

ANLAGE - KOMMENTAR NR. 176

1. Oktober 1996

Zeiten der Selektivität

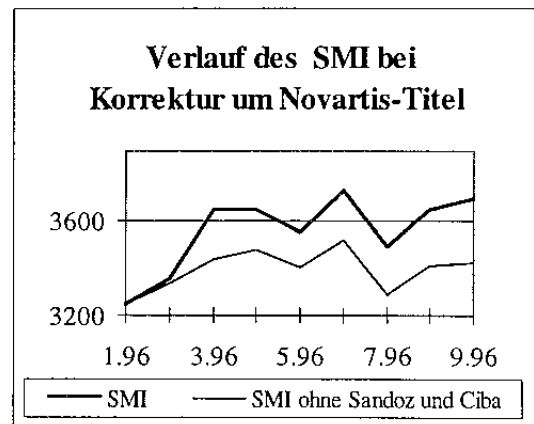
1. Wenn der Schein trügt

Bei Lichte besehen ist 1996 ein eher schlechtes Börsenjahr. Diese Aussage mag angesichts der allenthalben gestiegenen Indizes erstaunen. Ist denn nicht der Dow Jones Index seit Jahresbeginn um 14 %, der deutsche Aktienindex DAX um 17 %, der Schweizer Aktienindex SMI um 12 % gestiegen? Soll ein solcher Anstieg „schlecht“ sein?

Nein - und Ja. Wer als Anleger genau in den Index investiert hat, der konnte tatsächlich diese Kursanstiege bisher verbuchen. Nur: Welcher Anleger investiert denn schon genau in den Index? Die nachfolgenden Ausführungen sollen zeigen, welche Auswirkungen bestimmte Abweichungen von der Zusammensetzung eines Indexes auf die diesjährige Performance gehabt haben. Dabei handelt es sich nicht um Zahlenspielereien und statistische Zaubertricks. Vielmehr sorgt ein sehr realer wirtschaftlicher Hintergrund für solche besonderen Konstellationen an den Finanzmärkten. Wie zu zeigen sein wird, muss sich die Anlagetätigkeit auf diese Besonderheiten ausrichten.

Wenn man die beiden Aktien Sandoz Namen und Ciba Namen, das heisst Novartis, aus dem SMI ausklammert, dann verzeichnete der Index in diesem Jahr einen Kursanstieg von lediglich 5 %. Sandoz hat seit Jahresbeginn um 41 %, Ciba um 56 % zugelegt. Grund für diese enorme Kurssteigerung war der am 7. März bekanntgegebene Zusammenschluss der beiden Firmen. Er fiel als einzigartiger Sprung von 22 % (Sandoz) und 29 % (Ciba) an. Das Gewicht der Firmen im Index machte anfangs Jahr 11,43 resp. 9,07 %, zusammen also 20,5 %, aus. Ein Aktienportefeuille, das

nicht zu mindestens einem Fünftel in die beiden Chemieaktien investiert war, hat den Indexzuwachs von 12 % bei weitem nicht erreichen können.



© & Co.

Lässt man weitere Titel weg, dann akzentuiert sich das Resultat noch zusätzlich. Ohne Investition in Nestlé Namen (Jahreszuwachs bis anhin 8 %) und ähnlich positiv verlaufende Titel hätte der Anleger möglicherweise sogar verloren.

Dass ein Schweizer Aktienportfolio zu 15 % über Nestlé Aktien verfügt, mag an der Tagesordnung sein. 15 % beträgt das Gewicht von Nestlé am Gesamtindex. Dass ein Normalportfolio zu Jahresbeginn aber über 20 % Ciba und Sandoz verfügte, wird seltener zutreffen. Vielmehr war vermutlich die Spitzenreiterin des letzten Jahres, Hoffmann La Roche, haufenweise in den Portefeuilles vertreten. Die Genussscheine Roche haben sich seit Jahresbeginn knapp halten können.

