

## ANLAGE - KOMMENTAR NR. 182

25. August 1997

### *Der Nachhaltigkeit auf der Spur*

#### *1. In der Tat: Ein schwarzer Montag*

Wenn es nach den Schlagzeilen einer sehr auflagestarken Schweizer Zeitung und den orchestrierten Kommentaren der elektronischen Medien unseres Landes gegangen wäre, dann hätte am Montag, 18. August 1997, ein Crash stattfinden müssen. Antichambriert durch eine am Sonntag erscheinende Wochenzeitung, gewarnt durch die Frühnachrichten am Radio, musste der besorgte Leser der apokalyptischen Artikel sich aufs Schlimmste gefasst machen. Allein, der Crash fand dann nicht statt. Die Rutschpartie an der Wall Street vom vorangegangenen Freitag (minus 247 Punkte beim Dow Jones Index bzw. - 3,1 %) wurde in Europa von Verlusten in der Grössenordnung von einem, höchstens zwei Prozentpunkten gefolgt. Seither haben sich Bewegungen dieser Art wiederholt, ab *und* auf, wohlverstanden. Die Märkte sind offenbar daran, die Berechtigung gewisser (hoher) Bewertungen zu testen. Es wird Thema dieses Kommentars sein, den Kriterien dieser Tests nachzugehen. Vorab aber einiges zum (gescheiterten) Versuchs, einen Crash herbeizureden.

Ein Rauschen im Blätterwald also lediglich, oder einfach Verkaufsförderung einer Tageszeitung durch die ihr nahestehenden elektronischen Monopolmedien? Vielleicht. Wahrscheinlich aber eher mehr und auch Bedenklicheres. Denn ganz offensichtlich wurde eine Stimmungsmache lanciert, die zum einen in bezug auf Koordination der Durchführung ihresgleichen sucht und deren Stossrichtung zum ändern für die psychologische Situation in unserm Lande irgendwie symptomatisch ist. Die Wollust am Negativen hat masochistische Ausmasse angenommen. Das zeigt sich ganz offenkundig im Umgang mit der ganzen

Holocaust-Problematik. Dass man bereit ist, eine neue Generation von Geschichtskundigen über teilweise erst heute zur Verfügung stehende Akten gehen und die distanzierte Sicht der Noch-Nicht-Involvierten anwenden zu lassen, ist das eine. Dass man sich aber darüber hinaus keine Gelegenheit entgehen lässt, Öl ins Feuer zu giessen (wie etwa durch die Koproduktion mit der BBC in einem geschichtsklitternden Machwerk), ist mit rationalen Argumenten kaum mehr begründbar. Fin de siècle-Koller? Übersättigungserscheinungen? Boshaftigkeit aus kleinstaatlicher Langeweile heraus?

Wie auch immer: Der Wunsch nach einem Crash entspringt noch ganz anderen Denkkategorien. Ganz offensichtlich tun sich hierzulande, und darüber hinaus wohl in vielen Teilen Europas, sehr viele Leute namentlich intellektueller Provenienz schwer mit der Idee des Volkskapitalismus. Nachdem mehr als ein Jahrhundert lang der Ansicht gefrönt wurde, Arbeit und Kapital seien systembedingt getrennte ökonomische Grössen, hat man Mühe mit der Vorstellung, dass beides, Arbeit *und* Kapital, durchaus auch aus denselben Händen fliessen kann. Was in Amerika längstens selbstverständlich ist, beginnt in unseren Längengraden erst allmählich zu knospen und zu spriessen: Über Pensionskassen, über Anlagefonds, über strukturierte Finanzmarktprodukte und allenfalls sogar durch Direktinvestitionen werden von breiteren Schichten der Bevölkerung mehr und mehr Aktien gehalten. Heute beträgt die durchschnittliche Aktienquote von Schweizer Pensionskassen etwa 20 %. Man rechnet damit, dass dieser Anteil in den nächsten 10 Jahren auf etwa 25 bis 30 % ansteigen wird. Angesichts des weiteren Wachstums der Vorsor-

geeinrichtungen wird somit noch sehr viel Kapital in den Aktienmarkt fliessen - für Nachfrage wird also allein von dieser Seite her gesorgt sein. Zehn Prozent des gesamten schweizerischen Pensionskassenvermögens (auf heutigem Stand) machen ungefähr 40 Milliarden Franken aus, dies bei einer Gesamtkapitalisierung der Schweizer Börsen von etwa 800 Milliarden ...

