



Mid und Small Caps

Tiefe Bewertung bietet Chancen

In der Baisse leiden vor allem auch Mid und Small Caps, d. h. Aktien von kleineren Unternehmen, die nicht im Swiss Market Index (SMI) oder im Deutschen Aktienindex (DAX) vertreten sind. Bei diesen Aktien herrscht heute häufig ein **eigentlicher Käuferstreik**, da sich die wenigen Investoren, die noch Aktien kaufen, auf Blue Chips konzentrieren. In einem derartigen Umfeld führen schon relativ geringe Verkäufe von Pensionskassen und Versicherungen, die wegen ihrer Risikovorschriften Aktien verkaufen müssen, zu massiven Kurseinbrüchen bei Mid- and Small Caps. **Diese Kurseinbrüche erfolgen häufig unabhängig von der Qualität des Unternehmens.** Auch Gesellschaften, die mit guter Marktposition, einem gutem Management und vernünftigen Bilanzstrukturen ausgestattet sind, werden mit hohen Kursverlusten bestraft. Diese tiefen Kurse eröffnen heute sehr gute Chancen für den Einstieg. Die Erfahrung zeigt, dass sich die Aktien gut positionierter Unternehmen in einer Erholungsphase der Börse überdurchschnittlich entwickeln, wenn sie im Zeitpunkt einer Unterbewertung gekauft werden können.

Ein Anlageerfolg kann aber nur erzielt werden, wenn diejenigen Unternehmen identifiziert werden, die tatsächlich unterbewertet sind. Das Analyseteam der Invico[®] analysiert daher regelmässig die Schweizer Mid und Small Caps nach folgenden Kriterien:

- **Gute Marktposition**

Ein Unternehmen ist nur interessant, wenn es aufgrund **überzeugender Produkte und Dienstleistungen zu den drei stärksten Marktteilnehmern gehört, eine gute Marktposition hat oder Marktführer ist.** Wesent-

lich ist aber auch, dass ein Unternehmen in einem Markt tätig ist, der wächst, da nur ein derartiges Marktwachstum mittel- und langfristig eine positive Entwicklung der Gesellschaft ermöglicht.

- **Überzeugendes Management**

Nur Unternehmen mit einem überzeugenden Management können die sich bietenden Marktchancen auch tatsächlich nutzen. **Wir messen dabei das Management vornehmlich an seinen Aktionen**, wobei insbesondere konsequente Kostensenkungsprogramme und Restrukturierungen von einem guten Management zeugen. Entscheidend ist dabei auch das in den Jah

Marktposition und Management sind entscheidend

resberichten offen gelegte Abgeltungsmodell des Managements. **Unternehmen, die auch in schlechten Zeiten übermässig hohe Saläre und Boni ausrichten, werden von Invico[®] gemieden.**

- **Tiefes Kurs/Gewinn-Verhältnis**

Massgebendes Analyse Kriterium ist das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV). Je tiefer es ist, desto preisgünstiger kann sich der Investor am Ertragspotential des Unternehmens beteiligen. Das KGV muss allerdings ins Verhältnis zum erwarteten Gewinnwachstum gesetzt werden. **Entscheidend dabei ist, dass das Gewinnwachstum {PEG, Price Earning Growth} (in Prozent) höher ist als das KGV**, da sonst die

tiefe Bewertung nur auf eine Wachstumschwäche zurückzuführen ist, was keine gute Basis für eine Investition darstellen würde.

- **Aktienkurs unter dem Buchwert**

Der Buchwert pro Aktie widerspiegelt das Eigenkapital der Gesellschaft, dividiert durch die Anzahl der ausstehenden Aktien. Auch wenn heute der „Substanzwert“ in der Finanztheorie nicht mehr als wesentliches Kriterium betrachtet wird, **so sind wir doch der Ansicht, dass eine hohe Substanz den Aktienkurs gegenüber**

Kursgewinnverhältnis und Buchwert pro Aktie zeigen Unter- und Überbewertung an

Rückschlägen absichert. Einerseits kann die Substanz ganz oder teilweise realisiert werden, wenn nicht genügend Erträge erwirtschaftet werden, andererseits zieht aber auch eine hohe Substanz häufig industrielle Investoren an, die der Ansicht sind, dass sie diese Werte besser nutzen können als das heutige Management. Die **hohe Substanz darf aber nicht in immateriellen Werten bestehen, wie insbesondere Goodwill.** Wir konzentrieren uns in der Analyse nicht auf das ausgewiesene Eigenkapital, sondern immer auf das Eigenkapital abzüglich Goodwill.