Nun wird man einwenden, solche Einseitigkeiten seien auf die Enge des Schweizer Ak-

tenmarktes zurückzuführen. Ein Blick auf den DAX oder auf den Dow Jones Index bestätigt aber das Bild, wonach im wesentlichen einzelne Branchen, Titel und Sonderthemen den Index vorwärtstreiben und nicht die Breite des ganzen Marktes. Ohne deutsche Chemie (BASF, Bayer, Hoechst) wäre der Aktienmarkt unseres nördlichen Nachbarlandes mehr als enttäuschend. An der Wall Street wechseln sich die Investment-Themen regelrecht ab. Sind es während einigen Monaten die Technologiewerte, welche den Aufwärtstrend ausmachen und die man folglich besitzen müsste, sind es in der nächsten Phase gerade dieselben Technologiewerte, die man *nicht* haben darf. Dafür wäre man dann mit Titeln aus der Investitionsgüterindustrie oder mit nicht-zyklischen Konsumgüteraktien (wie Cola, Pfizer oder Gillette) besser bedient.

Man darf die Problematik der Angelegenheit nicht unterschätzen. Die Beispiele zeigen in aller Deutlichkeit, dass ein Abseitsstehen in bestimmten Titel oder Branchen verheerend sein kann bzw. dass eine falsche Gewichtung zu unterdurchschnittlichen Resultaten führt. Es wird spannend zu beobachten sein, wie beispielsweise die Anlagefonds mit diesem Problem in diesem Jahr umgehen. Wie viele der Fonsa, Swissac, Valsuisse und wie sie alle heissen verfügten im Januar dieses Jahres über genügend Ciba und Sandoz, um den Novartis-Bang mitzumachen?

Wenn ein Markt durch einzelne Titel oder Themen ausgemacht wird, dann ist man mit der Empfehlung zur *Selektivität* rasch zur Stelle. Nun gibt es aber kaum einen trivialeren Rat als denjenigen, man müsse eben am richtigen Ort dabei sein. Wenn es so einfach wäre, zu wissen, wo der nächste Big Bang stattfindet!

2. Wem die Stunde schlägt

Was wir an den Aktienmärkten beobachten, ist selbstverständlich nichts anderes als das Abbild des Strukturwandels, der in der Wirtschaft vor sich geht. Strukturwandel ist kein Phänomen, das zwingend die ganze Breite einer Volkswirtschaft auf einmal erfasst. Im Gegensatz zur konjunkturellen Entwicklung betrifft der Strukturänderungsprozess vielmehr die einzelne Unternehmung. Es geht um Knochenarbeit, es sind unangenehme Personalentscheidungen auf firmenspezifischer

Stufe zu treffen. Natürlich sind einzelne Branchen mehr oder weniger stark betroffen, können Produktivität und Ertragslage einer ganzen Branche ungenügend sein. Wenn sich beispielsweise momentan Meldungen der Grossbanken über weitere Pläne zum Personalabbau jagen, dann ist dies auf eine branchenweite Schwäche, die erst noch gleichzeitig auftritt und nach Lösungen verlangt, zurückzuführen. Wer aber wann welche Massnahme durchführt, ist unternehmensspezifisch, hängt vom Management und von vielerlei weiteren Bedingungen ab.

Es liegt auf der Hand, dass verschiedene Unternehmungen in verschiedenen Branchen verschieden grossen Bedarf zur Restrukturierung aufweisen. Zwischen *Bedarf zur Veränderung* und der *Fähigkeit* dazu besteht aber ein grosser Unterschied. Er kann unter Umständen über Gedeih und Verderben der Unternehmung entscheiden. Es gilt deshalb, in den Kategorien Veränderungsbedarf und Veränderungsfähigkeit zu denken. An sich ein dankbares Feld für die Finanzanalyse - im Strukturwandel ergibt sich endlich einmal eine Chance für unternehmensspezifische Sonderkenntnisse. Wem die Stunde schlägt und wie laut sie schlagen wird, diese Art Analyse fände Abnehmer.

