

Oktober 2000

FINANZBRIEF

INTERNET / E-COMMERCE

WER SIND DIE GEWINNER?

Unzählige Firmen bemühen sich im Internet und e-Commerce-Bereich um Erfolg. Die Aktien dieser Unternehmen erlebten bis 1999 einen wahren Höhenflug, sind aber im Frühjahr 2000 massiv eingebrochen. Die Hausse dieser Werte haben zu ungeheuer hohen Bewertungen geführt.

Heute stellt sich natürlich die Frage, ob sich auf dem **ermässigten Kursniveau ein Einstieg lohnt und welche Titel tatsächlich für die Zukunft Gewinn versprechen**. Unser Analystenteam hat zum Internet-Bereich einige Thesen entwickelt, die für uns Grundlage zur Bewertung dieses Bereiches sind:

Internet wird als neues Medium ein massives Wachstum aufweisen

Das Internet ermöglicht dem Teilnehmer den gezielten Zugriff zu Informationen aus einem riesigen und weltweiten Angebot von Informationen und Dienstleistungen. Bei den traditionellen Medien (Zeitungen/Bücher, Radio und Fernsehen) jedoch bestimmt aber ein Verleger oder Programmgestalter den Inhalt, der den Kunden geboten wird.

Der Konsument kann zwar zwischen verschiedenen Printmedien (Zeitungen, Zeitschriften und Büchern) auswählen und bei Fernsehen und Radio eine - allerdings beschränkte - Anzahl Kanäle auswählen. Bei

Zeitschriften wird er aber letztlich eine kaufen und damit das Gesamtangebot akzeptieren, auch wenn ihm nur ein Teil davon gefällt. Beim Fernsehen ist er dagegen darauf angewiesen, dass ihm einer der verfügbaren Kanäle zu der Zeit, in der er konsumieren will, ein interessantes Programm bietet.

Das Internet ist als Medium dagegen völlig unbegrenzt. Der Konsument kann auf der gesamten Welt Informationen, Bilder, Musik und auch Filme auf sein Heimgerät zu dem Zeitpunkt herunterladen, wann er den betreffenden Inhalt konsumieren will. Damit wird er praktisch unabhängig von Verlegern und Programmgestaltern und kann sich sein eigenes Programm zusammenstellen.

Beim Internet stellt der Kunde das Medienprogramm zusammen

Das Herunterladen von Filmen, Musik und zum Teil auch Bildern ist allerdings noch ein relativ langwieriger Vorgang. Mit dem Vordringen der Breitbandübertragungstechnologie (z.B. Internetzugang per Fernsehkabel) wird es dagegen möglich sein, auch komplexe Inhalte rasch herunterzuladen. Damit kann in zwei bis drei Jahren die Vision verwirklicht werden, dass der Konsument nicht mehr von Fernsehprogrammen abhängig ist, sondern sich aus dem Internet die ihn interessierenden Filme,

Seite 1
Seite 5
Seite 6
Seite 8
Beilage

Die Themen:

Internet e-Commerce - Wer sind die Gewinner?
Stop Loss - Verluste begrenzen
Venture Capital
Immobilienfonds
Analyse Schweizer Immobilienfonds

Nachrichten und Quizsendungen herunterladet. Sportereignisse können - gegen Gebühr – neu auch über das Internet heruntergeladen werden, so dass das “Pay per View“-System schnell realisiert werden kann. Diese Flexibilität wird dazu führen, dass das Internet als Übertragungsmedium wesentlich stärker wachsen wird als die

**Internet
konkurriert andere Medien**

übrigen Medien und diese auch stark konkurrenzieren wird.

Traditionelle Medien werden aber auch deshalb vom Internet stark konkurrenziert, weil das Internet wesentlich billigeres Vertriebsmittel für Inhalte ist als die traditionellen Medien. So ist die Veröffentlichung von elektronischen Büchern oder die reine Internet-Vermarktung von Musik oder Filmen natürlich billiger als der physische Vertrieb von gebundenen Büchern und CDs bzw. DVD-Platten.

