

der baz-Gast: Professor Erwin W. Heri*

Welche Aktien sollen es denn sein?



In meiner letzten Kolumne (baz vom 11.9.2006) hatten wir über die «grosse Korrektur» an den weltweiten Aktienmärkten nachgedacht. Wann sie wohl kommen und wie sie aussehen würde. Seither haben wir ein paar Schlotterpartien mitgemacht, um uns inzwischen wieder in der Nähe historischer Höchstwerte zu sonnen. Es wurde dort argumentiert, dass die Entwicklung der Aktienmärkte eigentlich seit der Erfassung systematischer Indexwerte – in den USA seit rund 200 Jahren, in den übrigen Ländern seit rund 100 Jahren – einen stetig nach oben zeigenden Trend aufweist, einen Trend, der starken kurzfristigen Schwankungen ausgesetzt ist. Diese sind so ausgeprägt und dauern gelegentlich so lange, dass sie kurzfristig orientierten Investoren den Blick für die langfristigen Zusammenhänge verschleiern.

INNOVATIONSPROZESS. Die wirtschaftliche Basis dieser langfristigen Trends in den Aktiennotierungen ist die stetige Verbesserung der Unternehmensgewinne, die ihrerseits das Ergebnis eines permanenten Innovationsprozesses ist, der unsere arbeitsteilige Wirtschaft stetig weitertreibt. Die langfristigen Trends in den Börsenkapitalisierungen werden erst dann zu einem Ende kommen (das wäre dann die «grosse Korrektur»), wenn unsere Lust an Prozess- und Produktinnovation und an der Gewinnorientierung zu einem Ende kommt. Mit anderen Worten: Wenn uns die Fantasie ausgeht. Bis dahin werden sich die Aktienindizes mit starken Schwankungen, die einige Jahre andauern können, tendenzmässig nach oben entwickeln. Ich rufe damit beileibe nicht das Börsenparadies auf Erden aus. Wir werden diese Langfristigkeit und die entsprechenden Renditen auch in der Zukunft durch Trümentäler hindurch erleben

müssen. Und es wird nicht mehr allzu lange dauern, bis uns in der nächsten Talfahrt irgendwelche Gurus wieder einmal erklären, dass die Situation jetzt völlig hoffnungslos sei und man lange Zeit an den Aktienmärkten nichts mehr verdienen werde. Es ist erst vier Jahre her, dass wir in einer solchen Phase steckten, in der die kurzfristige Orientierung vielen Leuten den Blick für die längerfristigen Tendenzen vernebelte.

AKTIENINDIZES. Ein wichtiger Aspekt in meiner letzten Kolumne, vor allem aber auch in den obigen Überlegungen ist, dass wir uns immer auf der Ebene des «Aktienmarktes» bewegen. Wir reden nicht von einzelnen Titeln oder einzelnen Unternehmen, sondern wir reden von den Aktienindizes. Dies ist deswe-

Es wird nicht mehr lange dauern, bis Gurus wieder einmal erklären, dass die Situation völlig hoffnungslos sei.

gen wichtig, weil einige der obigen Überlegungen völlig anders aussehen, wenn wir auf der Ebene der Einzelunternehmen argumentieren. Das sieht man allein schon daran, dass die Zusammensetzung der Aktienindizes vor beispielsweise 50 Jahren eine völlig andere gewesen ist als heute. Einzelne der Unternehmungen sind aus dem Index verschwunden, andere hinzugekommen. Frühere Erfolgsgeschichten endeten in einem Fiasko, andere sind entstanden. Die Erfolgsgeschichten verschwinden aus dem Index, die Erfolgsgeschichten bleiben drin. In diesem Sinne ist die langfristige Entwicklung eines Aktienindex selbst nicht repräsentativ für die Ups and Downs in der Unternehmenswelt. Der Index enthält immer nur die (rela-

tiv) Erfolgreichen und die Verlierer werden eliminiert. Schlecht für denjenigen Investor, der seinerzeit zum Aufbau seiner langfristigen Anlagestrategie einen Verlierer gekauft hat.

