

www.fuw.ch
 Samstag, 9. November 2019
 Nr. 88 / 92. Jahrgang
 AZ 8021 Zürich
Fr. 6.50 | € 5.90 (im Ausland)

Valentin Chaperon

Der ehemalige Sonova-Chef und Partner bei Finanzinvestor Veraison wird VR-Präsident bei der mit Problemen kämpfenden Ascom. **8**

Kupfer macht Kummer

Die Preisaussichten des wichtigen Industriemetalls sind vielversprechend – wäre da bloss nicht der globale Handelsstreit. **27**



Thomas Wellauer

Der ehemalige COO von Swiss Re wird im nächsten Jahr Präsident der Schweizer Börsenbetreiberin SIX. **16**

«EFG steht für unternehmerisches Banking»



Der designierte Verwaltungsratspräsident von EFG International, Peter Fanconi, will den unternehmerischen Fokus stärken.

Herr Fanconi, Sie sollen bei EFG International das Mandat des

Verwaltungsratspräsidenten übernehmen. Beim Asset-Manager für nachhaltige Investitionen BlueOrchard, BO, sind Sie auch Verwaltungsratspräsident, bei der Graubündner Kantonbank, GKB, ebenfalls. **Wie bringen Sie alles unter einen Hut?** Ich bin Ende Oktober aus dem Verwaltungsrat der Deutschen Bank (Suisse) zurückgetreten. Engagements ausserhalb des Finanzbereichs fahre ich auch zurück, beispielsweise bei der Gastronomieketten Not Guilty. GKB und BO sind Herzensangelegenheiten. Bei ihnen verbleibe ich nach Rücksprache mit der Finma. Das Risiko für Interessenkonflikte ist gering.

Was bringen Sie EFG?

Der Name EFG steht für unternehmerisches Banking, in diesem Bereich habe ich meine Stärke mehrfach bewiesen.

Was reizt Sie an EFG?

EFG befindet sich in einer spannenden Ausgangslage und bietet einen grossen Gestaltungsspielraum. Mit über zehn Buchungszentren ist sie einer der grössten wirklich international aufgestellten Wealth-Manager mit Schweizer Hauptsitz. Dies und den unternehmerischen Charakter gilt es weiterzuentwickeln.

EFG ist herausgefordert. Die Erfolgsbilanz ihrer noch jungen Geschichte ist durchgezogen, die Profitabilität ungenügend, und die Hauptaktionäre gelten als wenig berechenbar. Wo setzen Sie an? Die Profitabilität und die tiefe Aktienbewertung sind Themen, die die Geschäftsleitung und der Verwaltungsrat prioritär angehen werden.

Wo liegt die Priorität, beim Wachstum oder bei der Profitabilität?

Beim Wachstum hat das Management viel erreicht. Jetzt geht es darum, die Investitionen zu rentabilisieren und eine gewisse Stabilität in die Gruppe zu bringen. **MH**

— EFG International N



Derivatus

Der unendliche Hebeleffekt Seite 27

Börse Schweiz

Richemont fallen deutlich Seite 35

Monitor

Quartalszahlen nicht so schlecht Seite 36

«Vertrauen erarbeiten»

Hans Ulrich Meister, VR-Präsident von Implenia, versteht den Unmut der Aktionäre.



BILDER: INSC. RITTER, MANORGETTY IMAGES

Der Baukonzern Implenia hat die Attacke des Investors Veraison weitgehend unbeschadet überstanden. Hans Ulrich Meister nimmt im Gespräch mit FuW erstmals Stellung dazu. Wenn Veraison das Ziel einer kompletten Abspaltung des Entwicklungsbereichs vom Konzern erreicht hätte, wäre gemäss Meister eine ausländische Übernahme von Implenia kaum zu verhindern gewesen.

Das Unternehmen verfolgt nun den eigenen Vorschlag weiter: Ein Teil des Ent-

«Wenn wir unsere Ziele erreichen, erwarten wir in zwei Jahren einen deutlich höheren Kurs.»

wicklungsgeschäfts soll in ein Immobilienunternehmen im Besitz der Implenia ausgelagert werden. Es soll die Bewirtschaftung der Immobilien übernehmen und so zusätzliche Erträge generieren.

