

## 1. Look Back in Anger

kleine Nachlese zum Fall  
SBG/Ebner auf S. 7 und 8

Gewieftere Vertreter der Profession betonen es immer wieder: nur ja keine Rückblicke machen! Dann nicht, wenn man als Prognostiker einmal recht hatte, und schon gar nicht dann, wenn man offenkundig einige Entwicklungen anders gesehen hatte, als sie sich dann effektiv einstellten. Die Tonnen von Analystenmaterial belegen es deutlich: die Kunst des Vergessens dürfte nirgends grössere Blüten treiben als in der Kommentierung des Wirtschafts-, Währungs- und Börsengeschehens. Man nehme einmal die Dollarprognosen von Anfang Jahr, vergleiche sie mit dem tatsächlichen Kursverlauf und setze sie in Bezug zur Hemmungslosigkeit, mit der zum heutigen Zeitpunkt erneut mit felsenfester Ueberzeugung Voraussagen von sich gegeben werden! Papier ist geduldig, und offenbar sind es viele Konsumenten von Finanzanalysen ebenfalls.

Was in der Folge zu lesen ist, müsste deshalb eigentlich als unprofessioneller Ausrutscher gelten. Der Rückblick auf das Jahr 1994 könnte den Ruf gefährden. Denn man kann mit dem besten Willen nicht behaupten, dass die Schwierigkeiten dieses Jahres auch nur annähernd vorausgesehen worden seien. Gerne möchte man sich und dem Leserpublikum den Rückblick ersparen, brauchte man ihn nicht, um einige der teuer erlangten Erkenntnisse zu erläutern. So sei er denn gewagt.

Zu Beginn dieses Jahres steckten die Finanzmärkte weltweit in einer Phase übersprudelnder Euphorie. Man wähnte sich noch mitten in einem Konjunktur und Börsen belebenden Zinsabschwung. Man sprach von Obligationenzinsen im Bereich von 4 % im Schweizerfranken und von 5 % in der Deutschen Mark. Die Aktienindizes kletterten im Monat Januar, nach dem markanten Anstieg des vorangegangenen Jahres, um nochmals 7 % (Schweiz) bis 16 % (Japan). Der Durchschnitt der Dollarprognosen lag gegenüber dem Franken bei etwa 1.60 und gegenüber der Mark bei etwa 1.80. Niemand störte sich daran, dass es absehbar war, dass die amerikanische Notenbank gelegentlich die Kurzfristzinsen etwas anheben müsste.

Als dies dann aber am 4. Februar geschah, begann die Welt anders auszusehen. Zunächst sprach man zwar noch von "technischer Korrektur", und man war geneigt, die global anziehenden Zinsen als "Buckel" zu bezeichnen. Spätestens im Frühsommer wurde dann aber klar, dass weder eine Marktkorrektur noch eine vorübergehende Kontraktion die Anleger ereilt hatten. Ganz im Gegenteil: das Klima an den Aktienbörsen war frostig geworden - der Swiss Market Index (SMI) hatte bis Juni 12 % eingebüsst, der Deutsche Aktienindex (DAX) 11 % -, die Obligationenkurse verzeichne-

ten grosse Verluste, und der Dollar begann immer neuen Tiefen entgegenzusinken. Die grosse Verunsicherung an den Märkten widerspiegelte sich in den stark angestiegenen Volatilitäten bzw. im Versiegen jeglicher Marktliquidität.

Diese widrige Entwicklung traf nicht nur die "bösen" Spekulanten, sondern auch und gerade die vorsichtigen Anleger. Wer nämlich das - über längere Zeitabstände gesehen - Richtige getan hatte, zum Beispiel eine angemessene Mischung von festverzinslichen Anlagen und Aktien sowie eine gesunde Diversifikation über Währungen, Märkte, Branchen und Schuldner aufgebaut hatte, der sah sich innert kurzer Zeit um einen zweistelligen Prozentsatz ärmer. Der in der harten Schweizer Währung rechnende Investor wurde ganz besonders gebeutelt, und es ist niemandem zu verübeln, mit seinen Ratgebern oder notfalls auch mit dem Schicksal zu hadern.