Der Bürger als direkt oder indirekt Beteiligter: Horrorvision für jeden, der noch stets in der Vorstellung lebt, Kapital sei etwas prinzipiell Böses, Arbeit dagegen moralisch hochstehend. Und noch schlimmer für diejenigen, die von dieser Vorstellung leben: All die Funktionäre und Beamten, die letztlich nichts anderes tun, als „die Arbeit“ vor „dem Kapital“ zu schützen, und die selber davon auch noch ganz gut leben. Wie sollen Gewerkschaften überrissene Lohnforderungen durchsetzen, wenn dereinst auf der Seite der Shareholder ihre eigenen Mitglieder sitzen? Nichts käme diesen Kreisen gelegener als ein veritabler und nachhaltiger Börsensturz. „Wir haben Euch ja immer schon davor gewarnt, das Ganze ist vom Teufel, kehrt doch zurück in den Schoss des Vorsorgestaats!“

Ein schwarzer Montag also, dieser 18. August 1997, für den Schweizer Journalismus, weil er die Machenschaften eines wohlorganisierten Kartells entlarvte. Ein knallroter Montag, was das Politische betrifft.

## 2. Wer hat denn etwas gegen die Hausfrauenhaussse?

Einen Crash wünschen sich aber im Grunde genommen auch noch weitere Kreise herbei. Zunächst, und das ist nichts Neues, all jene Analytiker und Berater, die aufgrund früherer Ängste bereits seit geraumer Zeit nicht mehr mit dabei sind und irgendwann einmal recht bekommen möchten. In zunehmendem Masse gehören aber zu den Kritikern „übertriebener Kurse“ auch die Führungsetagen von Unternehmungen, die in letzter Zeit in den Genuss markanter Kursanstiege ihrer Aktien gelangt sind. Denn für sie bedeutet ja jeder Franken höherer Bewertung der Aktie auch eine gestiegene Erwartungen in die künftigen Erträge ihrer Firma.

Wir haben in unserem Kommentar schon verschiedentlich auf das „Agency Problem“ aufmerksam gemacht, auf die Interessendivergenz zwischen den Aktionären und dem Management. Diese Theorie besagt: Das Management ist an höheren Aktienkursen nur insofern interessiert, als durch den Kursanstieg höhere Bonuszahlungen ausgelöst werden. Im übrigen sind aber höhere Kurse und eine bessere Eigenmittelrendite lästig, denn man muss die Mitarbeiter und allenfalls auch sich selber zu noch höheren Leistungen antreiben.

Man täte deshalb der Interessengruppe der Gewerkschafter und der Gruppe der ewiggestrigen Linken Unrecht, wenn man ihnen allein die Lust am Crash anlasten würde. Es gibt tiefverwurzelte Instinkte, die eine Aversion gegen boomende Börsen auslösen, weil damit ein Zwang zu noch höherer Produktivität verbunden ist. Man argumentiert dann, Kursgewinne seien „leicht verdientes Geld“, oder es wird gesagt, die gegenwärtigen Bewertungen hätten nichts mehr mit der Realwirtschaft zu tun. Alles sei ohnehin nur noch mit „Psychologie“ zu erklären, was immer das dann auch heissen mag. Es gibt mit anderen Worten ein sehr grundsätzliches und tiefliegendes Misstrauen gegenüber dem Phänomen, dass der Strukturwandel zu einer Attraktivitätssteigerung von Eigenkapital geführt hat und dass dies nun von immer breiteren Schichten auch wahrgenommen wird.

Dabei wird oft von „Hausfrauen-“ oder, noch schlimmer, „Dienstmädchen-Haussse“ gesprochen. Wenn diese Kategorie von Leuten in die Märkte einstieg, dann sei es höchste Zeit, Gewinne zu realisieren und der Börse den Rücken zuzukehren. Wie ungerecht, wie diskriminierend ist doch dieses Bild aus voremanzipatorischer Zeit! Es reflektiert die Kehrseite der Ansicht, Arbeit und Kapital seien zwingend getrennte ökonomische Grössen. Weshalb in aller Welt soll es denn ausgerechnet den Hausfrauen und Dienstmädchen verwehrt sein, Aktien zu kaufen und zu besitzen? Es ist unseres Erachtens an der Zeit, vom Klassen- und Kastendenken auch in Börsensachen abzurücken und zur Kenntnis zu nehmen, dass freie Finanzmärkte jedermann - und auch jeder Frau! - offen sind. Und es gilt auch zur Kenntnis zu nehmen, dass mehr und mehr von dieser Freiheit Gebrauch gemacht

wird. Wenn Hausfrauen jetzt Aktien kaufen, kommt dies deshalb keineswegs einem „Late-Cycle“-Anzeichen gleich. Im Gegenteil, vielleicht.