Strukturwandel wird in der Öffentlichkeit vorab als Gefährdung empfunden. Was sich bisher bewährt hat, kann doch nicht mit einem Mal falsch sein, lautet verständlicherweise der Einwand. Wenn sich aber das Umfeld dermassen stark und dermassen schnell verändert, dann können eben noch so bewährte Strukturen obsolet werden. Die schweizerische und die deutsche Exportindustrie müssen dies seit einiger Zeit schmerzlich erleben. Die sehr hohen Löhne sind (teilweise währungsbedingt) auf einmal relevant geworden, weil andernorts auf der Welt Leute mit tieferen Löhnen eine vergleichbare Qualität erreichen. Die Auslagerung von teuren Prozessen in Länder mit tieferen Produktionskosten ist die übliche Sofortreaktion. Dass die damit einhergehenden Entlassungen als Gefährdung empfunden werden, kann man niemandem verargen. Das ist aber nur die eine Seite der ganzen Angelegenheit.

Die andere Seite bedeutet, dass sich eine Vielzahl von neuen Chancen auftut. Outsourcing kann ja durchaus auch im eigenen Land statt-

finden, was der Schaffung neuer Arbeitsplätze gleichkommt. Unternehmen mit hoffnungslos verkrusteten Verhältnissen und viel zu grosszügigen Lohnstrukturen aus vergangenen Zeiten können sich auf diese Art ihres Problems entledigen. Die zweite Phase des Strukturwandels kann dann durchaus bedeuten, dass es auch in Ländern wie der Schweiz wieder einen wirtschaftlichen Weg nach oben gibt. Tiefere Lohnansprüche, mehr Eigenrisiko, mehr Gewinn bei Erfolg - dies werden die Eigenschaften einer strukturge wandelten Wirtschaft sein.

Dynamik, Durchlässigkeit als Gesellschaftsordnung - auf dem Weg dahin wird es aber Auf- und Absteiger geben. Wer von „Selektivität“ in einem Prozess spricht, wie wir ihn derzeit erleben, der meint das Bemühen, künftige Aufsteiger mit Volltreffer zu identifizieren und erst noch zu wissen, wann der Aufstieg stattfindet. Ist solches möglich? Ein Blick auf das Umfeld, in welchem der Wandel stattfinden soll, ist vonnöten.

3. Wer kann denn da überleben?

Zu stark sind wir alle geistig in den alten Schemen des zyklischen Auf und Ab in den während langer Zeit gesamthaft gesehen statischen Mechanismen verhängt, als dass die Merkmale des Strukturwandels nicht zu wiederholtem Male besprochen werden müssten. Die Unternehmungen, auf die wir kraft unserer Selektivität setzen wollen, sind ja Teil des Prozesses, bewähren sich in seiner Dynamik, siechen dahin oder gehen unter.

Merkmal Nummer eins des Strukturwandels ist die *Bedeutungsminderung des Staates*. Überall in der westlichen Welt, wo staatliches Wachstum während Jahrzehnten praktisch unaufhaltsam schien und das nota bene stattfand, welche politische Couleur auch immer an der Macht war, ist der Fiskus am Zurückkriechen oder mindestens unter Druck. Wir haben in diesem Anlagekommentar schon mehrmals auf die Gründe dieser Bedeutungs minderung hingewiesen. Im Vordergrund steht der Wegfall der machtpolitischen Bedrohung aus dem Osten. Viele staatlichen Einrichtungen und gesellschaftlichen Arrangements haben damit direkt oder indirekt ihre Berechtigung verloren. Die staatlichen Schuldenwirtschaft, das Krebsübel der Siebziger- und Achtzigerjahre, scheint aus heuti-

ger Sicht „auf einmal“ nicht mehr notwendig zum Wesensmerkmal moderner Staatlichkeit zu gehören. Darüber hinaus und gleichzeitig stellt die moderne Kommunikationstechnologie Grenzen in Frage. Ja, es zeichnet sich ab, dass die Idee der Gebietskörperschaft in absehbarer Zeit der Geschichte angehören könnte. Staaten sind Gebietskörperschaften.

