

*Ich komme zu dem Schluss, dass jeder Mensch sein Gewicht in die Waagschale legt, wie klein auch immer, und dass es einen Unterschied macht, wie einer denkt und handelt. Der Kampf ist nur kurz, und es lohnt sich, aufrichtig zu sein. Sind viele aufrichtig und entschieden, dann wird das ganze Zeitalter gut oder zumindest wirksam.*

Vincent van Gogh, (266) Den Haag

## Verlorenes Vertrauen...

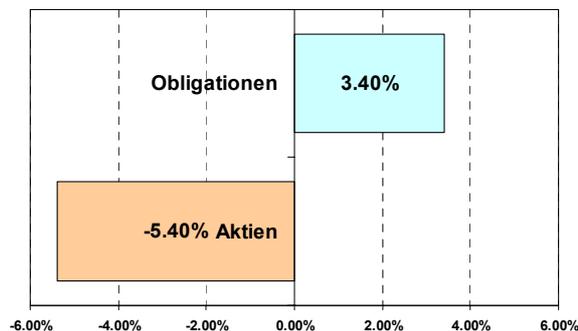
Die vielen Bonitätsrückstufungen der letzten Quartale haben zu dramatischen Kursrutschen bei etlichen Aktien geführt. In einer Reihe von Fällen gerieten auch die Obligationen unter teilweise massivem Verkaufsdruck. Der Begriff Bonität stammt von *bona* (lat., Mz) und bedeutet *das Gute*. Der Börsencrash in Raten hat in gewisser Weise einen Zusammenhang zum Sprichwort van Gogh's. So haben unzählige Manager zu wenig *gut* und aufrichtig gehandelt (u.a. Enron, Worldcom). Wie wir heute wissen, haben Spitzenvertreter zahlreicher Gesellschaften - durch die „fetten“ 90er-Jahre geblendet - völlig losgelöst von der wirtschaftlichen Realität agieren können. Fusionen, Akquisitionen und Abspaltungen waren die probaten Mittel, um den Shareholder Value zu maximieren. Mit den Parametern Risiko und Wachstum wurde aber auch von Unternehmensberatern und Analysten zu sorglos umgegangen. Nicht primär die Unternehmensbewertungsmodelle, die auf die Diskontierung der künftigen Cashflows basieren haben versagt, sondern vielmehr die Modellanwender, welche die Modelle mit viel zu positiven Inputdaten (Variablen) gefüttert haben. Das Resultat sind zahllose Strategien, die so heute keinen Sinn mehr machen und jetzt grosse Abschreibungen auf den überzahlten Investitionsobjekten nach sich ziehen. Nur so ist es wohl zu erklären, weshalb die von den USA im Jahre 2000 ausgegangene, eher milde, Konjunkturabschwächung (keine Rezession!) derart grosse finanzielle Löcher in die Erfolgsrechnungen vieler Firmen hat reißen können. Fragezeichen bezüglich Wachstumsgrenzen (z.B. bei General Electric oder Microsoft) sind durchaus angebracht. Die Wettbewerbshüter scheuen sich heute zum Glück immer weniger gegen Monopole und Kartelle hart durchzugreifen. In etlichen Krisenfällen haben auch die Organe (Generalversammlung, Verwaltungsrat, Revisionsstelle) verpasst, frühzeitig die Notbremse zu ziehen bzw. auf die Risiken genügend aufmerksam zu machen. Dem Risikomanagement wurde scheinbar oftmals nicht die notwendige Bedeutung beigegeben. Die Bruchlandung der SAirGroup wird als Negativbeispiel weiterhin für Diskussionsstoff sorgen. Hier hat ausserdem auch eine staatliche Aufsichtsbehörde (Bazl) versagt bzw. enttäuscht. Auch ein starkes Finanzsystem ist jedoch auf eine effiziente und glaubwürdige Aufsicht angewiesen. Gegen Regelverstösse z.B. im Bank- und Versicherungswesen muss deshalb rigoros vorgegangen werden. Dasselbe gilt auch für den Bereich Börse. Hohe Transparenzanforderungen (Stichwort „Corporate Governance“) und Sanktionsmöglichkeiten sind für die Rückgewinnung des Anlegervertrauens unerlässlich. Die Machenschaften der Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsfirma Andersen im Fall Enron zeigen, dass Buchhaltung nicht etwas ist das einfach ist, sondern etwas das gemacht wird. Die Zerschlagung der Andersen-Gruppe und eine breit geführte Diskussion über den Aussagewert von Testaten der Rechnungsprüfer wird die Sensibilität gegenüber unsauberen Bilanzierungspraktiken erhöhen. Dies ist begrüssenswert und wird die Transparenz für die Anleger verbessern. Die Investoren haben zudem zur Kenntnis nehmen müssen, dass Ratingagenturen zwar eine wichtige Funktion in der Meinungsbildung spielen, die Umstufungen in gewissen Fällen jedoch aufgrund der bisher etwas starren Abläufe im Einstufungsverfahren eher spät erfolgen. Im übrigen sind auch die Ratingagenturen selbstverständlich darauf angewiesen, dass die Aussagen des Management stimmen und relevante Informationen nicht „unterschlagen“