### 3. Korrekturen als Normalfall

Damit sei nun aber auch wieder nicht gesagt, die Aktienkurse würden nun einfach in alle Höhen weitersteigen. Dass es an Märkten laufend zu Preisveränderungen kommt, macht gerade das Wesen von Märkten aus. Ein Marktmechanismus ist ein Preisfindungsmechanismus. Wer verkauft, will einen ihm adäquat erscheinenden Verkaufspreis erzielen, wer kauft, möchte nicht zu viel zahlen. Was „adäquat“ oder „zuviel“ heisst, bestimmt sich am Vergleich mit Alternativen, ist also nie absolut. Der Preis des Kopfsalats auf dem Marktplatz in St.Gallen bestimmt sich an demjenigen im Supermarkt und im Quartierladen, zudem aber auch am Preis für Gurken, Tomaten und andern Kopfsalatalternativen. Für die Aktien heissen die Alternativen nicht Gurken oder Tomaten, sondern Aktien anderer, vergleichbarer Unternehmungen oder, weitergehend, Anlagen in anderen Instrumenten (Festverzinsliche, Commodities, Immobilien) oder Währungen. Der Aktienkurs, der Preis, bestimmt sich an der relativen Bewertung dieser Alternativen.

Dass es angesichts der ungeheuren Vielfalt von Alternativen, die zudem noch völlig problemlos und kostengünstig von beinahe jedem Ort auf diesem Globus aus erworben oder verkauft werden können, zu Bewertungsverschiebungen kommt, liegt auf der Hand. Trial und Error ist das Prinzip des stetigen Auf und Ab. Und manchmal bemerkt halt ein ganzer Markt, dass er in bezug auf die Preisvorstellungen ein wenig am obern Rand des Vernünftigen angesiedelt war. Das ergibt dann kleinere oder auch einmal grössere Korrekturen.

Für Aktien ist eine Schwankungsbreite von  $\pm 15\%$  in der Preisbildung nichts Ungewöhnliches und darf deshalb den Anleger auch nicht erschrecken. Längerfristig und im Mittel wird er für die Übernahme des Schwankungsrisikos dann ja auch belohnt. Was wir momentan an den Märkten beobachten, ist die intellektuelle und psychologische Verarbeitung der Folgen des Strukturwandels. Die-

ser hat zweifelsohne zu einer Höherbewertung von Aktiven geführt. Wieviel davon aber bereits in den Preisen, den Kursen, eskomptiert ist, und inwiefern sich die Kurse durch den Erfolg der Unternehmungen laufend bestätigen, ist eine andere Frage. Ihre Beantwortung wird durch die nun höher gewordene Volatilität der Märkte reflektiert. Es gilt im folgenden, ein paar Orientierungspunkte für diese Preisfindungsphase zu suchen.

### 4. Unverändert günstige Rahmenbedingungen

Nervosität oder gar begründete, auf einen über diese aktienimmanente Schwankungsbreite hinausgehenden Crash ausgerichtete Angst wären unseres Erachtens nur am Platz, wenn sich an den gegenwärtigen Rahmenbedingungen Entscheidendes ändern würde und deshalb mit sehr markanten Verschiebungen in bezug auf die Attraktivität von Anlagealternativen gerechnet werden müsste. Wir haben diese Rahmenbedingungen schon mehrere Male aufgezählt:

- Das *Wirtschaftswachstum* ist, einmal abgesehen von der spezifischen Situation in bestimmten pazifischen Ländern, in den Industriestaaten entweder *verhalten-robust* (USA und UK) oder *verhalten-schwach* (Kontinentaleuropa, Japan). Wo Fortschritte verzeichnet werden, sind diese immer verbunden mit Produktivitätssteigerungen, mit mehr Output pro Arbeitsstunde oder pro eingesetztem Kapital also. Arbeit ist im Vergleich zu früher ein weniger knappes Gut geworden. Ein Konsumboom will sich unter diesen Vorzeichen nirgends einstellen.

- Trotz relativ *grosszügiger Geldversorgung* durch die Notenbanken kommt *keine Inflation* auf. Die Produktivitätssteigerungen entschärfen allfällige Kapazitätsengpässe laufend, Preissteigerungsabsichten werden durch den erhöhten Wettbewerbsdruck einer globalisierten Wirtschaft zurichte gemacht. Das europäische Bankensystem absorbiert zudem einen Teil des zur Verfügung gestellten Geldes, so dass sich die Kreditschöpfung in engen Grenzen hält.