Die Bedeutungs minderung des Staates hat ganz praktische Konsequenzen für den Fortgang der wirtschaftlichen Entwicklung. Wer bisher an den Brust der fiskalischen Milchkuh gesogen hat, muss sich anderweitig umsehen. Der öffentliche Bau, die Landwirtschaft, die Rüstungsindustrie, der Gesundheitssektor, die subventionierte Kultur: Sie alle kommen unter Druck. New Public Management ist angesagt. In der Praxis bedeutet es zunächst einmal vor allem Budgetrestriktionen. Die Tendenz zu weniger Geld in der öffentlichen Hand wird nachhaltig sein. Zumindest in Europa sind die Konsequenzen noch keineswegs ausgestanden, das Schlimmste steht noch bevor.

Mit der Verminderung der Bedeutung von Gebietskörperschaften hängt, zweitens, der *Rückgang der Immobilienpreise* zusammen. Wenn einerseits nach dem Ende der bipolaren Bedrohung viele Plätze auf der Erde sicherer geworden sind und andererseits moderne Kommunikation ohnehin keine Grenzen mehr kennt, sich darüber hinaus erst noch die Staaten als Garanten des Grundeigentums mehr und mehr in Frage stellen, dann gibt es nicht mehr so viele Gründe, an ganz bestimmten Plätzen auf diesem Globus Land zu besitzen. Es sind Alternativen entstanden. Die Wertberichtigung übertriebener Immobilienpreise ist ein Phänomen, das wie ein Seuchenzug von Amerika über Japan Europa erreicht hat und hierzulande noch wacker weiterwütet. Mittlerweile hat sich der Gesamtwert der schweizerischen Immobilien auf etwa 2 Trillionen Franken reduziert. Diesem „Wert“ steht eine Gesamt-Börsenkapitalisierung schweizerischer Unternehmungen in der Höhe von 500 Milliarden Franken gegenüber. Ob da nicht immer noch ein Ungleichgewicht besteht?

Eine Erholung des Immobilienmarktes im alten Stile ist sehr unwahrscheinlich. An Stelle von „Substanz“ wird künftig allein noch „Ertrag“ stehen. Ein Immobilienium ist soviel

wert, wie es in Zukunft einbringen wird. Die künftige Wirtschaftskraft der Mieter und Eigentümer ist damit angesprochen - Immobilienpreise als Projektion künftiger volkswirtschaftlicher Leistungsfähigkeit. Wenn das nicht einigen immobilenschweren Pensionskassen zu denken geben müsste!

Merkmal Nummer drei sind die mit der Immobilienkrise einhergehenden *Probleme der Banken*. In Amerika kriselte es im Bankensystem zu Beginn der Neunzigerjahre, in Japan ab etwa 1992, und schliesslich müssen wir nun selbst in der Schweiz zur Kenntnis nehmen, dass die als Felsen in der Brandung gewählten Grossbanken zu drastischen Strukturmassnahmen greifen müssen. Ein wichtiger Teil im kürzlich angekündigten Massnahmenpaket des Schweizerischen Bankvereins zielt just auf die Bereinigung in der Bewertungspraxis der Immobilien ab. Es ist abzusehen, dass andere Banken folgen werden (müssen). Bilanzbereinigungen belasten, wie wir das anfangs der Neunzigerjahre in Amerika sehr klar gesehen haben, die Kreditfähigkeit der Banken. Schwache Kreditvergabe ist denn auch das hervorstechende Merkmal der gegenwärtigen monetären Situation in Deutschland und der Schweiz. Das Bankensystem profitiert von der steilen Zinskurve: Aus „Kurz“ (Passivseite) wird „Lang“ (Aktivseite) gemacht. Gewissermassen saniert die Geldpolitik auf diese Weise das Bankensystem, was vielleicht gar nicht so sinnlos ist. So geschehen in den USA, so seit einiger Zeit in Japan, so nun auch in Europa.