Die Eintrittsschranken können beim Internet minimal sein

Die Kosten für den Aufbau traditioneller Medien sind sehr hoch, da **die Lancierung einer Zeitung oder Zeitschrift oder auch der Bau eines neuen Fernseh- oder Radiosenders enorme Mittel verschlingt.**

Neue Wettbewerber können erfolgreiche Anbieter nachahmen

Dies führt dazu, dass die Zahl neu eintretender Wettbewerber im Bereich traditioneller Medien relativ gering ist und die etablierten Marktteilnehmer auch relativ gute Margen haben. Beim Internet hingegen sind die Eintrittsbarrieren tief; **praktisch jedermann kann heute mit minimalen Kosten eine Webpage errichten** und diese ohne weiteres auch auf mehrere Tausend Seiten ausdehnen oder Musik und Filme anbieten. **Auch ein neuer e-Commerce-Shop kann dank standardisierter Shop-Software ohne weiteres sofort errichtet werden.** Die Kosten für den Internet-

Auftritt und die Software belaufen sich auch bei kommerziellen Unternehmen auf weniger als eine Million. **Damit besteht im Internet kein natürlicher Schutz gegen neu eintretende Konkurrenten, wie er bei traditionellen Medien durch die hohen Eintrittskosten** und natürlich auch die bei Radio und TV notwendigen Lizenzen entsteht. Geschützt sind im Internet allein die Inhalte, d.h. Bilder, Texte, Musikstücke und Filme, für die ein Urheberrechtsschutz besteht.

Jede Geschäftsidee, die im Internet einigermassen erfolgreich ist, wird sofort kopiert. Tatsächlich wurde auch der erste Internet-Buchhändler, Amazon.com, innert kürzester Zeit von neuen Händlern konkurrenziert und heute gibt es Dutzende von “Internet-Buchhändlern“. Das gleiche gilt auch für Internet-Versandhäuser jeder Branche und die vielen Informationsvermittler, die im Internet auftreten.

Internet und e-Commerce sind völlig transparent

Ein Charakteristikum des Internets ist, dass die Kunden gleichzeitigen Zugang zu allen Angeboten haben und diese auch vergleichen können. Beim physischen Einkauf ist der Preisvergleich für den Konsumenten kompliziert und zeitraubend, da er sich von einem Geschäft ins andere bewegen muss, weshalb der Konsument häufig darauf verzichtet, längere Zeit nach dem billigsten Angebot zu suchen. **Im Internet beläuft**

Die Transparenz des Internets erlaubt sofortige Preisvergleiche

sich die Entfernung zum nächsten Angebot immer nur auf einen Mausklick. Bei ihren Preisvergleichen werden die Konsumenten heute auch noch von spezialisierten Softwarelösungen unterstützt. Die amerikanische “RUSURE.COM“ (zu finden auf www.rusure.com) vergleicht für den Konsumenten automatisch die Preise aller möglichen Anbieter, wenn der Konsument in einem Electronic Shop einen Artikel auswählt. Wenn Sie also die “RUSURE-Software“ geladen haben (der

Download ist im übrigen gratis) und bei Amazon.com ein Buch auswählen, so zeigt Ihnen RUSURE innert etwa 20 Sekunden an, bei welchem Internet Buchhändler Sie das betreffende Buch billiger erhalten. Den gleichen Konkurrenzvergleich liefert RUSURE auch für Computer-Software, CDs, Filme und noch viele weitere Produkte.

Konsumenten erwarten Gratisleistungen

Nachdem die ersten Internet Faxservices, Grusskartenversender und Auktionshäuser für ihre Dienstleistungen ein Entgelt verlangten, existieren heute schon **verschiedene Wettbewerber, welche diese Dienstleistungen völlig gratis anbieten, um in den**

Der Kampf um Marktanteile führt zu Gratisangeboten

Markt einzudringen. Dies weil die Anfangsinvestitionen im Internet minimal sind und auch die Grenzkosten pro neuen Anwender praktisch bei Null liegen.