- Die *Zins-Situation* bleibt, trotz den markanten Rückgängen namentlich in Europa und

Japan, weitgehend *entspannt*. Es gibt aufgrund von verhaltener Konjunktur und tiefer Inflation nirgends eine Grundlage für höhere Zinsen. Das Realzins-Niveau ist angesichts der historisch tiefen Inflationsraten zudem gar nicht so tief, was zusätzlich gegen drastische Zinserhöhungen spricht.

- Durch die Produktivitätssteigerungen und die weiter um sich greifenden Restrukturierungsmaßnahmen hat sich die *Gewinnsituation der Unternehmungen* eindeutig, markant und nachhaltig *verbessert*. Renditemässige „Underperformer“ werden rascher vom Markt entdeckt und unter den Druck einer drohenden Übernahme gesetzt. Die Wirtschaft ist m.a.W. bedeutend durchlässiger geworden, das Kartell der renditeschwachen Dinosaurier ist im Schwinden begriffen.

- Es gibt momentan *keine Gegend der Welt*, von der eine wirkliche politische oder militärische *Bedrohung* ausgehen würde. Wo Konflikte ausgefochten werden oder neues Potential entsteht, sind den jeweiligen Auswirkungen regionale Grenzen gesetzt. Ausser den USA ist derzeit niemand imstande, strategische Interessen anzumelden und auch durchzusetzen.

- Wenn schon, dann orten wir die meisten *Unwägbarkeiten* im grössten Machwerk der letzten Jahre, dem *Währungszusammenschluss Europas*. Nicht dass wir aus irgendwelchen ideologischen Gründen etwas gegen die europäische Integration hätten. Aber die Skepsis, ob eine Währungsunion das richtige Mittel sei, all die politischen und ökonomischen Divergenzen zwischen den Ländern Europas aus der Welt zu schaffen, mag sich nicht verflüchtigen. Müsste es nicht umgekehrt sein: erst die Problemlösung, dann als Krönung die Union? Uns scheint, die gegenwärtige Schwäche der Deutschen Mark stelle so etwas wie einen Preisfindungsprozess für den künftigen Euro dar.

Alles in allem ergeben sich aus dieser Darstellung der Rahmenbedingungen aber keine Gefahrenherde, die eine langfristige und nach strategischen Entscheiden rufende Trendumkehr, beispielsweise weg von der Aktie und hin zum Rohstoff, hin zur Immobilie oder hin zur kurzfristigen Geldmarktanlage, anzeigen würden.



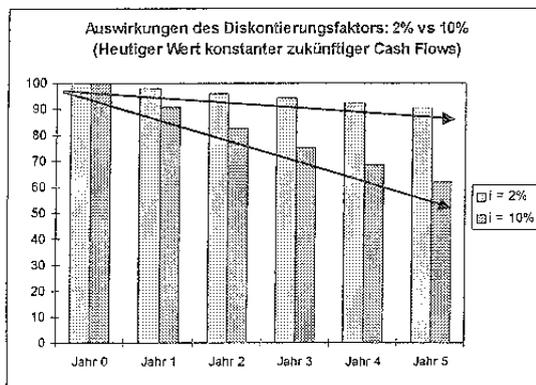
Quelle: Bloomberg

Wenn man auf die sehr langfristige Entwicklung der Rahmenbedingungen in diesem Jahrhundert blickt (vgl. obige Grafik), dann ergeben sich zwei Perioden, die von wenig Schocks gekennzeichnet waren: die Nachkriegszeit bis etwa 1960 sowie die Zeit seit etwa 1985. Diese schockfreien (sprich: inflationsarmen) Perioden fallen zusammen mit den Phasen hoher Kursanstiege an den Börsen. Demgegenüber waren die Jahre der Depression wie auch die Inflationsschübe in den Siebzigerjahren eindeutig Perioden, die dem Aktionär zum nachhaltigen Nachteil gereichten. Weshalb? - Wir wollen im folgenden auf die Bedeutung von möglicherweise längerfristig tieferen Zinsen eingehen.