Mangelnde Kreditvergabe, Druck auf die Immobilienpreise, Arbeit weltweit im Überfluss: *Gründe für Inflation* gibt es kaum. Dies ist das vierte wichtige Merkmal der Wirtschaft im Strukturwandel. Von einer grosszügigen Geldversorgung kann nicht so ohne weiteres auf Inflationsgefahr geschlossen werden, wie das in zyklischen Phasen der Fall ist. Die Gründe dafür liegen zum einen in der erwähnten Absorption durch das Bankensystem, zum andern im Umstand, dass, wenn schon, das Geld zu Investitionszwecken verwendet wird. Die Investitionen führen zu Steigerungen in der Produktivität und mithin zu Kapazitätsausweitung. Der Strukturwandel, wie wir ihn weltweit gegenwärtig erleben, kommt einer schockartigen Veränderung im Stile der Industrialisierung im letzten

Jahrhundert gleich. Geldmengensorgen sind deshalb fehl am Platze. (Was nicht heisst, dass sie nicht periodisch die Märkte erreichen und die Marktteilnehmer nervös machen.)

In diesem Umfeld bleiben die Löhne auf der Strecke. Vor allem jene, die nicht durch eine Wertschöpfung wirklich gerechtfertigt sind. Wenn Institutionen, die sich unter dem Regime der weltweiten Bedrohung noch gerechtfertigt hatten und denen damals eine gewisse Wertschöpfung möglicherweise nicht abgesprochen werden konnte, obsolet werden, dann kommt das Lohngefüge unter Druck. Als Beispiel soll einmal mehr die Schweizerische Käseunion erhalten. Eingefügt in ein äusserst komplexes und für keinen Menschen mehr transparentes System zur Erhaltung einer gewissen Autarkie unseres Landes (Relikt des 2. Weltkrieges), hat sich diese Institution zur Vermarktung des Emmentaler und Greyerzkerkäses zur korrupten Eiterbeule mit geschäftsschädigendem (wertverminderndem) Charakter gewandelt. In der Schweiz, in Europa, gibt es wesensverwandte „Käseunionen“ zuhauf. Nicht, dass sie bereits alle korrupt geworden wären, obsolet aber alleweil. *Hinwendung zu Wertschöpfung* heisst das Merkmal Nummer fünf des Strukturwandels. Lohnstrukturen, die nicht durch Wertschöpfung gerechtfertigt sind, werden tendenziell verschwinden. Wettbewerb auf dem Arbeitsmarkt ist angesagt.

Damit ist umrissen, in welchem wirtschaftlichen Umfeld nun die Unternehmungen daran gehen, ihr Überleben sicherzustellen. Es ist eine relativ garstige, durch viel Wettbewerb gekennzeichnete Landschaft. Hand aufs Herz: Welchem unserer Wirtschaftsführer trauen wir solches wirklich zu? Und noch viel mehr: Welches sind die Politiker, die das Boot im Strudel steuern sollen? - Es zeigt sich, dass „Selektivität“ ganz offensichtlich ihre darwinistische Bedeutung erhält!

4. *Trau, schau wem*

Wenn wir ehrlich sind, dann müssen wir zugeben, dass es alles andere als trivial ist, diejenigen Investitionsobjekte zu eruieren, die in dieser schwierigen Zeit das Rennen machen könnten. Wir *vermuten*, dass es für die Schweiz tendenziell die international tätigen Industrieunternehmungen sind, da sie bereits seit einiger Zeit dem Gegenwind der Welt-

wirtschaft ausgesetzt sind. Wir *vermuten*, dass die lange von Sonderfaktoren profitierenden Grossbanken erst am Anfang ihrer Anstrengungen stehen, und *vermuten* weiters, dass es bei den noch immer von Sonderfaktoren lebenden Versicherungen erst am Tag ist. Wir *nehmen* überdies *an*, dass kleinere inländische Unternehmungen zwar anerkanntermassen heroisch kämpfen, dass es aber auch aussichtslose Kämpfe gibt. Namentlich im Bausektor und im Konsumbereich *vermuten* wir solches.