- **Solide Bilanzsituation**

Für unsere Analyse ist die Bilanzsituation entscheidend, denn nur Unternehmen, die **eine starke Bilanz ausweisen**, überstehen die heutige Rezession und können noch bei Banken Kredite aufnehmen. Bei Gesellschaften, die eine schlechte Bilanz aufweisen, besteht dagegen die Gefahr, dass sie keine Finanzierung mehr erhalten und gezwungen sind, profitable Geschäftsbereiche zu tiefen Preisen zu verkaufen oder Kredite zurückzuzahlen, um ihre Bilanz aufzubessern. **Entscheidendes Kriterium ist dabei die Eigenkapitalquote**, d. h. die prozentuale Höhe des Eigenkapitals im Vergleich

zur Bilanzsumme. Der noch tolerierbare Mindestprozentsatz variiert von Branche zu Branche, einen Prozentsatz unter 30 halten wir aber generell für ungesund.

Gesunde Bilanz als Basis für das Wachstum

Unser Analyseteam betrachtet insbesondere folgende Unternehmen als viel versprechend:

Kaba: Kaba gehört weltweit zu den führenden Anbietern der Sicherheitsindustrie und ist in verschiedenen Märkten Marktführer. Das Unternehmen hat sich dank starkem Management in einem schwierigen Marktumfeld sehr gut gehalten. Die Gesellschaft konnte die EBIT-Marge steigern und die Nettoverschuldung reduzieren. Das KGV 2004 liegt unter dem Wachstum der Gesellschaft.

Golay: Golay ist eine weltweit tätige Gruppe im Bereich, Schmuck, Uhren und Luxusartikel und hat eine sehr starke Marktposition im Perlenhandel. Trotz schwieriger Zeiten hat sich das Unternehmen dank starkem Management sehr gut gehalten und Anpassungs- und Umstrukturierungsmassnahmen umgesetzt. Das KGV 2004 liegt unter dem Wachstum der Gruppe.

Bucher: Bucher Industries ist ein Technologiekonzern im Bereich des Maschinen- und Fahrzeugbaus, der in verschiedenen Wirtschaftsmärkten sehr starke Positionen hat. Aufgrund der guten Marktposition hat Bucher den Umsatz trotz schwacher Konjunktur gehalten, wobei das Management in verschiedenen Restrukturierungsprogrammen Stärke gezeigt hat. Das KGV ist im Vergleich zum erwarteten Wachstum sehr tief.

Verfolgen Sie weitere Titel auf unserer Homepage oder setzen Sie sich mit uns in Verbindung.



Gold - ein taugliches Anlageinstrument?

Gold hat dank des Kursanstiegs in den letzten Monaten seine höchste Notierung seit 1999 erreicht. Mit dem heutigen Kursniveau von ungefähr USD 338.00 pro Feinunze liegt der Goldpreis jedoch immer noch wesentlich unter dem im Jahr 1980 erreichten Höchststand von rund USD 850.00 pro Feinunze.