werden. Die Popularität von Anlegerschutzverbänden und die zunehmende Anzahl zivil- und strafprozessrechtlicher Klagen lassen keinen Zweifel darüber aufkommen, dass bei den Investoren (Kapitalanbietern) in den letzten Jahren viel Vertrauen vernichtet worden ist. Ein Aufarbeitungsprozess ist daher wichtig. Fehlverhalten der Marktteilnehmer oder Schwachstellen im Kapitalmarktrecht werden dadurch quasi systematisch durchleuchtet und sollten schliesslich zu Verbesserungen des Anleger- und Systemschutzes führen. Zusammenfassend stellen wir fest, dass letztendlich eine krasse Fehleinschätzung der wirtschaftlichen Realität und Möglichkeiten durch das Top-Management sowie verschiedene rechtliche und moralische Verfehlungen zum gewaltigen Kurseinbruch an den Aktienmärkten geführt haben. Doch auch eine Börsenkrise hat etwas Gutes. So werden unseriöse Anbieter ebenso verschwinden wie Finanzmarktprodukte, deren Risiko-/Ertragsprofil ex post nicht das gehalten haben, was einzelne Emittenten ihren Klienten suggeriert haben oder die Investoren sich erhofften. Raffigere Führungskräfte ohne positiven Leistungsausweis werden allmählich einer neuen Manager-Ära mit einem höheren Ethikverständnis weichen.

## ...aber „gewonnenes“ Know-how!

Wir sind überzeugt, dass das wieder entdeckte Denken in einer Rendite- und einer Risikodimension sowie das feine „Screening“ der verschiedensten Marktteilnehmer auf Systemschwächen geeignet sind, das Know-how auf breiter Basis zu erhöhen und für eine qualitative Verbesserung der Rahmenbedingungen für Investments zu sorgen. Es wurde viel Porzellan zerschlagen, die Aufräumarbeiten sind jedoch in vollem Gange. Einige Scherben werden wohl auch in den nächsten Monaten noch für Unruhe sorgen. Die Risikoherde inklusive der geopolitischen Spannungen und der Angst vor Terroranschlägen sind nun aber weitestgehend lokalisiert. Die Marktverfassung ist allerdings immer noch fragil und die Kapitalanbieter brauchen etwas mehr Zeit, um die „gesunden“ Firmen von den ernsthaft gefährdeten Unternehmungen klar zu unterscheiden. Diese in gewisser Hinsicht ineffiziente Phase bietet gerade deshalb, selbst bei einer längeren Seitwärtsentwicklung der Börsenindizes, interessante Anlagemöglichkeiten. Wir denken, dass die Firmen (Kapitalnachfrager) einiges daran setzen werden, eine hohe „Corporate Reputation“ zurück zu gewinnen. Dies kann natürlich nur mit der Zeit und über den Beweis einer hohen „Corporate Integrity“ erarbeitet werden. Denn „von nichts kommt nichts“ – das gilt auch für „Corporate Switzerland“.

**Performance Schweiz  
(1.1. - 30.6.2002)**



*Gerne teilen wir Ihnen im persönlichen Gespräch mit, welchen Märkten und Anlageinstrumenten wir im jetzigen Börsenumfeld ein besonders attraktives Risiko-/Ertragsprofil zutrauen.  
Und wie sieht Ihre Investment Story aus?*

## Disclaimer

All information contained herein is obtained by Visual Finance from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, such information is provided „as is“ without warranty of any kind and Visual Finance, in particular, makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such information. Under no circumstances shall Visual Finance have any liability to any person or entity for (1.) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of Visual Finance or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (2.) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if Visual Finance is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The credit ratings, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. No warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such rating or other opinion or information is given or made by Visual Finance in any form or manner whatsoever. Each rating or other opinion must be weighed solely, as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling.