

### 1. "liquidity driven" versus "earnings driven"

Auf der steten Suche nach Faktoren, welche die Entwicklungen an den Finanzmärkten bestimmen, haben Börsenpraktiker und -theoretiker zwei hauptsächliche Generatoren höherer Kurse ausgemacht: billigeres Geld und höhere Unternehmensgewinne. Aus ökonomischer Sicht ist dies an sich recht trivial. Es liegt auf der Hand, dass jeder Investor, vor verschiedene Anlagemöglichkeiten gestellt, erwartete Rendite und erwartetes Risiko gegeneinander abwägt. Wenn mit Festgeldern praktisch risikolos Renditen von 8 oder mehr Prozent zu erzielen sind, dann überlegt man sich den Kauf von Aktien gut. Ist mehr Liquidität im System vorhanden und liegen damit die Festgeldrenditen tiefer, dann steigt die relative Attraktivität einer risikoreicheren Anlage, der Aktienkauf erfolgt mit weniger Bedenken.

Der unmittelbare Zusammenhang zwischen erwarteten Unternehmensgewinnen und den jeweiligen Aktienkursen ist empirisch mehrfach nachgewiesen worden, wobei interessanterweise nicht die von den Finanzanalysten bevorzugten und häufig auf zwei Kommastellen berechneten Gewinne des laufenden und des nächsten Jahres ins Gewicht fallen, sondern vielmehr die langfristigen Gewinnaussichten über einen Zeithorizont von z.B. fünf Jahren. Auf diesen Punkt wird noch zurückzukommen sein. Aktienkurse entsprächen demnach den auf den heutigen Tag abdiskontierten künftigen Unternehmenserträgen, korrigiert um einen Risikofaktor, da "künftig" immer nur "mehr oder weniger wahrscheinlich" heissen kann.

### 2. Zinsen wirken auf den ganzen Markt

Das Spiegelbild der höheren oder tieferen Liquidität sind tiefere oder höhere Zinsen, und diese bestimmen den genannten Abdiskontierungsfaktor. Künftige Unternehmenserträge, zu einem tieferen Zinssatz abdiskontiert, ergeben einen höheren Gegenwartswert. Steigen umgekehrt die Zinsen, dann fällt der ökonomische Wert des Aktivums. Die an den Börsen gehandelten Unternehmensanteile sind solche Aktiva. "Liquiditätsgeneriert" könnte deshalb in bezug auf Marktbewegungen auch "zinssatzgeneriert" heissen. Wichtig ist dabei die Erkenntnis, dass Zinssatzänderungen generelle Wirkung auf die Märkte haben. Unbesehen von den spezifischen Eigenschaften irgendwelcher Aktiva verändert der momentan gültige Abdiskontierungssatz den ökonomischen Wert, und wegen der generellen Wirkung spricht man bezüglich Zinsänderungen dann eben auch von *Marktrisiken*, im Gegensatz zu den *spezifischen Risiken*, die jeweils nur für ein bestimmtes Unternehmen und damit für eine bestimmte Aktie Geltung haben.

Der Vollständigkeit halber sei aber erwähnt, dass Zinsen ebenfalls unternehmensspezifische Wirkungen zeitigen können, nämlich dann, wenn eine Unternehmung bezüglich Zinsrisiko

besonders exponiert ist. Zum generell wirkenden Marktrisiko Zins kommt dann noch ein spezifisches Unternehmensrisiko Zins. Bei Banken und Versicherungen spricht man von "zins-sensitiven Werten", weil sie aufgrund ihrer ökonomischen Funktion als Finanzintermediäre Zinsrisiken tragen müssen und deshalb auf Zinssatzänderungen mehr reagieren als der übrige Markt.

Damit zeigen sich auch die Problematik und die Grenzen des Denkmodells. Ob sich Märkte "liquidity driven" oder "earnings driven" verhalten, ist in bezug auf den Zeitablauf schwierig auszumachen. Die unternehmensspezifische Wirkung von Zinssatzänderungen ist im konkreten Fall wohl nur sehr schwierig von der Marktwirkung zu unterscheiden. Die Komplexität wird zudem noch gesteigert, als selbstverständlich auch die künftigen Unternehmenserträge in Wechselwirkung zu den künftig gültigen Refinanzierungssätzen stehen.

### **3. Der Monat Februar: Ende der Liquiditätshausse?**

Wer behauptet, eine Börsenhausse sei liquiditätsgeneriert ("liquidity driven"), der meint damit also unter anderem, dass sich die Investoren mehr oder weniger ungeachtet der zu jenem Zeitpunkt meist schlechten Konjunkturlage und ungeachtet aller Unternehmensdaten auf Aktien stürzen. Wenn sich zu einem späteren Zeitpunkt dann aber eine Änderung der Notenbankpolitik abzeichnet, der Faktor "Liquidität" sich also verschlechtert, dann sei ein so blindlings erfolgreiches Investitionsverhalten nicht mehr gerechtfertigt. Ein Bruch in der Börsenentwicklung sei dann wahrscheinlich - Kursverluste, Baissestimmung, Verunsicherung die vorherrschenden Stichworte, und höchste, auf die spezifische Unternehmenssituation ausgerichtete Selektivität würde nachfolgen.

Der Monat Februar und die ersten Tage des Monats März entsprächen diesem Stimmungsbild ziemlich genau. Die amerikanische Notenbank leitete bekanntlich am 4. Februar eine sogenannte "Zinswende" ein, indem sie erstmals seit 1989 die kurzfristigen  $\$$ -Sätze nicht mehr senkte oder wenigstens auf demselben Niveau belies, sondern um 1/4 % anhob. Die Reaktion der Märkte war äusserst vehement: Die (langfristigen)  $\$$ -Obligationen verzeichneten markante Kursverluste, die Aktienbörsen in den USA und in Europa verloren vorübergehend den Halt, und die bisher völlig abgekoppelten europäischen Zinssätze wurden plötzlich von den amerikanischen Sätzen beeinflusst.

Die Erklärung des Geschehens als das Ende der Liquiditätshausse liegt zwar auf der Hand, ist aber unseres Erachtens nur teilweise befriedigend. Denn erstens musste seit längerer Zeit angesichts der sehr tiefen kurzfristigen  $\$$ -Sätze und der extrem steilen Zinskurve eine "Normalisierung" des amerikanischen Zinsgefüges erwartet werden. Höhere kurzfristige Zinssätze hätten demnach als solche nichts Bedrohliches. Zweitens ist nicht einzusehen, weshalb die während Jahren, entsprechend dem sehr unterschiedlichen konjunkturellen Umfeld, abgekoppelten europäischen Zinssätze nun plötzlich mit den  $\$$ -Sätzen zu steigen beginnen sollten.

Wir neigen heute dazu, den Februar-Einbruch in mancher Hinsicht als "markttechnisch" zu interpretieren. Es sickert so langsam durch, dass - vor allem amerikanische - Grossinvestoren ihre Positionen im Gefolge des langen Aufwärtstrends am Obligationenmarkt einem starken "Leverage" ausgesetzt hatten, das heisst sich bis über die Ohren verschuldet hatten. Da sie und die sie kreditierenden Banken kurzfristig finanziert sind, fiel für sie der Zinsanstieg am kurzen Ende als solcher ins Gewicht. Viel mehr aber musste zudem jede auch noch so kleine Korrektur bei den \$-Bonds verheerende Auswirkungen zeitigen. Ein richtiggehender "Sell-Off" war die Folge, um die eingegangenen Kredite zurückzahlen zu können. Diese Welle schwappte auf Europa über, indem hier Gewinne schlagartig realisiert wurden. Mit anderen Worten, und die Erklärung wäre ökonomisch konsistent, ist in erster Linie das unternehmensspezifische Zinsrisiko zum Tragen gekommen, nicht aber unbedingt das Marktrisiko Zins.