## 5. Vom Wert künftiger Erträge

Ein Erklärungsmodell für den Wert bzw. für die Preisfestsetzung eines Aktivums besteht darin, dass man eine Prognose über die künftigen Erträge dieses Aktivums erstellt und dann den Gegenwartswert dieser künftigen Erträge errechnet. Dazu muss man die künftigen Kosten für das Geld, das man für das Aktivum verwendet, in Rechnung stellen: Man diskontiert die voraussichtlichen künftigen Erträge. Selbstverständlich kommen verschiedene Unsicherheitsfaktoren zum Tragen. So weiss man nicht, wie sicher die künftigen Erträge sein werden, weil sie ja eben künftig sind. Und man weiss auch nicht, wie stabil der künftige Geldwert sein wird. Die gegenwärtige Einschätzung des künftigen Geldwertes ist zwar anhand der Zinskurve ablesbar, aber sicher ist nichts, was in der Zukunft liegt.

Der Diskontierungsvorgang hängt nun aber sehr stark von der Höhe des zur Anwendung gelangenden Zinssatzes ab. Welche der künftigen Erträge sind überhaupt noch relevant? Die folgende Grafik zeigt die enormen Unterschiede in der Gewichtung des Ertrags im Jahre +5 je nach Diskontierungssatz auf. Je tiefer die Zinsen, umso relevanter die zeitlich ferner liegenden Erträge. Oder anders: *Je tiefer die Zinsen, desto länger der Zeithorizont.*



Quelle: eigene Darstellung

Die Implikationen dieser Erkenntnis können nicht überschätzt werden. Denn die ganze Finanzanalystenindustrie ist, soweit sie nicht ohnehin nur in die Vergangenheit schaut, auf die unmittelbaren Gewinnaussichten der zu untersuchenden Unternehmung im laufenden, allenfalls folgenden Jahr ausgerichtet. Dies zunächst aus ganz praktischen Gründen: Von einem anständigen Analysten werden konkrete Zahlen erwartet, und solche kann man nur liefern, wenn man an Vergangenheitswerten ankoppelt und dann seine kurzfristigen Schätzungen anbringt. Der Glaube an das quantitativ Fassbare ist sozusagen unerschütterlich. Solange die künftigen Zinssätze aufgrund der bekannten geldpolitischen Bewegungen (namentlich der Siebziger- und der frühen Achtzigerjahre) noch hoch oder zumindest sehr unsicher waren, kam solch kurzfristiger Sicht auch ökonomische Relevanz zu. Es wäre unvernünftig gewesen, über die Cash Flows der Jahre 5, 6 und folgende überhaupt nachzudenken.

Wenn wir nun aber - und es gibt genügend Anzeichen dafür - in eine Phase nachhaltig tieferer Zinsen eintreten, dann verändern sich diese Gegebenheiten. Man kommt nicht mehr

darum herum, auch über die weiter hinausgeschobenen Unternehmenserträge nachzudenken. Dass dabei zunehmend „weichere“ Faktoren ins Spiel kommen und die wunderschönen quantitativen Pseudogenauigkeiten eine geringere Rolle spielen, liegt auf der Hand. Je weiter etwas in der Zukunft liegt, desto unsicherer ist es. Der Beruf des Finanzanalysten wird sich ändern. Es wird mehr ökonomische Weitsicht gefragt sein, dafür weniger buchhaltungstechnische Fertigkeiten. Fragt sich, wer diesen Paradigmawechsel überstehen wird.

## 6. Die Rückkehr der weichen Faktoren

Der die letzten paar Jahre prägende Strukturwandel hat eiserne Besen durch die Unternehmungen fegen lassen. Ohne der Beratungen fegen lassen. Ohne der Beratungsfirma McKinsey Unrecht antun zu wollen: Mit ihrem Namen ist eine Restrukturierungsmentalität verbunden, die alles, was nicht unmittelbar auf die Generierung von Geld ausgerichtet ist, eliminiert. Kein Zweifel, viele renditeschwache Dinosaurier hatten solche Kuren dringend nötig. Aber das ungute Gefühl bei jeder dieser Restrukturierungsübungen blieb: Wird da nicht auch in grossem Stile langfristiges Potential kaputtgemacht? Wenn die Grossbanken sich zum Beispiel anschicken, zum fortgesetzten Male sowohl ihr Privatkundengeschäft wie auch ihr kommerzielles Kreditgeschäft einem Streamlining zu unterziehen - bleibt da die auf Langfristigkeit ausgelegte Kundenbeziehung nicht definitiv auf der Strecke?

Solange Langfristigkeit infolge hoher Diskontierungssätze im Grunde genommen ökonomisch irrelevant ist, solange rechtfertigen sich auch auf Kurzfristigkeit ausgelegte Restrukturierungsübungen. Ja, sie werden auch von der Börse honoriert. Wer Leute entlässt, wird mit höheren Aktienkursen belohnt. Das stimmt aber eben nur dann, wenn infolge hoher Diskontierungssätze das kurzfristige Kalkül überwiegt.

