

Lug, Trug – und kein Ende?

Wer sich eine ihm anvertraute fremde bewegliche Sache aneignet, um sich oder einen andern damit unrechtmässig zu bereichern...

Wer jemanden durch Vorspiegelung oder Unterdrückung von Tatsachen arglistig irreführt...

... wird mit Zuchthaus bis zu fünf Jahren oder mit Gefängnis bestraft. (Schweizerisches Strafgesetzbuch, Art. 138 bzw. 146)

1. Es wird eng

Wer in den letzten Tagen und Wochen den Wirtschaftsteil von Tageszeitungen oder das eine oder andere Börsenmagazin durchblättert, hatte Schwierigkeiten, eine Seite zu finden, auf der nicht von irgendwelchen Betrügereien, Fehlbuchungen, entlassenen Finanzchefs und Controllern, Sonderprüfungen oder massiven Korrekturen von Unternehmensergebnissen die Rede war. Ein Skandal nach dem andern zieht derzeit die Kurse an den Weltbörsen in die Tiefe – zur Konsternation der Anleger in immer tiefere Tiefen – und man fragt sich zurecht und mit Sorge, wann das denn ein Ende haben könnte. Trifft es zu, dass die ganze Welt der Finanzen ein einziges, von Korruption und Betrügereien durchtränktes Megacasino ist, das letztlich die reale Wirtschaft mehr gefährdet als ihr Nutzen stiftet? Wird nach allen negativen Erfahrungen ein dichtes und bald einmal erstickendes Netz neuer Regulierungen die freie Kapitalallokation verdrängen? Treten wir in eine längerdauernde Phase allgemeiner Appetitlosigkeit für Risiken und damit nachhaltig tiefer Bewertungen an den Aktienmärkten ein? Ist der Traum von Durchschnittsrenditen, die man für Aktienanlagen eigentlich erwarten dürfte, definitiv ausgeträumt? Müssen die getroffenen Dispositionen fürs eigene Vermögen nicht nur überdacht, sondern definitiv verändert werden, womöglich unter Absingen wüster Lieder, weil die Einstandspreise weit von den heute erzielbaren Verkaufskursen entfernt sind?

Fragen über Fragen, und unangenehmerweise ziemlich existentielle Fragen, wenn man in der einen oder andern Weise von der „Welt der Fi-

nanzen“ leben muss, sei es als Anleger, sei es als Berater von Anlegern, sei es als Verantwortlicher für die Finanzen von Unternehmungen oder von Pensionskassen. Mit dem Eintritt ins dritte Jahr negativer Renditen von Aktienanlagen erweisen sich Geduld und/oder Reserven als definitiv erschöpft. Um so insistenter stellt sich die Frage nach der richtigen Strategie. Kann oder will man nächste Kursabschläge nochmals in Kauf nehmen? Kann oder will man sich das nächste mögliche Kurspotential nach oben abschneiden, womöglich im dümmsten Moment? Wie risikofähig ist man überhaupt noch? Diese Fragen müssen zwingend beantwortet werden, und es ist absehbar, dass es in den nächsten Wochen in manch einem Verwaltungs- oder Stiftungsratsgremium zu roten Köpfen kommen wird. Denn nun werden die Strategiefragen plötzlich sehr konkret und folgenreich.

Der vorliegende Anlagekommentar versucht, etwas Licht in die gegenwärtig so desolaten und diffuse Situation zu bringen. Wenn dadurch und mit einigen zusätzlichen Überlegungen zu wirtschaftlichen und anlagespezifischen Fragen eine Hilfestellung für die Beantwortung der unumgänglichen Strategiefragen geleistet werden kann, dann ist das Ziel weitgehend erreicht.

2. Von der Skepsis zum totalen Misstrauen

Die Nachricht von der Aufdeckung einer milliardenschweren, betrügerischen Fehlbuchung beim amerikanischen Telecomkonzern Worldcom kam für skeptischen Beobachter nicht eigentlich überraschend. Überraschend war vielmehr, dass die Märkte davon negativ überrascht wurden. Denn dass den Zahlen der meisten in der Vergangenheit so hochgejubelten Firmen wie Enron, Tyco, Worldcom usw. nicht mehr zu trauen ist, hätte eigentlich als allgemein bekanntes Wissen in den Kursen bereits eskomptiert sein müssen. Bilanzen und Erfolgsrechnungen stimmen nicht, und man weiss, dass man jenen, die vorgaben, unabhängige Finanzanalysten zu sein, insofern keinen Glauben mehr schenken kann, als sie in der Vergangenheit bewiesen haben, lediglich Instanzen eines Systems zur euphemistischen Interpretation von Sachverhalten

zu sein. Oder wie das Schweizerische Strafgesetzbuch es für den Tatbestand des Betrugs formuliert: „Wer ... jemanden durch Vorspiegelung oder Unterdrückung von Tatsachen arglistig irreführt...“. Worldcom wies auf dem Höchstpunkt seiner Börsenbewertung eine Kapitalisierung von rund 160 Milliarden Dollar auf; heute sind es gerade noch gut 2 Milliarden. In der Riesendifferenz ist gewiss der grosse Marktabschwung seit Frühling 2000 inbegriffen. Aber nicht nur: Darin müssen auch drastische Fehlbeurteilungen, Fehlbuchungen und fehlgeleitete Zahlungen eingeschlossen sein, die eine ganze Heerschar von pseudogenauen Chartered Financial Analysts geflissentlich und systematisch übersah. Weshalb? Weil sie Teil eines Systems waren (und, sofern noch nicht entlassen, noch sind), das davon lebt, dass Dinge anders und vor allem besser dargestellt werden, als sie eigentlich sind.