Die gleiche Entwicklung finden wir aber auch beim e-Commerce, wo sich etablierte und neue Wettbewerber einen erbitterten Kampf liefern, bei dem die Margen beständig sinken. Die Kunden sind kaum loyal (letztlich ist es dem Käufer gleich, wer ihm ein bestimmtes Buch, eine bestimmte CD oder einen Markencomputer liefert) und bei relativ geringen Preisunterschieden wechseln sie sofort den e-Commerce Shop. **Neue Wettbewerber, die durch Tiefpreisangebote Marktanteile gewinnen wollen, drücken somit die Preise aller Anbieter.**

Die Hoffnung, Erträge mit Werbeeinnahmen zu erzielen, ist aber trügerisch, da die Werbefläche im Internet - ganz anders als beispielsweise bei der Plakatwerbung - völlig unbegrenzt ist. Es können immer wieder neue Websites geschaffen werden, die neue Werbeflächen anbieten. Damit nehmen die Werbeeinnahmen der meisten Anbieter letztlich auch ab. Stabile Werbeeinnahmen haben nur die ganz grossen Namen wie "Yahoo" oder "American Online", die von

ausserordentlich vielen Kunden angewählt werden. Selbst diese mussten in den letzten Monaten ihren Werbekunden Konzessionen machen.

Das Internet führt zu intensivem globalen Wettbewerb

Immer wieder treten neue Konkurrenten auf und kopieren erfolgreiche Business Modelle, so dass Margen und Gewinne sehr rasch dahinschmelzen. Tatsächlich zeigen viele der heute tätigen Internetunternehmen auch desolate Verlustsituationen. Von allen Internet Versteigerungshäusern hat erst EBAY Geld verdient und bei den e-Commerce Anbietern, (Internet Versandhäusern), hat noch keines je einen Gewinn ausgewiesen. **Das Fehlen von Gewinnen wird von den betreffenden Unternehmen meist auf die mit dem Internet verbundenen Aufbaukosten zurückgeführt.** Man begründet damit, dass in der Anfangsphase

Intensiver Wettbewerb zerstört Margen und Gewinne

des Unternehmens nicht die Gewinne wesentlich sind, sondern der konsequente Aufbau von Marktanteilen, die eben zum Teil durch tiefe Preise "gekauft" werden müssen.

Unserer Ansicht nach sind diese Begründungen kaum stichhaltig. Tatsächlich sind die Verluste darauf zurückzuführen, dass die Gewinnmargen durch die starke Konkurrenz dauernd vermindert werden und dass gerade im Internet-Versandbereich die meisten Anbieter die Infrastruktur und Logistikleistungen nicht unter Kontrolle haben (wie bei einem normalen Versandgeschäft muss die Ware gelagert und verschickt werden).

Das zentrale Problem vieler Internet-Anbieter ist aber letztlich die minimale Wertschöpfung dieser Unternehmen. Ein Anbieter, der über das Internet Konsumgüter verkauft oder Versteigerungen ermöglicht, bietet letztlich nur den Konsumgüterherstellern bzw. den Konsumenten die Möglichkeit, das Internet für diese Zwecke zu benutzen. Da diese Nutzung aber oft zu

sehr tiefen Kosten realisiert werden kann - indem wieder ein neuer e-Shop eröffnet wird - bringt diese Tätigkeit praktisch keine

Viele Internet-Unternehmen haben tiefe Wertschöpfung

unternehmerische Wertschöpfung mit sich, zumal die Konsumenten, die diese Dienstleistungen auf der Nachfrageseite benutzen, nicht loyal sind. Damit kann auch **keine echte Konsumentenbindung** als Wert aufgebaut werden.

Das Business Modell einer Internetgesellschaft oder eines anderen Unternehmens, das das Internet benützt, muss sich an den oben dargestellten Gegebenheiten messen. Auf dieser Basis dieser Gegebenheiten sieht unser Analytenteam im Internetgeschäft folgende Gewinner:

- **“Old-Economy“ – Unternehmen, die das Internet optimal nützen**

Die grossen Gewinner des Internets sind traditionelle (“Old-Economy“) Unternehmen, die das Internet zur Optimierung ihrer Geschäftstätigkeit nutzen, indem sie ihre Produkte oder Dienstleistungen über das Internet vertreiben oder Vorprodukte und Rohstoffe über das Internet einkaufen und so ihre Verkaufs- bzw. Einkaufskosten massiv senken. Die richtige Nutzung des Internets ist damit für traditionelle Unternehmen ein ganz wesentlicher Wettbewerbs- und Erfolgsfaktor, oft sogar der wichtigste. Wenn ein Autoproduzent seinen

Optimale Internetnutzung als zentraler Wettbewerbsfaktor

Einkauf durch kontinuierliche Internet-Auktionen vergibt (die Spezifikationen werden im Internet offengelegt und die Lieferanten können bieten), so kann er gegenüber der Konkurrenz, die mit traditionellen Einkaufsmethoden arbeiten, **massive Kostenvorteile gewinnen**.

