Partners Group, VAT Group, VZ Holding). Aber nicht jedes IPO ist attraktiv. Betrachtet man die Liste der Kotierungen seit dem Jahr 2000 tauchen auch einige Namen auf, die mehrheitlich für Frust bei den Anlegern gesorgt haben (z.B. Meyer Burger) oder bereits wieder vom Parkett verschwunden sind (z.B. Petroplus). Von den 10 letzten Kotierungen in der Schweiz konnten nur gerade 3 (Sensirion, Medartis und Galenica) mit einer guten Entwicklung überzeugen. Wie bei jeder Anlage sollte auch bei IPO's im Vorfeld eine genaue Analyse gemacht werden, ob und in welcher Höhe das Investment in das Portfolio passt. Im Zweifel bestehen auch bei Neukotierungen gute Chancen, dass die Aktien zu späteren Zeitpunkten an den Aktienmärkten zu tieferen Preisen gekauft werden können. Und bei sehr erfolgreichen IPO's kann es sich noch immer lohnen, auch nach den ersten paar Handelstagen einzusteigen.

Freundliche Grüsse
Ihr Scobag Privatbank Team