Die Unterschiede zwischen Tatsachen, wie man sie gerne hätte, und Tatsachen, wie sie sich de facto darstellen, sind enorm. In Ermangelung an zuverlässiger Analyse von dritter Seite darf man keine Anstrengungen scheuen, zu eigenen und ungezinkten Urteilen über den inneren Wert von Unternehmungen und deren Ertragslage zu gelangen. Die Resultate sind grossenteils erschreckend. Ein Beispiel: Der amerikanische Technologiekonzern Cisco, durchaus seriöser Anbieter durchaus seriöser Netzwerk-Technologie, welche unter anderem auch die Datenlawinen im Hause an den richtigen Ort lenkt, rapportierte für das Jahr 2001 einen Reingewinn von 3,09 Milliarden Dollar oder 41 Cents pro Aktie. Dieser Gewinn wird als „Pro Forma“ bezeichnet, was eine andere Bezeichnung dafür ist, dass er nicht stimmt. Nach den Rechnungslegungsvorschriften gemäss US GAAP hätte es keinen Gewinn zu rapportieren gegeben, sondern einen Verlust von 1,014 Milliarden Dollar oder -14 Cents pro Aktie. Der Unterschied rührt von den im Pro Forma-Gewinn nicht berücksichtigten Kosten für Restrukturierungen und Akquisitionen. Als wären das keine Kosten. Geht man noch weiter und schliesst den Aufwand für Stock Options-Pläne für das Management mit ein, dann vergrössert sich der Verlust von Cisco auf über 2,5 Milliarden Dollar oder auf -35 Cents pro Aktie. Weshalb in aller Welt sollen denn Personalkosten aus einer Erfolgsrechnung ausgeschlossen sein, nur weil sie in Form von Optionen statt Cash ausbezahlt werden?

Eine Differenz von gut 5 Milliarden Dollar im Abschluss einer prominenten amerikanischen Unternehmung, dies bei einem Gesamtumsatz

von etwa 22 Milliarden – dass da Skepsis aufkommt, ist wenig überraschend. Mit der Kaskade von Betrugsskandalen wie Enron, Worldcom usw. schlug die Skepsis („irgend etwas kann da nicht stimmen“) in mehreren Schüben in totales Misstrauen um („alles stimmt nicht mehr“).

3. Wo sind nächste Minen?

Die Frage stellt sich, ob mit Worldcom nun der Tiefststand bezüglich Vertrauen erreicht worden sei und die Märkte nach den hohen Abschlügen vom Juni 2002 ein faires Bewertungsniveau gefunden haben. Wir vermuten – leider! –, dass die Verunsicherung noch während längerer Zeit anhalten wird. Kann es denn überhaupt eine faire Bewertung von Dingen geben, die sich einer rationalen Analyse so explizit zu entziehen versuchen? Es sind vier Hauptfelder, welche unsere Aufmerksamkeit für die Eruierung der wirklichen Fakten verdienen:

- a) *Akquisitionskosten* bzw. der Umgang mit erworbenem „Goodwill“, also der Differenz zwischen dem buchhalterischen Substanzwert und dem effektiv bezahlten Preis für übernommene Firmen. Sowohl die lineare Abschreibungsnotwendigkeit gemäss IAS-Norm als auch die Möglichkeit zur ausserordentlichen Abschreibung gemäss US GAAP-Norm bergen ihre Tücken: Im einen Fall wird auf hohe Wertveränderungen von Aktiven explizit nicht eingegangen, im anderen Fall ist der Handlungsspielraum des Managements unerträglich gross. In jedem Fall müssen deshalb Bilanzen und Erfolgsrechnungen von Unternehmungen, welche ein aktives Übernahmengeschäft betreiben, genaustens nachgeprüft werden.
- b) *Restrukturierungskosten*. Der Umbau einer Unternehmung zur Anpassung an die jeweiligen Marktgegebenheiten ist eine Daueraufgabe des Managements und muss deshalb über die Betriebskosten abgebucht werden. Die Aussonderung von Restrukturierungskosten hat höchstens akademischen Wert für Management, das Controlling und das Heer von Unternehmensberatern, um zu überprüfen, wie die Rechnung aussehen würde, wenn man keine Restrukturierung beschlossen hätte.
- c) *Optionspläne*. Sie sind Teil der Salarierung und müssten deshalb unter der Rubrik „Personalaufwand“ verbucht werden. Die Kombination des verdeckten Verwässerungseffekts von Optionsplänen mit einer dem amerikanischen Steuerrecht eigenen Rückerstattung bei Ausübung führt sonst in der Praxis zu einem Teufelskreis, bei welchem sowohl die operativen als auch die freien Cashflows pro Aktie zu hoch ausgewiesen werden, was in der Regel überhöhte Aktienkurse bewirkt. Der für die Optionspläne notwendige Rückkauf von

Aktien seinerseits erhöht wiederum einige für Analysten so wichtige Schlüsselzahlen wie den Gewinn pro Aktie, was dann wieder den Optionsplan interessanter macht. Betrieblich verdient hat die Unternehmung damit aber noch keinen müden Cent.