#### **4. Risikoprämien als Folge**

Nun war aber der Kurseinbruch so markant, dass diese Erklärung auch nicht ganz hinreichend sein kann.

Im Februar wurden Zahlen über das amerikanische Wirtschaftswachstum veröffentlicht, die mit 7 % (Quartalszahlen, annualisiert) wesentlich über den Erwartungen im Markt lagen. Ungute Erinnerungen an das frühere Auf und Ab der Stop-and-Go-Politik der Siebziger- und frühen Achtziger-Jahre wurden wach, und dies schürte die Inflationsängste. Mit anderen Worten wurden plötzlich Zweifel wach an der Fähigkeit des Fed, die bisherige Politik der kleinen Schritte beizubehalten und das System unter Kontrolle zu behalten. Inflation würde zwar vordergründig die Unternehmensgewinne zunächst einmal steigern, hätte längerfristig aber negative Folgen. Befürchtungen dieser Art sind durchaus bedenkenswert, und selbst wenn man sie nicht teilt, dann müsste lediglich die Möglichkeit ihrer Bewahrheitung sich in einer Risikoprämie auf den Kursen niederschlagen. Ein so begründeter Kurseinbruch wäre dann nicht nur markttechnisch, sondern auch fundamental gerechtfertigt.

Aehnliches gilt für die europäische Situation. Die Deutsche Bundesbank veröffentlichte im Februar ein völlig unerwartet hohes Wachstum der Geldmenge M3 und führte "Sonderfaktoren" zur Begründung an, ohne diese aber näher zu spezifizieren. Im Markt werden "Sonderfaktoren" nicht geschätzt, denn im Klartext bedeuten sie meistens, dass die Situation nicht im Griff ist. Man könnte die Zinsversteifung in Europa als eine Art Risikoprämie für den Verlust an Glaubwürdigkeit und für eine Neubeurteilung des Problemkomplexes Deutschland interpretieren.

Risikoprämien als zusätzlicher Erklärungsversuch: Damit lässt sich begründen, weshalb im Februar ein Kurseinbruch und ein Zinsanstieg erfolgte, obwohl sich vordergründig am makroökonomischen Gefüge wenig geändert hatte. Mit der Risikoprämie wird man vorderhand weiterzuleben haben, bis sich einige Zweifel bestätigen oder bis sie ausgeräumt sind.

## **5. Unternehmenserfolg ist von zentraler Bedeutung**

Worauf wir letztlich hinaus wollen: Bei aller Anerkennung des Faktors "Liquidität" für die Verfassung der Finanzmärkte - wo nicht irgendwann und irgendwie Unternehmensgewinne mit einer genügenden Wahrscheinlichkeit anfallen werden, da ist auch bezüglich Aktienkursen nicht viel zu erwarten. Unternehmungen können auch im paradisischsten geldpolitischen Umfeld untergehen, andere trotzen den widrigsten Rahmenbedingungen. Hinter allen Gesamtbetrachtungen von Märkten, hinter jedem Sammelindex, hinter jeder Hausse- oder Baisse-Stimmung steht zuletzt immer die unternehmerische Leistung. Sie kann sich zwar den Rahmenbedingungen, wie sie zum Beispiel durch die Notenbankpolitik gesetzt werden, nicht entziehen, und sie hat sich mit "Risikoprämien" der obgenannten Art abzufinden, sie ist und bleibt aber der wesentlichste Faktor. Es lohnt sich deshalb, für einmal das makroökonomische Feld zu verlassen und sich der Mikroökonomie der Unternehmung zu widmen.

Wir haben weiter oben festgehalten, dass die längerfristigen Perspektiven einer Unternehmung für deren Bewertung durch die Finanzmärkte relevanter seien als kurzfristige Gewinnschätzungen. Mit all dem von der Finanzanalyse zur Verfügung gestellten Zahlenmaterial und allen Detailinformationen über Unternehmungen ist deshalb mit Vorsicht umzugehen. Die Zahlen haben lediglich den Vorteil, handfest zu sein und durch ihre oft absurde Präzision besonders gute Kenntnisse zu manifestieren.