- **Unternehmen, denen attraktive Produkte, Marken und Lizenzen gehören**

Zu den Gewinnern gehören auch Unternehmen, die Eigentum an Inhalten haben, die über das Internet vermittelt werden können. Dazu gehören Musikstücke, Filme, Software, Bücher, Bilder und Informationstexte. Diese Inhalte sind urheberrechtlich geschützt und dürfen nicht nachgemacht werden. Wenn diese Inhalte also nicht banal sind (und nicht wie z.B. Glückwunschkarten beliebig gegen andere ausgetauscht werden können), stellen sie monopolistische Positionen dar, für die Kunden zu zahlen bereit sind. Ein solches Angebot darf nicht einfach kopiert werden. Für diese Inhalte, die alle in digitalisierter Form als Dateien direkt zum Kunden gebracht werden können, stellt das Internet letztlich einfach ein zusätzliches Übermittlungsmedium dar, das äusserst günstig ist. Damit fällt bei

Filme, Musik und Software werden effizient übers Internet vertrieben

dieser Art der Übermittlung nicht nur die physische Produktion von CDs, CD ROM, Büchern und DVD- bzw. VCR Filmen dahin, sondern auch der gesamte Zwischenhandel und physische Vertrieb. Genau wie das Auftreten des Fernsehens, die Filmbibliotheken der Filmstudios aufwertete, da die Filme auch über das Fernsehen gezeigt werden konnten, wird das Internet den Wert von Filmen, Musikstücken und Bildern erhöhen, da nun ein weiterer Vertriebskanal zur Verfügung steht.

Unternehmen, deren Angebot an Inhalten eine gewisse Breite aufweist, werden die Vorteile des Internets erkennen und ihre Produkte direkt und unter Umgehung aller Händler selbst anbieten. Disney beispielsweise kann seine Filme direkt anbieten, und Time Warner ist dank der Fusion mit America Online geradezu prädestiniert.

- **Unternehmen, die Internet-Lösungen anbieten – Internet-Infrastruktur**

Gesellschaften, die Software-Lösungen anbieten, welche es anderen Unternehmen ermöglichen, die Vorteile des Internets zu nutzen, werden ebenfalls zu den Gewinnern gehören. Da die Nutzung des Internets zu

einem wesentlichen Erfolgsfaktor für alle Unternehmen wird, haben Gesellschaften, die die Infrastruktur des Internets durch Software, Hardware oder Dienstleistungen

Internetsoftware und Beratung als Wertschöpfung

ermöglichen, durch diese echte Wertschöpfung entsprechende Erfolge.

Die führenden Hardware Gesellschaften, welche die Mobiltelefonie und die Datenübermittlung mit Geräten und Ausrüstung beliefern, werden zu den Gewinnern gehören. In einem der nächsten Finanzbriefe werden wir mehr über diese Gesellschaften schreiben, zu denen auch einige kleinere Hitech-Gesellschaften in der Schweiz gehören.

Die immer grösser werdenden Ansprüche an die Datenübertragung wird durch **die stark wachsende "Fibre optic-Industry" gesichert. Dieser, noch in den Anfängen stehenden Industrie, wird ein gewaltiges Wachstum vorausgesagt.**

Wenig Chancen sieht unser Analytenteam für alle möglichen Arten von e-Commerce Versandfirmen, unabhängig, ob diese nach traditionellen Mustern arbeiten oder neue Methoden benutzen wie beispielsweise BestBuy, wo die Kunden gesammelt werden, um grosse Aufträge zu produzieren. Ebenfalls uninteressant erscheinen heute Internet-Auktionshäuser, sowie alle Internetdienstleistungsfirmen, deren Business Modell rein auf Werbung basiert.

Auch die reinen Provider- und Portaldienste scheinen wenig vielversprechend zu sein, da die Kosten für den Internetzugang laufend sinken. In verschiedenen Ländern ist heute der Gratisprovider die Norm, so dass das Business Modell von Provider- und Portalfirmen heute entweder durch Werbung getragen wird oder durch Retrozessionen der Telefongesellschaften, deren Linien benutzt werden. Dieses Retrozessionsgeschäft ist aber nachhaltig kaum erfolgsversprechend, da die Retrozessionen ebenfalls eine sinkende Tendenz aufweisen bzw. die Telefongesellschaften versuchen werden, mit flat rates (Internetzugang einschliesslich Telefonkosten) die Providerrolle als zusätzlichen Kommunikationsservice selbst zu übernehmen.