- d) *Pensionsverpflichtungen*. Die namentlich in der amerikanischen Praxis übliche Berücksichtigung der Pensionskassen als Teil der Gesamtbilanz der Unternehmung birgt dann grosse Gefahren für die künftige Ertragslage von Firmen, wenn hohe Zahlungsverpflichtungen („defined benefits“) eingegangen worden sind. Laut „Financial Times“ rechnet beispielsweise General Motors mit einer Renditeerwartung von 10 Prozent für die angesparten Aktiven. Falls die Rendite beispielsweise „nur“ 8 Prozent erreichen würde, dann würde das die Rechnung von GM mit rund 8 Milliarden Dollar belasten. Falls die Verbuchung richtig stattfindet...

Die Minen können an ganz verschiedenen Orten hochgehen. Optionspläne sind eher (aber keineswegs ausschliesslich!) Usanz in jüngeren Wachstumsunternehmungen. Dort schenken sie bis vor kurzer Zeit ja auch besonders ein. – Pensionsverpflichtungen mit fixen Garantien plagen demgegenüber eher „alte“ Unternehmungen. Wir vermuten, dass man vor allem deshalb die Stahlwerke in den USA nicht schliessen will. – Restrukturierungskosten sind insbesondere bei den Finanzdienstleistern ungemein beliebt. Denn bei jeder Restrukturierung geht der Kampf um ein noch weiter verbessertes Profitcenter und um einen damit noch höheren Bonus aufs neue los. Die Organigramme der Finanzdienstleister sind ja längst nicht mehr auf die strukturellen Bedürfnisse ausgerichtet, sondern nur noch auf die Frage, wer in welcher Position am optimalsten absahnen kann. – Goodwill-Abschreibungen werden wohl noch für geraume Zeit anhalten. Im Visier der vermutlich immer vorsichtiger werdenden Revisoren dürften vor allem jene Unternehmungen sein, die in letzter Zeit durch grosse oder viele Akquisitionen gewachsen sind. AOL-Time Warner setzte mit dem 50-Milliarden-Abschreiber wohl ein erstes Zeichen. Das in den letzten Jahren so flink zusammengeschusterte Konglomerat Tyco war als nächstes dran.

Ob hochgehende Minen die Märkte weiterhin in dem Masse zu überraschen vermögen, wie das im Falle von Enron und Worldcom der Fall war, bleibe dahingestellt. Es liegt aber in der Natur der Sache von Minenfeldern, dass ein Spaziergang auch dann wenig attraktiv erscheint, wenn man weiss, dass es Minen hat, und wenn man zu wissen glaubt, wo sie liegen könnten. Eine Rückkehr der breiten Anlegerschaft wird es erst nach der Minenräumung geben.

4. Ein lokalisierbares Problem?

Die nächste Frage stellt sich umgehend: Geht es um ein typisch amerikanisches Phänomen? Sind die Minen, ja, die ganzen Minenfelder, irgendwie lokalisierbar? Ja und nein.

Es stimmt, die USA waren der Ort des Geschehens im Technologieboom, der aufeinanderfolgenden Übernahmewellen, der Unzahl von Initial Public Offerings (IPOs), der Nasdaq-Blase. Die USA sind gleichzeitig Weltmeister im Aufstellen von immer neuen Regelwerken für rechtlich und ethisch einwandfreies Verhalten. In New York hatte die Unsitte überhöhter Gehaltszahlungen von Managern ihren Ursprung. Die USA verfügen über den effizientesten Kapitalmarkt der Welt. Er war in der Lage, grösste wie auch kleinste Unternehmungen zugleich mit Kapital zu versorgen. Das erst machte ja den unerhörten Technologiesprung der letzten Jahre möglich: Dass derart viel Kapital ins Investment Spending geleitet werden konnte. Heute wissen wir, dass es zu viel Kapital war.

Die Geschichte erst wird uns sagen können, ob dieses „Zuviel“ notwendige Voraussetzung gewesen war, dass es überhaupt zum Technologiesprung kam. Übermässige Kapitalversorgung als notwendige Voraussetzung für einen evolutionären Bruch. Die Leser dieses Kommentars kennen diese These bereits – zu beweisen ist sie vorderhand nicht.

Die absehbare und notwendige Bruchlandung dieses sich immer schneller drehenden Karussells lässt nun Phänomene hinter sich, die zum Himmel stinken. Kadaver im Schumpeter'schen Schutthaufen sozusagen. Der österreichische Ökonom Joseph Schumpeter (1883-1950) hatte vor siebzig Jahren den Begriff der „*schöpferischen Zerstörung*“ geprägt. Wirtschaft entwickelt sich nicht, Wirtschaft ist kein Kontinuum, sondern sie lässt absterben und sie gebiert immer wieder aufs neue. Schöpferische Zerstörung ihrerseits, das wissen wir nun seit 2000 aus eigener Erfahrung, erfolgt nicht in kleinen Dosen und Schrittschritten, sondern in durchaus weltbewegenden Wellen. Sie hinterlässt Schutthaufen, Strandgut und, eben, Kadaver, die zum Himmel zu stinken beginnen.