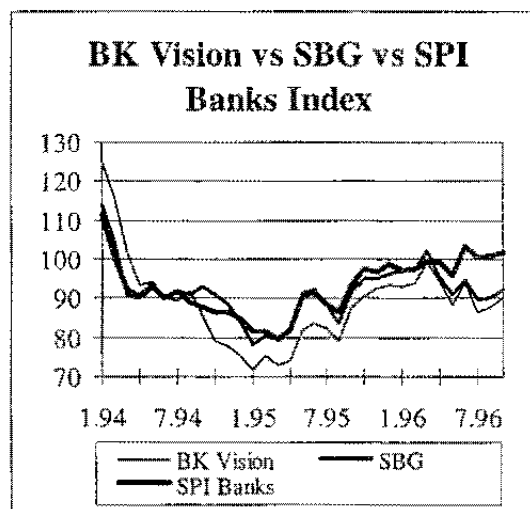
Man wird dem Kommentator vorwerfen, so viele Vermutungen seien des Minimalen zuviel. Es sei doch Aufgabe einer Vermögensverwaltungsbank, dem Kunden und Leser Definitives zu unterbreiten, für Gefasel über Unsicherheit gebe es keinen Markt. Wenden wir uns deshalb einigen Anbietern zu, die den Erfolg gepachtet zu haben scheinen, zumindest wenn man ihrer Werbung Glauben schenkt. Wie erfolgreich verhalten sich denn die von lautstarkem Marketing begleiteten Fonds und Visionen und Investmentgesellschaften in diesem schwierigen Umfeld der infolge Strukturwandels geforderten Selektivität? Zunächst einige Zahlen über die wichtigeren Schweizer Anlagefonds. Gemessen am Schweizer Aktienindex SPI ergibt sich folgendes Bild:

Gesamtrendite	94	95
BSS Swissfund/Banque Scand.	-15,7	19,4
FAR Act. Romandes/KB VD	-2,1	6,6
FL Trust/Switzerl./F.Lullin	-13,8	16,5
Fonsa/SBG	-10,8	20,8
Gesti CH/Gottardo	-4,9	12,1
LO Swiss Opport./L. Odier	-8,3	19,3
Multihelvetia/BSI	-11,0	18,4
Parsuisse/Paribas	-14,0	20,2
Pictet Valsuisse/Pictet	-10,1	22,2
Sara Swiss/Sarasin	-10,8	19,0
SBC 100 Index-F./SBV	-8,6	22,0
Schweizeraktien/Credis	-11,9	22,7
Swiss Equity/Rothschild	-9,1	12,5
Swiss Stock/Bär	-11,0	19,5
Swissac/Credis	-8,7	22,7
Swissbar/Bär	-9,7	25,8
Swissca Switzerl./Swissca	-8,8	20,8
Swiss Valor/SBV	-8,0	23,5
UBZ Swiss Eq./UeberseeBank	-10,3	20,9
Vontobel Swiss Eq./Vontobel	-9,0	35,0
SPI Gesamt (r)/(Index)	-7,6	23,1