Generell ist unser Analytenteam skeptisch gegenüber Firmen, die einen hohen negativen Cashflow ausweisen und dies

Unternehmen ohne Cashflow sind hochriskant

mit dauernden Aufbaukosten bzw. Marktanteilsgewinnen begründen. Einerseits ist unsicher, ob der negative Cashflow durch weitere Finanzierungsrunden abgedeckt werden kann (diese Unternehmen basieren letztlich auf der Hoffnung, dass sich immer wieder Investoren finden lassen, die Verluste abdecken) und andererseits sind Marktanteilsgewinne bei der grossen Wettbewerbsintensität und der minimalen Loyalität der Konsumenten im Internetbereich völlig illusorisch.

STOP LOSS - VERLUSTE BEGRENZEN

Anleger fragen uns manchmal, weshalb wir Aktien verkaufen, wenn der Aktienkurs sinkt. Diese Verkäufe sind darauf zurückzuführen, dass wir bei vielen Aktienpositionen einen "Stop-Loss" Kurs definieren, bei dem wir die betreffenden Aktien automatisch verkaufen. Wenn wir für unsere Kunden Aktien kaufen, so setzen wir dieses Limit meistens ungefähr rund 10 % unter dem Kaufpreis an.

Steigt der Kurs, so ziehen wir die Stop-Loss-Limite nach, um den entstehenden Gewinn auch dann zu realisieren, wenn der Kurs einbricht. Diese Taktik zielt darauf ab, **Gewinne laufen zu lassen und Verluste zu beschränken.** Nach unserer Erfahrung führt dies zu einer wesentlichen besseren Performance, führt als die gegenteilige Technik, nämlich Gewinn

schnell zu realisieren und Verluste grundsätz-

lich laufen zu lassen bzw. darauf zu hoffen, dass sich Aktien wieder einmal erholen.

Wenn wir für einen Kunden eine Aktie auswählen, sind wir aufgrund unserer Analyse zwar überzeugt, dass diese eine gute Kursentwicklung zeigen wird. Zum Teil nimmt die Kursentwicklung aber dennoch eine negative

**Gewinne laufen lassen,
Verluste beschränken**

Richtung, da unvorhergesehene makroökonomische Faktoren zu einem Kursrückgang führen oder aber unerwartete Entwicklungen beim

Unternehmen selbst auftreten. Gerade in diesen Situationen ist es **wichtig, sich nicht auf die eigene Meinung zu versteifen und Verluste laufen zu lassen, sondern in flexibler Weise zu reagieren und dann zu verkaufen, wenn Verluste gering sind bzw. solange noch Gewinne gesichert werden können.** Wir sehen damit in den Stop Loss Limiten eine wertvolle Methode zur Risikobegrenzung für den Anleger. Nach Auslösung einer Stop Loss Limite zeigt es sich häufig, dass wir die betreffenden Aktien oder auch andere parallel gefallene Aktien billiger erwerben können, so dass die Auslösung der Stop Loss Limiten meist langfristig auch zu einer klaren Verbesserung der Performance führen.

VENTURE CAPITAL

Venture Capital-Investitionen (Risikokapital) sind Anlagen in nicht kotierten Unternehmen, die sich in einer Wachstumsphase befinden. Die Statistik zeigt, dass derartige Investitionen zu **wesentlich höheren Renditen führen als Investitionen im Aktienmarkt.**

Zwar ist nicht jede Investition erfolgreich, aber die Wertvermehrung, die bei den erfolgreichen Investitionen eintritt, wiegt die weniger erfolgreichen Investitionen auf. Typischerweise sind etwa bei einer grösseren Anzahl von Investitionen jeweils rund 20 % gänzlich erfolglos, d.h. enden im Konkurs, 50 % mittelmässig, d.h. das Unternehmen bricht das Wachstum ab und bleibt immer ein KMU (Kleinere und Mittlere Unternehmen) und nur 30 % sind erfolgreich. **Bei diesen erfolgreichen Investitionen vervielfacht sich das Kapital, wenn die betreffenden Gesellschaften in einer Publikums-emission verkauft werden können** oder wenn