Wenn längerfristige Perspektiven relevanter sind, dann muss man sich wohl oder übel mit Mutmassungen begnügen. Wir glauben jedoch, dass die Oekonomie durchaus Instrumente zur Verfügung stellen würde, um diesen Mutmassungen einigermaßen Halt zu verleihen, und finden es bedauerlich, dass sie in der Finanzanalyse nicht häufiger Anwendung finden. In Amerika wurde in den letzten dreissig Jahren die "theory of the firm" entwickelt. Sie befasst sich mit Fragen der inneren Oekonomie einer Unternehmung. Damit sind die internen Anreizstrukturen gemeint, die dazu führen, dass eine Firma innovativ, marktnah, kostenbewusst, nach aussen geschlossen, als Arbeitgeberin für jede Stufe attraktiv ist - oder eben nicht, und: weshalb! Was sind die Gründe für eine längerfristig höhere Unternehmensleistung, wie und wo kommt sie eher zustande?

## **6. Unternehmungen mit mehr oder weniger "Agenten"**

Die "theory of the firm" befasst sich namentlich mit einem der Hauptprobleme jeder Firma, nämlich dem Auseinanderklaffen von Eigeninteressen ihrer Mitarbeiter und den Gesamtinteressen der Unternehmung. Dabei geht sie von einem völlig illusionslosen Verhaltensmodell der Mitarbeiter aus, das besagt, dass jeder als Individuum oder auch in der Gruppe zunächst einmal seine ureigensten Interessen verfolgt. Die Kunst der Unternehmungsführung bestehe darin, die interne Organisation, die internen "checks and controls" und die verschiedenen Motivationsinstrumente (Lohn, Gratifikationen, fringe benefits etc.) so zu legen, dass die unver-

meidbaren Eigeninteressen möglichst in Einklang geführt werden mit den Interessen der Gesamtunternehmung.

Als interessantestes Forschungsobjekt erweist sich dabei die Divergenz zwischen den Eigeninteressen des Managements und denjenigen der Gesamtunternehmung. Die "theory of the firm" geht unverblümt von der These aus, dass auch und gerade das Management in erster Linie einmal Eigeninteressen verfolge und nur, soweit unvermeidbar, diejenigen der Gesamtunternehmung. Dies mag beleidigend tönen und übertrieben sein, denn wer möchte leugnen, dass Manager anständige Leute seien. Zur Erklärung häufiger Erscheinungen und Probleme in Unternehmungen und - eben - auch zur Prognostizierung des künftigen Unternehmungserfolgs ist das Modell aber alleweil sehr brauchbar. Die "theory of the firm" bezeichnet das Management als von den Aktionären eingesetzte "Agenten", und deshalb spricht man vom "agency problem" und meint damit das nicht im Unternehmensinteresse stehende Verhalten des Managements.

Je nachdem, wie es einer Unternehmung gelingt, das "agency problem" besser oder schlechter in den Griff zu bekommen, wird sie auch mehr oder weniger erfolgreich sein. Dabei müssen "agency problems" beileibe nicht nur dort geortet werden, wo das Management hemmungslos absahnt, indem Löhne, Gratifikationen, Bonusauszahlungen, Firmenautos und -jets jegliche Proportionen sprengen. (Es muss hier einmal gesagt sein: Grundsätzlich ist jeder Manager letztlich ersetzbar durch eine mehr oder weniger gleichwertige Person. Es muss deshalb auch Obergrenzen für den ökonomischen Wert eines Managers und mithin für dessen Gesamtbezüge geben!) "Agency problems" bestehen auch in verkrusteten Strukturen, wo unfähige, unflexible, kurzsichtige Personen sich an ihre Macht klammern und sie häufig auch noch zur Schau stellen. Gerade Firmen, die durch irgendwelche Marktabsprachen oder Staatsgarantien geschützt sind, weisen oft solche Symptome auf.