Die amerikanischen Kadaver stinken ganz besonders, weil sie zumeist grösser sind als anderswo auf der Welt. Das grosse Bedürfnis der Amerikaner, sich als besonders gut reguliert und vorbildlich darzustellen und die scheinbar hohen ethischen Ansprüche möglichst auf die ganze Welt zu übertragen, verstärken den üblen Geruch noch um die Duftnote der Doppelmoral.

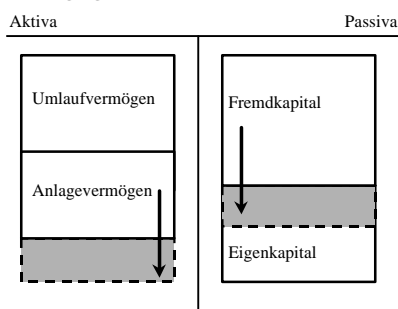
Aber auch die alte Welt und auch unser kleines Schweizerland hat seine kleineren und grösseren Kadaver. Und vermutlich auch angehende. Der deutsche Neue Markt (Nemax) steht der amerikanischen Nasdaq bezüglich Kadaverproduktion in keiner Weise nach, im Gegenteil. Und was angehende Kadaver betrifft: Es ist schwierig, angesichts der hohen Verschuldung europäischer Telecom-Konzerne keine Prognose zu machen...

5. Kapitalüberhang – Anlagenüberhang

Es lohnt sich unseres Erachtens, das Geschehen an den Finanzmärkten über die letzten fünf Jahre noch einmal zu analysieren. Was passierte denn in den Neunziger Jahren des letzten Jahrtausends, was kulminierte im Frühjahr 2000? Es wurde der Wirtschaft zu viel Kapital zur Verfügung gestellt, sagten wir. Weshalb „zu viel“? Weil überrissene Vorstellungen bestanden bezüglich Produktivitätssteigerungen und zu erwartenden Renditen. Insbesondere täuschte man sich in den Gewinnen, welche die Anwendung neuer Technologien abwerfen würde. In Tat und Wahrheit hat vom Technologiesprung nicht die Gewinnsituation der Unternehmungen profitiert, sondern der Konsument. Computer wurden billiger, das Telefonieren wurde billiger, DVD-Filme kosten noch einen Klacks, das Internet kostet immer noch nichts. Von Monopolrenten der Innovatoren kann keine Rede sein. Im Gegenteil: Jede erfolgreiche Erfindung hat die am Markt erzielbaren Preise noch einmal nach unten gedrückt und die Margen erodieren lassen.

In der Boomphase geschahen zwei Dinge in den Unternehmensbilanzen: Zum einen wurde die Aktivseite durch Zukäufe aufgebläht. Die Finanzmärkte akzeptierten dies, wegen den über-rissenen Renditeerwartungen, problemlos. Ja, sie stellten zum andern sogar um so mehr Geld zur Verfügung, je wagemutiger das Spiel gespielt wurde.

Phase I: Leveraging



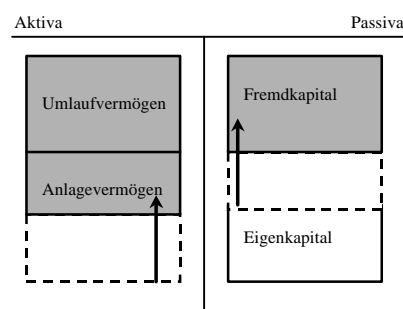
Quelle: Eigene Darstellung

Bei hohen Renditeerwartungen lohnt es sich, teures Eigenkapital zugunsten billigeren Fremdkapitals abzubauen. Das war die Leveraging-

Phase, die im Frühling 2000 zu Ende ging. Sie kannte selbstverständlich viele Spielarten. Die einen Unternehmungen öffneten zum Beispiel nebenbei, aber immer gewichtiger, auch noch ein Finanzvermögen, das durch Wertzuwächse dem operativen Geschäft einen Turbolader verpasste. Man sagte zwar, dass man diese Vermögen als Risikoausgleich zur angestammten Tätigkeit aufbauen müsse. De facto erhöhte man die Unternehmensrisiken. Eine andere Spielart lag im Eingehen von immer mehr Eventualverpflichtungen, welche das Eigenkapital zwar nicht im Normalfall, aber im (aus damaliger Sicht unwahrscheinlichen) Ausnahmefall empfindlich treffen würde. Es sind dies all die Übernahmen von Unternehmensteilen mit Rücknahmever-sprechungen, die man teilweise so wenig ernst nahm, dass man sie gar nicht erst verbuchte.

In der Zeit des grossen Leveragings war Kapital im Überfluss im Angebot, Anlagen wurden immer hektischer, immer unkritischer und zuletzt völlig unbesehen gesucht. Wer einen wenige Seiten aufweisenden Business-Plan vorlegen konnte, dem warf man 500 Millionen für ein IPO nach.