Aufgrund des Kursanstieges fragen sich heute viele Anleger, ob Gold ein wesentliches Anlageinstrument ist, und ob sie sogar nach der **alten Anlageweisheit (1/3 Wertschriften, 1/3 Immobilien, 1/3 Gold)** einen grösseren Teil ihres Vermögens in Gold anlegen sollten. Eine Untersuchung der Entwicklung des Goldpreises während der letzten 50 Jahre zeigt, dass die Notierungen stets in Zeiten hoher Inflation sowie in Krisenzeiten steigt. Immer dann, **wenn**

**Gold als Ersatzwährung
für Krisenzeiten?**

das Publikum an der Werthaltigkeit der eigenen Währung zweifelt und sichere Werte sucht, findet eine „Flucht ins Gold“ statt. Die heutige Hausse des Goldpreises ist vor allem auf den Irakkonflikt zurückzuführen, der die Anleger äusserst stark verunsichert, da die potentiellen Folgen und Kosten der Auseinandersetzung noch nicht absehbar sind. Gold stellt in diesem Sinne eine Art „Ersatzwährung“ dar, bei der die Anleger Zuflucht suchen, wenn das Vertrauen in die Normalwährung sinkt. Im Vergleich zum Schweizer Franken hat sich der Goldpreis allerdings ziemlich stabil verhalten.

Genau gesehen hat Gold aber fundamental relativ schlechte Daten. Einerseits wird das Edelmetall in vielen Minen regelmässig gefördert, ohne dass echte Verknappungserscheinungen existieren würden. Andererseits ist die echte Nachfrage nach Gold seitens der verarbeitenden Industrie relativ gering. Ein bescheidener Teil des jährlich geförderten Goldes wird in-

dustriell verwendet, während der grösste Teil zu Schmuck verarbeitet oder von Anlegern gehortet wird. Da die von den Anlegern gehortete Goldmenge und auch ein Teil des Schmuckgoldes jederzeit wieder verkauft werden kann, besteht ein potentieller Angebotsüberhang. Das hat sicher dazu geführt, dass das Edelmetall in den letzten 15 Jahren als Anlagemedium eine äusserst schlechte Entwicklung aufwies.

Gold wurde während langer Zeit auch von den Notenbanken als Währungsreserve gehalten. Diese Reservehaltung geht auf die Zeit zurück, als der Wert einer Währung noch an Gold gebunden war und die Banknotenbesitzer das Recht hatten, bei der betreffenden Nationalbank jederzeit Banknoten in Gold umzutauschen. Obwohl diese Umtauschmöglichkeit vor Jahrzehnten aufgehoben wurde, haben die meisten Notenbanken Gold als Währungsreserve behalten. Im Gegensatz zu Devisenreserven kann Gold nicht zinsbringend angelegt werden und

Gold zeigt Angebotsüberhang

bringt als solches den Notenbanken keinen Ertrag. Es besteht höchstens die Möglichkeit, das Gold auszuleihen, was den Notenbanken allerdings lediglich einen marginalen Ertrag einbringt. Deshalb **haben sehr viele Notenbanken begonnen, ihr Goldreserven am freien Markt zu verkaufen.** Auch die schweizerische Nationalbank, die traditionell immer sehr stark auf Gold als Währungsreserve gesetzt hatte, ist der Meinung, dass ein Teil der Goldreserven „überflüssig“ ist und hat mit Verkäufen begonnen. Damit kommt jährlich eine relativ grosse Menge physisches Gold auf den Markt, was auf die Preisentwicklung drückt.

Der physische Besitz von Gold wirft für Kleininvestoren keinerlei Rendite ab. Dies ist einer



der gewichtigsten Nachteile dieses Edelmetalls gegenüber anderen Anlagemedien, insbesondere gegenüber Obligationen oder Aktien. **Langfristig ist Gold** deshalb den anderen Anlagearten, die regelmässig Erträge abwerfen, **immer**

unterlegen. Wir sehen Gold daher nicht als langfristiges Investitionsmedium, sondern bestenfalls als kurzfristige Anlagemöglichkeit in Krisenzeiten.

Ist die Zeit für zyklische Unternehmen gekommen?

Die derzeitige Rezession zeigt wieder einmal, dass die Auswirkungen eines Konjunkturabschwungs Unternehmen unterschiedlich hart treffen. Die Gewinne von Pharmaunternehmen, Nahrungsmittelproduzenten, Kraftwerken und reinen Immobiliengesellschaften werden von der Rezession kaum in Mitleidenschaft gezogen. Die Aktienkurse dieser Unternehmen sind in der Baisse gesunken, weil die Kurs/Gewinn-Verhältnisse in dieser unsicheren Zeit allgemein zurückgegangen sind. Wegen der Stabilität der Erträge war der Rückgang jedoch im Vergleich zu anderen Titeln bescheiden.