Meister ist sich bewusst, dass Implenia nun alles daran setzen muss, das verloren gegangene Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen. Das geht nur über gute operative Leistungen. Er erwartet, dass Implenia nach dem Übergangsjahr 2019 im kommenden Jahr wieder profitables Wachstum realisiert. **SEITEN 5, 6**

Richemont enttäuscht

Der Schweizer Luxusgüterkonzern ist in der ersten Hälfte des Geschäftsjahres 2019/20 nicht auf Touren gekommen. Zwar konnte Richemont den Umsatz 9% auf 7,4 Mrd. € steigern. Allerdings trug das organische Wachstum lediglich 2% dazu bei. Vor allem zwei Faktoren haben ein besseres Ergebnis verhindert. Richemont investiert mit seiner neuen Onlineplattform stark in China. Diese Initiativen sind wichtig, aber nicht absehbar, wann sie sich auszahlen. Zudem ist der Konzern weiterhin damit beschäftigt, die Distributionswege im US-Markt neu zu überarbeiten. Die Aktien gaben Freitag deutlich nach. **SEITE 35**

Vom Roboter benotet

SIX lanciert Kreditrating, das auf künstliche Intelligenz setzt.

Die Börsenbetreiberin SIX lanciert ein eigenes Kreditrating, das am Schweizer Obligationenmarkt eine Lücke füllen soll. Denn nur wenige Emittenten können sich ein Rating der international bekannten Agenturen leisten. Bei Anleihen von kleineren Emittenten müssen sich die Investoren bisher auf die umstrittenen Bankenratings stützen. Für den Rating-Service der SIX, der neben Bonitätsnoten auch Berichte und einen Chat-Bot für Fragen enthält, bezahlen die Investoren.

In der Branche wird der Vorstoss der SIX grundsätzlich begrüsst. Mehr Wettbewerb bei den Ratings sei für Investoren ein Vorteil und es könnte den seit Jahren

an Bedeutung verlierenden Schweizer Obligationenmarkt beleben. Kritiker stören sich aber an der Rating-Methodik und daran, dass die SIX gleichzeitig Ratingagentur und Handelsplattform der kotierten Anleihen ist. Entwickelt hat das Bonitätsprüfungssystem das Fintech-Unternehmen Value³. Es erstellt die Ratings allein auf Basis von Algorithmen und künstlicher Intelligenz. Kreditexperten bezweifeln, dass Computer wichtige Aspekte, die den zukünftigen Ratingverlauf prägen, gleich gut beurteilen können. Es bestehe die Gefahr, dass Emittenten wegen eines Roboter-Ratings aus dem Anleihenindex fallen. **SEITE 23**

Spezial Finanz-Karriere

Eine Finanzausbildung in der Schweiz ist kein Selbstläufer mehr. Die Industrie hat sich verändert, und somit steigen auch die Ansprüche an KV-Lehre, Studium und Weiterbildung. Die Angebote werden immer spezialisierter. **SEITEN 17 BIS 21**

Mit Obligationen Geld verdienen

Anleihen sind auch in Zeiten negativer Zinsen ein unverzichtbarer Bestandteil jeder Anlagestrategie. Vier Profinvestoren treten gegeneinander an – mit jeweils einem konservativen und einem riskanten Musterportefeuille. **SEITE 25**

ObsEva flopt

An der letzten Hürde vor dem EU-Zulassungsantrag gescheitert: Das Biotech-Unternehmen stellt Studien mit dem Wirkstoff Nolasiban ein. Die Aktien tauchen. **SEITE 13**

Zurich hat Tempo

Das Management des Versicherers Zurich verspricht, alle diesjährigen Ziele würden erreicht. Am 14. November werden neue – wohl höhere – Ambitionen publik. **SEITE 12**

Mit Batterien Geld verbrennen

Leclanché setzt seit 1909 auf Energiespeicher. Diese sind gefragt, doch die Firmengeschichte ist die Chronik eines Überlebenskampfes. **SEITE 14**

Unternehmen	
ABB	35
Achiko	3, 15
Alpiq	15
AMS	8
Ascorm	8
Axpo	15
Barry C.	6, 35
BKW	15
Bobst	8, 35
CS Group	35
Dufry	35
HD Supply	13
HKEX	11
Implenia	5, 35
Julius Bär	35
Kühne+Nagel	35
LafargeHolcim	35
Leclanché	14
Nestlé	35
Novartis	13, 15, 35
ObEvra	13, 15, 35
Richemont	6, 35
Roche	35
Schindler	35
SGS	3, 35
Sika	35
Swatch Group	35
Swiss Life	12, 35
Swiss Re	35
Terra	15
UBS	11
Valartis	12
Valeant	12
Wipac	12, 35

Schweizer Unternehmen. Gründlich analysiert.