**Venture Capital, hohes Risiko,
hohe Rendite**

ein Verkauf an ein grösseres Unternehmen möglich ist. Diese Erfolge machen dann das gesamte Venture Capital Portfolio höchst er-

tragreich. Der Umstand, dass ein relativ breites Portfolio notwendig ist, um die hohen Risiken der einzelnen Investitionen auszugleichen, machen Investitionen in **Venture Capital für den Privatinvestor ungeeignet.** Dieser ist allein schon mit der Auswahl der Venture Capital Investitionen überfordert. Die Begutachtung und Auswahl der Gesellschaften erfordert Spezialkenntnisse, da die Informationen über diese Gesellschaften normalerweise nicht öffentlich sind und vor einer Investition vor allem auch technische Fragen zu Produkten und Geschäftstätigkeit analysiert werden müssen. Damit bleibt dem Privatanleger, der im Venture Capital Bereich Geld investieren will, grundsätzlich nur die indirekte Anlage über Risikokapital Fonds oder Beteiligungsgesellschaften, die im Venture Capital Bereich investieren.

In der Schweiz sind verschiedene Beteiligungsgesellschaften kotiert bzw. im ausserbörslichen Handel erhältlich. An der Schweizer Börse SWX sind insbesondere Castle Private Equity, New Venture-tec und Private Equity Holding erhältlich. Eine Analyse dieser Titel zeigt, dass es sich bei diesen Beteiligungsgesellschaften grösstenteils um "Fund of Funds" handelt, d.h. dass sie **keine oder nur geringe Direktinvestitionen tätigen, sondern selbst**

wieder in andere Fonds investieren, die dann die Direktinvestitionen vornehmen. **Diese indirekten Anlagen führen zu relativ hohen Kostensätzen:** Zuerst stellen einmal die Venture Capital Fonds, in die die Beteiligungsgesellschaft investiert, auf ihrem Vermögen Management Fees (2 - 3 % p.a.) und eine Erfolgsbeteiligung von 15 - 25 % des Gewinnes in Rechnung. Dann erhebt aber auch noch die Beteiligungsgesellschaft eine Management Fee (üblich sind 1 - 2 % p.a.) und eine Erfolgsbeteiligung (10 - 15 %). Damit sind derartige indirekte Anlagen von der Kostenseite her schon einmal **relativ teuer, d.h. die Performance der Fonds muss hoch sein, damit auf der**

**Indirekte Anlagen in
Fund of Funds sind teuer**

Stufe des Anlegers tatsächlich ein Gewinn eintritt.

Eine Analyse der angebotenen Beteiligungsgesellschaften zeigt aber auch, dass diese - gerade wenn sie in der Vergangenheit erfolgreich waren - zu Preisen gehandelt werden, die über dem inneren Wert (Gesamtwert der Anlagen geteilt durch die Anzahl ausstehender Aktien) liegen. Der Anleger bezahlt für diese Anlagen eine Prämie in Höhe von bis zu 100 % über dem inneren Wert.

Diese Prämien sind entstanden, weil die Anleger davon ausgehen, dass die Anlagetätigkeit der betreffenden Beteiligungsgesellschaft auch in Zukunft erfolgreich sein wird und einzelne Beteiligungen zum IPO oder zu einem teuren Verkauf geführt werden. Dabei gilt natürlich, dass die Prämie umso höher ist, je grösser der bisherige Erfolg einer Venture Capital Gesellschaft war. **Selbst wenn der Leistungsausweis gut ist, bezahlt der Investor bei derartigen Prämien einen grossen Teil der Zukunft, so dass die Performance tatsächlich äusserst hoch sein muss, damit es wieder zu einem Kursanstieg kommen kann.**