Gewinne und Umsätze zyklischer Unternehmen werden dagegen von einem konjunkturellen Abschwung sehr stark in Mitleidenschaft gezogen. Die Nachfrage nach Produkten und Dienstleistungen dieser Unternehmen geht in Rezessionsphasen stark zurück, sie erholt sich aber bei einem Konjunkturaufschwung wieder stark. Zu dieser Gruppe von Unternehmen gehören vor allem Gesellschaften der folgenden Branchen:

- Maschinen- und Investitionsgüterindustrie
- Chemie / Pharmazeutika
- Autoindustrie
- Temporäre Arbeitsvermittlungen und andere Dienstleistungen für die Industrie

Zu den **zyklischen Titeln müssen heute auch die Universalbanken gerechnet werden**, da die Verluste auf schlechten Krediten in der Rezession sprunghaft zunehmen. Die Erträge im Investment Banking nehmen ab, da die Zahl der Unternehmenskäufe, Börsenemissionen und Übernahmetransaktionen massiv zurückgeht.

Eine **Betrachtung der Börsenkurse** zeigt, dass **die Aktien zyklischer Unternehmen** heute tatsächlich **an einem Tiefpunkt angelangt**

Banken und Versicherungen verhalten sich in dieser Rezession ebenfalls zyklisch

sind. Einige Papiere notieren heute auf den tiefsten Kursen der letzten fünf oder sogar zehn Jahre. Diese optisch sehr tiefen Kurse bilden grundsätzlich eine Kaufgelegenheit. Die Erfahrung zeigt allerdings, dass nicht alle Aktiennotierungen zyklischer Unternehmen in der nächsten Börsenhausse auch tatsächlich steigen werden. Zum Teil werden Unternehmen im Abschwung so stark geschädigt, dass sie vom folgenden zyklischen Aufschwung nicht mehr profitieren können. Im heutigen Börsenumfeld beurteilt das Analyseteam der Invico® zyklische Titel deshalb nach folgenden Kriterien:

- Ist das Unternehmen überlebensfähig?

Die erste Frage, die wir uns bei der Analyse stellen, ist die Frage nach der Überlebensfähigkeit des Unternehmens. Hat **eine Gesellschaft in der Aufschwungphase unvernünftig stark expandiert** und sich in einer Weise verschuldet, dass die Schulden nicht mehr vom Cash-flow getragen werden können? Muss diese Frage bejaht werden, so wird das Unternehmen vor dem Konjunkturaufschwung untergehen oder es muss mindestens so stark redimensionieren, dass es vom Aufschwung nicht mehr wird profitieren können. Für uns scheiden deshalb Gesellschaften als Anlagemöglichkeit aus, die infolge einer unvernünftigen Investitions- und



Finanzierungspolitik in massive Schwierigkeiten geraten sind. Im Technologiebereich besteht manchmal auch die Gefahr, dass Unternehmen im konjunkturellen Abschwung die für Forschung und Entwicklung notwendigen Mittel fehlen, und sie dadurch technisch den Anschluss verpassen. Als Folge davon werden sie nicht mehr vom nächsten konjunkturellen Aufschwung profitieren können.