FINANZ und WIRTSCHAFT
fuw.ch

Albin Kistler



Wir halten Wort.

Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 36

- 24 Spaniens Boom ist bedroht
- 24 Sezessionsbestrebungen in Europa
- 25 Die richtigen Obligationen finden
- 27 Handelsstreit lastet auf Kupferpreis

Robo-Rating beunruhigt Bond-Emittenten

Die Schweizer Börse SIX bereichert den heimischen Anleihenmarkt mit einem eigenen Bonitätsrating. Die ungewöhnliche Methodik stösst aber auf Kritik.

PETER ROHNER

Es klingt nach einer guten Nachricht. Aber sie hat es in sich: Die Börsenbetreiberin SIX lanciert ein Kreditrating für festverzinsliche Instrumente. Damit werde eine Lücke am Schweizer Anleihenmarkt geschlossen, heisst es bei dem Unternehmen. Tatsächlich verfügt hierzu-land nur jeder dritte Emittent über ein Rating einer internationalen Agentur wie Moody's, Fitch oder Standard & Poor's. Der grosse Rest, vor allem mittelgrosse Unternehmen und kleinere Emittenten, ist auf die Bankenratings von UBS, Credit Suisse, ZKB und Vontobel angewiesen. Sie sind wegen der Doppelrolle der Banken als Lead-Manager der Emission und als Bonitätsprüfer umstritten und sind von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht Finma auch nicht anerkannt.

Ein neuer Anbieter wird in der Branche denn auch mehrheitlich positiv aufgenommen. Das SIX-Rating sei eine Bereicherung für den Frankenbondmarkt, findet Maurice Pedergnana, Professor am Institut für Finanzdienstleistungen (IFZ) der Hochschule Luzern. Jede Form von Aufmerksamkeit sei gut zur Belebung des Schweizer Obligationenmarktes, der immer mehr an Bedeutung verliere. Die Banken haben den Eigenhandel praktisch eingestellt, und die grossen Emittenten wenden sich an den Euro- oder den Dollarmarkt. Auch René Hermann von Independent Credit View (ICV) findet mehr Wettbewerb begrüssenswert, stört sich aber daran, dass das Rating von SIX kommt, die auch die Handelsplattform der kotierten Anleihen ist und sich im Besitz der Banken befindet. ICV ist selbst in der Bonitätsprüfung aktiv und berät Investoren. Ihre Kreditratings sind nur zahlenden Kunden zugänglich.

Algorithmen übernehmen

Der grösste Kritikpunkt betrifft aber die Methodik. Denn SIX setzt voll auf den Einsatz der neusten Technologien. Die Ratings werden mithilfe künstlicher Intelligenz (KI) erstellt, basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen. Die lernenden Algorithmen sind in der Lage, Berichte zu verfassen, die selbst Skeptiker, die solche Exemplare schon gesehen haben, positiv überraschen. Für Fragen steht den Abonnenten ein Chat-Roboter zur Verfügung. Die betroffenen Unternehmen werden bei einer Herabstufung nicht in Kenntnis gesetzt. Das sei so gewollt, um neutral zu bleiben und keine falschen Anreize zu schaffen, bestätigt die Börse auf Anfrage. Entwickelt wurde das Produkt von Value³, einem in Singapur, Wien und Mumbai ansässigen Fintech-Unternehmen, für das SIX binnen Monaten vom Inkubator zum strategischen Partner geworden ist.

Ein computerbasiertes Rating, das ganz ohne menschliches Zutun auskommt? Diese Vorstellung stimmt erfahrene Kreditmarktexperten wie John Feigl nachdenklich. Feigl ist Mitgründer des Debt- & Capital-Advisory-Unternehmens Pillor und kennt sich im Ratingmarkt bestens aus. Auch er stellt die Effizienzgewinne von computerbasierter Bonitätsbeurteilung nicht in Abrede. Aber er ist überzeugt, dass Rechner die Analysten aus Fleisch und Blut nicht vollständig ersetzen können. «Wie gut sind Algorithmen darin, Aspekte wie die nicht öffentliche



Die Börsenbetreiberin SIX will auch im Ratinggeschäft mitmischen.

Finanzplanung, die künftige Unternehmensstrategie oder die Corporate Governance zu bewerten?», fragt sich Feigl.