Phase II: De-Leveraging



Quelle: Eigene Darstellung

Der Rückwärtsgang ist sehr mühsam, schmerzreich, mit explodierenden Minen und mit Kadavern bestückt. Was geschieht seit zwei Jahren? Der Kapitalfluss ist nahezu auf Null abgesackt, die aufgeblähten Bilanzpositionen auf der Aktivseite müssen korrigiert werden, das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital muss bereinigt werden. Das geht entweder zu Lasten der Erfolgsrechnung – wenn's geht! – oder aber auf dem Weg der Sanierung oder des Konkurses. Der Schumpeter'schen Zerstörung sozusagen. Immer und auf alle Fälle ist der Aktionär der Leidtragende.

Die Zeit des De-Leveragings, der Rekapitalisierung, des unternehmerischen Sparens ist gekennzeichnet durch einen Mangel an Kapital und ein Überangebot an Anlagemöglichkeiten. Kapital fliesst zähe, der Kapitalgeber ist skeptisch, miss-

trausch, reagiert ungehalten auf unangenehme Überraschungen, und dann und wann droht gar nichts mehr zu gehen.

6. Was die Zeichen der Zeit bedeuten

Tiefes Misstrauen, versiegte Kapitalströme, Überangebot an Anlagemöglichkeiten: Die „goldenen“ Neunzigerjahre sind wahrhaftig vorbei. Aus dem Verkäufermarkt für Kapitalanlagen ist ein Käufermarkt geworden. Darin liegt unseres Erachtens die wichtigste Erkenntnis, die man aus der Analyse ziehen kann. Denn sie hat einen dramatischen *Paradigmawechsel* für die ganze Finanzindustrie zur Folge. Von der kapitalsuchenden Unternehmung bis hinunter zum individuellen Portefeuille des Kapitalgebers waren die Strukturen ja bisher so eingerichtet, dass sich kaum jemand wirklich kritisch um die Interessen des Kapitalgebers kümmern wollte. Alle, bis hin zum Anlageberater des Kapitalgebers, waren eingespannt in vertikal integrierte Verkaufsstrukturen für Kapitalanlagen. So lange die Anlagen dank der Nachfragesituation sozusagen stetig stiegen, waren solche Strukturen auch nicht wirklich ein Problem. Höhere Aktienkurse rechtfertigten beinahe alles: hohe Transaktionskosten, hohe Margen bei IPOs, hohe Bonuszahlungen an Investmentbanker usw.

Wenn Anlagen im Überangebot liegen, und wenn dieser Zustand eine Weile anhält, dann werden sich die Gewichte verschieben. Der Anleger wird nach unabhängiger, kritischer, ungezinkter Analyse begehren. Geld wird nur noch dahin fließen, wo mit genügender Sicherheit nachgewiesen werden kann, dass tatsächlich Wertschöpfung stattfindet und nicht einfach Stroh gedroschen wird. Für uns liegt auf der Hand, dass unter solchen Bedingungen ein wesentlicher Teil des gigantischen Marketingapparats im Investmentbanking überflüssig wird. Wir prognostizieren deshalb einen weiteren, massiven Stellenabbau bei den entsprechenden Häusern in London und in New York. Demgegenüber erhält die „Buy Side-Analyse“ Aufschwung, wobei entscheidend sein wird, dass sie sich nicht bald einmal wieder von der Verkaufsseite vereinnahmen lässt. Glaubwürdigkeit und geradliniges Verfolgen der Anlegerinteressen müssten sich nach unserer Einschätzung einer wachsenden Nachfrage erfreuen.

Das Zielobjekt der Kapitalallokation, die Unternehmung, wird den Paradigmawechsel auch zu spüren bekommen. Vertrauenskrisen, wie wir sie seit geraumer Zeit erleben, dauern lang und brauchen enorm viel *wiedergutmachende Taten*, bis Kapital wieder zu fließen beginnt. Blosser

Worte werden nicht genügen. Vertrauenskrisen treffen nicht nur die effektiven Verursacher und die offensichtlichen Gauner, sondern bis zu einem gewissen Grad auch die Unschuldigen, die Anständigen, die seit je Produktiven, ebenfalls. „*Reputation Management*“ wird deshalb zu einer Kernkompetenz für alle Unternehmungen werden. In vielen Fällen wird das aber nicht genügen. Im Visier sind aber ganz eindeutig jene Manager, die bewiesen haben, dass sie unfähig und/oder unanständig sind. Es ist offensichtlich, dass die gegenwärtige Situation an den Finanzmärkten vielerorts einen *Generationenwechsel* in den Führungsetagen erzwingt. Die Verwendung von jahrelang geäußerten Reserven für angeblich sinnvollere Zwecke zeigt gerade an den Beispielen der schweizerischen Versicherer Rentenanstalt, Winterthur und Zürich, dass die Schlingen sich um die allzu sorglosen Versilberer zuziehen. Wenn sich die angeblich sinnvolleren Zwecke dann als dramatische Fehlinvestitionen entpuppen, sind die Tage eines Managers (und des Verwaltungsrats?!) wohl zurecht gezählt. Rentabilität wurde vor Sicherheit gestellt – eine für Versicherungsgesellschaften gefährliche Strategie.

Umdenken müssen wird man da und dort auch im Hinblick auf die Bezüge. Zum Reputation-Management wird Augenmass und Vernunft bei der Salarierung von Spitzenleuten gehören. Die nachfolgende Tabelle zeigt den vor sich gehenden Paradigmawechsel an einigen (negativen wie positiven) Beispielen aus Deutschland auf.