Unsere Analysten haben verschiedene mögliche Beteiligungsgesellschaften und allgemein zugängliche Fonds analysiert. Dabei wurden besonders **Wert auf die Kriterien, der bisherigen Performance, Auf- oder Abschlag ge-**

genüber dem Wert des Portefeuilles und auf die Kostenbelastung gelegt. Bei dieser Analyse sind unsere Analysten auch auf die Minicap Technology Investment AG gestossen. Diese Gesellschaft wurde vor ungefähr 2 1/2 Jahren gegründet und wird heute ausserbörslich im Telefonhandel gehandelt. Minicap investiert direkt in Wachstumsgesellschaften, d.h. es ist kein Fund of Funds, weshalb die Managementkosten mit 3 % p.a. relativ gering sind. **Anstelle der üblichen Gewinnbeteiligung besteht ein Optionsmodell, das ähnliche Auswirkungen hat, aber nicht zu Liquiditätsabflüssen aus der Gesellschaft führt.** Die Minicap Technologies Investment AG verfügt zwar über einen guten Leistungsausweis, da sie bereits drei ihrer Beteiligungen an die Börse gebracht und eine Rendite auf dem investierten Kapital in Höhe von fast 30 % erreicht hat, weist aber gegenüber dem inneren Wert **keine**

**Minicap Technology Invest AG
als vielversprechende Anlage**

Prämie, sondern einen Discount auf. Der innere Wert, berechnet nach den Richtlinien für die Bewertung von Venture Capital-Anlagen der EVA (European Venture Capital Association), beläuft sich auf rund CHF 2200.-- pro Aktie, während der letztbezahlte Geldkurs bei CHF 1950.-- lag. Dieser Discount, der in auffälliger Diskrepanz zum bisherigen Leistungsausweis steht, ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass die **Minicap-Aktien relativ illiquid** sind. Das Management hat uns aber mitgeteilt, dass die Gesellschaft durch eine Kapitalerhöhung und einen Split die Zahl der verfügbaren Aktien vergrössern will. Es ist auch geplant, die Aktien an der SWX zu kotieren, womit das Liquiditätsproblem teilweise gelöst würde. Damit dürfte sich der Discount in nächster Zeit massiv verringern. Die Analyse des Beteiligungsportefeuilles ergab, dass Minicap in verschiedene vielversprechende Gesellschaften investiert hat, so dass eine Fortsetzung der bisher guten Performance erwartet werden kann. Aufgrund dieser Vorteile haben wir bei Portefeuilles mit entsprechender Risikoneigung Aktien der Minicap für unsere Kunden erworben. **Anlagen im Venture Capital-Bereich müssen allerdings ständig überwacht werden,** weshalb wir selbstverständlich auch bei

Minicap immer die neueste Entwicklung analy-

sieren.

IMMOBILIENFONDS: NEUE CHANCEN

Kurse von Immobilienfonds sind in den letzten 18 Monaten zum Teil erheblich gesunken, so dass sich daraus, auch unter Einberechnung der Ausschüttungen, für die Investoren eine negative Rendite ergab. **Wir verfolgen und analysieren die in der Schweiz erhältlichen offenen Immobilienfonds schon seit Jahren, da die Anlage in Immobilienfonds als Alternative zu Obligationen grundsätzlich sehr attraktiv ist.** Der Anleger erhält - im Gegensatz zu einer Obligation, die einen reinen Nominalwert darstellt - einen Sachwert. Dieser Unterschied zeigt sich bei leichter oder bei steigender Inflation markant. Während der Anleger bei einmal gekauften Obligationen immer den gleichen Zins erhält, steigt die Ausschüttung bei Immobilienfonds entsprechend den Mietzinserhöhungen langsam an. **Ähnlich sind die Immobilienfonds den Obligationen aber in einem Punkt: sie können zu einem festen Kurs zurückverkauft werden.** Der Anleger kann bei Immobilienfonds die Anlage kündigen und erhält die Rückzahlung des Inventarwertes abzüglich gewisser Spesen und Rückzahlungskommissionen. Damit haben schweizerische Immobilienfonds bei diesen Rückkaufswerten eine **natürliche Kursuntergrenze**. Der Kursrückgang der Immobilienfonds ist

Immobilienfonds weisen gutes Risiko/Renditeprofil auf

darauf zurückzuführen, dass die Zinsen angestiegen sind und deshalb die Ausschüttungsrendite der Immobilienfonds weniger attraktiv wurde und sie sich langsam in die Nähe ihrer Kursuntergrenze zurückgezogen haben. Da das