Pech? Nicht nur. Die moderne Portfoliotheorie lehrt uns in diesem Zusammenhang zwei wichtige Erkenntnisse: Erstens ist die Schwankungsbreite der Renditen im Bereich der Einzelaktien wesentlich grösser als im Bereich der Gesamtindizes. Das heisst, das Anlage-risiko in Einzelaktien ist grösser als bei einem Index oder einem breit diversifizierten Portfolio. Und zweitens werden die Risiken, die man mit Einzelaktien eingeht, nicht durch eine separate Risikoprämie abgegolten.

Mit anderen Worten, wir können nicht einfach davon ausgehen, dass die obige Argumentation über die Innovationskraft der Wirtschaft sich einfach eins zu eins auf die Einzeltitel anwenden lässt. Es ist offensichtlich, dass sich nicht alle Unternehmen im Zeitablauf als innovativ genug herausstellen, um in einer arbeitsteiligen Wirtschaft langfristig bestehen zu können. Investitionen in solche Einzeltitel erbringen dann auch nicht die langfristig erwarteten Erträge. Eine Investition in ein Indexinstrument andererseits eliminiert solche Kandidaten, wenn sie aus dem Index verschwinden, und passt in dem Sinne die Anlage automatisch jeweils in Richtung der erfolgreichen Unternehmen an. Deswegen ist beim Aufbau einer langfristigen Aktienposition zunächst auf eine möglichst breite Diversifikation zu achten – idealerweise über ein Anlagevehikel, das in etwa Indexeigenschaften aufweist. Erst in einer zweiten Stufe sollte man sich Gedanken über eventuelle Einzeltitel machen, mit denen es einem vielleicht gelingt, die Rendite des Indexvehikels noch etwas zu verbessern.

* Erwin W. Heri ist Professor für Finanzmarkttheorie am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ) der Universität Basel.

neu erschienen

Wie aus Keynesianern Liberale wurden

PIERRE WEILL

Drei Schweizer Wirtschaftsprofessoren, die den wirtschaftspolitischen Diskurs in den vergangenen Jahrzehnten geprägt haben, ziehen in einem gemeinsamen Buch (Zwischen-)Bilanz. Silvio Borner, Bruno S. Frey und Kurt Schiltknecht sind alle innerhalb von zehn Tagen im Jahr 1941 geboren, kennen sich schon seit Jahrzehnten, sind alle Wirtschaftsprofessoren, verstehen sich alle als liberal und unterscheiden sich doch durch unterschiedliche Karrieren, Schwerpunkte und auch Ansichten. Borner hat in St. Gallen studiert und ist Professor am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel, Frey hat an der Universität Basel studiert und doziert an der Universität Zürich, wo Schiltknecht sein Studium gemacht hat. Er ist a. o. Professor an der Universität Basel und war nach zehnjähriger Tätigkeit bei der Nationalbank als Weggefährte von Martin Ebner auch Unternehmer.

DIFFERENZEN. Im vom Journalisten Beat Kappeler herausgegebenen Büchlein blicken die drei Autoren jeweils in einem kurzen Essay auf ihre berufliche Tätigkeit zurück. Dabei zeigt sich, dass alle sich relativ schnell vom in den 50er- und 60er-Jahren dominierenden Keynesianismus losgelöst und dem Wirtschaftsliberalismus zugewendet haben. Ein Interview des NZZ-Journalisten mit den dreien zeigt, dass unter den drei Ökonomen nicht überall Übereinstimmung herrscht. Unterschiedliche Ansichten ergeben sich in der Rolle des Staates und insbesondere bei der Bewertung der direkten Demokratie und des Föderalismus. Borner sieht in der direkten Demokratie nach Schweizer Prägung mit Referendum und

Initiative eine Quelle für Fehlentwicklung, während Frey diese Instrumente befürwortet, da die Stimmenden letztlich immer recht haben. Für Borner ist «die individuelle Freiheit neben dem Wettbewerb das Zentrale». Positiv wertet Frey auch den Föderalismus, da dieser den Wettbewerb fördert. Schiltknecht sagt, er sei grundsätzlich immer ein Anhänger der direkten Demokratie gewesen. Doch gefällt ihm gar nicht, dass zurzeit «sozialistisches Gedankengut» überhand nehme. Es «dominiert die Vorstellung, werde dies zu einem Problem. Bei dieser Einstellung stellt sich die Frage, ob Demokratie nur gut ist, wenn das Volk «richtig» entscheidet.