Er hat von Value³ einen zwiespältigen Eindruck und weist darauf hin, dass das beteiligte Team weder über grosse Erfahrung in der angewandten Kreditanalyse noch einen nachweislichen Track Record in der Schweizer Unternehmenslandschaft verfügt. «Mindestens die praktische Erfahrung eines ganzen Kreditzyklus müssten die Entwickler schon vorweisen können.» Daniel Rupli, Leiter des Einzeltitelresearch bei CS,

hat sich die Methode ebenfalls angeschaut. Auch er anerkennt das grosse Potenzial von künstlicher Intelligenz und Big Data zur Effizienzsteigerung. Die grosse Schwierigkeit sieht er bei der persönlichen Interaktion: Was macht ein Investor, wenn der Emittent ein für seine Anlagerichtlinien zu tiefes Rating erhält? Bei Ratings aus einer traditionellen Fundamentalanalyse würde er sich mit dem Analysten in Verbindung setzen, um zu klären, woran es liegt und was sich ändern müsste. Dem pflichtet Hermann bei: «Irrendene menschliche Schnittstelle wird es brauchen.» Das sehe man auch bei den grossen Ratingagenturen, die viel in die Automatisierung investieren. Sie ergänzen die Bonitätsprüfung, aber das letzte

Wort habe immer noch der Analyst bzw. das Ratingkomitee als Kontrollinstanz. Mehr als die Hälfte der Bonitätsnote kommt laut Hermann durch die Beurteilung des Geschäftsrisikoprofils zustande. Da gehe es um die Dinge wie die Managementqualität, die Strategie, das Marktumfeld und regulatorische Risiken, die den zukünftigen Ratingverlauf prägen. Diesbezüglich traue er den Algorithmen noch wenig zu.

Finma-Segen braucht Zeit

Der Ratingservice der SIX ist erst als Beta-Version verfügbar. Wenn sich das Rating durchsetzt und sich auch die Indexkommission darauf verlässt, könnte das für Unternehmen mit mittlerer Bonität weitreichende Folgen haben. Ohne Wissen des Emittenten könnte der Roboter die Bonität auf Ramsch stufen und könnten deshalb die Anleihen im schlimmsten Fall aus dem wichtigen Swiss Bond Index fallen. Daraufhin würden die Finanzierungskosten empfindlich steigen. 2017 hatte dieses Schicksal OC Oerlikon und Implenia ereilt, die auf dem Gebiet noch unerfahrene Ratingagentur Fedafin die Note auf Ramschniveau gesetzt hatte.

SIX strebt eine Akkreditierung der Finma an. Bis es so weit ist, wird es laut Mediensprecher Jürg Schneider aber noch dauern. Damit ein Gesuch bearbeitet werde, müsse das Rating mindestens ein Jahr im Markt bestanden haben.

Ob und wann das SIX-Rating bei der Erstellung des Index berücksichtigt wird, entscheidet die Indexkommission. Eine Anerkennung der Finma sei dafür aber keine Voraussetzung.

Von der Finma anerkannte Ratingagenturen

Name	Marktsegmente		
	Öffentliche Schuldner	Unternehmen ¹	Strukturierte Finanzierungsinstrumente ²
DBRS	X	X	X
Fedafin AG	X ³	X ⁴	X
Fitch Ratings	X	X	X
Moody's Investors Service	X	X	X
Scope Ratings	X	X	X
Standard & Poor's Ratings Services	X	X	X

¹ Einschliesslich Banken und Versicherungen ² Einschliesslich Verbriefungen und Derivate ³ Die Rating der Fedafin sind ausschliesslich für das Teilsegment «Öffentlich-rechtliche Körperschaften» in der Schweiz anerkannt. Zudem können die Ratings der Fedafin für das Teilsegment «staatliche Unternehmen in der Schweiz, ohne Kantonalbanken» von den Versicherungen für die Ermittlung des gehaltenen Vermögens verwendet werden ⁴ Die Rating der Fedafin sind ausschliesslich für das Teilsegment «Unternehmen in der Schweiz ohne Immobilien-, Beteiligungs-, Versicherungs-, Bank- und öffentliche Finanzdienstleistungsunternehmen» von den Versicherungen für die Ermittlung des gehaltenen Vermögens anerkannt ⁵ Ohne Sub-Sovereign ⁶ Ohne Versicherungen