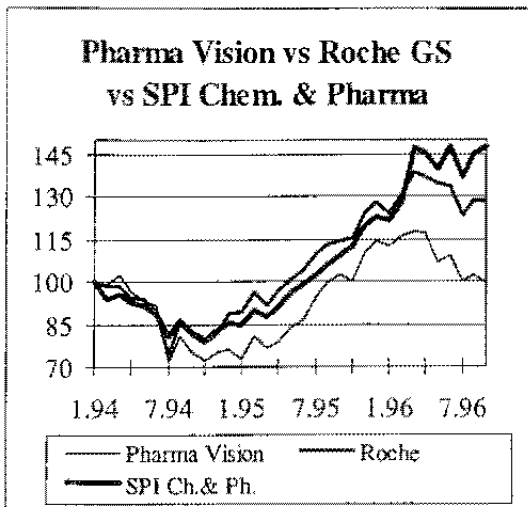
Quelle: NZZ

So überwältigend scheint die Selektion bei den Profis der Anlagefondsmanager nun doch nicht auszufallen. In beiden Jahren, dem schlechten Börsenjahr 1994 und dem guten Jahr 1995, haben nur wenige Aktienfonds den Index erreichen können. Interessant ist auch, dass die beiden besten Fonds des Jahres 1994 zu den schlechtesten 1995 gehören, was die empirisch beobachtete Aussage bestätigt, wonach Fondsmanager jeweils nur in einer spezifischen wirtschaftlichen Konstellation eine Überperformance aufbauen können. Diese Feststellungen seien nicht in Schadenfreude geäussert, sondern weisen nur auf die Tatsache hin, dass Überperformance nur durch Übergewichtung selektierter Titel zustande kommen kann. Stimmt die Selektion nicht, dann ist Unterperformance die Folge.

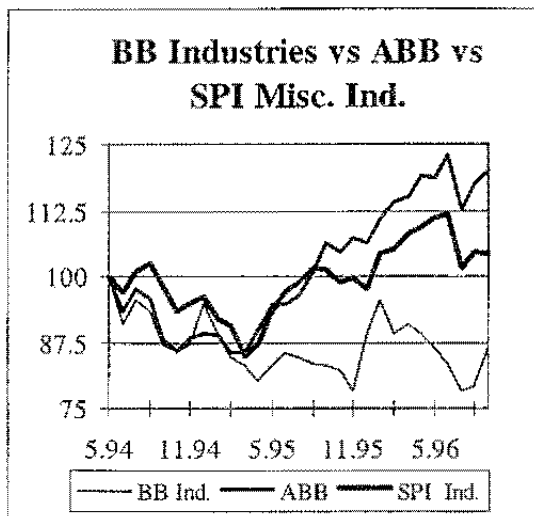
Und wie sieht es bei den Visionen und den BB-Investmentgesellschaften aus? Erkennen die Vorreiter des Shareholder-Values und grossen Förderer effizienter Strukturen besser, wo nächstens die Stunde schlägt? Für den gleichen Zeitraum wie für die Anlagefonds haben wir BK Vision, Pharma Vision und BB Industries einer Direktanlage und einem Index als Benchmark gegenübergesetzt.



Quelle: Bloomberg



Quelle: Bloomberg



Quelle: Bloomberg

Auch hier ist das Resultat ernüchternd. Wohlverstanden: Es geht keinesfalls darum, irgend jemandem einen Vorwurf zu machen. Zu gut wissen wir selbst, wie schwierig Selektivität in der Praxis ist. Ein leiser Vorwurf könnte höchstens der Marketingpraxis einzelner Anbieter gelten. Bescheidenheit kann offensichtlich keine Tugend sein, wenn man dem Publikum unterperformende Vehikel andrehen will...

Vor kurzem wurde durch Watson Wyatt SA eine Untersuchung über Anlagestiftungen, die Fondsvehikel im Pensionskassenbereich, vorgestellt (Finanz und Wirtschaft Nr. 75/96). Sie kommt zu einem ähnlichen Ergebnis. Was aber bedenklich stimmt: Bei relativ geringer Rendite wurden bei weitem höhere Risiken eingegangen, als man mit einer Index-nahen

Investition erreicht hätte. Mehr Risiko für weniger Ertrag - die Pensionskassenkunden dürfen sich freuen!

5. Komplexe Antworten in komplexen Situationen

Man kann es drehen, wie man will: So einfach ist die Angelegenheit mit der Selektivität eben nicht. Wie wir in unserem letzten Anlagekommentar (Nr. 175, 2. September 1996) dargestellt haben, kommt der Anleger angesichts der sehr tiefen Nominalzinsen kaum darum herum, Risiken im Aktienbereich einzugehen. Auch das Phänomen der tiefen Nominalzinsen sollte im grösseren Zusammenhang des Strukturwandels gesehen werden. Was auf Unternehmungsebene passiert, ist im Endeffekt ja nichts anderes als eine Rentabilisierung des Eigenkapitals. Es liegt auf der Hand, dass Fremdkapital an relativer Attraktivität verliert, wenn das Eigenkapital besser rentiert.

