Rieter Fischer Partners

Newsletter

EDITORIAL

# Goldgeschenk

*Ist es eine optische Täuschung? Glänzt das Gold jetzt mehr oder weniger – oder doch gleich wie immer? Anleger sind ob der Entwicklung des Goldpreises verwirrt. Das Weltgeschehen ist derzeit geprägt von Unsicherheiten. In solchen Szenarien steigt in der Regel die Nachfrage nach dem Edelmetall. Aber weder der schwelende Handelskrieg zwischen China und den USA noch ungeklärte Fragen um den Iran, der Atomstreit mit Nordkorea oder die Situation in Syrien können das Gold stützen. Auch Silber, das «Gold des kleinen Mannes», ist kaum gefragt. Einer anziehenden Nachfrage nach Edelmetallen steht der feste Dollar entgegen. Die steigenden Aktienmärkte belasten die Kurse zusätzlich.*

*Für eine absehbare Erholung des Goldpreises gibt es indes durchaus Gründe anzuführen. Die Hausse, vor allem am amerikanischen Aktienmarkt, wird sich irgendwann abflachen. Auf dem Terminmarkt für Gold herrscht zudem ein Pessimismus, der in der Geschichte einzigartig ist. China, als weltweit grösster Goldnachfrager, wird die eigenen Reserven weiter aufstocken. Für die Notenbanken wird Gold wieder ein Thema werden. Auf längere Sicht bleiben der US-Dollar sowie die US-Zinsen indes deutlich belastendere Faktoren. Zudem erwarten wir keine markante Steigerung der Inflation. Insgesamt erachten wir Goldanlagen für den Moment als nicht attraktiv. Eine Ausnahme gibt es indes. Weihnachten steht vor der Tür. Mit einem Goldschmuck als Geschenk ist allenfalls ein hoher Return on Investment zu erreichen.*

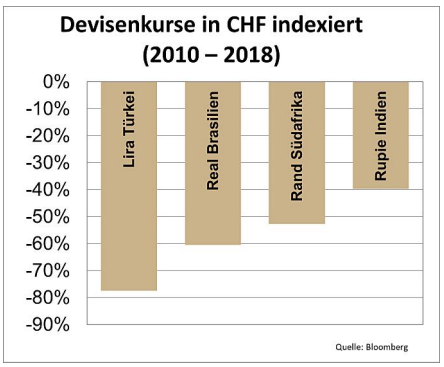
**Patrick Rieter**

# Schwellenländer unter Druck

## Anleihen als Vabanquespiel – Keine Alternative zu Franken-Investment

Die Wertpapiermärkte und die Währungen aus Schwellenländern stehen unter Druck. Wieder einmal, ist man geneigt zu sagen. Erinnerungen werden wach an den Frühling 2013. Heute wie damals sehen sich Länder aus dieser Region mit einer Kapitalflucht konfrontiert. Als Folge stehen die Währungen unter Abgabedruck. Vor fünf Jahren standen dieselben Länder wie heute im Fokus: die Türkei, Südafrika, Indonesien, Indien und Brasilien. Jetzt kommt noch Argentinien dazu.

Der tiefere Grund für die Turbulenzen liegt in den USA. Die robuste Konjunktur in diesem Land hat die Zinsen nach oben getrieben. Aus der Sicht des Investors sind Anleihen von Schwellenländern indes durchaus von gewissem Interesse. Die gängigen Argumente für ein solches Investment sind ein stärkeres BIP-Wachstum, eine bessere demografische Struktur sowie eine geringere Schuldenquote als in den Industriestaaten.




Das sind nur bedingt relevante Faktoren. In Wahrheit hängt die Wertentwicklung von Emerging-Markets-Anleihen primär von der Risikobereitschaft internationaler Anleger ab sowie der Höhe der Verzinsung von US-Staatsanleihen. Diese Elemente bergen Risiken, die die höhere Rendite von Engagements in Schwellenländern häufig nicht kompensieren. Tatsächlich bieten diese Anleihen in einem Portfolio mit anderen risikoreichen Anlagen kaum einen Diversifikationsvorteil. Gerade Investoren, die ihre Performance in Franken messen, sollten dies beherzigen. In den letzten fünfzig Jahren hat der Franken kontinuierlich an Wert gewonnen.

Gemessen am Franken sind die Gewinne in Fremdwährungen entsprechend weggeschmolzen. Der Investor muss realisieren: Anleihen von Schwellenländern gleichen einem Vabanquespiel.

