



STAATSBANKROTTE WERDEN MÖGLICH

IWF wird nicht mehr jeden Staat retten

Die Vizepräsidentin des Internationalen Währungsfonds (IWF) hat einen Vorschlag für ein geordnetes Konkursverfahren bei Zahlungsproblemen hochverschuldeter Länder präsentiert. Gemäss diesem Vorschlag können Staaten, die überschuldet sind, im Sinne eines „internationalen Nachlassstundungsgesuches“ beim IWF Schutz vor ihren Gläubigern beantragen.

Der IWF schlägt Konkursordnung für Staaten vor

Im Rahmen des Internationalen Währungsfonds werden dann Restrukturierungsverhandlungen geführt, die - ähnlich wie beim privaten Nachlass - zu einer prozentualen Reduktion sämtlicher ausstehender Forderungen führen. **Damit verlieren die Inhaber von Staatsobligationen derartiger Länder und auch die Banken, die den betroffenen Staaten Kredit gewährt haben, wohl in den meisten Fällen einen Grossteil des angelegten Geldes.**

Bisher konnten sich Anleger, die „hochprozentige“ Staatsanleihen von Entwicklungsländern hielten, darauf verlassen, dass der Internationale Währungsfonds bei Zahlungsproblemen mit Überbrückungskrediten dafür sorgen würde, dass die entsprechenden Anleihen zurückbezahlt würden. Dieses System führte dazu, dass manchmal vor allem bei Hochrisikoländern Zins- und Rückzahlungen nur verschleppt wurden, letztlich aber dank den **Rettungsaktionen des IWF immer eine Zahlung erfolgte**. Mit dem neu präsentierten Plan eines internationalen Konkursrechtes für Staaten bricht der Internationale Währungsfonds nun mit der Tradition der unbedingten Hilfe an

die Schuldnerländer. Auch wenn der bisher präsentierte Vorschlag des IWF wohl kaum in der vorliegenden Form umgesetzt wird, zeigt bereits der Umstand, dass der Internationale Währungsfonds einen derartigen Vorschlag präsentiert, dass diese Institution in Zukunft nicht mehr gewillt sein wird, Mittel aufzuwenden, um den privaten Obligationären und den Privatbanken einen verlustfreien Rückzug zu ermöglichen.

Für die Anleger bedeutet dies, dass das Risiko bei Anlagen in Obligationen von Schwellen- und Entwicklungsländern nun massiv angestiegen ist.

Risiko exotischer Staatsanleihen steigt massiv

Die Anleger müssen damit rechnen, dass es zu Staatsbankrotten kommt und ihre Anleihen tatsächlich nicht mehr zurückbezahlt werden.

Invico[®] Asset Management hat bereits in der Vergangenheit immer von Obligationen von Schwellen- und Entwicklungsländern abgeraten. Das Risiko, das mit derartigen Anleihen verbunden ist, erschien uns immer als sehr hoch, da der Internationale Währungsfonds keinerlei Verpflichtung hatte, ein Land zu sanieren. Nachdem nun der IWF aber gezeigt hat, dass er von seiner langjährigen Praxis der Sanierung abweichen will und sogar beabsichtigt, Staatskonkurse in einem geregelten Verfahren durchzuführen, ist das Risiko, das mit derartigen Anleihen verbunden ist, noch einmal massiv gestiegen.

Wir raten daher in allen Fällen von Anleihen von Schwellen- und Entwicklungsländern ab und

S. 1: Staatsbankrotte werden möglich
S. 3: Der Aufschwung kommt – aber die Zinsen steigen
S. 7: Masslosigkeit der Manager

S. 2: Zahlenakrobatik – Enron und ähnliche Unternehmen
S. 5: Indexfonds – Ein günstiger Weg zur Diversifikation
S. 9: Portfolio-„Frühlingsputzete“

werden diese auch in Zukunft nicht in die von uns verwalteten Portefeuilles aufnehmen. Selbst

Keine Anlagen in Obligationen von Schwellenländern

wenn heute die Zinsen für EURO- und CHF-Obligationen erstklassiger Schuldner relativ tief sind und damit die Verzinsung von Obligationen südamerikanischer oder gewisser asiatischer

Länder optisch äusserst interessant erscheint, geht der Anleger ein Risiko ein, das durch den höheren Zins nicht kompensiert wird und auch nichts mit dem normalerweise bei Obligationen erwarteten Risiko/Renditeprofil gemeinsam hat. Schweizer **Anleger müssen sich auch im Klaren darüber sein, dass eine hohe Rendite ein hohes Risiko in jedem Fall nur ungenügend kompensiert.** Während der gesamte Zinsertrag besteuert wird, kann der Anleger den Verlust nicht von seinem steuerbaren Einkommen absetzen.

ZAHLENAKROBATIK – ENRON UND ÄHNLICHE UNTERNEHMEN

Die Hochkonjunktur der zweiten Hälfte der 90er Jahre hatte viele Unternehmen verleitet, ihre finanziellen Verhältnisse besser darzustellen, als sie tatsächlich waren. Die Manager hatten dabei offenbar darauf vertraut, dass die entsprechenden „Bilanzsünden“ von der guten Wirtschaftsentwicklung wieder aufgeholt würden. Das krassste Beispiel der letzten Zeit war in dieser Beziehung natürlich Enron. Bei dieser Gesellschaft wurden Schulden von Milliardenhöhe ausserhalb der Bilanz versteckt und auch fiktive Gewinne dargestellt.

Welche „Hauptsünden“ wurden oder werden heute von Unternehmen zur Verschönerung von Bilanz- und Erfolgsrechnung begangen? Bei unseren Analysen finden wir folgende Beispiele.

Fiktive Gewinne

Unternehmen im Dienstleistungs-, Projekt- und Softwarebereich verbuchen zum Teil Erträge aus abgeschlossenen Verträgen bevor die gesamte Leistung erbracht worden ist, die sie unter derartigen Verträgen zu erbringen haben. Verschiedene amerikanische Softwareunternehmen haben beispielsweise beim Abschluss von Lizenzver-

Erträge werden zu früh, Aufwand zu spät ausgewiesen

trägen mit langen Wartungsverpflichtungen die Lizenzzahlung, mit der auch die entsprechenden langjährigen Dienstleistungen abgegolten wurde,

sofort bei Erhalt als Ertrag verbucht. Die Kosten der zukünftigen Dienstleistungen jedoch wurden nicht berücksichtigt. **Andere Unternehmen haben im Projekt- oder Anlagebaugeschäft das Entgelt entsprechend dem Projektfortschritt verbucht und diesen ausserordentlich optimistisch eingeschätzt.** Durch diese Manöver wurden die Erträge und zum Teil auch die Umsätze aufgebläht mit dem Resultat, dass in den betreffenden Jahren zu hohe Gewinne ausgewiesen wurden und der Erfolg des Unternehmens in den Folgejahren entsprechend belastet wird.

Verstecken von unproduktiven Aktiven

Verschiedene Unternehmen haben ihre Bilanzen dadurch entlastet, indem sie unproduktive Aktiven und Schulden in Gesellschaften auslagerten, damit sie sie nicht in ihrer konsolidierten Bilanz ausweisen müssen. Dieses Vorgehen führt dazu, dass den Investoren „künstlich gesündete“ Bilanzen vorgeführt werden.

Ausserordentlicher Aufwand / Proforma-Gewinnberechnung

Wenn ein Unternehmen einen Gewinnrückgang erleidet, versuchen heute Management und Verwaltungsrat häufig, die entsprechenden Belastungen als „**ausserordentlicher Restrukturierungsaufwand darzustellen, um von der eigenen Fehlleistung abzulenken.** Meist werden mit dem Restrukturierungsaufwand auch nur die Fehler des Vorjahres korrigiert. Zum Teil werden dabei auch massive Rückstellungen gebildet, die dann in den nächsten Jahren aufgelöst werden, um das **Ergebnis entsprechend zu verbessern.** Derartige Gewinnausweise werden meistens mit



„Proforma“-Gewinnberechnungen geschmückt, bei denen die betreffenden Unternehmen den Gewinn darstellen, der eingetreten wäre, wenn die „ausserordentlichen“ Belastungen nicht ein-

Restrukturierungsaufwand ist meist nicht ausserordentlich

getreten wären. **Diese Proforma-Gewinne führen letztlich zu einer Täuschung der Anleger**, da kein echt erwirtschafteter Gewinn dargestellt wird, sondern nur der Gewinn, den das Management gerne erwirtschaftet hätte.

Diese Manöver des Managements sind leider häufig darauf zurückzuführen, weil die **Geschäftsleitung wegen Options- und Bonusprogrammen völlig auf den kurzfristigen Erfolg des Unternehmens fixiert** ist und deshalb manchmal der Versuchung nicht widersteht, durch Manipulation künstlich zu gute Erträge und Bilanzen vorzuweisen, um so den Aktienkurs und den Wert der eigenen Optionen in die Höhe zu treiben.

Die Manipulationen in der Rechnungslegung sollten eigentlich von den Revisionsgesellschaften entdeckt und offen gelegt werden. Häufig verfügen die Revisionsgesellschaften aber leider

nicht über die notwendige Unabhängigkeit, da sie nicht nur die Bilanz des Unternehmens revidieren, sondern auch sonst für die Gesellschaft Beratungsdienstleistungen erbringen, die das Mana-

Gesellschaften mit Zahlenakrobatik sind zu meiden

gement natürlich streichen würde, wenn die Revisionsgesellschaft Probleme offen legen würde. Bezüglich der „Proforma“-Gewinnausweise und der Charakterisierung bestimmter Aufwände als „ausserordentlich“ trifft die Revisionsgesellschaften allerdings keine Schuld; diese Zahlen und Aussagen des Managements werden von ihnen nicht geprüft.

Bei der Analyse der Unternehmensergebnisse und der Beurteilung von Gesellschaften ist es heute äusserst wichtig, die Qualität der Rechnungslegung und die Aussagen des Managements zu überprüfen. **Das Invico®-Analyseteam meidet in diesem Sinne Gesellschaften, bei denen das Management die oben dargestellten Techniken anwendet oder versucht, durch die Charakterisierung von Aufwendungen als „ausserordentlich“ von den eigenen Fehlleistungen abzulenken.**

DER AUFSCHWUNG KOMMT - ABER DIE ZINSEN STEIGEN

Die Konjunkturdaten bestätigen, was wir schon anfangs Jahr vorausgesagt hatten: **Die Konjunktur zieht an**. An vorderster Front liegen heute die USA, wo sich der Aufschwung schon in verschiedenen volkswirtschaftlich wichtigen Kennzahlen niederschlägt. Auch Europa zieht langsam nach und selbst die asiatischen Volkswirtschaften gewinnen wieder an Fahrt.

Rückblickend betrachtet war der Angriff auf die USA am 11. September letztlich der Wendepunkt. Als Reaktion haben alle Notenbanken zusammen die Zinsen gesenkt und die verfügbare Geldmenge gesteigert, um den drohenden Absturz in eine scharfe Rezession zu vermeiden.

Die Unternehmen haben ihrerseits in Anbetracht der Katastrophe die seit Sommer ohnehin notwendigen Restrukturierungsmassnahmen ohne Verzögerung durchgeführt, d.h. Personal abgebaut, Lager liquidiert und Kosten gesenkt. Gerade diese radikalen Umstrukturierungen und der Lagerabbau machten dann Ende des 4. Quartals 2001 und anfangs des 1. Quartals 2002 den Aufschwung wieder möglich. Tiefe Zinsen haben Kunden und Unternehmen zu Konsum bzw. Investitionen ermutigt, wobei die leeren Lager dazu führten, dass die zunächst geringe Belegung der Nachfrage sofort zu Produktionssteigerungen führen musste. Letztlich hat damit der Anschlag vom 11. September wie ein Katalysator gewirkt



und den Wirtschaftszyklus massiv beschleunigt.

11. September beschleunigte Wirtschaftszyklus

In diesem wirtschaftlichen Umfeld sind Aktienanlagen wieder attraktiv geworden. Analysten und Anleger rechnen mit einer Zunahme der Gewinne, was bereits bei vielen Aktien gegenüber den Tiefständen zu Kurserholungen geführt hat. Der bisherige Aufschwung an der Börse wurde aber primär von den Zinssenkungen getrieben, die die Notenbanken vorgenommen haben. Diese Zinssenkungen haben die Aktienkurse aus folgenden Gründen positiv beeinflusst:

Sinkende Zinsen führen im allgemeinen bei den Konsumenten zu einer stärkeren Konsumneigung („Sparen ist nicht interessant und Kredite sind billig“) und bei Unternehmen zu höheren Investitionen, da die Kreditfinanzierung günstig ist. Diese verbesserten wirtschaftlichen Aussichten führen dazu, dass Analysten und Anleger wieder von zukünftig steigenden Gewinnen ausgehen, was zu einer **höheren Bewertung der Aktien führt**.

Nach der allgemeinen Bewertungsformel für Aktien entspricht der Wert einer Aktie der Summe aller abgezinsten (diskontierten) zukünftigen Erträge (Gewinn pro Aktie). Bei diesem Bewertungsmodell ist die Höhe des Zinsfußes, mit dem

Sinkende Zinsen führen zu steigenden Aktienkursen

die zukünftigen Erträge abgezinst werden, entscheidend. Sinken die Zinsen und wenden Analysten und Anleger in der Aktienbewertung tiefere Zinsen an, so steigt automatisch der Wert zukünftiger Erträge im Rahmen dieser Bewertungsformel, was zu einer entsprechend höheren Aktienbewertung führt. Nicht zuletzt führten die **tiefen Zinsen** aber auch dazu, dass **Geldmarktanlagen und Obligationen für die Anleger unattraktiv geworden sind, während Aktien wieder an Attraktivität gewonnen** haben. Damit ist erhebliche Liquidität vom Obligationen- in den

Aktienmarkt geflossen.

Diese Effekte erklären, weshalb Aktien in den letzten Wochen und Monaten gestiegen sind, obwohl die Unternehmensnachrichten (insbesondere aber die Jahresergebnisse) immer noch sehr negativ waren. Diese Aufwärtsbewegung war allerdings in verschiedenen Bereichen immer noch sehr verhalten, da die Anleger bei vielen Gesellschaften fürchteten, dass die Ergebnisse noch schlechter als erwartet ausfallen würden und weil diese Befürchtung sich bei einigen Gesellschaften auch tatsächlich bewahrheitete.

Die Zeit der Zinssenkungen dürfte nun aber vorbei sein: Alan Greenspan hat kürzlich festgehalten, dass er bezüglich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung „neutral“ eingestellt sei und keine weiteren Ankurbelungsmassnahmen durch Zinssenkungen für nötig erachte.

Die Notenbanken werden die Zinsen nicht mehr massiv senken

Die europäische Zentralbank und die schweizerische Nationalbank haben zwar kein derartiges Statement abgegeben. Es ist aber zu erwarten, dass diese in den nächsten zwei bis drei Monaten zum gleichen Schluss kommen werden. Diese Verzögerung ist nicht auf mangelnde Reaktionsgeschwindigkeit oder schlechte Systeme der europäischen Zentralbank bzw. der schweizerischen Nationalbank zurückzuführen, sondern auf die etwas langsamere wirtschaftliche Entwicklung in Europa, wobei die Schweizer Nationalbank die **Zinsen allenfalls noch länger tief halten wird, um eine Aufwertung des Franken gegenüber dem Euro zu vermeiden**.

Damit ist aber nicht nur der Reigen der Zinssenkungen beendet, sondern es wird sich sofort auch die Frage stellen, wann und wie hoch die Zinsen wieder steigen werden. **Historisch gesehen liegen die Zinsen heute wesentlich unter den langfristigen normalen Kapitalkosten**. Dies gilt sowohl für die kurzfristigen Zinsen wie auch für die langfristigen. Sobald es wieder zu einer normalen Wirtschaftsexpansion und damit zu einer normalen Kreditnachfrage kommt, rechnen wir mit einem Anstieg der kurzfristigen Zinsen, um bis zu zwei Prozentpunkte und der langfristigen Zinsen von bis zu einem Prozentpunkt. Dieser Anstieg, der nicht aus einer Inflation resul-



tiert, sondern nur eine Funktion einer normalen Angebots- und Nachfragesituation des Kapital- und Geldmarktes ist, hat auch Einfluss auf die Kurse von Obligationen und Aktien:

Obligationen

Der erwartete Anstieg der mittel- und langfristigen Zinsen führt zu entsprechenden Kursrückgängen bei Obligationen. Die Höhe des Rückgangs hängt von der Restlaufzeit der betreffenden Obligation ab und ist umso grösser, je länger die Restlaufzeit ist. Um solche Verluste zu vermeiden, haben wir bei unseren Kunden schon seit einiger Zeit keine langfristigen Obligationen, sondern Papiere mit mittelfristiger Restlaufzeit gekauft und auch gezielt Obligationen mit Restlaufzeiten von über 6 Jahren veräussert. Die Kurzläufer werden nur einen ganz geringen und rein temporären Kursrückgang aufweisen. Nach der Rückzahlung können die freigewordenen Mittel dann zu höheren Zinskonditionen angelegt werden.

Aktien

Zinssteigerungen führen normalerweise zu einem Sinken der Aktienkurse. In der jetzigen Phase sind wir aber der Ansicht, dass eine Erhöhung

der kurzfristigen Zinsen um bis zu 1.5 Prozentpunkte und eine Erhöhung der langfristigen Zinsen um 0,75 bis 1 Prozentpunkte zu keinem Rückgang der Aktienkurse führen wird, da

Die Aktien werden trotz leichtem Zinsanstieg steigen

parallel zu den Zinserhöhungen in den nächsten Monaten die Anzeichen für eine Wirtschaftserholung sichtbar werden und damit die Anleger wieder Vertrauen in den Aktienmarkt gewinnen werden. **Gleichzeitig werden die Unternehmen auch bessere Ergebnisse publizieren und die Analysten höhere Gewinnschätzungen abgeben, was zu höheren Kursen führen wird.**

Erst wenn sich eine inflationäre Entwicklung einstellen würde - wir gehen jedoch davon aus, dass sich Anzeichen einer Inflation frühestens in zwei Jahren zeigen werden - würden entsprechende Zinssteigerungen die Aktienkurse negativ beeinflussen.

INDEXFONDS - EIN GÜNSTIGER WEG ZUR DIVERSIFIKATION

Seit einiger Zeit werden an der Schweizer Börse SWX Indexfonds gehandelt, die in Aktien investieren. Von gewöhnlichen Fonds unterscheiden sich die Indexfonds dadurch, dass die einzelnen Aktienpositionen nicht vom Fondsmanagement aufgrund eigener Analysen ausgewählt werden, sondern dass das Portefeuille starr gemäss Index nachgebildet wird.

Ein SMI-Indexfonds beispielsweise enthält genau die Aktien, die auch im SMI enthalten sind, exakt mit der in diesem Index vorgesehenen Gewichtung. Damit entspricht auch der innere Wert des Fonds letztlich immer der Entwicklung des Indexes. Heute werden an der Schweizer Börse Fonds gehandelt, die verschiedenen Indices folgen, so insbesondere dem Swiss Market Index, dem STOXX 50 (grosse europäische Aktien) und auch amerikanischen Indices. Diese Indexfonds haben für den Anleger verschiedene Vorteile:

Transparenz

Während bei gewöhnlichen Fonds häufig keine Transparenz darüber besteht, wie der Fonds investiert und wo der betreffende Fondsmanager seine Schwerpunkte legt, ist die Anlage von **Indexfonds von Anfang an transparent**. Das Fondsmanagement legt die zur Verfügung stehenden Mittel gemäss dem Index an, der abzubilden ist. Damit

Indexfonds bilden einen Referenzindex genau ab

ist es auch möglich, diese Fonds in der Vermögensverwaltung im Rahmen eines Gesamtkonzeptes für den Kunden gezielt einzusetzen. Mit dem Indexfonds kann eine Grunddiversifikation er-



reicht werden, wobei wir dann genau wissen, welche Schwerpunkte wir zusätzlich durch Einzelanlagen neben der Fondsanlage setzen können. **Bei Fonds, die nicht indexmässig anlegen, besteht latent immer die Gefahr, dass der Fondsmanager seine Schwerpunkte völlig anders setzt als wir** und so unsere Strategie und die unserer Kunden durch gegenläufige Anlagen zunichte gemacht wird.

Diversifikation

Mit einem Indexfonds wird sehr rasch eine breite Diversifikation erreicht, da der Fonds den gesamten Index abbildet und somit ein Portefeuille widerspiegelt, das viele verschiedene Aktien enthält. Der Anleger erhält damit ein Porte-

Indexfonds verhelfen günstig zu breiter Diversifikation

feuille, das nicht nur diversifiziert ist, sondern dessen **Gewichtung nicht von der subjektiven Einschätzung einer Fondsgesellschaft abhängig ist**, weshalb die Diversifikation klar vorhersehbar ist und von uns im Rahmen der Portefeuilleplanung auch mathematisch erfasst werden kann.

Kostengünstig

Indexfonds sind sehr kostengünstig, da keine aktive Verwaltung notwendig ist, Researchkosten entfallen und die Fondsleitung - ausser bei Indexanpassungen - auch nicht aktiv handelt, sondern immer die gleichen Positionen hält. Damit gehören Indexfonds bezüglich der Verwaltungsgebühren zu den günstigsten Fonds. Der Umstand, dass die gehandelten Indexfonds an der SWX gekauft werden können, vermindert ebenfalls die Kosten. Anstelle einer Ausgabegebühr fällt die Handelskommission an.

Jederzeit liquider Handel

Die an der SWX kotierten Indexfonds können jederzeit gehandelt werden, wobei der **Handel sehr liquide** ist und der Kurs entsprechend dem Verlauf der massgebenden Indices verläuft. Diese Handelbarkeit stellt einen Vorteil gegenüber den gewöhnlichen Fonds dar, die jeweils nur

einmal am Tag ausgegeben bzw. zurückgenommen werden.

Invico[®] verwendet bei den Anlagen ihrer Kunden jeweils Indexfonds, um eine breite und kostengünstige Diversifikation zu ermöglichen. Gerade **bei mittelgrossen Portefeuilles kann auf diese Weise schnell eine Diversifikation geschaffen werden, die durch den Kauf von Einzeltiteln kaum zu erreichen wäre**. Diese Basisanlage wird mit Einzelaktien verbunden, die es uns erlauben, im Sinne der Analyse Schwerpunkte zu setzen.

Damit erreicht Invico[®] für den Kunden eine

Dank Indexfonds ist Kombination von Diversifikation und Schwerpunktbildung auch in kleinen Portefeuilles möglich

Kombination von Diversifikation und Schwerpunktbildung, die ohne Indexfonds nur bei sehr grossen Portefeuilles möglich ist. Mit dieser Strategie kann nicht nur eine für den Kunden erfolgreiche Anlagestrategie verfolgt werden, sondern gegenüber anderen Formen der Diversifikation kann auch eine wesentlich höhere Flexibilität erreicht werden. Es ist bei dieser Zusammensetzung des Portefeuilles möglich, einen Teil des Indexfonds zu verkaufen, um **Liquidität zu schaffen, ohne an Diversifikation zu verlieren**, während bei einer Diversifikation mit Einzeltiteln jeweils von jedem Titel ein kleiner Teil verkauft werden müsste, wenn das Aktienengagement reduziert, aber die Diversifikation beibehalten werden soll.

Die heute am SWX kotierten Indexfonds sind im übrigen aber auch insofern qualitativ hochstehend, als die **Grossbanken hinter diesen Titeln stehen**. XMatch, der den Schweizer SMI abbildet, wird von der Credit Suisse Group aufgelegt, während die verschiedenen „Fresco“-Fonds von der UBS getragen werden. Dieses Sponsoring durch die Grossbanken garantiert das seriöse Management der Fonds, d.h. die indexgetreue Anlage. Ebenso wird auch für die notwendige Liquidität gesorgt, um den Handel in diesen Fonds aufrechtzuerhalten.



MASSLOSIGKEIT DER MANAGER

Der Investor reagiert verständnislos, wenn er erfährt, dass Topmanager riesige Beträge verdienen, die in keinem Verhältnis zu ihrem Arbeitsinsatz bzw. zum Berufsrisiko stehen. **Diese Verständnislosigkeit wird zum Entsetzen, wenn überrissene Gagen an Manager bezahlt werden, die während ihrer Tätigkeit nur Misserfolg hatten.**

Besonders krass ist das Beispiel der ABB-Manager, P. Barnevik und G. Lindahl, die durch unüberlegte Expansion und haltlose Finanzpolitik die ABB an den Rand des Ruins brachten, aber dennoch mit Abgangsentschädigungen in Form von Pensionsguthaben in Höhe von CHF 147 Mio. bzw. CHF 83 Mio. „belohnt“ wurden. Diese Herren und auch Dr. Corti, der für sein halbjähriges Trauerspiel bei der SAir Group noch CHF 12,5 Mio. erhielt, erwecken beim Aktionär Abscheu.

Wenn sich die Zahlung des Managers derart von der Leistung löst, fühlt sich aber nicht nur der Aktionär hintergangen und um sein Geld gebracht. **Derartige Zahlungen stören auch den sozialen Frieden massiv.** Wie kann ein Manager, der derartige Zahlungen erhält, in schwierigen Situationen noch glaubhaft vom Personal Sanierungswillen verlangen? Die Unternehmensleitung wird unglaubwürdig und handlungsunfähig.

Überrissene Managersaläre sind sozialer Zündstoff

Der soziale Zündstoff derartiger Situationen geht letztlich weit über das betroffene Unternehmen hinaus. **Das kapitalistische System wird letztlich diskreditiert,** wenn Manager Entschädigungen erhalten, die in keinem Verhältnis mehr zu den Löhnen von Arbeitnehmern und mittlerem Kader stehen. Bei Entlassungen, Lohnkürzungen oder ähnlichen Massnahmen haben die Arbeitnehmer den Eindruck, dass sie durch ihre Opfer übermässige Honorare der Topmanager finanzieren und klassenkämpferisches Gedankengut kommt auf: **Das Management beutet die Ar-**

beitnehmer aus.

Interessant ist allerdings heute, dass plötzlich **gemeinsame Interessen zwischen Aktionären und Arbeitnehmern entstehen,** denn die Aktionäre werden in einer derartigen Situation letztlich genauso ausgebeutet wie die Arbeitnehmer. Die **Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital,** die den wesentlichen Beitrag zur Wertschöpfung erbringen, **werden nun vom neuen Faktor „Topmanagement“ ausgenützt.**

Wie kann es zu einer derartigen Situation kommen?

Überschätzung des Produktionsfaktors „Topmanagement“

Es ist unbestritten, dass das Topmanagement durch Festlegung und Umsetzung richtiger Strategien und durch effizientes Kostenmanagement einen wichtigen Beitrag zur Wertschöpfung in einem Unternehmen erbringen kann. Dieser Beitrag ist wertvoll und muss durch einen angemessenen Lohn abgegolten werden.

Die Idee, die von einigen Topmanagern vertreten wird, dass letztlich der gesamte Erfolg des Unternehmens auf richtige Managemententscheidungen zurückzuführen ist, ist dagegen falsch.

Topmanagement ist nicht allein entscheidender Erfolgsfaktor

Die Erfahrung zeigt, dass **der Erfolg von Unternehmen sehr stark von der Konjunktur beeinflusst wird.** Geht es einem Unternehmen in der Hochkonjunktur gut, so hat das Topmanagement häufig den Eindruck, dass dies allein Folge seiner richtigen Strategie ist. Der Gedanke, dass die konjunkturelle Entwicklung für den Unternehmenserfolg entscheidend ist, kommt dem Management meistens erst bei Verlustsituationen in den Sinn, wenn schlechte Ergebnisse vor der Generalversammlung erklärt werden müssen. In positiven Situationen wird vernachlässigt, dass der Unternehmenserfolg letztlich von allen Ar-

beitnehmern getragen und von den Kapitalgebern ermöglicht wird. **Das beste Topmanagement nützt letztlich nichts, wenn strategische Ideen nicht von den Arbeitnehmern umgesetzt werden oder wenn die Kapitalgeber die Strategien nicht finanzieren.**

Mangelnde Kontrolle durch Verwaltungsrat und Aktionäre

Aktionäre und Verwaltungsrat müssen unberechtigte Forderungen des Topmanagements bzw. allfällige Versuche zur „Selbstbedienung“ in die Schranken weisen. Häufig fällt die Kontrolle durch Aktionäre und Verwaltungsrat aber schon allein deshalb schwer, weil bezüglich der Entschädigung des Topmanagements keine Transparenz geschaffen wird. Aus falsch verstandener Rücksicht auf die Geheimsphäre der Manager werden die Bezüge der einzelnen Topmanager in den meisten Unternehmen den Aktionären nicht offengelegt. In einzelnen Gesellschaften weiss

Selbstbedienung als Unternehmenskultur

nicht einmal der Verwaltungsrat, was die Topmanager verdienen. Häufig werden die entsprechenden Saläre, Boni und ähnliche Leistungen sogar nur im Rahmen der Geschäftsleitung vereinbart oder von der Geschäftsleitung zusammen mit dem Verwaltungsratspräsidenten festgelegt, der aber selbst auch wieder hauptberuflich für das Unternehmen arbeitet. Ein derartiger Mangel an Transparenz und **die Gewohnheit, die Saläre „unter sich“ zu regeln, verunmöglicht jede effiziente Kontrolle und führt zu einer „Selbstbedienungsmentalität“**, bei der man sich gegenseitig möglichst hohe Zahlungen zuschanzt.

Zwei Massnahmen können Unternehmen und Aktionäre sofort ergreifen, um den Missbrauch im Bereich der Saläre des Topmanagements zu vermeiden.

1. Transparenz

Werden die gesamten Bezüge des Topmanagements von Verwaltungsrat und Management offengelegt, so hat dies allein schon einen disziplinierenden Einfluss. Die Beteiligten werden sich hüten, gegenüber Aktionären und Öffentlichkeit Saläre und andere Leistungen zu vertreten, die

unrealistisch sind. Zu schnell würden Aktionäre protestieren, die verantwortlichen Verwaltungsräte abwählen und sogar mit Haftungsklagen zur Rechenschaft ziehen. Bei vollständiger Offenlegung der Saläre und der übrigen Bezüge könnte mit einiger Sicherheit davon ausgegangen werden, dass sich die entsprechenden Bezüge tatsächlich dem Marktstandard anpassen würden.

2. Klare Corporate Governance

Im Rahmen des Zusammenspiels von Topmanagement und Verwaltungsrat müssen die Funktionen so strukturiert werden, dass „unabhängige“ Verwaltungsräte, die nicht selbst der Geschäftsleitung angehören und damit auch nicht selbst in den Genuss hoher Saläre kommen, über die Saläre beschliessen. Ein **„Compensation Committee“**, das sich aus den nicht geschäftstätigen Verwaltungsräten zusammensetzt und welches die Entscheide aufgrund einer eingehenden Analyse der Leistungen und Fähigkeiten des Topmanagements fällt, soll einen angemessenen Lohn festlegen.

Die Transparenz bezüglich der Bezüge und auch die Corporate Governance werden heute zu einem Qualitätsmerkmal, das in der Analyse von Gesellschaften genau beachtet werden muss. Unternehmen mit funktionierender Corporate Governance und hoher Salärtransparenz verkörpern einen höheren Wert als Unternehmen, dessen Management in diesem Bereich eine Kultur des Versteckens und der Selbstbedienung pflegt.

