



KEINE AKTIEN MEHR ?

Umfragen haben gezeigt, dass viele Anleger, die erst in den letzten Jahren in den Wertpapiermarkt eingestiegen sind, nach dem letzten Kursrückgang das Vertrauen in die Börse völlig verloren haben und **überhaupt nicht mehr in Aktien anlegen wollen**. Gleichzeitig erklären auch gewisse Experten, dass sich die Aktien von dem in den letzten Monaten eingetretenen Kurssturz nie mehr erholen werden. Es sei zu einer fundamentalen Neubewertung der Aktien gekommen, weil die Babyboom-Generation in den nächsten Jahren nicht mehr in Aktien investieren, sondern sie verkaufen werde. Diese Ansichten liegen ebenso falsch wie die Experten, die uns noch vor 18 Monaten erklären wollten, dass es aufgrund der „New Economy“ nicht mehr zu Wirtschaftszyklen und damit auch nicht mehr zu Baissen an der Börse kommen könne.

Die Baisse, die wir heute erleben, hat ihre Ursache letztlich in der **wirtschaftlichen Abkühlung**, welche die **Vereinigten Staaten erfasst hat**. Die schlechte Konjunktur in den USA führt dazu, dass Unternehmen, die ihre Produkte amerikanischen Konsumenten verkaufen, im Jahr 2001 (abgesehen von Sondersituationen) kaum mit Umsatzsteigerungen rechnen können und auch weniger Gewinne erzielen werden. Wie bei jedem konjunkturellen Rückschlag geht dabei die Produktion der Unternehmen in einer Anfangsphase überproportional zurück, da zunächst die Lager, die noch auf starke Umsatzsteigerungen zugeschnitten waren, abgebaut werden müssen. Dieser **Umsatz- und Gewinnrückgang führt zu einer starken Reduktion der Nachfrage** nach Investitionsgütern; Unternehmen, deren Umsätze zurückgehen und die Kosten abbauen müssen, tätigen keine Investitionen zum Aufbau

neuer Kapazitäten und stellen Ersatzinvestitionen auch so weit als möglich zurück.

Der Wirtschaftsrückgang trifft EDV- und High-Tech-Industrie

Damit hat der Nachfragerückgang auf Konsumentenseite einen überproportionalen Einfluss auf die Investitionsgüterindustrie, zu der heute nicht nur die klassischen Maschinenbauer gehören, sondern vor allem auch Computer- und Softwarehersteller sowie praktisch der ganze High-Tech-Bereich ausserhalb des Consumer-Electronic-Bereiches. Gerade im EDV-Bereich können Investitionen sehr gut zurückgestellt werden, da die meisten Unternehmen ihre EDV-Ausrüstung ohnehin im Rahmen der „Jahr 2000“-Hysterie oder der Internet-Euphorie auf den neuesten Stand gebracht haben.

Die Produktionsfortschritte, die mit dem Einsatz neuer EDV-Technologie erreicht werden können, sind relativ bescheiden, solange die EDV-Anlage zwischen drei und fünf Jahren alt ist. Deshalb mussten in den letzten Monaten besonders Gesellschaften aus dem EDV- und dem High-Tech-Bereich Umsatz- und Gewinneinbrüche bekannt geben und haben auch sehr starke Kurseinbussen erlitten.

Der **plötzliche Gewinnrückgang**, der durch die **wirtschaftliche Abkühlung in den USA** ausgelöst worden ist und primär einmal die amerikanischen Gesellschaften in Mitleidenschaft gezogen hat, hat sich natürlich auch **ausserhalb der USA ausgewirkt**, da die Importnachfrage der USA geringer wird. Wir müssen auch für Asien, das Euroland und die Schweiz von einer Wachstumsabschwächung ausgehen, die sich auf Umsätze und

- S. 1: Keine Aktien mehr?
- S. 3: Technologie - Spreu trennt sich vom Weizen
- S. 7: Die japanische Misere - Ergeht es den USA ähnlich?
- S. 8: Investmentgesellschaften - Sinnvolle Anlagevehikel?

Gewinne der Unternehmen auswirkt, wobei diese Auswirkungen ja nach der Höhe der Exporte der betreffenden Gesellschaften in die USA unterschiedlich stark sind.

Die Kurseinbrüche sind natürlich bei den Unternehmen am grössten, bei denen die zu erwartenden Umsatzeinbussen sehr stark sind (High-Tech-Industrie und ihre Zulieferer), sowie bei den Unternehmen, deren Bewertung auf Wachstumsprognosen basierte, die im heutigen rezessiven Umfeld nicht mehr realisiert werden können. **Gerade bei jungen Unternehmen legt der Konjunkturunbruch schonungslos Schwächen der Unternehmensstrategie auf.** Unternehmen, deren Produkte und Dienstleistungen keinem echten Bedürfnis entsprechen, bzw. keinen rechten Kundennutzen erzeugen, werden in einer rezessiven Phase eliminiert, sofern sie sich nicht

**Einige Unternehmen gehen unter
Blue Chips werden sich erholen**

soweit restrukturieren können, damit wieder echter Kundennutzen erzeugt wird (vgl. dazu den folgenden Artikel „Technologie - die Spreu trennt sich vom Weizen“).