## Gedankensplitter

Die Wirtschaft brummt. Die Vorlaufindikatoren für das wirtschaftliche Wachstum stehen auf Expansion. Die jüngsten Konjunkturdaten der USA untermauern die gute Verfassung der amerikanischen Wirtschaft. Die anhaltend gute Nachfrage führt zu einer hohen Auslastung der Kapazitäten. Damit steigen die Herausforderungen für die Produktion sowie die Lieferketten. Versorgungsengpässe, steigende Rohstoffpreise sowie Preiserhöhungen sind die Folge. Können die Unternehmen diese Herausforderungen nicht sauber managen, resultiert Druck auf die Margen. «Alles ist gut» heisst also nicht immer: «Alles ist gut.»

## BKW diversifiziert geschickt

Energie und Strometze sind die traditionellen Geschäftsbereiche der BKW. Seit einigen Jahren ist das Unternehmen daran, den Bereich Dienstleistungen deutlich auszubauen. Finanzchef Ronald Trächsel erläutert im Gespräch die Eckpfeiler der Wachstumsstrategie der Gesellschaft.

**Seite 3**

## Inhalt

**1** Gold ist nicht attraktiv
**1** Keine Anleihen in Fremdwährungen
**1** Ist «alles gut»?
**2** Nachhaltig oder doch nicht
**3** BKW hat KKW-Ausstieg im Griff

# Nachhaltiges Investieren erfordert Detailwissen

## Der ökologische Fussabdruck ist entscheidend – Auch Tabakindustrie kann den Kriterien entsprechen

Institutionelle Investoren sollen mehr Nachhaltigkeitskriterien in ihren Anlageprozess einbeziehen. Das wird von den Auftraggebern zunehmend gewünscht. Offenbar investieren auch immer mehr Privatanleger in Firmen, die ökologisch und sozial Verantwortung übernehmen. Damit ist nachhaltiges Anlegen mehr als eine neue Modeerscheinung der Finanzindustrie.

Es greift die Überzeugung, dass eine langfristig erfolgreiche Wirtschaftsentwicklung nur im Einklang mit der Gesellschaft und der Natur möglich ist. Der Klimawandel, der rasante Rohstoffverbrauch und soziale Konflikte zeigen, dass eine kurzfristige Denkweise mit hohen gesellschaftlichen Kosten für die zukünftigen Generationen verbunden ist.

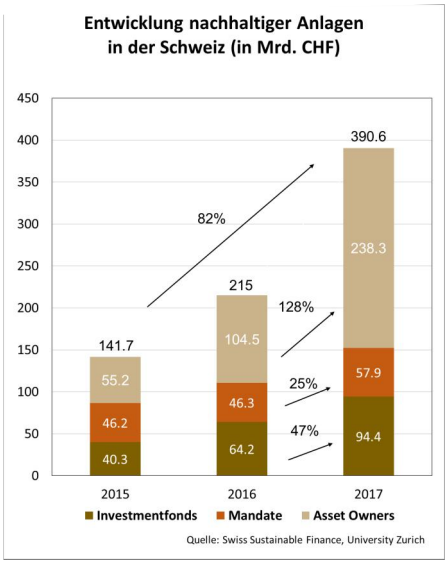
### Auch finanziell nachhaltig?

Anlagen in Unternehmen, die sich um ein nachhaltiges Geschäftsmodell bemühen, machen so gesehen durchaus Sinn. Diese Art von Investitionen ist indes nicht trivial. Da ist die finanzielle Nachhaltigkeit zu beachten, das heisst, es darf nicht mehr Geld verbraucht werden, als durch die Vermögensanlage langfristig eingenommen werden kann.

In der Praxis wird häufig eine Definition verwendet, die ökologische Faktoren mit einbezieht. Es sind die Elemente der erneuerbaren Energien sowie der Umweltverschmutzung zu berücksichtigen, ebenso soziale Kriterien wie Menschenrechte und der Tierschutz.

Dazu kommt die Bewertung der Unternehmensführung mit Blick auf die Aktionärsrechte sowie den Lohn des Managements. Um dem Engagement für ein nachhaltiges Anlegen Nachdruck zu verleihen, kann der Investor als aktiver Aktionär auftreten, indem er konsequent seine Stimmrechte ausübt sowie im Rahmen einer grösseren Beteiligung den Dialog mit dem Management sucht und diese Anliegen bekräftigt.

Aus der Sicht des Investors ist es auf den ersten Blick am einfachsten, Aktien, die nicht dem eigenen, nachhaltigen Anlageansatz entsprechen, zu meiden, also solche, die gewisse ökologische, soziale sowie ethische Kriterien nicht erfüllen. Das kann zum Beispiel für die Tabak- oder die Rüstungsindustrie zutreffen. Ein weiterer Ansatz besteht darin, in Themen zu investieren, die eine nachhaltige Entwicklung bewusst fördern, wie zum Beispiel saubere Energie.