- **Liegt eine strukturelle Krise vor?**

Die zweite Frage, die gestellt werden muss, geht auf die Natur des Abschwungs ein. Steckt das Unternehmen tatsächlich in einem zyklischen Tief und wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass es sich in der Aufschwungphase entsprechend erholen wird? Kritisch zu beurteilen ist weiterhin, ob allenfalls ein **kompletter Industriezweig in einer echten Strukturkrise**

Strukturelle Krisen und Managementfehler verhindern Aufschwung

steckt. Wenn sich im Konjunkturabschwung die Märkte stark ändern, weil die Nachfrage permanent zurückgeht oder weil sich neue Tiefpreiskonkurrenten anbieten, so besteht die begründete Gefahr, dass sich das Unternehmen in der nächsten konjunkturellen Aufwärtsbewegung nicht mehr erholen wird. Im Gegenteil, die Chance ist gross, dass es spätestens im nächsten konjunkturellen Abschwung ver-

schwinden wird. Ein Beispiel für derartige Probleme ist die **schweizerische Textilindustrie**: Seit 1900 machte sie verschiedene konjunkturelle Zyklen durch, und verschwand in den Rezessionen der siebziger und achtziger Jahre völlig, weil neu eine asiatische **Konkurrenz aufgetreten war, die massive Kostenvorteile aufzuweisen hatte**.

- **Hat das Management Massnahmen ergriffen, um die Kosten zu senken?**

Bei zyklischen Unternehmen ist es wesentlich, dass das Management im Abschwung die Kosten massiv senkt. Dies ermöglicht es, auch während der Rezession den Cashflow genügend hoch zu halten, um die notwendigsten Investitionen zu tätigen. Damit wird die Gesellschaft am Aufschwung wieder vollumfänglich partizipieren können. Unternehmen, die konsequent Kosten reduzieren, haben überdies auch den Vorteil, dass sie in der ersten Phase des Aufschwungs überproportional profitieren. Da ihre Kosten tief sind, führt der Umsatzanstieg folgerichtig zu einer massiven Gewinnsteigerung.

Wir betrachten unter den obigen Gesichtspunkten insbesondere folgende Unternehmen als interessant:

- Serono
- Bosshard
- SEZ
- Bâloise
- Synthes-Stratec

Obligationen - risikolose Anlage oder Zeitbombe?

Einer alten Anlegerweisheit zufolge kann man mit Obligationen „gut schlafen“.

Tatsächlich haben Obligationen in den letzten Jahren - gerade im Vergleich mit der katastrophalen Entwicklung von Aktien - eine sehr positive Performance gezeigt. Die Zinsen sind konstant zurückgegangen und die Kurse von Obligationen sind daher entsprechend gestie-

gen. Diese Entwicklung hat sich allerdings auf **qualitativ erstklassige Obligationen** beschränkt. Obligationen von Schuldern minderer Qualität (von Roll, Ascom, ABB) dagegen sind zum Teil stark gesunken, da in der heutigen schlechten Wirtschaftslage die Qualität des Schuldners von zentraler Bedeutung ist.

Selbst bei Obligationen von sicheren Schuldern trägt der Anleger aber immer noch ein



erhebliches Risiko. **Sobald die Zinsen nämlich steigen, werden die Kurse von Schuldverschreibungen sinken.** Wenn beispielsweise der Zins von 10-jährigen Bundesobligationen von heute 2.34% wieder auf 4 % steigt, so zahlen die Anleger für die bereits ausgegebenen Obligationen nur einen Kurs, der ebenfalls eine Rendite von 4 % ergibt. Bei einer Schuldverschreibung mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren führt der Anstieg der Durchschnittsrendite von 2.34 % auf 4% zu einem Kursverlust von 14 %, d. h. der Kurswert der Obligation geht von 100 auf 86 Prozent zurück.

Das Analyseteam der Invico® schätzt, dass das **Risiko derartiger Verluste heute tatsächlich relativ hoch ist**, da die Zinsen im historischen Vergleich heute an einem absoluten angelegten Tiefpunkt sind. Die Zinsen werden wieder stei-

Obligationen unterliegen dem Zinsänderungsrisiko

gen, sobald die Wirtschaftstätigkeit ein wenig anzieht und damit auch die Kapitalnachfrage der Unternehmen steigt.