Ratingschlüssel für Schuldner- und Anleihenqualität

Ratingagentur	Bedeutung	
Fitch und Standard & Poor's ¹	Moody's	
Anlagequalität (Investment Grade)		
AAA	Aaa	Bestmögliche Qualität; äusserst hohe Fähigkeit zur Zahlung der Zinsen und zur Tilgung
AA+	Aa1	Sehr hohe Schuldner- beziehungsweise Anleihenqualität; sehr hohe Zahlungsfähigkeit; geringe Differenz zu Triple-A
AA	Aa2	
AA-	Aa3	
A+	A1	
A	A2	Hohe Fähigkeit des Emittenten zur Zahlung von Zinsen und zur Rückzahlung
A-	A3	
BBB+	Baa1	Angemessene Zahlungsfähigkeit; ungünstige wirtschaftliche Entwicklungen können die Fähigkeit zur Zinszahlung und zur Tilgung beeinträchtigen
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	
Spekulative Qualität (Hochzinsanleihen)		
BB+	Ba1	Anleihe weist spekulative Charakteristiken auf; Gefahr, dass die Zahlungsfähigkeit eingeschränkt ist
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	Spekulative Anleihe; Schuldner ist noch zahlungsfähig; ein niedriges Geschäfts- oder Konjunkturmilieu vermindert die Zahlungsfähigkeit des Emittenten
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Ca1	Hohe Gefahr eines Zahlungsverzugs beziehungsweise -ausfalls; die Solvenz des Schuldners hängt von der Verbesserung des Geschäfts- oder Konjunkturmilieus ab
CCC	Ca2	
CCC-	Ca3	
CC	Ca	Akute Gefahr eines Zahlungsverzugs beziehungsweise -ausfalls; hochspekulative Anleihe; geringe Zahlungsfähigkeit des Schuldners
C		Emittent steht kurz vor Zahlungsunfähigkeit
D		Der Schuldner befindet sich mit der Zahlung der Zinsen oder der Rückzahlung im Verzug

¹ Die Ratingagentur Scope und die Schweizer Banken besitzen die gleiche Notationsweise

Quelle: Ratingagenturen

Ratingagenturen vergeben den Emittenten Bonitätsnoten. Diese Noten sind für Investoren eine zentrale Entscheidungshilfe bei der Auswahl der Anleihen. Denn ein niedriges Rating bedeutet, dass ein erhöhtes Risiko eines Zahlungsausfalls besteht. Die Noten reichen von AAA bis C. Ab einem

Rating von BBB- resp. Baa3 und darüber gehören die Bonds zur Anlagequalität, darunter gelten sie als Ramsch. In der Schweiz sind neben den grossen Agenturen S&P, Moody's und Fitch noch die kanadische DBRS und in beschränktem Umfang Scope und Fedafin von der Finma anerkannt.

Zwei Arten von Ratings

Die grossen internationalen Agenturen Moody's, Fitch und Standard & Poor's vergeben Auftragsratings. Sie werden auf Wunsch des Emittenten erstellt, der die Kosten trägt und sich zu einer gewissen Mitwirkung verpflichtet. Dieses **Issuer-Pay-Modell** ist nach der Finanzkrise in Verruf geraten, da es Anreize schafft, die Bonität zu hoch einzuschätzen. Auch können die Emittenten jene Agentur wählen, von denen die bessere Note zu erwarten ist (Rating Shopping).

Ratings wie jene der Schweizer Agentur Fedafin oder das neue der SIX funktionieren nach dem **Investor-Pay-Modell**. Nicht der Emittent, sondern der Investor bezahlt für

die Bonitätsprüfung. Ein Interessenskonflikt besteht aber auch bei diesen sogenannten Initiativratings, einfach mit umgekehrten Vorzeichen. Denn es kann den Investor teuer zu stehen kommen, wenn ein Unternehmen als Anlagequalität eingestuft wurde, aber eigentlich nur beschränkt kreditwürdig ist. Sowohl für den Investor als auch für die Reputation der Ratingagentur ist ein zu tiefes Rating besser als ein zu hohes. **Tatsächlich fallen die von den Investoren bezahlten Ratings in der Regel tiefer aus als Auftragsratings.** Initiativratings gelten auch als weniger aussagekräftig, da die Prüfer keinen speziellen Zugang zu den Emittenten erhalten.

SWISS  ROCK

INVESTIEREN SIE,
WO WISSEN NICHT MIT
GLAUBEN VERWECHSELT WIRD.

Wissenschaftlich fundierte Anlagekompetenz über 6000 Aktien und 21 000 Obligationen. 100% Schweiz. 100% Kundenorientiert. 100% Co-Investing. www.swiss-rock.ch

Anzeige