## **2. Wenn bekannte Muster nicht mehr gelten**

So verlockend es auch wäre, jetzt wieder zur Tagesordnung überzugehen und die alten Rezepte auf nunmehr tieferem Niveau wieder zur Anwendung zu bringen: man wäre vermutlich schlecht beraten, solches zu tun. Die Entwicklungen der Finanzmärkte in diesem Jahr weisen dermassen viele Besonder- und Neuheiten auf, dass man mit Vorteil ein wenig analytische Energie einsetzt, um abzuklären, ob sich in der Welt der Finanzen nicht einiges so grundlegend geändert habe, das es verbietet, alte Muster überhaupt noch anzuwenden.

Bis anhin war die Entwicklung der langfristigen Zinssätze sehr eindeutig derjenigen anderer makroökonomischer Schlüsselgrössen zuzuordnen. Konjunkturzyklen und Inflationsentwicklung waren eng mit den Langfristsätzen korreliert; das Auf und Ab dieses Geschehens wurde durch die Geldpolitik der Notenbanken mehr oder weniger zielgenau orchestriert. Es resultierten langandauernde Zinszyklen von drei bis sechs Jahren; ein Zinsabschwung wurde in der Regel gefolgt von einer längeren Periode tiefer Kapitalmarkt-zinsen. Und nun, im Jahre 1994, stiegen nach dem markanten Rückgang die Zinsen unvermittelt wieder massiv an. Dies, ohne dass die makroökonomischen Daten irgendwelche wirklichen Ueberraschungen gebracht hätten. Gewiss, der Konjunkturaufschwung in den USA erwies sich als etwas robuster als erwartet, und einige vorausseilende Indikatoren zeigten auch einen gewissen Teuerungsdruck an. Gemessen an früheren Zyklen und insbesondere an früheren Inflationsraten waren das alles aber eigentlich "peanuts". Und zudem: weshalb dann im konjunkturrell alles andere als überhitzten Europa auch ein solcher Zinsanstieg? Rekordhohe Realzinsen bei rekordtiefen Inflationsraten - rekordverdächtiges Kopfzerbrechen.

Worin könnte der Grund für das völlig "abnormale" Marktverhalten liegen? Was unterscheidet frühere Zinsbewegungen von der heutigen? Nach unserer Beurteilung ist es die grundsätzliche und entscheidende Erweiterung der Instrumente, die auf den internationalen Finanzmärkten seit geraumer Zeit zur Verfügung stehen. Gemeint sind vorab die derivativen Instrumente wie Futures, Swaps und Optionen. Sie

erlauben jedem Marktteilnehmer, innert kürzester Frist äusserst kostengünstig jegliche Positionen zu ändern, zu eliminieren oder (in bezug auf die Risikoexposition) sogar zu drehen. Vor zehn, zwanzig Jahren war es noch mühselig und aufwendig, Zinsen zu "verkaufen", "short zu gehen". Heute kann das buchstäblich jedermann - und viele tun es auch. Früher war man dazu verdammt, auf seinem festverzinslichen Portefeuille sitzenzubleiben oder es allmählich in der Laufzeitenstruktur anzupassen. Heute kann man im Handumdrehen Laufzeiten verlängern und verkürzen, je nach Belieben.

### **3. Effiziente Märkte - und ihre Folgen**

Diese - ohne Uebertreibung - gewaltige Erweiterung an Instrumenten, die den Akteuren heute zu Verfügung stehen, trifft nicht nur auf die Zinsmärkte zu, sondern auch auf Währungen, Aktien und Rohstoffe. In und zwischen allen Kategorien kann problemlos hin- und hergeschwitzt werden, und dies zu einem Bruchteil früherer Transaktionskosten. Ein zweites Element ist hinzugekommen: Information ist heute ebenfalls äusserst kostengünstig erhältlich. Die modernen Kommunikationsmittel vermindern die Bedeutung lokaler Märkte, man kann insofern ohne Uebertreibung von einem "global village" sprechen.

Informations- und Transaktionskosten: Schlüsselbegriffe in der ökonomischen Theorie. Sie haben sich drastisch vermindert. Es wäre völlig abwegig, wenn sich damit nicht auch die Märkte verändert hätten. So schmerzhaft die Rückschläge im vergangenen Jahr auch gewesen sein mögen - jetzt kennen wir das Ausmass der Auswirkungen der modernen Finanzinstrumente bei weitem besser, und wir können nun Ueberlegungen anstellen für die weiteren Entwicklungen.

Wenn es nämlich zutrifft, dass Positionen viel schneller, kostengünstiger, effizienter verändert werden können, dann heisst dies auch, dass Information irgendwelcher Art und Bedeutung sehr viel schneller umgesetzt werden kann. Der kleinste Vertrauensverlust in eine Notenbank wird zu einer Absetzbewegung aus Zinspapieren und aus der betreffenden Währung führen. Obligationenkurse und Währungsrelationen geraten unter Druck. Anlagealternativen sind zuhauf vorhanden, und bei geschicktem Vorgehen kann man erst noch von einem Verkauf des bisherigen Anlagemediums (über eine Shortposition) profitieren. Analog geht es innerhalb der einzelnen Anlagekategorien zu. Ganze Aktienportefeuilles können im Handumdrehen in risikolose Anlagen verwandelt werden, attraktiv erscheinende Alternativen können andererseits ebenso problemlos mit einem Hebelfaktor (Leverage) versehen werden, wozu es früher einen Lombardkredit brauchte, heute lediglich noch ein paar geeignete Optionskontrakte nötig sind.

Die Möglichkeit, erhaltene Information unverzüglich und kostengünstig in Anlageentscheide umzusetzen, führt im wesentlichen zu einer bedeutend früheren Vorwegnahme sich abzeichnender Entwicklungen durch die Märkte. Information ist ja nicht ein in einheitlicher Weise auftretendes Phänomen. Vermutungen, gerüchteweise erfahrene Teilinformation, Erwartungshaltungen: das sind die tatsächlichen Erscheinungs-

formen von Information. Der Zinsanstieg dieses Jahres kann als solche - sehr frühzeitige! - Vorwegnahme möglicher künftiger Entwicklungen interpretiert werden. Stärker als erwartet anziehende US-Konjunktur, schwaches, aber immerhin unübersehbares Wetterleuchten bezüglich Inflationsgefahren, weltweit nach wie vor höchst bedrohliche Staatsdefizite: Genug, um die Stimmung an den Märkten umschlagen zu lassen.

#### **4. Von Bondmärkten beherrschte Geldpolitik?**

Aus dieser Sicht würde sich bestätigen, was wir seit geraumer Zeit schon vermutet haben (vgl. unseren Anlagekommentar Nr.160 vom 1.6.94). Die internationalen Finanzmärkte sind so schnell und so empfindlich, dass jegliche, auch nur kleinste Regung in die falsche Richtung mit drastischen Umdispositionen beantwortet wird. Beobachtet man die Zinserhöhungen im US-\$ im Verlaufe dieses Jahres, dann zeigt sich, dass die kurzfristigen (d.h. vom Fed unmittelbar beeinflussbaren) Zinsen den langfristigen Bondzinsen in den meisten Fällen hintennachgehinkt sind. Oder anders gesagt: zuerst stürzten die Bondmärkte ein, dann musste das Fed mit einer Erhöhung der Kurzfristzinsen beruhigend eingreifen. Langfristige Zinssätze widerspiegeln wegen ihrer längeren Zeitbindung die im Markt vorhandene Inflationserwartung. Für länger angebundenes Geld wird eine Risikoprämie für mögliche künftige Teuerungsschübe verlangt.

Das sehr labile Gleichgewicht, in dem sich die Notenbanken bewegen, zeigt sich auch auf der Währungsseite. Die zögerliche Haltung des amerikanischen Fed widerspiegelte sich im fallenden Dollarkurs; seit Mitte November eine entschiedenere Haltung bezüglich Inflationsbekämpfung in die Märkte getragen wurde, erholt sich der Dollarkurs. Jedes Signal, das wieder in die Gegenrichtung deuten würde, und wäre es auch lediglich ein neo-keynesianische Töne anklingendes Referat des neuen Fed-Members Allan Blinder, würde dieses Vertrauen wieder zunichte machen. Der Dollarkurs würde erneut sinken, und die Bondmärkte würden erneut einbrechen.

Man mag die Effizienzsteigerung der internationalen Finanzmärkte bedauern und insbesondere auch den Teufel der internationalen Spekulation, der die Notenbanken ausgeliefert sein könnten, an die Wand malen. George Soros & Co. als Weltenherrscher. Man mag auch darauf hinweisen, dass sich Märkte dann und wann täuschen bzw. dass sie zu Uebertreibungen neigen, ja dass wegen der derivativen Instrumente Uebertreibungen gerade besonders ausgeprägt in Erscheinung treten können. Das stimmt selbstverständlich. Wichtiger aber scheint uns, dass Märkte einen ungeheuer disziplinierenden Effekt ausüben können. Im Angesichte der heutigen Finanzmärkte kann sich eine ernstzunehmende Notenbank eine inflationierende Geldpolitik schlicht gar nicht mehr erlauben. Die Bestrafung in Form höherer (für Investitionen relevanten!) Langfristzinsen und eine Schwächung der Währung folgt auf den Fuss.

Es ist sogar denkbar, dass über die gnadenlosen internationalen Finanzmärkte selbst der politische Sektor diszipliniert werden könnte. Die nachfolgende Tabelle gibt den von

Januar bis Juni 1994 zu verzeichnenden Renditeanstieg an den Obligationenmärkten sowie das Staatsdefizit in Prozenten des Bruttosozialprodukts wieder.

|             | Defizit | Bondrendite |
|-------------|---------|-------------|
| Schweiz     | - 2 %   | +1.3 %      |
| Niederlande | - 3 %   | +1.5 %      |
| Deutschland | - 3.5 % | +1.8 %      |
| USA         | - 3.7 % | +2 %        |
| Frankreich  | - 4 %   | +2.5 %      |
| Kanada      | - 6 %   | +2.7 %      |
| Italien     | -10 %   | +3.5 %      |
| Schweden    | -13 %   | +4.5 %      |

(Quelle: Shilling)

## 5. Der Einpendelungseffekt

Weitestgehend freie Kapitalmärkte, eine äusserst hohe Vielfalt an Instrumenten für kostengünstige Transaktionen in praktisch allen ökonomisch relevanten Bereichen, schnelle, effiziente Information: Diese neuen Gegebenheiten haben das zu Ende gehende Jahr geprägt, und man wird fortan mit ihnen leben müssen. Die praktisch verzugslose Umsetzung von Information im Sinne einer Vorwegnahme jeglicher neu erkennbaren Entwicklungen dürfte dazu führen, dass ausgesprochene Zyklen der Vergangenheit angehören. Das künftige Muster wird wahrscheinlich in einem - je nach Situation mehr oder minder nervösen - Oszillieren bestehen. Es wird schwieriger sein als bis anhin, kurzfristige Prognosen zu machen und spezifische Situationen auszunützen.

Vielmehr könnte es durchaus sein, dass sich die Märkte im grossen und ganzen entlang der längerfristigen Entwicklungspfade einpendeln. Die Volatilitäten würden dann eher abnehmen. Diese Aussage steht im Gegensatz zu der häufig geäusserten Befürchtung, dass all die modernen Finanzinstrumente höhere Ausschläge an den Märkten herbeiführen. Empirische Evidenz (mit genügend langen Zeitreihen) gibt es praktisch nur in den Devisenmärkten, wo seit eh und je mit (derivativen!) Termingeschäften gehandelt wird. Entgegen der landläufigen Meinung sind die Volatilitäten dort in keiner Weise höher als in den Aktienmärkten. Ganz im Gegenteil: Seit beispielsweise im EWS die einzelnen Landeswährungen in einem breiten Band von +/- 15 % pendeln dürfen, sind die Volatilitäten, von der italienischen Lira einmal abgesehen, auf historische Tiefstwerte gesunken. Trotz allen Termingeschäften, allen Optionen und allen Futures. Oder eher: wegen?

Dieser Einpendelungseffekt könnte aber durchaus auch Gültigkeit haben in bezug auf die monetäre Politik. Denn wenn aus Gründen der Macht der Märkte praktisch kein Spielraum mehr besteht zu irgendwelchen (meist politisch motivierten) Uebungen, dann dürften sich Geldpolitik und

Wirtschaftswachstum je länger je mehr annähern; hohe Teuerungsraten wären dann ausgeschlossen.

Zu schön, um wahr zu sein? Vielleicht. Aber wir glauben, einige Anzeichen im makroökonomischen Datenkranz zu erkennen, die in diese Richtung weisen. Die von den Bondmärkten erzwungene Beruhigung der amerikanischen Konjunktur durch die sukzessiven und zuletzt recht deutlichen Zinserhöhungen des Fed wurde schon erwähnt. Es ist durchaus denkbar, dass daraus ein "slow growth, no inflation"-Pfad wird. Die Märkte werden zwar noch einige Auf- und Ab-Bewegungen brauchen, bis sie wirklich daran glauben. Aber gerade dies erhöht die Wahrscheinlichkeit des Eintretens einer solchen Entwicklung.

## **6. Beruhigung**

Wir vertreten also die Ansicht, dass es im kommenden Jahr zu einer weiteren Beruhigung an den meisten Fronten kommt. In den europäischen Langfristzinsen ist seit rund einem Monat diese Entwicklung bereits in Gang gekommen. Die Risikoprämien in den Kursen langlaufender Obligationen bauen sich langsam ab; man kann beobachten, dass selbst die vorsichtigen institutionellen Anleger sich ein längerfristiges Engagement wieder überlegen. Die insgesamt doch eher moderaten Konjunkturaussichten in Europa unterstützen diese Tendenz.

Eine Verflachung der Zinskurven ist mit anderen Worten angesagt. Denn dass die Geldmarktsätze noch stark weiter sinken, ist angesichts des Disziplinierungseffekts der Märkte wenig wahrscheinlich. Aggressive Zinssenkungen würden unweigerlich in Währungsverluste umschlagen. Eine starke monetäre Stimulation, etwa der Aktienmärkte, ist deshalb ebenfalls unwahrscheinlich. Es gibt bereits Analysten, die diese Entwicklung als "grosse Langeweile" bezeichnen. Die an längerfristigen Zielen orientierte Vermögensverwaltungsbank mag eine solche Glättung der Wogen aber durchaus freuen.

Aehnlich sehen wir die Entwicklung bei den Währungen. Das amerikanische Fed hat Vertrauen zurückgewonnen, und entsprechend sehen auch die Aussichten für die Entwicklung des \$-Kurses nun besser aus. Ein möglicher weiterer Zinsschritt dürfte diese Tendenz noch unterstützen. Auch die überzeugende politische Leistung des Gespanns Clinton/Dole in der GATT-Frage beseitigt einige ungute Gefühle, die man in der ersten Hälfte der Amtszeit des demokratischen Präsidenten durchaus haben musste.

Der Wegfall verschiedener Unsicherheitsfaktoren dürfte auch der Frankenstärke ein vorläufiges Ende setzen. Die Zinsdifferenz am Geldmarkt zu den europäischen Währungen und zum US-Dollar beträgt 1,2 % bzw. 2,3 %, und eine solche lässt sich nur rechtfertigen, wenn andere, zum Beispiel Sicherheitsargumente, das Halten einer tiefer rentierenden Währung rechtfertigen.

## 7. Beunruhigung

Es mag unpassend erscheinen, die Nachlese zum Fall SBG/Ebner unter diesen Titel zu stellen. Denn gross und unübersehbar waren Erleichterung und Freude in den Reihen des SBG-Kaders, als das Abstimmungsergebnis über die Einführung von Einheitsaktien an der ausserordentlichen Generalversammlung vom 22. November bekanntgegeben werden konnte. Bekanntlich wurde dem Vorhaben, das in seiner unmittelbaren Wirkung die "voting power" der Namenaktionäre und in erster Linie des solche Papiere massenhaft haltenden Grossaktionärs Ebner herabsetzt, mit einer hauchdünnen Mehrheit von weniger als 1 % der notwendigen Stimmen stattgegeben.

Wir haben die längerfristigen Aspekte der Einheitsaktie in unserem letzten Anlagekommentar eingehend gewürdigt; was jetzt, nach geschlagener Schlacht, interessiert, sind die möglichen bzw. mehr oder weniger wahrscheinlichen Szenarien, die in den nächsten Monaten zum Tragen kommen könnten.

Eines steht zunächst ausser Frage: Nach dem Obsiegen der SBG-Leitung an der ausserordentlichen Generalversammlung ist genau das eingetreten, was zum vorneherein erwartet werden musste. Grossaktionär Ebner beschreitet den gerichtlichen Weg und kann auf diese Weise vorderhand, möglicherweise sogar für längere Zeit, die Eintragung der Beschlüsse ins Handelsregister verhindern. Dass ihm genügend Ansatzpunkte für alle möglichen Klagen zur Verfügung stehen, wurde früher dargelegt. Es ist zudem zumindest nicht auszuschliessen, dass die von ihm angestrebte Sonderprüfung zusätzliche Sachverhalte an den Tag bringen würde.