Unternehmung	Veränderung Jahresgewinn 2000/2001 (in %)	Veränderung Vorstandsgehalt 2000/2001 (in %)
Allianz	-62.8	+66.9
Commerzbank	-98.1	+27
Dt. Telekom	-140.0	+89.0
Hypo-Vereinsbk.	-16.4	+100.0
MAN	-68.1	+34.6
Bayer	-62.7	-21.6
Degussa	-21.7	-68.4
Deutsche Bank	-73.8	-10.9
EON	-40.0	-32.3
SAP	+5.5	-52.9

Quelle: Handelsblatt, Unternehmensangaben

Man könnte die Entwicklung auch „Rückkehr zur Normalität“ nennen. Ob all der negativen Börsennachrichten übersieht man gerne die positiven Zeichen. Beispielsweise lässt die Tatsache, dass die schweizerischen Justizbehörden ohne mit der Wimper zu zucken bei höchstgestellten Persönlichkeiten Akten zum Fall SAir Group beschlagnahmen liessen, aufhorchen und hoffen. Nicht, dass wir irgendwem Ungemach vor dem Richter wünschten. Aber die Tatsache, dass geltendem Recht – man lese die eingangs zitierten

Tatbestände des schweizerischen Strafgesetzbuches nochmals genau durch und überlege sich, was von den geschilderten Sachverhalten des Schumpeter'schen Schutthaufens alles subsumiert werden könnte – Nachdruck verliehen werden soll, ist bemerkenswert. Corporate Governance-Regeln mögen gut sein – die effektive Anwendung und Durchsetzung vorhandener Regeln unserer Zivilgesellschaft ist aber deutlich höher einzustufen zum Aufbau neuen Vertrauens. Die drastischen Schritte, die in Amerika gegen Worldcom als Firma und gegen einzelne Verantwortliche ergriffen werden, weisen in dieselbe, positive Richtung: Es wird ausgeräumt.

7. Wie lange wird's dauern?

Bilanzbereinigungen, Aufstockung der Eigenmittel, rigorose Sparprogramme, die Ablösung von Generationen unfähiger, unanständiger oder krimineller Manager, erhöhte Skepsis auf der Seite der Kapitalgeber, verminderte bzw. in Frage gestellte Berechtigung der Wertschriften-Verkaufs-Pipelines, erhöhte Bedeutung der Reputationsfrage sowohl bei den Finanzintermediären als auch bei den kapitalsuchenden Unternehmen: Das Reformprogramm für die Finanzmärkte ist ziemlich klar, und das anvisierte Ziel ist keineswegs unsympathisch: Dass dem kapitalistischen System eine glaubwürdige Portion von Ethik zugefügt wird. Und dass ethisch einwandfreies Verhalten sich sogar auszahlen dürfte. Darin lag ja genau die Frustration der letzten Jahre: Dass all die Schlaumeier und bonuseilen Abzocker immer wieder recht bekamen, ja, dass die Raubritter an Reserven und Eigenkapital teilweise immer noch in Amt und Würde sind.

Der Weg zur Ausräumung von dermassen tiefsitzendem Misstrauen ist ein enorm langer und mühseliger. Er wird nur dann erfolgreich zu Ende gegangen werden, wenn höchste Sensitivität auf Seiten der Kapitalgeber herrscht, sprich: wenn auch nur kleinste Verstösse gegen die Vertrauensbildung durch drastische Kursabschläge bestraft werden. Unsere Prognose für die nächsten Monate, vermutlich Jahre geht genau in diese Richtung: Die Aktienmärkte werden durch eine Kaskade weiterer Sanktionen gekennzeichnet sein. Der Auswahl der Anlageobjekte wird deshalb bedeutend mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden müssen. Tendenziell werden übersichtliche, vorsichtig operierende, vernünftig kapitalisierte, regelmässig investierende, nach den Regeln des Anstands salarierende Unternehmen Oberhand gewinnen. Der Auszahlung von Dividenden wird höhere Bedeutung zukommen, denn eine *hohe Pay-Out-Ratio* be-

wahrt den Aktionär vor einem gefrässigen Management, das die in der Firma einbehaltenen Mittel zu Luft werden lässt.

Es wartet also harte Arbeit auf den Anleger und dessen Berater. Die Zahl vernünftiger Anlageobjekte hat sich dramatisch reduziert. Man muss sie suchen. Diese durch die Umstände *erzwungene Selektivität* führt notwendigerweise weg von Indices und Benchmarks und birgt insofern auch wieder Risiken in sich. Ein schwieriges Unterfangen, in der nächsten Zeit das richtige Gleichgewicht zwischen absichtsvoll gesetzten Schwergewichten (dort, wo man sicher ist, dass man als Anleger nicht über den Tisch gezogen wird) und (dennoch notwendiger!) Diversifikation zu finden.