Was für die Finanzanalysten und ihre Bewertungsmodelle gilt, hat im Umkehrschluss noch viel mehr Gültigkeit für die Unternehmungen selber: Wenn für die absehbare Zukunft mit weniger geldpolitischen Schocks und damit mit stabileren, tieferen Zinsver-

hältnissen gerechnet werden kann, dann verlängert sich der relevante Zeithorizont für die Unternehmensleitung. Die Cash Flows der Jahre 5, 6 und folgende müssen in vermehrtem Masse berücksichtigt werden. Die Elimination kurzfristiger Kostenverursacher wird damit relativ unwichtiger, die Hege und Pflege langfristiger Unternehmenswerte belangreicher.

Mit anderen Worten müsste aufgrund der neuen geldpolitischen Gegebenheiten ein Paradigmawechsel, weg von der kurzfristigen Gewinnmaximierung hin zur auf Langfristigkeit bedachten Nachhaltigkeit der Renditen, beobachtbar sein. Und: Solche Bemühungen um Nachhaltigkeit müssten durch höhere Aktienkurse belohnt werden. Nachhaltigkeit wäre m.a.W. einer der ganz wesentlichen Orientierungspunkte für eine Anlagepolitik in der Zeit nach dem Strukturwandel.

- Es müsste beispielsweise mehr wert sein, eine langfristig überzeugende Produktlinie, deren Aufbau mit viel Forschungs- und Marketingaufwand verbunden ist, in der Tasche zu haben, als hohe Umsätze in Fabrikaten zu erzielen, deren Lebenszyklus dem Ende zuneigt.

- Es müsste beispielsweise von der Börse honoriert werden, wenn eine Unternehmung umsichtig und mit strategischem Bekenntnis Personal aufbaut, weiterbildet und ihm eine gewisse Heimat in der Unternehmung anbietet.

- Die Aktienkurse derjenigen Unternehmung müssten relativ bevorzugt werden, die daran denkt, dass Umweltsünden als Altlasten in einigen Jahren zu grossen Belastungen werden können.

- Es müsste sich auszahlen, eine Eigenkapitalpolitik zu führen, die um die Knappheit des ökonomischen Guts Geld weiss, aber auch auf die Risiken ausgerichtet ist, die das Unternehmen typischerweise tragen muss.

Gewiss: Die Forderung nach vermehrter Berücksichtigung „weicher“ Faktoren kommt scheinbar gefährlich nahe ans Süssholzraspeln heran. Die jahrzehntelange Belastung des Shareholder Value durch sogenannte „höhere Werte“ und „Gesamtinteressen“ hat uns ja erst den grossen Restrukturierungsbedarf der Wirtschaft beschert, bei dem es galt,

mit Fettpolstern und Gemütlichkeiten aufzuräumen. Worum es jetzt geht, ist etwas ganz anderes: Es gilt, einen Weg von der kurzfristigen Maximierung zur langfristigen Optimierung der Unternehmensrendite zu finden. Womit dann auch die akademischen bis zuweilen polemischen Diskussionen um den Shareholder Value erledigt wären.

### Die Kuchenstück-Parabel

(Nach Krämer/Trenkler, Lexikon der populären Irrtümer, Frankfurt a.M., 1996)

Wer an Gewicht abnehmen sollte, kann grundsätzlich zwei Strategien wählen: Er kann auf zusätzliche Kalorien verzichten, indem er sich einer Fastenkur unterzieht. Oder er kann den Körper dazu bringen, mehr Kalorien zu vertragen, indem er durch Sport die Muskelmasse aufbaut. Diese braucht dann sogar im Ruhezustand, zur Aufrechterhaltung des Betriebs sozusagen, so viel Energie, dass in keiner Weise gefastet werden muss.

Die eine Strategie ist kurzfristig orientiert. Wer auf das Kuchenstück verzichtet, fügt sich keine zusätzlichen Fettpolster bei. Die zweite Strategie ist langfristiger. Es braucht Zeit zum Aufbau von Muskelmasse - nicht eine, sondern eine ganze Serie von Bergtouren. Angesichts der grossen Anzahl von Leuten, die trotz fortgesetzten Kuchenverzichts an Übergewicht leiden, muss geschlossen werden, dass das kurzfristige Kalkül häufiger obsiegt, aber auch regelmässig versagt.