#### **7. Wo blüht der Unternehmergeist?**

Es liegt auf der Hand, dass ein Mehr oder Weniger an "agency problems" davon abhängt, wie nah oder weniger nah das Management beim Eigentümer der Unternehmung steht. Wie stark ist der Einfluss des Aktionariats auf die Firma? Wie gut ist das Aktionariat durch den Verwaltungsrat vertreten? Wie setzt sich der Wille des Verwaltungsrats durch? Ueber welche Kontrollmechanismen verfügt die Unternehmung? Welche Anzahl von Verwaltungsräten ist optimal? Welchen Anreizen ist das Management bezüglich Wohlverhalten ausgesetzt? Wie wird Kreativität belohnt und Verwaltungsmentalität geächtet? Das sind Fragen, die zur Prognostizierung des längerfristigen Unternehmenserfolgs relevant sind.

Breitgestreuter Publikumsbesitz muss in diesem Zusammenhang als Problem angesehen werden, weil es dem Aktionariat nur schwierig gelingen wird, sich adäquat im Verwaltungsrat vertreten zu lassen. Umgekehrt müsste die prägende Kraft des Eigentümers als Unternehmer für die längerfristigen Perspektiven der Firma sprechen. Damit sei nichts gegen breiten Publikumsbesitz gesagt, sondern nur darauf hingewiesen, dass

sich daraus ein immanentes Problem ergibt, das gelöst werden muss. Und es sei auch nicht behauptet, dass ein in der Unternehmungsführung aktiver Eigentümer per se schon den Erfolg garantiere. Eine solche Regel wäre schon allzuoft gründlich desavouiert worden!

Immerhin: Es ist wahrscheinlich angebracht, dem aktiven Eigentümer etwas mehr Beachtung zu schenken. Im Idealfall verkörpert der Eigentümer als Unternehmer das Gesamtinteresse der Firma, und häufig handelt es sich in der Praxis auch um ausserordentliche Persönlichkeiten: Oft Tag und Nacht mit Fragen um die Firma beschäftigt, zu Visionen befähigt, die Umsetzung in die Praxis nicht scheuend, risikofreudig, innovativ, kostenbewusst. Ueberspringt oft die Hierarchie des Dienstwegs, informiert sich namentlich auf unterer Stufe und pflegt den direkten Kontakt mit den Mitarbeitern, ist misstrauisch gegenüber grossen Stäben, geht mit dem "middle management" unzögerlich um, hat wache Augen für vielversprechenden Nachwuchs.

#### **8. Unser U- und W-Rating**

Wir haben in den vergangenen Monaten versucht, die Schweizer Wirtschaft nach Firmen durchzugehen, bei denen solche unternehmerischen Qualitäten vermutet werden können bzw. wo Anreizstrukturen vorliegen, die auf eine Minimierung des "agency problems" ausgerichtet sind. Die Liste unserer Auswahl befindet sich im Anhang zu diesem Kommentar. Das Rating beruht letztlich, anders wäre es nicht möglich, auf einer subjektiven Wertung objektiv zusammengetragener Information. Im Sinne der grossen Rating-Agenturen haben wir ein mehrstufiges Rating gewählt. "U" steht für "Unternehmergeist", "W" steht für "double U". Les absents n'ont pas toujours tort: Aus der Positivliste kann nicht zwingend auf eine Negativliste geschlossen werden. Nicht-Rating heisst m.a.W. nicht unbedingt, dass kein Unternehmergeist herrsche, sondern vielleicht, dass wir dessen bisher nicht gewahr geworden sind.

Das Ganze mag etwas gesucht aussehen, als Spielerei oder gar als überheblich und überflüssig abgetan werden. Um solchen und weiteren Einwänden entgegenzutreten, haben wir den empirischen Test gewagt und aus unserer Titelauswahl zwei Indices, den "U-Index" und den "W-Index", gebildet. Dass die Performance seit Anfang 1993 höher ist als der Swiss Market Index, spricht zumindest nicht gegen unsere Auswahl und auch nicht gegen die These, dass es mit der Anwendung der "theory of the firm" in der Finanzanalyse etwas auf sich haben könnte ...

#### **9. Unternehmergeist ist im Aufschwung entscheidend**

Um auf den Anfang dieses Kommentars zurückzukommen: Es zeichnet sich für die Schweiz ab, dass die Talsohle der rezessiven Entwicklung durchschritten ist. Wir rechnen für das laufende Jahr zwar noch mit einem minimalen Wirtschaftswachstum von 1 bis 1 1/2 %, aber auch mit einer ebenso tiefen Inflationsrate. Die Rahmenbedingungen für eine weitere Verbesserung des Wachstums sind somit nicht

schlecht. In den USA ist der Aufschwung in Gang gekommen; das Wachstum dürfte 1994 etwa 3 % betragen. In Deutschland überwiegen noch die Wiedervereinigungsprobleme und die damit eingehandelten geldpolitischen Auflagen, überdies steht man in einem bedeutsamen wahlpolitischen Jahr. Immerhin ist damit zu rechnen, dass 1994 wenigstens dem Rückgang des BSP Einhalt geboten werden kann.

"Liquidity-driven" oder "earnings-driven": Wie auch immer man dies sieht, eines ist klar: Im Aufschwung, das heisst bei der Bewältigung der zyklischen und der strukturellen Probleme, ist in erster Linie Unternehmergeist gefragt. Wachsame Augen für sich bietende Chancen, schnelles, flexibles Handeln, tiefe Over-head-Kosten, hohe Befähigung zur Mitarbeitermotivation, visionäres Denken anstatt verwalterische Festungsmentalität, Marktnähe ... All diese Eigenschaften wecken positive oder negative Assoziationen. Wir vertreten dezidiert die Ansicht, dass ein genügend diversifiziertes Portefeuille mit Investitionen in U- oder W-Unternehmungen im Aufschwung aussichtsreich ist.

#### **10. Unsere Anlagepolitik**

Ausgehend vom erwähnten Umstand, dass sich eigentlich in den letzten Monaten an den Rahmenbedingungen nicht sehr viel geändert hat, bleiben wir bei unseren Annahmen bezüglich Zinsentwicklung in Europa. Allerdings können wir uns vorstellen, dass der Februarschock eine Risikoprämie auf den langfristigen Zinsen, namentlich in Deutschland, belässt, und wir sehen in der DM die untere Grenze bis auf weiteres bei 6 %. Im SFr. dürfte die 4 %-Marke bei Obligationen anleihen auch nur schwerlich unterschritten werden. \$-Obligationen sind wegen der hohen Nervosität der Investoren riskant, auch wenn man grundsätzlich der Meinung ist, dass vorderhand kein neuer Inflationsdruck die USA bedroht.

In bezug auf die Währungen verhalten wir uns weitgehend neutral. Der Schweizer Franken ist historisch gesehen hoch bewertet, allerdings sprechen eben auch einige fundamentale Gründe für unsere Währung. Der US-Dollar leidet an den traditionellen strukturellen Schwächen (z.B. der zu tiefen Sparquote) und an neuen, allerdings ebenfalls schon gesehenen politischen Fragwürdigkeiten (Clintons Arkansas-Connection). Bezüglich DM wird sich weisen, ob die Standfestigkeit der Bundesbank oder die politische Begehrlichkeit Oberhand bekommen wird.

Wir reduzieren den Aktienanteil insofern, als wir vermehrt nach unten abgesicherte Produkte einsetzen. Dies kostet zwar etwas "Versicherungs"prämie, indem die Partizipation geringer oder nach oben abgeschnitten ist, reduziert aber das im Februar wieder einmal evident gewordene Risiko. Solche strukturierten Instrumente setzen wir namentlich für Märkte ein, in denen die Beurteilung von einzelnen Titeln von hier aus schwierig ist. Der Schweizer Markt liegt uns genügend nah, um mit der Liste von "Unternehmungen mit Unternehmergeist" nun einen deutlichen Akzent in unseren Portefeuilles zu setzen.