Die Wahrscheinlichkeit, dass die Aktienmärkte gesamthaft und mit grossem, anhaltendem Schwung in der nächsten Zeit nach oben tendieren, erachten wir als ziemlich gering. Dies, obwohl die makroökonomischen Rahmenbedingungen gar nicht so schlecht sind. Namentlich die amerikanischen Konjunkturdaten überraschen selbst die grössten Optimisten. Im ersten Quartal dieses Jahres stieg das Bruttoinlandprodukt gegenüber dem Vorquartal um über 6 Prozent! Gewiss, das letzte Quartal 2001 war noch stark von den Terroranschlägen vom September geprägt. Aber auch unter Berücksichtigung des Basiseffekts resultiert noch ein Wachstum, das weit entfernt von einer rezessiven Konjunktur-entwicklung ist. *Cum grano salis* kann ähnliches auch für die europäischen Konjunkturen gesagt werden. Ähnlich günstig erscheinen die monetären Rahmenbedingungen: steile Zinskurven in allen wesentlichen Währungen, grosszügige Versorgung des Systems am kurzen Ende also durch die Notenbanken, auf anständiges Wachstum hinweisende langfristige Zinsen.

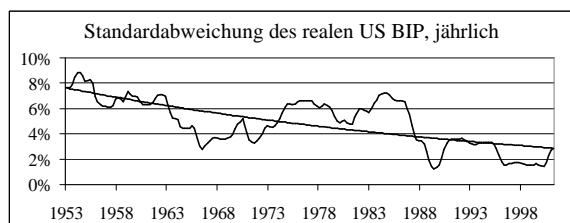
In allen früheren Rezessionen hätte der Börsenaufschwung bei solchen Rahmenbedingungen bereits stattgefunden. Nun warten wir, oder besser gesagt: warten die unverbesserlichen Zykliker umsonst und schon lange auf die Aufwärtsbewegung. Das Problem: Sie haben nicht erkannt, dass die Rezession von 2001 gar keine war, oder wenn schon, dann eine ganz besondere. Sie betraf nämlich weder den Konsum noch den Bau von Häusern noch die Produktion von dauerhaften Konsumgütern in wesentlichem Umfang, sondern konzentrierte sich auf einen einzigen Bereich der Wirtschaft: auf die Investitionen. Sie liegen darnieder; in Amerika wie in Europa. Und aus Gründen des allgemeinen Misstrauens nach all den Fehlinvestitionen vor dem Frühling 2000 werden sie weiterhin darnie-

derliegen, aus genau denselben Gründen wie die Aktienmärkte.

8. Überschätzte Konjunkturrisiken, unterschätzte Finanzmarktrisiken

Interessanterweise wird kaum wahrgenommen, dass die Konjunkturrisiken, auf untenstehender Grafik gemessen an den Jahresveränderungen des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts, seit langer Zeit kontinuierlich sinken. Es gibt eine Anzahl struktureller Gründe, weshalb dies der Fall sein muss: So sind die verschiedenen Sektoren der Wirtschaft bei weitem weniger miteinander verhängt als früher. Wenn im Jahr 1930 die Nachfrage nach Autos einbrach, dann wurden nicht nur hunderttausend Leute in Detroit entlassen, sondern auch noch eine entsprechende Anzahl Stahlarbeiter in Pennsylvania, und die Eisenbahner verloren ihre Stelle gleich auch noch. In der heutigen, dienstleistungsorientierten Wirtschaft sind solche korrelierten Katastrophen kaum denkbar. Die gegenwärtigen Entlassungen im Telefongeschäft haben kaum Einfluss auf die Nachfrage nach Kreuzfahrten für Pensionierte. Ein zweiter, gewichtiger Grund liegt im deutlich gestiegenen Anteil von doppelverdienenden Familien. Das Haushaltseinkommen des entlassenen Softwareingenieurs im Silicon Valley ist wegen dem Einkommen seiner Ehefrau als College-Professorin zwar reduziert, aber nicht so, dass die gesamte Konsumtätigkeit zusammenbräche.

Im Lichte dieser offensichtlichen und einleuchtenden Reduktion konjunktureller Risiken wird unseres Erachtens viel zu intensiv auf den Verlauf von Konjunkturdaten gestarrt, und zwar sowohl von sogenannten „Policy-Makern“ wie auch von Ökonomen und Analysten. Am Weltwirtschaftsgipfel wird über eine Weltwirtschaft geredet, als ob es eine solche gäbe und als ob man sie steuern könnte, und von den Analysten und von den Märkten wird vor jeder Veröffentlichung von Konjunkturdaten förmlich gezittert. Wir meinen: Man zittert weitgehend umsonst.



Quelle: Bureau of Economic Analysis; eigene Darstellung

Wovor man hingegen durchaus zittern müsste, sind die im gleichen Zeitraum keineswegs gesunkenen Finanzmarktrisiken. Wenn Konjunkturrisiken systematisch sinken und Finanzmarktrisiken,

gemessen beispielsweise an der Volatilität, gleich bleiben, dann resultiert ein relativer Anstieg der Finanzmarktrisiken. Das leuchtet ebenfalls aus strukturellen Erwägungen durchaus ein. Weshalb? Die moderne Kommunikationstechnologie hat zwar die Geschwindigkeit der Informationsvermittlung für die Marktteilnehmer – weltweit! – auf quasi Lichtgeschwindigkeit erhöht. Die Fähigkeit, die Information zu interpretieren, und die Geschwindigkeit dieses Vorgangs haben sich jedoch in keiner Weise erhöht. Spieltheoretisch nachvollziehbar lohnt es sich für den einzelnen Marktteilnehmer deshalb in vielen Marktphasen, auf Interpretation zu verzichten und einfach dem Trend zu folgen. Zusammen mit den Möglichkeiten nicht zuletzt des derivativen Geschäfts zur vereinfachten Kreditnahme resultiert eine Trendverstärkung, was dann die immer gewichtigeren Ausschläge an den Märkten produziert.