Uns scheint, dass im Rahmen des Strukturwandels zu oft Fastenkuren und zu wenig Bergtouren verschrieben worden sind.

Für den Berater in Vermögenssachen kommt es darauf an, diejenigen Unternehmungen ausfindig zu machen, die diesen Paradigmawechsel erkannt haben und in der Lage sind, ihn auch in die Tat umzusetzen. Solange sich genügend Finanzanalysten und Anleger an den Mustern hoher Diskontierungssätze orientieren und somit die zu kurzfristig optimierenden Unternehmungen favorisieren, kann mit geeignetem Spürsinn durch Aufsuchen unterbewerteter, längerfristig orientierter Firmen eine Überschussrendite erzielt werden. Unsere Empfehlungsliste für Schweizer Aktien ist auf solche Überlegungen ausgerichtet.

### 7. Auf den Bestand der Eigentumsrechte kommt es an

Allerdings gilt es auf das Problem der Unsicherheitsfaktoren bei ferner in der Zukunft liegenden Erträgen zurückzukommen. Wir haben die Inflationsgefahr bereits erwähnt und auch gezeigt, dass diese über die Erwartungsbildung direkt auf die Höhe der Zinssätze, zu denen diskontiert wird, einwirkt. Inflation ist eine bestimmte Art der Enteignung, eine besonders subtile Form sozusagen, indem weder eine Fiskalpolizei aufmarschiert und das Eigentum einfach konfisziert, noch Raubritter am Wegrand auflauern. Geldentwertung ist aber eine besonders gefährliche Art der Enteignung, weil sie für ganze Volkswirtschaften eine falsche Ressourcen-Allokation bewirken kann. Wenn infolge hoher Zinsen das Kalkül aller Wirtschaftsteilnehmer zu kurz ist, dann hat dies wohlstandsvermindernde Folgen! Es wäre beispielsweise reizvoll zu untersuchen, ob nicht zwischen der langfristigen Inflationsrate und dem Grad an ökologischen Problemen ein positiver Zusammenhang besteht. Wir vermuten dies stark, eben weil Geldentwertung zu kurzfristigem Denken veranlasst und Langfristfolgen monetär irrelevant macht.

Es gibt aber auch andere, viel explizitere Formen der Enteignung, angefangen bei der übermässigen Besteuerung über irgendwelche konfiskatorischen Korruptionsmechanismen bis hin zur Brachialgewalt, wie wir sie aus verschiedenen Teilen der Welt nur zu gut kennen. Ohne hier den Rahmen definitiv zu sprengen, sei lediglich darauf hingewiesen, dass es sich im Angesichte der Erkenntnisse über den Gegenwartswert künftiger Erträge durchaus vorstellen lässt, dass sich die Frage, was in Zukunft wo auf dieser Welt produziert wird, letztlich nicht allein an den Lohnstückkosten entscheidet, sondern daran, wo man erfahrungsgemäss am wenigsten enteignet wird. Die Voraussehbarkeit staatlichen Handelns, wie sie von Hayek (in: *Law, Legislation and Liberty*) zur Wohlstandsmehrung gefordert worden ist, erhält auf diese Weise neue Aktualität.

### 8. Ein wenig Empirie zum Schluss

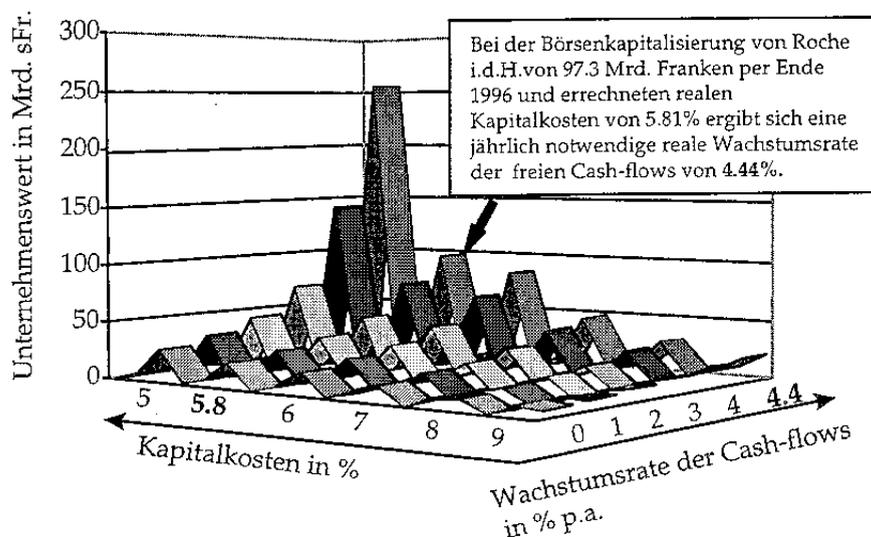
Nun wird der geneigte Anleger fragen, ob ihm diese Erkenntnisse denn auch etwas nützen können. Da die Frage berechtigt ist, haben wir sie auch uns gestellt und haben ein paar prominente Schweizer Aktien dem Test der Diskontierung unterworfen. Das heisst, wir haben unterstellt, dass die Börsenkapitalisierung der betreffenden Unternehmungen dem Gegenwartswert ihrer künftigen Cash Flows entspricht. Sodann haben wir aufgrund des Geschäftsberichts ihre realen Kapitalkosten errechnet. (Die genaue Berechnungsart ist aus der Fussnote ersichtlich.) Schliesslich haben wir eruiert, welches Wachstum die Cash Flows künftig mindestens aufweisen müssen, um die gegebene Börsenkapitalisierung zu rechtfertigen.