Wir gehen heute davon aus, dass sich einige Unternehmen, deren Produkte und Dienstleistungen nicht Marktbedürfnissen entsprechen oder die nicht kosteneffizient arbeiten, nie mehr von der Baisse erholen werden. Ihre **Kurse waren letztlich das Produkt überspannter Wachstumserwartungen und einer ungebremsten Euphorie der Anleger.** Entsprechend werden diese Unternehmen in den kommenden Jahren entweder ganz verschwinden oder nur noch bescheidene Randexistenzen führen. Bei den etablierten und gut geführten Unternehmen - den Blue Chips - gehen wir aber davon aus, dass sie sich relativ bald wieder von der Baisse erholen werden und dass der Anleger, der diese Aktien hält, langfristige Gewinne machen wird. Die Erfahrung zeigt uns, dass mit Aktienanlagen letztlich unabhängig von den mittelfristigen Schwankungen überdurchschnittliche Renditen erzielt werden konnten. Auch die jetzige Baisse wird an diesem Umstand nichts ändern. Die langfristige

Beobachtung der Börsenzyklen zeigt, dass sich von den Blue Chips nach einer Baisse nur ein geringer Teil nicht mehr erholt (10-20 %), während von den in einer Haussephase euphorisch hochgejubelten neuen Titeln nur eine Minderheit im nächsten Börsenzyklus wieder zu den Stars zählt.

Das Invico-Analyseteam ist der Auffassung, dass auch in Zukunft mit Aktien höhere Erträge erwirtschaftet werden können als mit reinen Obligationenanlagen. Die Aktien qualitativ hochstehender stabiler Unternehmen werden sich erholen. Wir sind in dieser Situation der Ansicht, dass sich Titel wie Roche und Zürich Financial Services, die zurzeit stark unter Druck stehen, wieder erholen werden und bei den heutigen sehr tiefen Kursen ein starkes Erholungspotential haben. Das Invico-Analyseteam ist aber gleichzeitig der Ansicht, dass viele Titel zweit- und drittklassiger Unternehmen die Baisse nicht überleben werden. Thinktools, 4M und weitere ähnlich gelagerte Gesellschaften, werden die Höchstkurse des Jahres 2000 wohl mit höchster Wahrscheinlichkeit nie mehr sehen und nur mit Glück überhaupt überleben.

Bei einer Baisse stellt sich natürlich immer die Frage, wie tief die Aktienkurse fallen werden. Wird das durchschnittliche Kurs/Gewinnverhältnis auf 15, 10 oder sogar auf 7 zurückgehen, wie

**Der Aktienmarkt ist heute gesamthaft
fair bewertet**

dies in früheren scharfen Baissen auch schon passierte? Wir sind der Ansicht, dass das Zinsumfeld heute wesentlich günstiger ist als 1973/74 oder in den späteren Baissen, als die durchschnittlichen Kurs/Gewinn-Verhältnisse unter 10 fielen. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen beläuft sich auf rund 3,4 %. **Weil Aktien ein höheres Risiko aufweisen als Obligationen, muss die Gewinnrendite bei Aktien (Gewinn pro Aktie geteilt durch den Aktienkurs) höher liegen als die Ausschüttungsrendite der risikolosen Bundesobligationen.** In Zeiten mit geringem Wachstum, ist eine **Risikoprämie von rund 2,5 - 3 % gerechtfertigt, was eine Gewinnrendite bei**



Aktien von rund 6 Prozent ergibt. Diese Gewinnrendite entspricht einem Kurs / Gewinnverhältnis für den schweizerischen Markt von rund 17. Das heutige Niveau des SMI (Swiss Market Index) liegt aufgrund der für das Jahr 2002 geschätzten Gewinne bei rund 17,4, so dass die schweizerischen Aktien heute gesamthaft richtig bewertet sind. Es kann zwar immer Übertreibungen nach unten geben, so dass dieses Niveau kurzfristig unterschritten wird. Wir sind aber der Ansicht, dass dieses durchschnittliche Kurs/Gewinnverhältnis gerechtfertigt ist, und dass die Kurse nicht haltlos abstürzen werden. Wir gehen davon aus, dass sich die Aktien heute auf einem Niveau befinden, von dem aus bei anziehendem Wirtschaftswachstum wieder ein rascher Kursaufschwung möglich ist.

Im Gegensatz zu heute waren früheren Rezessionen immer eine Zeit starker konjunktureller Überhitzung mit hohen Inflationszahlen vorausgegangen. Dies führte dazu, dass die Notenbanken auf die aufkommende Rezession nicht sofort mit Zinssenkungen reagieren konnten, da sie zunächst warten mussten, bis die Inflation abnahm. Das heutige wirtschaftliche Umfeld ist völlig anders; weder in den USA noch im Euroland und der Schweiz gibt es eine hohe Inflation. Die Notenbanken können damit die Zinsen sehr rasch senken, was das FED

in den USA auch macht. Die Schweizer Nationalbank wird nachfolgen. Probleme hat allein die EZB, da im Euroland wegen der anhaltenden Schwäche des Euro Inflation aufkeimt, was gegen Zinssenkungen spricht. **Damit ist die begründete Möglichkeit gegeben, dass der Wirtschaftsaufschwung relativ bald, nämlich schon 2002 wieder einsetzt.**