Gerichtliche Auseinandersetzungen pflegen lang zu dauern, und dies ist ein Grund zur Beunruhigung. Erstens der SBG-Aktionäre, denn so lange nicht klar ist, ob künftighin das alte Regime mit Namen- und Inhaberpapieren gelte oder die neue Einheitsaktie, kann man sich auch kein Aufkeimen der Kauflust an den SBG-Titeln vorstellen. Zweitens muss es aber auch ein Grund zur Beunruhigung der SBG-Leitung sein. Denn es besteht die Gefahr, mit der alten Struktur zur nächsten Generalversammlung, an der zu allem Unglück 10 Verwaltungsratsmandate auslaufen, antreten zu müssen. Zudem ist die Unsicherheit, welche Kapitalstruktur gelten soll, natürlich auch prohibitiv bezüglich Eigenmittelbeschaffung. Drittens besteht aber auch ein Grund zur Beunruhigung bei Herrn Ebner. Seine Gefolgschaft wird nämlich mit jedem Tag, den ein Gerichtsverfahren länger dauert, gefährdeter. Auf ein jahrelang dauerndes juristisches Hin und Her können sich weder die ihm zugeneigten Pensionskassen noch die ihm nahestehenden Industrie- und Dienstleistungsfirmen einlassen. Sogar den Aktionären der BK-Vision könnte einmal die Geduld ausgehen.

## 8. Auswege?

Es gibt mithin also keine Partei, die objektiv an einer gerichtlichen Auseinandersetzung interessiert sein kann. Die Frage drängt sich dann aber auf, ob es Auswege gäbe und worin sie beständen.

Zu Ebner: Im Sinne der von ihm so lautstark propagierten Maximierung des "shareholder value" müsste er sich, wenn ihm nun die direkte Realisierung über die Einflussnahme auf die SBG-Leitung auf längere Zeit hinaus versperrt ist, eigentlich von den von ihm kontrollierten Paketen lösen. Man könnte sich einen Verkauf an einen Dritten vorstellen bei gleichzeitigem Rückzug der Klage gegen die Einheitsaktie. Ein Paketzuschlag in der Höhe des entgangenen Ecart müsste zu erzielen sein, und mit den zufließenden Mitteln könnte man sich zu neuen Taten rüsten. Ueberdies hätte man das Gesicht gewahrt. Die SBG sähe sich in der ungemütlichen Lage, einem Minderheitsaktionär gegenüberzustehen, dem vielleicht höhere Glaubwürdigkeit im Universalbankengeschäft als weiland Herrn Ebner zukäme. Die SBG-Aktie, und dies ist eigentlich unser Hauptinteresse, würde bei einer solchen Entwicklung aber wohl profitieren.

Zur SBG: Sich darüber klar werdend, dass mit der ausserordentlichen GV im wesentlichen noch keine Probleme gelöst, sondern eher einige zusätzliche eingehandelt worden sind, wird man sich Gedanken darüber machen, was denn die folgerichtigen weiteren Schritte nach der Schaffung der Einheitsaktie sein könnten. Um auf die Länge weiteren Versuchen zur unfreundlichen Uebernahme zu entgehen, könnte man danach trachten, die möglichen Gründe aus der Welt zu schaffen. Einer dieser Gründe liegt im Umstand, dass der Gesamtkomplex SBG in den Augen des Marktes weniger wert ist als die Summe seiner Teile. Die begonnene Kapitalrestrukturierung könnte auf die Weise fortgeführt werden, dass man den Markt an diesen Teilen mitpartizipieren liesse. Das Resultat wäre eine Bankenholding mit weitgehend selbständig operierenden Teilgesellschaften, die ihrerseits kotiert wären. Eine solche Bankengesellschaft wäre kaum mehr zu übernehmen, und es gäbe auch kaum mehr Gründe, dies zu tun. Ueberdies könnten einige Interessenkonflikte, wie sie bei Universalbanken von der Grössenordnung einer SBG auftreten müssen, sauberer geregelt werden. Was den SBG-Aktionär interessiert: Seine Aktie dürfte bei diesem Szenario profitieren.

Die beiden aufgezeigten Wege sind ökonomisch der Streiterei dermassen überlegen, dass wir ihnen gewisse Chancen einräumen. Und deshalb verkaufen wir unsere SBG-Aktien auf ohnehin gedrücktem Niveau nach wie vor nicht.

---

Beruhigung, Auswege - Lichtblicke? Unsere Ueberzeugung, dass sich längerfristig stets die Marktkräfte durchsetzen, stimmt uns zum Jahresausklang optimistisch. In diesem Sinne entbietet das Bankhaus am Bohl in St.Gallen seinen Lesern die besten Wünsche zu Weihnachten und Neujahr.

---