Bei einem Best-in-Class-Ansatz werden Unternehmen aus einer Branche ausgewählt, die die Nachhaltigkeitskriterien am besten erfüllen. In der Umsetzung dieses Ansatzes kann der Investor in kleinerem Umfang auch in Sektoren anlegen, die die Umwelt schädigen, wie zum Beispiel die Tabakindustrie. Im Rahmen eines solchen Engagements ist darauf zu achten, dass insgesamt ein postitiver ökologischer Fussabdruck resultiert. In der klassischen Finanzanalyse werden in der Entscheidungsfindung sehr häufig die ESG-Kriterien angewendet, also ökologische, soziale sowie Governance-Faktoren (siehe Grafik).

### Der Teufel steckt im Detail

Die Umsetzung einer nachhaltigen Anlagepolitik erfordert ein grösseres Engagement, denn der Teufel steckt oft im Detail. Soll der Investor, der auf Rüstungstitel verzichten will, auch Gesellschaften ausschliessen, die nur einen marginalen Umsatz in diesem Bereich erwirtschaften? Sollen auch problematische Zulieferer oder Kunden ausgegrenzt werden? Es gibt keine objektive und allgemeingültige Definition für Nachhaltigkeit.

Eine kompetente Beantwortung dieser Fragen erfordert eine detaillierte Analyse des Unternehmens und umfasst nicht nur Fragen um das Portfoliomanagement, sondern auch um den ganzen Anlageprozess. Das Weglassen einzelner Titel oder Branchen steht allenfalls im Widerspruch zu indexierten Anlagen, kann aber auch bei einem aktiven Investitionsstil dem Primat der Diversifikation zuwiderlaufen. Kritierien der Nachhaltigkeit sollen in den Prozess der Anlagepolitik einbezogen werden, das aber bitte mit Augenmass. Nachhaltigkeit allein verspricht noch keine höhere Rendite.

**ESG-Kriterien: Ecology (Oekologie), Social (Soziales), Governance (Führung)**

| Umwelt | Soziale Themen | Corporate Governance |
|---|---|---|
| Klimawandel | Menschenrechte | Unabhängigkeit und Effektivität des Managements |
| gefährliche Chemikalien | nachhaltiges Beschaffungswesen | Stimmrechte und Eigentümerstruktur |
| Abfallmanagement | Mitarbeitergesundheit und Sicherheit am Arbeitsplatz | Vergütung der Boardmitglieder |
| effiziente Ressourcennutzung | Produktschäden, z.B. von Tabak und Asbest | Unternehmensethik |
| Artenvielfalt | Community investment | |

# «BKW will mit Dienstleistungen wachsen»

Windparks zukaufen – Wassernetzsanierung ist attraktiv – BKW-Titel sind günstig bewertet

Die Entwicklung der BKW war in den letzten Jahren geprägt durch den Wandel vom traditionellen Unternehmen in der Energieversorgung hin zu einer führenden Energie- und Infrastrukturdienstleisterin. Finanzchef Ronald Trächsel erklärt, dass BKW nun robuster aufgestellt ist und parallel dazu in Wachstumsmärkte investiert. Neu aufgebaut wird seit einigen Jahren der Bereich Dienstleistungen. Hier liegt der Fokus auf Wachstumsmärkten. Aber auch die für 2019 geplante Stilllegung des KKW Mühleberg spiegelt die Transformation des Unternehmens.

**Herr Trächsel, können Sie uns den Geschäftsbereich Energie näher erklären?**
Der Bereich umfasst die Produktion, den Handel sowie den Vertrieb von Strom. Diese Themenfelder bilden eine Einheit. Der produzierte Strom wird über unsere Handelsplattform an der Strombörse vermarktet.

**Wie wichtig ist der Energiehandel innerhalb der BKW?**
Unser Handelsgeschäft dient insbesondere dazu, unser Kraftwerkportfolio optimal bewirtschaften zu können. Aufgrund unserer Kompetenzen in diesem Bereich ergeben sich auch Möglichkeiten in anderen Handelsbereichen. Wir können dieses Knowhow beispielsweise zunehmend nutzen, um die Strompositionen von anderen Energieversorgern im Kundenauftrag zu bewirtschaften.