Damit ist die Rückkehr der Rendite von Bundesobligationen von heutigen sehr tiefen Niveau auf den langfristigen Normalzins von 4 % sehr wahrscheinlich. **Wir gehen davon aus, dass die Zinsen im Jahr 2004 um einen Prozentpunkt steigen werden und 2005 den Satz von 4 bis 4.5% erreichen werden.** Während bei Obligationen mit kurzen Laufzeiten keine oder nur sehr geringe Verluste eintreten und der Anleger nach Ablauf der Restlaufzeit den Betrag wieder zu höheren Zinsen anlegen kann, ist das Verlustrisiko bei längeren Laufzeiten wesentlich grösser. Wie oben als Beispiel dargestellt, führt der beschriebene Renditeanstieg von 2.34% auf 4 % bei einer Obligation mit 3 Jahre Restlaufzeit zu einem Verlust von 6.15 %. Bei einer Obligation mit einer Laufzeit von 10 Jahren beträgt der Verlust 13.9% und bei einer Laufzeit von 15 Jahren sogar 19.4 Prozent.

Da wir heute davon ausgehen müssen, dass die Zinsen in den nächsten Jahren wieder steigen werden, beschränkt Invico® die Obligationenanlagen auf Anleihen mittlerer Laufzeit und vermeidet lange Laufzeiten. Die

Je länger die Laufzeit, desto grösser das Verlustrisiko

etwas geringere Rendite, die mit mittelfristigen Laufzeiten erzielt werden kann, ist ein relativ niedriger Preis für die Vermeidung des Kursverlustes.

Invico® erfasst die Risiken von Zinsänderungen bei allen verwalteten Obligationen-Portefeuilles regelmässig mit der Invico®-Sensitivitätsanalyse (ISA), von der wir in diesem Finanzbrief eine Kurzfassung abgebildet haben. Diese Analyse zeigt das Verlustrisiko an, wenn eine Änderung des Zinsniveaus um einen Prozentpunkt eintritt und ermöglicht es, Risiken abzuschätzen und - wo nötig - gezielt abzubauen.

Für interessierte Anleger führen wir die Analyse von Portefeuilles mit speziellem Augenmerk auf Obligationen gerne durch. Für diesen Service erheben wir eine Schutzgebühr von CHF 250.00 pro Analyse, wobei für unsere Kunden dieses Angebot natürlich kostenfrei ist.

Häufig sind Anleger über die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse erstaunt, da sie bei Obligationen hochqualitativer Schuldner keine Risiken sehen. Das Risiko steigender Zinsen wird weitgehend verdrängt, da die Zinssätze seit

Sensibilitätsanalyse zeigt Risiken auf

Jahren nur am Fallen sind. Dieser Vorgang suggeriert, dass dies immer so weiter gehen werde und verleitet zur Unachtsamkeit. Gerade **im heutigen Umfeld muss sich der Anleger aber**



bewusst sein, dass seine Obligationenbestände den Risiken von steigenden Zinsen ausgesetzt sind. Er sollte diese Risiken bewusst verkleinern, denn es könnte dem Anleger passieren, dass er bei einem Anstieg der Wirtschaftstätigkeit plötzlich auf seinem Obligationenportefeuille massive Verluste erleidet. Bei

einem Portefeuille von drei Millionen Schweizer Franken und einer mittleren Laufzeit von 8 Jahren ergibt sich für den Anleger bei einer Steigerung des Zinssatzes von zwei Prozentpunkten beispielsweise ein Gesamtverlust von CHF 416'000.-- - ein völlig unerwartetes Ergebnis.

Die Bewertung von Obligationen

Das Analyseteam der Invico[®] untersucht die finanzielle Stärke des Obligationärs, dessen Umfeld, die Entwicklung der gesamten Branche sowie die Anlagebedingungen der Schuldverschreibung. Eine weitere Quelle von relevanten Daten bieten die Ratingagenturen wie

S&P (Standard & Poors), Moodys oder Fitch.