Transparenz und Corporate Governance steigern Unternehmenswert

Während verschiedene Unternehmen zwar den Erfordernissen einer funktionierenden Corporate Governance nachkommen und Compensation Committees haben, welche die Löhne des Topmanagements festlegen, ist die **Transparenz im Allgemeinen ungenügend**. Die wenigsten Unternehmen publizieren die Gesamtbezüge des Topmanagements und kaum eines zeigt die Bezüge der einzelnen Topmanager. Hier dürfte nur ein Eingriff der Börse helfen. Diese sollte durch eine entsprechende Änderung im Kotierungsreglement dafür sorgen, dass sämtliche Unternehmen zusammen mit dem Jahresbericht die Bezüge des Topmanagements offen legen, wie dies in den USA bereits der Fall ist.



Portfolio-„Frühlingsputzete“

In Zeiten des Aufschwungs sollten Portfolios überprüft werden, um von den neuen Chancen zu profitieren. Die Flops müssen den Gewinnern Platz machen. Eine optimal richtige Strategie, welche das beste Risiko-/Renditeprofil aufweist, hat das Ziel, die vergangenen Verluste wettzumachen. Wir können Ihnen dabei helfen. Unser Analyseteam durchforstet Ihr Portefeuille und unterbreitet Ihnen unter Berücksichtigung Ihres Risikoprofils konkrete Vorschläge zur Optimierung Ihrer Anlagen.

Invico® ist den Sicherheitsvorschriften unterworfen und verbürgt sich für äusserste Diskretion.

Die Kosten für die Analyse eines Portfolios betragen für Beträge bis CHF 1 Million CHF 250.--, von 1 bis 5 Millionen CHF 350.—und darüber CHF 500.--.

Die Kundenportefeuilles der Invico® werden wöchentlich analysiert und dem vereinbarten Risiko-/Renditeprofil angepasst.

Senden Sie uns Ihre Portefeuilleaufstellung zusammen mit diesem Talon ein (Bankauszug genügt):

✂

Name, Vorname: _____

Adresse: _____

Tel.: _____ Fax: _____

E-Mail: _____

Meine Risikobereitschaft umfasst:

_____ % **Wachstum:** Direktanlagen in Aktien und Aktienspezialfonds

Ziel: Wahrnehmen der Wachstumschancen in volatilen Aktien von Small caps und Emerging markets

_____ % **Aufbau:** Blue Chip-Aktien / Aktienfonds (SMI, STOXX 50)

Ziel: Durch beschränkte Kursschwankungen Wahrnehmen langfristig besserer Erträge Von Aktienanlagen und Aktienfonds

_____ % **Sicherheit:** Obligationenfonds, Geldmarktanlagen, Immobilienfonds

Ziel: Vermeidung von starken Kursschwankungen, keine überdurchschnittliche Performance, primär Anlage in festverzinslichen Werten

Anlagehorizont in Jahren: 1-2 3-5 6-10 >10



INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG

Die INVICO[®] Anlagestrategie:

(Kalenderwoche 18, 2002)

- **Sicherheitsstufe:** CHF übergewichten, Mittelfristige Obligationen 4 Jahre (20 %), Immobilienfonds (40 %), Geldmarkt (40 %)
- **Aufbaustufe:** Schweiz und USA übergewichten. Aktien: Nestlé, Novartis, Roche, Swiss Re Zurich FS, UBS, Swatch, Richemont, Clariant, BMW, Deutsche Bank, Allianz, SAP, AIG, , P & G, IBM, Intel, Oracle, Veritas Microsoft, XMTCH, FRESCO
- **Wachstumsstufe:** Schweizeraktien: (Golay Buchel, Kardex, Bucher, Komax, Sarna, Disetronic Nationalversicherung, Phonak, Minicap); Süss, QQQ; Fonds Südostasien (max. 10 %), Internet / Hightech Aktienfonds (max. 10%)

Bemerkungen: Die Börsen sind Aufschwung. Wir erwarten eine markante Konjunkturbelebung im 2. Halbjahr 2002. Die hohen Geldmengen, die tiefen Zinsen sowie die Steuersenkungen münden in eine Liquiditätshausse. Die USA als Zugpferd, Asien und Europa als Trittbrettfahrer werden aus der Rezession kommen. Wir bevorzugen die Schweiz und Europa aus wirtschaftlichen und währungspolitischen Gründen. Verfolgen Sie unsere Strategie im Internet unter www.invico.ch.

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: _____

Noch einfacher ist es, wenn Sie bei uns vorbeikommen.

Ich möchte keine weiteren Finanzbriefe erhalten.



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

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

Mit uns arbeitet Ihr Kapital!