9. Aussteigen?

Erhöhte Finanzmarktrisiken, tief verletztes Vertrauen in die Finanzintermediäre und in die Manager von Unternehmungen: Wieso in aller Welt soll man denn da noch in Aktien investiert bleiben? Wir stehen nun im dritten Jahr negativer Renditen an den Aktienmärkten. Man kann die Frage schon verstehen. Die Geduld der Anleger ist strapaziert, und die Aussicht, mit weiterhin gehaltenen (oder gar aufgestockten) Aktienanteilen in den Portefeuilles noch mehr Geld zu verlieren, ist nicht gerade erhebend. Bei einigen Anlegern geht ja nicht nur die Geduld aus, sondern zerfließen zusehends auch die Reserven. Pensionskassen nähern sich der Unterdeckung, Finanzvermögen von Industriefirmen drohen das nächste Jahresergebnis noch zusätzlich zu belasten, Lebensversicherungen stehen vor dem Problem, ihre versprochenen Renditen definitiv zu unterschreiten. Wenn ihr Eigenkapital durch frühere Sünden bereits aufgebraucht ist, dann wird die Wahl der Anlagestrategie zur eigentlichen Existenzfrage.

Unser Bankhaus hat schon früh einige Gedankenarbeit in die Frage der Risiko-Kommunikation investiert. Den ganzen Sachverhalt zu verstehen, fällt dennoch schwer, und wir ertapten uns bei der Feststellung, dass auch bei

das Wichtigste im Kleingedruckten steht. Wir brauchen die umseitige Darstellung zur Eruiierung der geeigneten Anlagestrategie für unsere Kunden. Alles selbstverständlich nach den Regeln der Kunst der Finanztheorie und mit einwandfreiem statistischem Material aufgearbeitet – aber ob dabei wirklich klar wird, was „Risiken“ heissen können, bleibt füglich zu be-

zweifeln. Die horizontale Achse (Ellipse A) zeigt mit der Bezeichnung „Risiko“ die zu erwartenden Vermögensschwankungen pro Jahr für die jeweiligen Anlagekategorien auf. Auf der linken Seite kann man den Einfluss des Anlagehorizontes auf Erreichung einer positiven Rendite ablesen. Man sieht beispielsweise, dass bei einer hohen Risikoneigung schon mit einem recht kurzen Anlagehorizont Aktienanlagen getätigt werden können (Ellipse B), und dass der zusätzliche Zeithorizont nicht mehr viel nützt. Aber dann kommt eben das Kleingedruckte (Ellipse C): Diese Erwartung trifft nur für 80 Prozent der Fälle zu! In 20 Prozent der Fälle wird die Erwartungsrendite negativ sein. Im Zeitmass ausgedrückt: Es kann vorkommen, dass ein Anlageziel auch mit langem Zeithorizont nicht erreicht wird! Das wahre, für den Anleger besonders schmerzhaftes Risiko sind nicht die jährlichen Schwankungen, sondern die Möglichkeit, auch über lange Zeit das strategische Ziel nicht zu erreichen.

Da liegt der Hase im Pfeffer. Zu viele Anleger, insbesondere auch im institutionellen Bereich, verlassen sich doch auf das Eintreten von *Durchschnittsrenditen*, als ob es das Ausfallrisiko nicht gäbe! Und nun, im dritten Jahr negativer Renditen, müssen sie sich eingestehen, dass ihre *Risikofähigkeit dahingeschmolzen* und dass ihre Neigung zu Risikonahme auch verfliegen ist.

Quintessenz: Aussteigen? *Ja*, wenn man sowohl keine Zeit hat als auch keine Möglichkeit, mit dem Ausfallrisiko zu leben. Auf sechs Monate hinaus beträgt das Ausfallrisiko für eine Durchschnittsrendite von Aktienanlagen etwa 50 Prozent. Das müssen die auf mindestens neutrale oder leicht positive Jahresergebnisse erpichten Finanzchefs und Pensionskassenverantwortlichen wissen. Und auch deren vorgesetzte Verwaltungs- und Stiftungsräte. Aussteigen? *Nein*, wenn man Zeit hat und in keiner Weise auf das Eintreffen der zu erwartenden jährlichen Rendite angewiesen ist. Nicht dabei zu sein, ist am Ende immer das grösste Risiko. Denn nach diesem Jahr des Misstrauens wird das zumeist positive Wirtschaftswachstum neue, gesunde Unternehmensergebnisse erzeugen, und Aktien werden überproportional profitieren. Wann die Märkte daran glauben und es vorwegnehmen, wissen wir nicht. Vielleicht im nächsten Jahr, vielleicht schon übermorgen. Wir wissen es nicht. Nichtwissen heisst Risiko. Genau wegen dieses Risikos rentieren Aktien systematisch mehr als andere Anlagekategorien. Wer das nicht akzeptieren kann oder will, darf keine Aktien haben. So schwierig ist Anlegen.

KH, 1. 7. 2002