## Keine Sorgen mit Rückbau KKW Mühleberg

**Wie weit wird der Ausbau bei Sonnen- und Windenergie noch gehen?**
Eigene Photovoltaikanlagen zu halten, ist für uns zurzeit kein strategisches Ziel. Die Erbringung von Dienstleistungen beim Bau und beim Betrieb von Photovoltaikanlagen ist aber durchaus ein Tätigkeitsfeld der BKW. Beim Wind sehen wir Möglichkeiten, unser Portfolio mit der Übernahme von Projekten oder der Akquisition von betriebsbereiten Windparks weiter auszubauen. Geografisch sind wir mit eigenen Windparks bereits in Frankreich, Italien, Deutschland und Norwegen gut positioniert. In andere geografische Regionen vorzustossen, hat zurzeit keine Priorität. Wir sind zudem auch nicht an Offshore-Anlagen interessiert.

**Wann wird das KKW Mühleberg vom Netz gehen?**
Wie geplant werden wir das Kraftwerk am 21. Dezember 2019 vom Netz nehmen. Wir haben die entsprechende Verfügung erhalten. Es hat keine Einsprachen gegeben.

BKW-Finanzchef Ronald Trächsel spürt kaum politische Einflussnahme.

**Reicht der Stilllegung- und Entsorgungsfonds für den Rückbau?**
Aus heutiger Sicht werden im Stilllegungs- und Entsorgungsfonds ausreichend Mittel für den Rückbau vorhanden sein. Mir bereitet die Finanzierung des Rückbaus und der Entsorgung keine grossen Sorgen.

**BKW hat zwei deutsche Unternehmen übernommen, die auf den Abbau von KKW spezialisiert sind. Werden Sie den Rückbau Mühleberg selbst führen?**
Das Unternehmen ist spezialisiert auf Strahlenschutz und nicht auf den generellen Rückbau von Kernkraftwerken. Im Rahmen eines Rückbaus sind diese Spezialisten von zentraler Bedeutung. Als wir mit der Planung des Rückbaus des KKW Mühleberg begannen, kamen wir zur Erkenntnis, dass diese Fachleute sehr gesucht sind. Das ist der Fall, da besonders Deutschland aufgrund des beschlossenen Ausstiegs aus der Kernkraft Bedarf an Spezialisten hat. Da haben wir potenzielle Engpässe gesehen, die wir jetzt dank dieser Akquisition ausräumen konnten.

**BKW kann den Rückbau also selbst umsetzen?**
Das ist so. Es gibt natürlich verschiedene Spezialarbeiten. Zum Beispiel wird der Kernreaktor unter Wasser zersägt. Das machen wir nicht selbst. Dafür gibt es weltweit nur wenige Unternehmen, die solche Dienstleistungen anbieten können.

## Dank Absicherungen von Strom mehr verdienen

**Wie werden sich die Strompreise in den nächsten Jahren entwickeln?**
Der liquide Horizont beläuft sich auf drei Jahre. Mit Blick auf diesen Zeitraum sehen wir zurzeit eine erfreuliche Entwicklung. Die niedrigsten Terminpreise für 2019 beliefen sich auf um die 20 €/MWh. In den Terminpreisen für das Jahr 2021 haben wir bereits Preise um 50 €/MWh gesehen. Ich bin zuversichtlich für die Entwicklung nach 2019. Aufgrund der Absicherungsgeschäfte werden wir ab 2020 von dieser Entwicklung profitieren können.

**Das Stromnetz ist der zweite Geschäftsbereich. Was umfasst er?**
Wir sind mit 22'000 km der grösste Verteilnetzbetreiber in der Schweiz und bringen mit unserem Netz den Strom direkt zu den Endkunden. Wir sind mit 36,4% zudem der grösste Aktionär von Swissgrid, der nationalen Gesellschaft, die das 6700 km lange Hochspannungsnetz der Schweiz besitzt und betreibt.

**Wie passt die Beteiligung an Swissgrid zur Strategie der BKW?**
Die Netze sind der stabilisierende Faktor im Geschäft unserer Gesellschaft. Die Kapitalrendite auf diesem Bereich ist mit den vom Bund vorgegebenen 3,8% nicht sonderlich attraktiv im Vergleich mit den anderen

# «Die Milliarde ist absehbar...»

Investitionsmöglichkeiten der BKW. Aber die 3,8% sind sicher und geben BKW Stabilität.