IAM-Analyseteam Immobilienfonds immer in Hinblick auf Rendite, Gewinnwachstum und die Differenz zwischen Kurs und Rückkaufpreis analysiert hat und vor allem dieser Differenz grosse Bedeutung zugemessen hat, ist es uns gelungen, die Immobilienfonds für unsere Kunden so auszuwählen, dass die Kurseinbusen minimal blieben, bzw. durch die Ausschüttungen aufgewogen wurden. **Nach den Kursrückgängen bieten Immobilienfonds sehr gute Chancen.** Einerseits werden sich die Erträge erhöhen, da aufgrund der Steigerungen der Hypothekarzinsen Mietzinserhöhungen vorgenommen werden konnten, was direkt zu einer Erhöhung der Ausschüttungen führt, andererseits rechnen wir aber auch in nächster Zeit im Schweizer Franken mit relativ stabilen Zinsen, so dass wir nur noch kleinere Kursrückgänge wegen weiteren Zinserhöhungen erwarten. Das Risiko kann minimiert werden, indem die Auswahl bei ertragsstarken

Ertragssteigerung in der Sicherheitsstufe mit Immobilienfonds

Fonds vorgenommen werden, die nur wenig über dem Rückkaufkurs notieren; zur Zeit sehen wir insbesondere in **FIR (Fonds Immobilier Romand)** **sehr gute Chance**. In der Beilage erhalten Sie aber unsere Analyse über Immobilienfonds, die die liquideren Schweizer Immobilienfonds analysiert und bewertet. In Anbetracht unserer Analyseergebnisse werden wir in Portefeuilles, mit entsprechender Gewichtung der Sicherheitsstufe, die Immobilienfonds stärker aufbauen.

DAS INVICO-TEAM

Das Invico-Team kombiniert Erfahrung und die Erkenntnisse moderner Anlagetheorie, um dem Anleger eine möglichst optimale Asset Allocation zu ermöglichen. Gerne stehen wir für ein persönliches Gespräch zur Verfügung.

Impressum:

Herausgeber: INVICO® Asset Management AG, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich

INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG

Die INVICO[®]-Anlagestrategie:

8

(Kalenderwoche 41)

- **Sicherheitsstufe:** CHF übergewichten, Mittelfristige Obligationen 3-5 Jahre (50 %), Immobilienfonds (30 %), Geldmarkt (20 %)
- **Aufbaustufe:** Schweiz übergewichten, Aktienfonds Euroland, Schweiz & USA, Aktien: UBS, Nestle, Novartis, Swiss RE, DAX-Paket
- **Wachstumsstufe:** Schweizeraktien: Geberit, Golay Buchel, Kardex, Nationalversicherung, Komax, Minicap
Fonds Südostasien (10 %), Fonds Japan (10 %), Internet / High-Tech Aktienfonds (20%)

Bemerkungen: Die Börsen besonders in den USA sind historisch gesehen sehr hoch bewertet. Das Risiko eines Einbruches ist vorhanden. Die unsichere Situation an der Zins/Inflationsfront durch die Verteuerung der Rohstoffe färbt sich auf die Börse ab. Die Anlagestrategie für den "Krisen anfälligen Monat Oktober" konzentriert sich auf unterbewertete Titel mit Potential für Kurssteigerung. Wir bevorzugen Europa aus Währungsgründen, vor allem die Schweiz.

Die INVICO[®]-Anlagestrategie ist Grundlage für die Vermögensverwaltung und wird für INVICO[®] Kunden wöchentlich den Marktverhältnissen angepasst. Die Anlagen werden laufend überwacht.

Dieser Finanzbrief enthält keine Investitionsaufforderung. Jegliche Haftung wird abgelehnt.



Ich bitte um telefonischen Anruf, wie ich ein Bankkonto in der Schweiz einrichten und ein Portfolio gemäss Ihrer Anlagestrategie aufbauen kann.

Rufen Sie mich vorgängig unter folgender Nummer an:

Name, Vorname: _____

PLZ, Ort, Land: _____

Tel.: _____ Fax: _____

e-mail: _____

Falls uns Ihre e-mail Adresse bekannt ist, informieren wir Sie in regelmässigen Abständen über Entwicklungen im Anlagebereich, die wir für sehr wichtig halten. Unsere Anlaufstelle ist: info@invico.ch

Noch einfacher ist es, wenn Sie bei uns vorbeikommen.

Ich möchte keine weiteren Finanzbriefe erhalten.

INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich

Tel.: + 41 (0) 1 267 60 80, Fax: + 41 (0)1 261 72 88, e-mail: info@invico.ch

Mit uns arbeitet Ihr Kapital!