Diese Agenturen benoten die einzelnen Obligationen, was eine schnelle Beurteilung der Risiken ermöglicht. Wir listen nachstehend die geäußertesten Kriterien auf:

S & P	Moodys	Bedeutung
		werden als anlagetauglich beurteilt
AAA	Aaa	Crème de la Crème, beste Schuldner beziehungsweise Anleihequalität; äusserst hohe Fähigkeit zur Zahlung von Zinsen und zur Tilgung
A	A1	Hohe Fähigkeit des Emittenten zur Zahlung von Zinsen und zur Tilgung
BBB	Baa1	Angemessene Zahlungsfähigkeit; ungünstige wirtschaftliche Entwicklungen können die Fähigkeit zur Zinszahlung und zur Tilgung beeinträchtigen
BB+	Ba1	Spekulative Charakteristiken
		Spekulative Anleihen
B+	B1	Schuldner ist noch zahlungsfähig; ein widriges Geschäfts- und Konjunkturmilieu vermindert Zahlungsfähigkeit des Emittenten
CCC+	Caa1	Hohe Gefahr eines Zahlungsverzugs die Solvenz des Schuldners hängt vom Geschäfts- und Konjunkturmilieu ab
CC	Ca	
C / D	C	Emittent steht kurz vor Zahlungsunfähigkeit oder in Verzug



Die Invico[®] Sensitivitätsanalyse (ISA)

Was bedeutet:

Duration ist die Dauer des in einem Wertpapier angelegten Kapitals. Durch die zwischenzeitlichen Zinszahlungen auf das angelegte Kapital ist die Duration kürzer als die Restlaufzeit der Titel.

Die **Sensitivität** drückt aus, um wie viel der Kurswert einer Obligation bei einer Änderung des Marktzinsatzes steigt oder fällt. Beispiel: Sinkt der Marktzins um einen Prozentpunkt und die Sensitivität einer Obligation wird mit 5.5 berechnet, so steigt der Kurswert um 5.5%.

Schuldner	Zinssuss	Verfall	Nom'betrag	Kaufpreis	Kurs	Wert	Rendite	Restlaufzeit	Duration	Sensitivität	Kursgewinn
SEK	1.00	20.02.06	300'000	297'000	99.24	297'720	1.28	2.81	2.78	2.68	720
Baylaba Pfandbrief	1.50	02.05.07	250'000	248'000	99.08	247'700	1.74	4.01	3.86	3.73	-300
BMW	2.00	22.04.08	200'000	197'000	99.00	198'000	2.21	4.98	4.79	4.51	1000
Hellenic Republic	2.13	10.04.09	275'000	273'625	98.85	271'838	2.33	5.95	5.64	5.28	-1788
Nederl. Waterschapsbank	2.00	31.03.10	500'000	475'000	97.30	486'500	2.43	6.92	6.51	5.97	11500
Europ. Inv. Bank	4.75	26.04.04	350'000	332'500	103.59	362'565	1.09	0.99	0.99	1.01	30065
Household Fin. Corp.	4.63	15.01.08	270'000	265'140	103.00	278'100	3.91	4.71	4.30	4.20	12960
Kredit f. Wiederaufbau	2.83	24.03.06	550'000	544'500	99.99	549'945	2.84	2.90	2.82	2.70	5445
Siemens	5.00	04.07.06	250'000	247'500	104.90	262'250	3.35	3.18	2.91	3.01	14750
Int. Lease Fin. Corp	6.00	24.10.07	600'000	594'600	104.07	624'420	4.96	4.49	3.96	3.95	29820
Vodafone Group	4.25	27.05.09	400'000	380'400	99.81	399'240	4.28	6.08	5.28	5.08	18840
Depfa Pfandbriefbank	3.38	05.10.07	100'000	98'000	100.41	100'410	3.27	4.43	4.12	3.98	2410
General Elec. Cap. Corp.	3.75	09.04.08	375'000	363'750	99.39	372'713	3.89	4.94	4.59	4.28	8963

Impressum:

Herausgeber: INVICO[®] Asset Management AG, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich
Verantwortlich für den Inhalt: Rolf Schlegel, Helmut Beyer



INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG

Die INVICO[®]-Anlagestrategie:

(Kalenderwoche 21, 2003)