**Im dritten Bereich sind die Dienstleistungen zusammengefasst. Was umfasst dieses Segment?**
Dieser Bereich umfasst drei Kompetenzfelder. Im Engineering sind wir in der Generalplanung von Infrastrukturen tätig, wir übernehmen aber nicht die Projektführung, sind also nicht im Bau aktiv. Im Engineering sind wir in Deutschland, Österreich und der Schweiz vertreten. In der Gebäudetechnik sind wir zurzeit ausschliesslich in der Schweiz tätig. Das Kompetenzfeld umfasst die Bereiche Heizung, Lüftung, Klima, Elektroinstallationen sowie auch Sanitärarbeiten. Wir wollen den Kunden umfassende Dienstleistungen aus einer Hand anbieten. Solche Angebote sind auf dem Markt mehr und mehr gesucht. Der dritte Bereich sind Netzdienstleistungen. Hier geht es nicht nur um Hoch- und Niedervolt-Netze, sondern auch um Verkehrsnetze sowie, ganz wichtig, die Wassernetze.

**BKW hat in diesem Segment einen Umsatz um 700 Mio. Fr. erzielt. Wann wird 1 Mrd. überschritten?**
Das Überschreiten dieser Umsatzgrenze ist absehbar.

**Wird der Ausbau durch Übernahmen passieren?**
Ja, das Wachstum geschieht über Akquisitionen. Der Markt wächst nur 2% pro Jahr. Klar streben wir auch organisches Wachstum an. Hier legen wir den Fokus aber auf die Rentabilität.

**Was sind im Konzern die Vorgaben für den Betriebsgewinn?**
Im Jahr 2014 haben wir definiert, dass die drei Bereiche Energie, Netze und Dienstleistungen bis 2024 einen etwa gleich grossen Ebit erzielen sollen. Es ist nach wie vor das Ziel, dass wir ausgewogen und robust unterwegs sind.

**Wo sehen Sie die grössten Risiken im Unternehmen?**
Der Strompreis birgt die grössten Unsicherheiten und ist eine Grösse, die wir nicht beeinflussen können. Wir sind heute in einer ganz anderen Lage, mit diesen Unsicherheiten umzugehen.

**Wie stark ist die Entwicklung der BKW von der Politik geprägt?**
Erstaunlich wenig. Ich bin seit vier Jahren bei BKW. Zu Beginn hatte ich gewisse Bedenken, wie viele unternehmerische Freiheiten uns im damals anstehenden Transformationsprozess wohl zugestanden werden. Meine Vorbehalte waren unnötig. Man muss die Politik berücksichtigen. Wir werden beobachtet, das wissen wir. Aber in strategischen Fragen hatten und haben wir unsere Freiheiten.

**Warum soll der Anleger jetzt in BKW investieren?**
Auf der Basis einer einfachen Berechnung nach der Discounted-Cashflow-Methode sind die BKW-Titel interessant. Wir agieren und investieren in Wachstumsmärkten. Infrastruktur und Energie sind für den Investor interessante Themen. Mit unseren Dienstleistungen sind wir genau in diesem Segment aktiv, wo das Wachstum stattfinden wird. Ich bin zudem überzeugt davon, dass wir mit den Risiken, die sich einem Energieversorger stellen, besonders mit Blick auf den Strompreis, heute viel besser umgehen können.

**Interview: Erich Fischer**

Rieter Fischer Partners

**Rieter Fischer Partners AG**

Stockerstrasse 23
Postfach 2065
8027 Zürich

info@rf-partners.ch
www.rf-partners.ch

**Patrick Rieter**
☎ +41 43 305 07 21
patrick.rieter@rf-partners.ch

**Erich Fischer**
☎ +41 43 305 07 22
erich.fischer@rf-partners.ch

**Beat Käser**
☎ +41 43 305 07 23
beat.kaeser@rf-partners.ch

**Roland Vogel**
☎ +41 43 305 07 24
roland.vogel@rf-partners.ch

**Carlo Seregni**
☎ +41 43 305 07 25
carlo.seregni@rf-partners.ch

**Norbert Beiner**
☎ +41 43 305 07 26
norbert.beiner@rf-partners.ch

Die Informationen in diesem Newsletter stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche oder andere Fragen noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Richtigkeit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Newsletter werden weder ausdrücklich noch stillschweigend zugesichert oder garantiert. Meinungen und Äusserungen von interviewten Personen müssen nicht unbedingt mit der Meinung von Rieter Fischer Partners AG übereinstimmen. Dieser Newsletter begründet kein Rechtsverhältnis zwischen Rieter Fischer Partners AG und dem Leser. Wer aufgrund dieses Newsletters Entscheide irgendwelcher Art trifft, tut dies auf eigenes Risiko und in eigener Verantwortung. Die Informationen in diesem Newsletter richten sich nicht an Personen, welche dem Recht eines Staates unterworfen sind, der die Distribution oder Nutzung der Informationen in diesem Newsletter verbietet. Dieser Newsletter untersteht schweizerischem Recht. Gerichtsstand ist Zürich, Schweiz.