Die Resultate (Seite 8) sind unseres Erachtens hochinteressant, auch wenn eingeschränkt werden muss, dass sich die Untersuchung wegen der Verfügbarkeit von Daten auf die Zahlen per Ende 1996 abstützen muss. Inzwischen hat die Börsenkapitalisierung wegen der grossen Kursgewinne zugenommen, was in einen erhöhten Erwartungsdruck an die Cash Flow-Entwicklung mündet. Dennoch glauben wir bei aller Vorsicht die Schlussfolgerung ziehen zu können, dass bei diesem Bewertungsmodell und unter der Annahme tendenziell sinkender Kapitalkosten keine übermässigen Cash Flow-Projektionen notwendig wären, um die zugegebenermassen stark gestiegenen Aktienkurse zu rechtfertigen.

Der Leser möge sich selber ein Bild der Zusammenhänge zwischen Gegenwartswert/Börsenkapitalisierung, Kapitalkosten und Cash Flow-Entwicklung machen. Wir unsererseits setzen darauf, dass ein genügendes Mass an Nachhaltigkeit in der Welt von morgen honoriert wird. Entsprechend formulieren wir unsere Anlagestrategie und wählen die Anlageobjekte aus.

KH, 25.8.97

### Der Wert von Roche in Abhängigkeit der Zinsen (Kapitalkosten) und der Wachstumsrate der Cash-flows <sup>1)</sup>



Die Untersuchungen für Nestlé und SBV führen zu folgenden Ergebnissen:

Wert von Nestlé (Mio. sFr.)	Realer Kapitalkostensatz in % (WACC)				
	4	5	6	7	8
0	16'252	7'182	1'135	-3'184	-6'423
1	27'248	13'485	5'202	-340	-4'313
2	48'504	23'544	10'996	3'419	-1'668
3	110'657	42'928	20'209	8'755	1'813
3.4	193'241	<b>57'259</b>	25'749	11'629	3'565
4		99'482	37'909	17'205	6'734

Wert von SBV (Mio. sFr.)	Realer Kapitalkostensatz in % (WACC)				
	5	6	6.4	7	8
0	15'740	13'117	12'219	11'243	9'838
1	18'475	15'740	13'714	12'477	10'753
2	22'838	19'675	15'767	14'107	11'900
3	31'248	21'392	18'852	16'422	13'411
3.2	34'210	22'587	<b>19'733</b>	17'055	13'801
4	55'784	29'071	24'217	20'089	15'546

Die Wachstumsrate der historischen operativen Cash-flows der letzten vier Jahre für Nestlé und SBV betrug durchschnittlich 6.4% p.a. resp. 11.5% p.a. Die Wachstumsrate der historischen Free Cash-flows ist nicht aussagekräftig, da die Free Cash-flows z.T. negativ waren.

<sup>1)</sup> Der gewichtete Kapitalkostensatz (WACC) wird wie folgt berechnet:

$$WACC = K_{FK} (1 - T) \left( \frac{FK}{FK + EK} \right) + [r_f + (E[r_m] - r_f) \times \text{Beta}] \left( \frac{EK}{FK + EK} \right)$$

wo:

$K_{FK}$  - Verzinsung des Fremdkapitals

T - Grenzsteuersatz

$r_f$  - risikofreie Rendite

$(E[r_m] - r_f)$  - Risikoprämie für Aktienmarktportfolio

Beta - systematisches Risiko des Eigenkapitals