Wir erachten den Trend zur Ablösung des Fremdkapitals als die wichtige ökonomische Entwicklung dieses Jahrzehnts. Sie verändert die Realwirtschaft, sie verändert aber auch die Zusammensetzung der Portefeuilles. In ein paar Jahren wird der Aktienanteil jeglicher Vermögen bedeutend höher sein als früher. Eigenkapital heisst aber immer auch Risikokapital. Deshalb auch die damalige Überschrift: „Mit Risiken leben (müssen)“. Nun zeigt sich aber, dass selbst bei Bereitschaft zu Risikonahme im Aktienbereich sich die zusätzliche Schwierigkeit ergibt, dass der Strukturwandel quasi einzelsprungweise, von Unternehmung zu Unternehmung, vor sich geht, und dass die Gefahr besteht, öfters als gewollt daneben zu sein.

Wir empfehlen unserer Kundschaft eine gemischte Strategie. Sie läuft darauf hinaus, zwar den „lucky punch“ mit grosser Wahrscheinlichkeit zu verpassen. Im Sinne einer *fokussierten Schrottladung* empfehlen wir erstens eine Index-nahe Anlagepolitik. Jeder Index ist ein Sammelsurium verschiedener Anlagen und entspricht damit der Idee der Schrottladung. Positive wie negative Überraschungen werden durch den Mix abgedeckt. Indem wir für die Schweiz den SMI als Benchmark wählen, stellen wir die Fokussierung auf die wesentlichen „Blue-Chip“-Unternehmungen sicher.

In diesem Bereich neigen wir dazu, einige „Core Holdings“ direkt zu halten. Blue Chips wie Nestlé, Novartis, Roche, ABB etc. werden im Strukturwandel bestehen. Wer Schweizer Multi-Nationals kauft, der kauft sich kein Schweizerrisiko, sondern er erwirbt sich einen Teil der Weltwirtschaft. Globale Erfahrung mit Wettbewerb ist die wichtigste Eigenschaft, die ein Aktienengagement nahelegt. Mögliche Gewinne bei der sich abzeichnenden Abschwächung des Schweizerfrankens kommen als Argument noch dazu.

Ist man nicht willens, das ganze Risiko einer Index-nahen Investition zu tragen, dann empfiehlt sich ein strukturiertes Produkt mit Absicherungscharakter. Der asymmetrische Risikoverlauf stellt sicher, dass Kursauschläge nach unten, wie sie immer in der Luft liegen, nur teilweise auf den Anleger durchschlagen. Dafür ist eine „Versicherungs“prämie zu leisten, die bei moderater Kursentwicklung die Rendite des Instruments gefährden kann. Absicherungen lohnen sich deshalb nur bei relativ extremen Kurserwartungen.

Echte Selektivität stellen wir mit antizyklisch wirkenden, strukturierten Produkten sicher. So verstreichen auch Phasen der Unsicherheit oder des Krebsganges an den Börsen nicht nutzlos. Kursrückgänge führen zum Aufbau

eines Aktienengagements zu tieferen Einstandspreisen. Entwickeln sich die Kurse seitwärts, dann winkt einem eine Prämie, die bedeutend höher liegt als eine Obligationenrendite. Bei exorbitanter Kursentwicklung beschränken diese strukturierten Produkte die Risikonahme nach und nach.

„Zeiten der Selektivität“: Sie stellen für jeden Anleger und für jeden Vermögensberater eine grosse Herausforderung dar. Letztlich bestes Rezept ist bei jedem Aktienengagement, nicht lediglich den Aktienkurs zu kaufen, sondern sich zu überlegen, wem genau man da eigentlich Geld anvertraut. Denn Aktienkapital ist Eigenkapital, und Eigenkapital gibt man nur an Leute, denen man vertrauen kann. Namentlich in Zeiten des Strukturwandels, die nach den klügsten Köpfen, nach den überlegensten Strategen, nach den vertrauenswürdigsten Persönlichkeiten rufen.

KH, 1.10.96