- **Sicherheitsstufe:** CHF und EURO übergewichten, Mittelfristige Obligationen 3 Jahre (40 %), Immobilienfonds (20 %), Geldmarkt (40 %)
- **Aufbaustufe:** Schweiz und Euroland übergewichten, USA neutral. Aktien: Nestlé, Novartis, Serono, Swiss Re, Zurich FS, UBS, Swatch, Richemont, Holcim, E-ON, Schering, BMW, Deutsche Bank, Allianz, SAP, P & G, IBM, Pfizer, Intel, Microsoft, XMTCH, FRESCO (Beides Indexfonds)
- **Wachstumsstufe:** Golay Buchel, Bucher, Sarna, Synthec-Stratec, Baloise, Phonak, Süss, QQQ. Fonds Südostasien (max. 10 %), Hightech-Aktienfonds (max. 5%), Japan-Fonds (10%)

Bemerkungen: Die Börsen sind immer noch extrem volatil. Wir erwarten eine Konjunkturbelebung im 2. Halbjahr 2003. Die hohen Geldmengen, die tiefen Zinsen sowie die Steuersenkungen werden die Wirtschaft beleben. Die USA als Zugpferd, Asien und Europa als Trittbrettfahrer, werden die Rezession überwinden. Wir bevorzugen die Schweiz und Euroland aus währungspolitischen Gründen.

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.



Bitte analysieren Sie anhand der Sensitivitätsanalyse (ISA) meinen Obligations- (Renten)anteil in meinem Portefeuille.

Name, Vorname: _____

PLZ, Ort, Land: _____

Tel.: _____ Fax: _____

E-Mail: _____

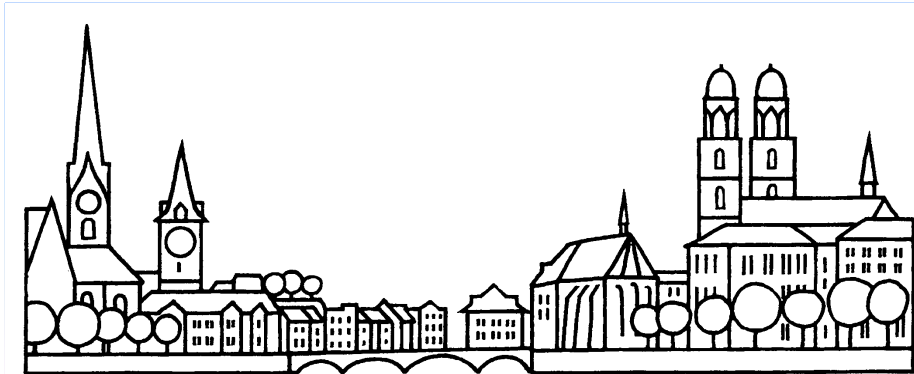
Beilage: Aufstellung meines Obligationen Portefeuilles



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!

INVICO® ASSET MANAGEMENT



Vermögensverwaltung nach Schweizer Art / Planung Familienvermögen(angelegenheiten)

Das Vermögen vieler Familien hat seine Wurzeln in der Schweiz. Der Schutz des Familiensilbers verlangt eine sich ständig steigernde Spezialisierung. Es kann von sehr grossem Vorteil sein, massgeschneiderte Investmentstrategien zu implementieren. Für jede individuelle Familie kann ein genau definierter Plan erarbeitet werden.

INVICO® ist der ideale Partner für Familien, die finanzielle Sicherheit suchen

Auf in die Schweiz?

Der Erhalt einer Aufenthaltsbewilligung in der Schweiz ist seit dem 1. Juni 2002

GANZ EINFACH



Nach Inkrafttreten der bilateralen Verträge zwischen der Schweiz und der Europäischen Union ist es Staatsangehörigen der EU ohne weiteres möglich, sich in der Schweiz niederzulassen oder Gesellschaften zu gründen.. Sie können alle vorteilhaften Freiheiten geniessen, die im Euroland von Tag zu Tag immer mehr eingeschränkt werden.

Um Ihnen in diesen Fragen mit Rat und Tat zur Seite zu stehen, haben wir den

EUROPA-DESK

der Invico® eingerichtet.