Wir gehen - entgegen vielen anderen Analysten - aber nicht davon aus, dass der Wirtschaftsauf-

**Die Wirtschaft erholt sich 2002,
die Aktienkurse im zweiten Halbjahr 2001**

schwung bereits in der 2. Hälfte von 2001 einsetzt. In den USA müssen zunächst noch relativ hohe Lager abgebaut werden und auch strukturelle Probleme, die sich aus der Internet- und High-Tech-Euphorie ergeben haben, müssen beseitigt werden. Die tiefen Zinsen und die Aussicht auf einen **Wirtschaftsaufschwung im Jahr 2002 werden den Aktienbörsen aber bereits in der 2. Hälfte 2001 wieder Schwung geben.**

Technologie - Spreu trennt sich vom Weizen

Die Aktienkurse des Technologiebereiches, die 1999 noch in einer fulminanten Hausse gestiegen waren, brachen in der zweiten Hälfte 2000 und auch im ersten Quartal 2001 massiv ein. Wir können heute folgende Gründe für diesen Einbruch erkennen:

- Übertriebene Erwartungen der Anleger - Selbstüberchätzung der Unternehmen

Verschiedene Unternehmen haben Marktchancen und Möglichkeiten neuer Technologien erkannt, leider aber sowohl die Grösse der Märkte als auch das Potential der

**Markt und Technologie
wurden überschätzt**

eigenen Technologie massiv überschätzt. Ein Paradebeispiel für ein derartiges Fehlverhalten ist Think Tools. Diese Gesellschaft hat richtig erkannt, dass ein Markt für Software besteht, der komplexe Entscheidungsprozesse unterstützt. Sie hat eine Software entwickelt, die durch eine **elektronisch gesteuerte Visualisierung der Entscheidungsprozesse auf allen Ebenen und entsprechende Rahmenbedingungen die Entscheidungsfindung vereinfacht.** Bei den hohen Kosten der Software und der



komplexen Anwendung wurde der Markt aber krass überschätzt. Einerseits wurde die Zahl der Unternehmen zu hoch geschätzt, die sich eine derartige Software überhaupt leisten konnten, andererseits aber auch das Bedürfnis der Unternehmen überschätzt, in einem äusserst aufwendigen Prozess mit Hilfe von Software Entscheide zu fällen. Neben dieser Fehleinschätzung des Marktes wurde aber auch das Potential der eigenen Software krass überbewertet. Eine spätere Analyse zeigt, dass ähnliche Software offenbar schon früher in Deutschland entwickelt und angeboten worden war, so dass der Innovationsvorsprung von Think Tools nicht so gross war, wie ihn die Geschäftsleitung dargestellt hatte.

Neben der Innovationshöhe wurde aber auch die wirtschaftlich günstige Wiederholbarkeit bzw. Kundenfreundlichkeit überschätzt. Die Software ist derart komplex, dass sie nicht wie ein Microsoftprodukt massenweise verkauft werden kann, sondern die Anwendung immer von einer intensiven Beratung begleitet werden muss. Die hohen Skalaerträge, die für Software typisch sind (einmal entwickeln, tausendmal verkaufen), konnten so eben gerade nicht zum Tragen kommen.

Think Tools ist nur eines von vielen Beispielen krasser Fehleinschätzung; 4M, Miracle und Duzende von Unternehmen am deutschen Neuen Markt zeigen genau das gleiche Bild. Diese Selbstüberschätzung der Unternehmen und seiner Führungsorgane hatte sich auf die Anleger übertragen; Anleger und Analysten hatten kritiklos die Einschätzungen übernommen und damit die Unternehmen in ihrer Selbstüberschätzung noch bestätigt.

- **Unterschätzung der Konkurrenzsituation**

Viele technologieorientierte Unternehmen vernachlässigen im Vertrauen auf die Überlegenheit der eigenen Technologie die Beobachtung der Konkurrenzsituation. Sie gehen davon aus, dass sie den gesamten Markt, auf dem sie tätig sind, für sich allein beanspruchen können. Damit ergeben sich völlig unrealistische Bewertungsansätze, da die Businesspläne und Gewinnprognosen dieser Unternehmen davon ausgehen, dass ihr

Umsatz praktisch das ganze Marktpotential

**Wachstumsmärkte
ziehen Konkurrenz an**

ausschöpfen wird. Wenn die Anleger diesen Prognosen folgen, so führt dies sowohl zu einer massiven Überschätzung des Wachstumspotentials als auch zu völlig überhöhten Kurs / Gewinnverhältnissen.

Die Realität sieht meist völlig anders aus. Ein Wachstumsmarkt zieht automatisch Konkurrenz an, die dem Stand der Technik entsprechend alle brauchbaren Alternativen anbietet. Nur selten gelingt es dabei einem Unternehmen, sich dank überzeugender Innovation und starkem Marketing tatsächlich wie Microsoft im Markt für Betriebssoftware als absoluter Marktführer zu etablieren. Normalerweise bekämpfen sich die Unternehmen massiv und senken so gegenseitig die Gewinnmargen. Ein Paradebeispiel für eine derartige Entwicklung ist der Internetbereich; Anleger und Unternehmer haben zwar das Potential dieses neuen Mediums erkannt, aber die Konkurrenzsituation krass unterschätzt; Da die Eintrittsbarrieren für neue Konkurrenten minimal sind, wurde jede erfolversprechende Innovation sofort kopiert, so dass kaum jemand Geld verdienen konnte.