VERSTÄNDLICH. Schiltknecht weist als ehemaliger Nationalbank-Mitarbeiter auf die Fortschritte hin, die dank der Geldmengensteuerung in der Inflationsbekämpfung erzielt worden sind. Abgerundet wird das Buch mit Interviews von Beat Kappeler und einigen Artikeln der drei Dozenten zu Themen wie Swissair (Borner), Glück (Frey) und goldene Fallschirme (Schiltknecht). Das Buch fasst in verständlicher Form die Entwicklung der Ökonomie in den vergangenen 60 Jahren zusammen.

Beat Kappeler (Hrsg.), Silvio Borner, Bruno S. Frey, Kurt Schiltknecht: **Was vermag Ökonomie?** Verlag Neue Zürcher Zeitung, 2007 Zürich.

Converium wehrt sich mit Händen und Füssen

Der Rückversicherer sucht im Übernahmekampf nach einem «Weissen Ritter»

Der Kampf um die Versicherungsfirma geht weiter. Der Financier Ebner wird kritisiert. In den USA steht eine Sammelklage an.

Die Konzernchefin des Rückversicherers Converium, Inga Beal, sucht gegen die Übernahme durch den französischen Konkurrenten Scor immer noch einen «Weissen Ritter», der die feindlichen Übernahmepläne durchkreuzen könnte. Ein solcher Retter müsste nicht zwingend aus der Rück-Branche stammen, sagte Beale der «Finanz und Wirtschaft».

Es sei aber sehr schwierig, einen «Weissen Ritter» zu finden, räumt Beale ein. Denn die von Scor mit Hilfe des Anlagevehikels Patinex von Martin Ebner aufgebaute Beteiligung von 32,9% schrecke viele Investoren ab. In diesem Zusammenhang kritisiert Beale den Financier Ebner: «Wir waren stets transparent, er hingegen hielt sich bedeckt, um es diplomatisch zu formulieren.» Scor bietet pro Converium-Titel eine halbe eigene Aktie sowie 4 Fr., was die Gesellschaft mit rund 3,1 Mrd. Fr. bewertet. Damit ist

Converium nicht zufrieden. In den USA befasst sich derzeit die Justiz mit dem Übernahmekampf. Converium-Aktionäre reichten bei einem New Yorker Gericht eine Sammelklage ein. Scor habe die Aktionäre in den USA «in ungerechtfertigter und unfairer Weise von der Übernahmeofferte ausgeschlossen», erklärt Beale. Gemäss «NZZ am Sonntag» halten die klagenden US-Aktionäre 22% der Converium-Aktien. Sie verlangen, dass jede weitere Handlung im Übernahmeprozess untersagt wird.

Damit stellt sich die Frage, ob die Angebotsfrist am Dienstag beginnen kann. Laut «NZZ am Sonntag» ist es sehr gut möglich, dass die schweizerische Übernahmekommission (UeK) den Beginn der Frist wegen der rechtlichen Unsicherheiten in den USA erneut hinausschiebt. Unabhängig davon wird die Scor-Gruppe am Donnerstag an der Converium-Generalversammlung ein gewichtiges Wort mitreden können. Die Franzosen liessen sich mit sämtlichen 32,9% der Stimmen eintragen. SDA

up & down

UP AND DOWN



ANZEIGE

Rendite ja, Risiko nein.
Jetzt zeichnen bis 11.5.07



BLKB ZinsMI
100% SICHERHEIT.
BIS ZU 4% RENDITE.

BLKB ZinsMI ist die Kombination von Sicherheit und Gewinn. Bei 100% Kapitalschutz und garantierter Rendite von 1,2 bis 4%. Mehr unter www.blkb.ch.

Basellandschaftliche Kantonalbank