- **Die Euphorie von Anlegern und Unternehmen steigern sich gegenseitig**

Interessant ist, dass die Technologiebegeisterung und die Euphorie über technische Innovationen heute nicht mehr ein Charakterzug einiger verschrobener

Positive Reaktionen von Analysten und Medien führen zu Selbstüberschätzung

Erfinder ist, sondern Analysten und Anleger gleichermaßen erfasst. Diese übernehmen



praktisch kritiklos die euphorischen Voraussagen der Unternehmen bzw. seiner Manager. Dies führt zu einer gefährlichen Rückkoppelung, bei dem sich Unternehmen, Analysten, Medien und Anleger in ihrer Euphorie gegenseitig hochschaukeln.

Erscheint ein Analysebericht, der die Planvorgaben des Unternehmens wiedergibt, oder wird ein Unternehmen und dessen Management in einem Wirtschaftsmagazin gelobt, so fühlen sich die Manager in ihrer Projektion durch die Analysten bestätigt und vergessen jede Selbstkritik und damit auch jede Vorsicht. Dies führt häufig zu krasser Selbstüberschätzung und auf betrieblicher Ebene zu völlig unsinnigen Ausgaben, die im Vertrauen auf zukünftige Erträge und Wachstum gemacht werden. Beispiele für dieses Verhalten finden sich zuhauf. So wurde das Softwarehaus **Fantastic und sein Management beispielsweise in höchsten Tönen gelobt, was dieses dazu veranlasste, seinen desaströsen Kurs fortzusetzen** und Ausgaben zu tätigen, die sich mit dem tatsächlichen Geschäftsgang nicht mehr rechtfertigen lassen.

- Überhöhte Bewertung

Die oben erwähnten Faktoren haben zu einer massiven Überhöhung der Kurse geführt. Dies hatte zur Folge, dass die Kurs/Gewinnverhältnisse unrealistisch waren, d.h. durch die Gewinnaussichten der betreffenden Unternehmen nicht mehr gerechtfertigt werden konnten.

Die Baisse in den Technologiewerten stellt letztlich zu einem grossen Teile eine Rückführung der Kurs/Gewinnverhältnisse auf normale - dem Wachstum des Unternehmens angemessene - Verhältnisse dar. Daneben werden aufgrund kritischer Betrachtung der Technologie, der Wachstumsaussichten und der Business Models verschiedener High-Tech-Unternehmen auch diejenigen Unternehmen ausgeschieden, die keine Aussicht auf nachhaltige Gewinne haben.

Die Technologiebaisse reisst heute sämtliche Technologieunternehmen mit sich. Anleger und

Auch gute Unternehmen werden von der Baisse erfasst

Analysten werden heute generell technologiescheu und meiden daher auch Unternehmen, die solide technologische Grundlage und gute Marktoraussetzungen aufweisen.

Die Rezession führt zwar auch bei diesen soliden Unternehmen, wie z. B. Microsoft, JDS Uniphase und Huber & Suhner zu einem Nachfragerückgang, da sowohl Konsumenten, wie auch Unternehmen mit Ausgaben im Technologiebereich zurückhaltend bleiben. Diese Unternehmen werden im nächsten Wirtschaftsaufschwung aber wieder zu ihrer ursprünglichen Wachstumsstärke zurückfinden und entsprechend auch wieder eine hohe Bewertung an der Börse erreichen.

Gerade im Technologiesektor ist es eine äusserst schwierige Aufgabe, die Unternehmen mit Erholungspotential von den definitiv abgestürzten zu trennen. Die Erfahrung zeigt, dass sich **bei den traditionellen Blue Chips rund 80% von einer Baisse erholen. Im Technologiebereich liegt die Erfolgsrate eher bei 20-30%**, während 70-80% der Titel entweder untergehen oder nie mehr zur alten Stärke zurückfinden.

Im Gegensatz zu Blue-Chip-Unternehmen, die schon mehrere Wirtschaftszyklen hinter sich gebracht haben, sind derartige Gesellschaften weder von ihrer Organisation noch von der Kapitalausstattung her auf eine Rezession einge-

Nur die Minderheit der jungen Starunternehmen erscheint nach der Baisse wieder

richtet. Mit dem Wegfall der Wachstumsdynamik bricht häufig auch das ganze Unternehmen personell zusammen, da es den treibenden Kräften ohne Erfolgserlebnis



dann plötzlich an der Motivation fehlt.

- **Welche Technologietitel werden Erfolg haben?**

Das Invico-Analyseteam analysiert Technologietitel heute nach folgenden Massstäben, um die "Überlebenden" und die zukünftigen Sieger zu identifizieren. Diese Kriterien werden dabei nicht nur auf die eigentlichen Technologiewerte angewendet, sondern finden auch auf andere durch Innovation geprägte Bereiche Anwendung,

**Durch Analyse die Stars
von morgen finden**

wie Biotechnologie, Medizinaltechnik und Pharmazeutik.

- **Technologischer Vorsprung/Innovationskraft**

Primäres Kriterium für Technologietitel ist die **Innovationskraft** bzw. der technische Vorsprung. Wenn nur ein Nachahmerprodukt produziert wird, sind die Chancen des Unternehmens von vornherein klein, da das Unternehmen immer unter scharfem Wettbewerbs- bzw. Margendruck stehen wird und den Anschluss an die technischen Entwicklungen schnell verlieren kann.

- **Kundennutzen**

Eine Technologie ist nur kommerziell nutzbar, wenn sie einen Kundennutzen erzeugt, d.h. eine vorhanden Nachfrage billiger oder besser befriedigt, als andere Produkte. Technologischer Fortschritt alleine genügt nicht. **Ein Produkt kann sich als Investitionsgut nur durchsetzen, wenn es die Produktivität der Kunden erhöht oder wenigstens wesentlich billiger ist, als bisherige Lösungen.** Ein Konsumgut hat nur dann Erfolg, wenn es das Leben der Konsumenten tatsächlich erleichtert, verschönert oder verbilligt. Sehr viele Unternehmen scheitern bereits an dieser Hürde. Vielen Innovationen fehlt der echte Kundennutzen, d.h. sie gehen an der

Nachfrage völlig vorbei, oder die innovative Lösung ist wesentlich teurer bzw. komplizierter als bestehende Produkte. Ein gutes Beispiel für derart verfehlte Innovationen war die Software von Miracle, die gegenüber anderen Lösungen schon kaum einen Fortschritt brachte und in der Anwendung letztlich noch teurer war, als erprobte Produkte.

- **Markt- und Konkurrenzverhältnisse**

Der Markt, der durch den Kundennutzen definiert wird (wie vielen Kunden nützt die Innovation?), **muss genügend gross sein**, um dem Unternehmen eine Expansion zu ermöglichen. Es genügt nicht, wenn ein medizinisches Gerät oder ein Medikament nur für eine kleine Randgruppe besser ist, als bereits existierende Produkte. Ein Unternehmen kann nur expandieren, wenn es Zutritt zu einem Markt hat, der genügend gross ist. Auch in diesem Bereich scheitern sehr viele Unternehmen, da sie entweder den Internet-Markt völlig überschätzen oder die Markterschliessungskosten weit entfernter Märkte (z. B. USA oder Asien) unterschätzen. Ein gutes Beispiel liefern Compleat-E. (heute Practica) Der Business Plan und die Projektion von Compleat-E hätten erfordert, dass dieses Unternehmen seine Software zu einem grossen Teil im deutschen Markt absetzt. Dabei wurde nicht beachtet, dass in diesem Segment in Deutschland sehr starke Konkurrenz herrscht, was ein Eindringen in den deutschen Markt praktisch verunmöglichte.

Gute Beispiele liefern aber auch Day Interactive und Intershop (Deutschland), die mit ihren Web Content Management Soft-

**Nur wer Kundennutzen bringt,
hat Erfolg**

ware bzw. E-Commerce Lösungen relativ hohe Umsätze in den USA erzielen mussten, um die eigenen Umsatzprognosen zu erfüllen. Beide unterschätzten nicht nur die Konkurrenz auf dem amerikanischen Markt, sondern vor allem auch die



Erschliessungskosten für den Markt und sie hatten auch nicht die personellen Ressourcen, um den Vorgang zu managen. Das Invico-Analyseteam meidet daher Unternehmen, deren Erfolg in weit entfernten ausländischen Märkten gesucht werden muss.

- **Überzeugendes und kostenbewusstes Management**

Entscheidend für die Beurteilung von Technologieunternehmen ist letztlich aber immer auch das Management der Gesellschaft. Nur wenn es der Führungsetage gelingt, Wachstumsprobleme zu bewältigen und auch rezessive Phasen durchzustehen, hat ein Unternehmen eine Chance. Unternehmen, die von Erfindern oder Jungstars ohne Trackrecord geführt werden, sind daher immer gefährdet.

- **Business Model für nachhaltige Erträge**

Nur wenn das Business Model, d.h. die grundlegende Geschäftsidee und die Geschäftstätigkeit, so aufgebaut sind, dass nachhaltig ein Ertrag erwartet werden kann, ist ein Unternehmen lebensfähig. Paradebeispiele für falsche Business Models sind die Internetunternehmen, die eine

Strategie gewählt haben, bei der Dienst-

Das Business Model muss klare Ertragsmöglichkeiten zeigen

leistungen gratis erbracht werden und das Unternehmen über Werbung finanzieren werden soll. Diese Business Models haben bisher nicht funktioniert. Überleben werden nur Unternehmen, die Dienstleistungen oder Produkte verkaufen und deren Kunden aufgrund des Kundennutzens bereit sind, dafür auch zu bezahlen.

Wenn die obigen Kriterien auf innovative Technologieunternehmen angewendet werden, gelingt es, den Spreu vom Weizen zu trennen und die Sieger des nächsten Aufschwunges zu finden.

Kontaktieren Sie uns, wir werden Sie auf dem Laufenden halten.

DIE JAPANISCHE MISERE - ERGEHT ES DEN USA ÄHNLICH ?

Die Japanische Börse hat vor einigen Wochen den tiefsten Stand seit 16 Jahren erreicht. Die **japanische Volkswirtschaft befindet sich in einer seit Jahren andauernden Rezession und Deflation**. Die Detailhandelspreise sinken nun schon seit Jahren, was für ein Industrieland völlig einzigartig ist. Die Regierung Japans versucht, die Rezession durch eine Nullzinspolitik und hohe Staatsausgaben zu bekämpfen. Diese Mittel, die in anderen Ländern normalerweise zu einem Wirtschaftsaufschwung führen, versagen jedoch in Japan.

Die Nullzinspolitik kurbelt Kreditnachfrage und Investitionstätigkeit nicht an und die Erhöhung der Staatsausgaben produziert nur einen massiven negativen Staatshaushalt und eine entsprechend hohe Staatsverschuldung. Dank dieser Therapie hat Japan heute eine **Staatsverschuldung, die bei rund 130% des**

Bruttoinlandproduktes liegt, was im Verhältnis zu anderen Ländern massiv überhöht ist (damit ein EU-Mitglied in die Währungsunion aufgenommen wird, darf die Staatsverschuldung

Massive Staatsdefizite - Enorme Verschuldung

beispielsweise nicht über 60% des Bruttoinlandproduktes liegen).

Die japanische Volkswirtschaft scheint die schlimmsten Übel im übrigen noch nicht vollständig ausgestanden zu haben. Seit dem 31. März 2001 müssen börsenkotierte Unternehmen



Beteiligungen an anderen Unternehmen zum heutigen Verkehrswert und nicht mehr zum historischen Anschaffungspreis bilanzieren, was bei den vielen Kreuzbeteiligungen zwischen Industrie- und Finanzunternehmen zu Bilanz- und Eigenkapitalproblemen führen wird. Dies kann noch einmal zu einer Konkurswelle und zu Belastungen des Finanzsystems führen. Auch die Banken sind noch stark mit notleidenden Krediten belastet, was dazu führt, dass sie der Wirtschaft keine Kredite mehr zur Verfügung stellen können.

Die japanischen Aktien sind trotz des massiven Kursrückganges nicht billig. Das Kurs / Gewinnverhältnis liegt immer noch weit über demjenigen amerikanischer und europäischer Aktien. Damit dürfte aus rein fundamentaler Sicht ein Börsenboom nicht angezeigt sein.

Japanische Aktien sind nicht billig

Das Problem Japans ist für den Anleger nicht nur deshalb wesentlich, weil Japan eines der grossen Anlageländer ist, sondern weil auch das klassische Massnahmenpaket zur Wirtschaftsstimulierung - **Senkung der Zinsen, Erhöhung der Staatsausgaben** - in Japan überhaupt nicht funktioniert. Man kann sich deshalb die Frage stellen, ob diese Instrumente möglicherweise auch in den Vereinigten Staaten nicht funktionieren könnten und die USA ebenfalls vor einer langen Rezession stehen.

Das Invico-Analyseteam ist zwar der Ansicht, dass die in den USA eingeleiteten Massnahmen zur Wirtschaftsstimulierung **nicht so schnell Erfolg bringen werden, wie allgemein erhofft**, dass aber dennoch fundamentale Unterschiede zwischen Japan und den USA existieren. Die japanischen Probleme können nicht einfach auf die USA übertragen werden:

- Japans Bevölkerungswachstum stagniert

Die Zahl der Japaner stagniert und die japanische Bevölkerung befindet sich heute in einem Zustand fortgeschrittener Überalterung. **Ein grosser Prozentsatz der Bevölkerung** ist bereits heute über 60 Jahre

alt. Das Problem des Geburtenrückganges wird durch eine rigorose Immigrationspolitik verschärft, die nur eine minimale Zuwanderung von Ausländern erlaubt.

Diese demographischen Faktoren führen dazu, dass sich der Konsum der Japaner in einer Sättigungsphase befindet, da die älteren Generationen – und zwar ausserhalb des Medizinalbereichs - weniger Konsumgüter und Dienstleistungen benötigt. Überdies fehlt auch ein Zufluss an Arbeitskräften, die bereit sind, relativ niedrig bezahlte Arbeiten anzunehmen. (Man stelle sich nur einmal vor, wie das Wirtschaftswachstum der Schweiz aussehen würde, wenn es keine Einwanderung gäbe und die Bevölkerungsentwicklung alleine vom Geburtenüberschuss der vorhandenen Landesbevölkerung abhängig wäre).

- Kreditmisere

Die Japanische Wirtschaft erlebte bis Ende der Achtzigerjahre eine enorme Boomphase, in deren Endphase die japanischen Aktien ein astronomisches Kurs/Gewinnverhältnis aufwiesen und der Liegenschaftmarkt eine derart hohe Bewertung erreicht hatte, dass das Stadtgebiet von Tokyo mehr Wert hatte, als ganz Kalifornien. Dieser ungeheure Boom

Das japanische Bankensystem wird von Kreditleihen geplagt

war vor allem durch Kredite finanziert und durch Kreuzbeteiligungen zwischen den einzelnen Unternehmen aufgebläht worden. Diese Kredite sind heute notleidend und belasten die japanischen Banken massiv, so dass **die Banken heute auch bei 0% Zinsen weder selbst in der Lage sind, neue Kredite zu sprechen, noch viele Unternehmen tatsächlich kreditwürdig sind.**

- Staatsverschuldung

Die Verschuldung von Japan hat heute einen derart hohen Grad erreicht, dass weitere



Stimulierungsmassnahmen durch Steuersenkungen und öffentliche Ausgaben kaum mehr finanzierbar sind.

Sowohl im staatlichen Bereich, als auch bei den Unternehmen fehlt der Wille zu durchgreifenden Reformen fast völlig. Trotz mehrerer Anläufe und trotz manchmal ersten positiven Anzeichen ist es der Regierung nie gelungen, den ausserordentlich trägen und zum Teil auch aufgeblähten Verwaltungsapparat durchgehend zu reformieren. Es gelang auch nicht, die Verwaltungsvorschriften, die japanische Unternehmen enorm einschränken, zu liberalisieren. Auch die Unternehmen selbst haben zu wenig tief greifende Restrukturierungen durchgeführt und sie haben den unproduktiven Administrations-

Reformwille fehlt in Japan weitgehend

apparat nicht entscheidend zurückgestutzt. Auch das Problem der hohen notleidenden Kredite, die durch die sorglose Belehnung von Liegenschaften und Aktienbeständen entstanden sind, ist bisher noch nie entscheidend angegangen worden.

In den USA präsentierten sich die oben dargestellten Faktoren tatsächlich wesentlich günstiger. Der Überschuss des Staatshaushaltes ermöglicht es, durch Steuersenkungen und dosierte Ausgabenprogramme die Wirtschaft anzukurbeln.

Die demographische Entwicklung (Geburtenüberschuss und Einwanderung) ergibt eine wirtschaftliche Dynamik, die ein Wachstum erlaubt. **Auch der Wille zu Reformen ist auf staatlicher und auch auf unternehmerischer Ebene vorhanden. Wir rechnen deshalb in den USA nicht mit**

einer derart langen Stagnationsphase, wie sie in Japan eingetreten ist. Problematisch ist jedoch, dass auch die USA einen extrem aufgeblähten Aktienmarkt hatten. Durch die Finanzierung dieses Marktes und der entsprechenden Unternehmen ist heute ein gewisser Bestand an potenziell notleidenden Krediten entstanden, der die weitere Kreditvergabe lähmt.

Immerhin wurden die Unternehmen, die von der "Bubble Economy" in die Höhe geschwemmt worden sind (Internet, Halbleiter, Software, übrige Bereiche der Hochtechnologie) grösstenteils durch Eigenkapital finanziert. Damit wird der Zusammenbruch der Bubble Economy in den USA die privaten Eigenkapitalgeber schädi-

USA leiden nicht an der japanischen Krankheit - Aufschwung kommt schneller

gen. Es wird aber zu einer weniger starken und vor allem zu einer weniger lang dauernden Belastung des Bankensektors kommen, so dass ein Aufschwung wieder möglich erscheint. **Der Abbau der "Bubble"-Probleme wird aber eine längere Zeit in Anspruch nehmen als heute angenommen wird.**

Wir glauben deshalb, (entgegen der Meinung anderer Analysten), nicht an den Wirtschaftsaufschwung im zweiten Halbjahr, sondern wir glauben, dass es erst im Jahr 2002 zu einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage kommen wird. Die Börse kann aber - da sie die wirtschaftlichen Bewegungen meistens um 6 bis 9 Monate antizipiert - bereits in der zweiten Jahreshälfte 2001 wieder anziehen.



INVESTMENTGESELLSCHAFTEN - SINNVOLLE ANLAGEVEHIKEL ?

An der Schweizer Börse sind über 20 Investmentgesellschaften kotiert, die nicht selbst operativ tätig sind, sondern ihre Mittel in Aktien anderer Gesellschaften anlegen. (BK Vision, Pharma Vision, Stillhalter Vision, Spezialitäten Vision, Commcept Trust, BB HITEC, Absolut Invest, Optical Investment). Zum Teil legen diese Unternehmen in Aktien von kotierten Gesellschaften an

Andere Unternehmen dagegen konzentrieren sich auf Anlagen, die dem durchschnittlichen Investor nicht zugänglich sind, wie beispielsweise Investitionen in nicht kotierte Wachstumsunternehmen (Private Equity Holding, Castle Private Equity) oder in Hedge Funds, d.h. privat gehaltene Fonds mit aussergewöhnlichen Anlagetechniken (CreInvest, Altin, Castle Alternative Investments). All diesen Unternehmen ist gemeinsam, dass sie ähnlich wie Anlage-

Beteiligungsgesellschaften für unterschiedliche Investments

fonds operieren. Da sie aber dem Anlagefondsgesetz nicht unterstehen, haben sie wesentlich mehr Freiheit in der Auswahl und Gestaltung ihrer Investitionen.

- **Kostenbelastung**

Typischerweise wird eine derartige Investmentgesellschaft von einer Managementgesellschaft geleitet, der sie ein entsprechendes Verwaltungshonorar bezahlt. Dabei wird meist einerseits ein Verwaltungshonorar bezahlt, das als Prozentsatz des verwalteten Vermögens berechnet wird und überdies auch noch ein Erfolgshonorar dessen Höhe sich am jährlichen Gewinn bemisst. Damit ist die

Verwaltung bei derartigen Investmentgesellschaften meistens wesentlich teurer als die Verwaltung von Anlagefonds oder als irgendeine private Vermögensverwaltung. Am höchsten sind die Kosten von den Investmentgesellschaften, die nicht selbst direkt investieren, sondern

Die laufenden Kosten sind hoch

ihrerseits in fondsähnliche Gebilde anlegen, bei denen noch einmal eine Verwaltungsgebühr und ein Erfolgshonorar abgeführt wird. Derartige Kostenstrukturen gibt es vor allem bei den Investmentgesellschaften, die in Private Equity oder in Hedge Fonds investieren. Die Anlagen werden normalerweise nicht direkt vorgenommen, sondern die Investmentgesellschaft investiert ihre Mittel wiederum in Fonds, die im Private Equity oder Hedge Fonds-Bereich tätig sind.

- **Steuerliche Problematik**

Investmentgesellschaften weisen letztlich immer ein steuerliches Handicap auf: Sie können die Gewinne, die sie akkumulieren nur als Dividende ausschütten, was für natürliche Personen als Eigentümer ein steuerbares Einkommen darstellt. Da eine natürliche Person als Investor einen Kapitalgewinn, den sie selbst erzielt, nicht als Einkommen versteuern muss, führt die Anlage bei einer Investmentgesellschaft damit zu einer **Umwandlung von privatem, steuerfreiem Kapitalgewinn in steuerbares Dividendeneinkommen**. Aus der Sicht des Investors häuft eine Investmentgesellschaft letztlich auch eine latente Steuerlast in dem Masse an, in dem sie Gewinne erzielt. Damit ist eine Investmentgesellschaft weniger



attraktiv als ein Anlagefonds, da Anlagefonds auf Kapitalgewinnen nicht besteuert werden und eine natürliche Person, die von einem Anlagefonds ausgeschütteten Kapitalgewinne steuerfrei vereinnahmen kann.

- **Interessante Situationen**

Investmentgesellschaften sind damit nur selten sinnvolle Investitionen. Meist lassen sich die gewünschten Anlagestrategien durch direkte Anlagen bzw. oder Anlagefonds besser verwirklichen. Interessant sind Investmentgesellschaften letztlich nur, wenn der Kurs ihrer Aktien wesentlich unter dem inneren Wert pro Aktie liegt (der innere Wert

Investmentgesellschaften ohne Discount sind uninteressant

der Aktien von Investmentgesellschaften entspricht dem Wert ihrer Beteiligungen geteilt durch die Anzahl ihrer Aktien).

Derartige Investmentgesellschaften stellen häufig eine Möglichkeit dar, sich zu einem „Discount“ an einem Portefeuille zu beteiligen.

Das Invico-Analyseteam analysiert laufend die Differenzen zwischen inneren Werten und den Börsenkursen von Investmentgesellschaften. Bei dieser Analyse ist es wesentlich, den Gründen für die Unterbewertung nachzugehen.

Im den Bereichen von Private Equity aber auch von Hedge Fonds weisen viele Investmentgesellschaften Discounts von der offiziellen Bewertung auf, weil die Anleger heute davon ausgehen, dass die Bewertungen zu hoch sind. **Interessant können aber Investmentgesellschaften sein, die in kotierte Aktien investieren, weil damit keine Bewertungsfehler vorliegen können.** In diesem Bereich weisen vor allem Sopafin und Optical mit über 20 % sehr hohe Discounts auf, die ein Investment interessant machen. Wir haben bei Investoren mit entsprechendem Risikoprofil zum Teil bei hohen Discounts die Aktien dieser Investmentgesellschaften gekauft.



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
Verantwortlich: Rolf Schlegel



INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG

Die INVICO[®]-Anlagestrategie:

(Kalenderwoche 27, 2001)

- **Sicherheitsstufe:** CHF übergewichten, Mittelfristige Obligationen 6-8 Jahre (50 %), Immobilienfonds (30 %), Geldmarkt (20 %)
- **Aufbaustufe:** Schweiz übergewichten, Aktienfonds Euroland, Schweiz & USA, Aktien: UBS, Nestlé, Novartis, Roche, SwissRe, Zurich Fin. Serv., CS-Group, UBS, Richemont DAX-Paket, Allianz
- **Wachstumsstufe:** Schweizeraktien: Golay Buchel, Kardex, Nationalversicherung, Komax, Optical Investment, Huber & Suhner, Daetwyler, FORBO

Fonds Südostasien (10 %), Fonds Japan (10 %),

Bemerkungen: Die Börsen besonders in den USA sind trotz der Schwäche im Internetbereich sehr hoch bewertet. Die unsichere Situation, welche durch die verlangsamte Wirtschaftsentwicklung hervorgerufen wurde, färbt auf die Börse ab. Die Anlagestrategie konzentriert sich auf unterbewertete Titel mit Potential für Kurssteigerungen. 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 interessiere mich für eine unverbindliche und kostenlose Beratung und bitte um telefonischen Anruf.

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!