

Baryon

PRIVATE ASSET MANAGEMENT



Sehr geehrte Leserin

Sehr geehrter Leser

Die erratischen Kursbewegungen an den Kapitalmärkten sowie die Divergenz zwischen dem makroökonomischen Datenmaterial und dem Kursverlauf der Aktienmärkte zwingen uns fast täglich zu einer Neubeurteilung der Lage. Die korrekte Einschätzung der kurz- und langfristigen Risikobereitschaft unserer Kunden muss noch genauer verfolgt werden und verlangt von uns ein hohes Mass an Verantwortung. Die Tatsache, dass es im momentanen Marktumfeld selbst für die Profis nicht immer klar ist, wie die irrationalen Kursausschläge an den Finanzmärkten zu deuten sind, erschwert unsere Aufgabe entscheidend.

Heute spiegeln sich in den täglichen Kursbewegungen Ängste vor Terrorangriffen, Befürchtungen eines Atomkrieges zwischen Indien und Pakistan und auch der Unmut der Anleger über die publik gewordene Selbstbedienungsmentalität des Topmanagements gewisser Unternehmen. Offensichtlich sind wir heute bereit zu glauben, die Welt sei vom Bösen und Schlechten bedroht. Die Auswirkungen dieser Wahrnehmung sind bis jetzt noch nicht absehbar. Tatsache ist, dass die Rüstungsausgaben wieder massiv ansteigen und von einer Friedensdividende im Nachgang zum Kollaps der kommunistisch regierten Länder nicht mehr gesprochen werden kann.

Bei all diesen Wirren und der daraus entstandenen Verunsicherung wird aber vergessen, dass die Welt bis heute jede Krise gestärkt überstanden hat und Probleme schnell und nachhaltig gelöst werden konnten. Sicherlich haben die jüngsten kriegerischen Ereignisse jeden von uns erschüttert. Ebenso haben uns die bekannt gewordenen Bilanzfälschungen börsenkotierter Gesellschaften erzürnt und verunsichert. Wir müssen aber auch zur Kenntnis nehmen, dass beispielsweise in Afghanistan historisch gewachsene quasidemokratische Institutionen wieder funktionieren und das Land einen neuen Weg in eine unabhängige Zukunft sucht. In der Unternehmenswelt zeichnen sich radikale Restrukturierungen ab. Auch hier wird dokumentiert, dass man dazu bereit ist, aus Fehlern der Vergangenheit zu lernen und sich für die Zukunft zu stärken.

Wir sollten auf der Basis unseres Lebenswillens und unserer unternehmerischen Leistungskraft davon ausgehen, dass auch die Finanzmärkte bald wieder dieser Ratio folgen werden.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Risikomanagement
 - Die Anlagestrategie im 3. Quartal 2002
 - Die neue Berna Biotech AG
-

RISIKOMANAGEMENT

Die Risiken haben für Anleger in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Um unserer Verantwortung als Asset Manager gerecht zu werden, müssen wir unsere Anlagephilosophie den neuen Gegebenheiten anpassen. Grundlage unseres Handelns ist die Überzeugung, dass eine Investition, welche auf der Basis gründlicher Recherchen und Analysen getätigt wurde, früher oder später durch den Markt mit einer positiven Performance honoriert wird. Entspricht die Performance jedoch nicht den gesetzten Erwartungen, müssen ein effizientes Risikomanagement greifen und die Kursverluste begrenzt werden.

Die weltweiten Aktienmärkte befinden sich seit mehr als zwei Jahren in einem Abwärtstrend, der durch eine hohe Volatilität geprägt ist. Anlagetechniken, die auf die langfristigen Trends setzen, wie zum Beispiel die «Buy and Hold»-Strategie, haben in dieser Zeit keine guten Resultate geliefert. Für die täglichen Kursschwankungen fehlen oft fundierte Erklärungen, und wenn solche verfügbar sind, erscheinen die Kursbewegungen nicht selten irrational. Auch das Nachkaufen stark gefallener Titel hat sich in den meisten Fällen nicht ausgezahlt. Die Hilflosigkeit der privaten Anleger in diesem komplexen und auch ungewohnten Anlageklima macht sich breit. Das Terrain wird immer mehr von den professionellen Anlegern übernommen.

Für den Privatanleger stellt sich die Frage, ob es in diesem Umfeld noch opportun ist, in Aktien zu investieren. Vergleicht man nämlich die Risikoprofile von alternativen Anlageformen wie beispielsweise Liquidität, Anleihen und Immobilien, wird schnell klar, dass sich die Aktie als Anlageform zwar weiterhin eignet, die Chancen- und Risikoeigenschaften sich aber gegenüber den Alternativen nicht mehr so klar abgrenzen. Die Voraussetzungen für Aktienanlagen haben sich in den letzten Jahren verändert. Das Investment in Aktien setzt heute Klarheit über die eigene Risikobereitschaft und die damit verbundene Grenze voraus.

Die in den letzten Monaten oft als «Wunderwaffe» angepriesenen Hedge Funds bilden ebenfalls keine wirklich passable Alternative, da auch deren

Performance eng an die Entwicklung der Märkte gekoppelt ist. Gemessen an der fehlenden Liquidität und den komplexen, risikobehafteten Strategien, sind die Renditechancen zudem nicht adäquat.

Die letzten Jahre haben aufgezeigt, dass die Kursrückschläge an den Märkten nur schwer verdaut werden. Die schnellen Börsengewinne der 90er-Jahre sind bereits in Vergessenheit geraten. Die Erfahrungen deuten auf die Notwendigkeit einer laufenden Überprüfung des Anlageprofils hin, wobei dieser Prozess nur in einer engen und persönlichen Kundenbeziehung aufrechterhalten werden kann. Selbstverständlich haben die daraus gewonnenen Erkenntnisse auch eine Auswirkung auf die Anlagephilosophie des Vermögensverwalters und auf die Art, wie eine Anlagestrategie im täglichen Börsengeschehen umgesetzt wird.

Das Marktgeschehen ist kurzlebiger geworden. Informationen fließen immer schneller, sind oftmals ungewichtet und erwecken teilweise sogar einen tendenziösen Eindruck. Dies führt zu einer erheblichen Erhöhung der Kursschwankungen und Prognoserisiken. Investitionen erfordern daher in viel stärkerem Masse als bisher eine gründliche, fundamentale Analyse. Klar ist aber auch, dass eine Investition vom Markt mit einer positiven Performance honoriert werden muss. Mehr denn je muss ein aktives Risikomanagement dazu eingesetzt werden, Verlustrisiken zu erkennen und zu begrenzen. Dies muss zu einem zentralen Bestandteil der von uns verfolgten Anlagephilosophie werden.

Unsere Aktienquote zeigt die Einschätzung des volkswirtschaftlichen Umfeldes am deutlichsten. Liegt der Aktienanteil eines Portfolios unterhalb der im Profil mit dem Kunden definierten strategischen Quote, wie dies momentan der Fall ist, dokumentiert dies eine vorsichtige Haltung gegenüber dem Marktumfeld. Für die Selektion und die Überwachung einzelner Sektoren haben wir fundamentale und qualitative Kriterien definiert, was dazu führen kann, dass einzelne Branchen nicht berücksichtigt werden. Auf der Ebene einzelner Positionen haben wir die von uns gehaltenen Titel in zwei Risikokategorien eingeteilt.

In der ersten Gruppe mit strategischen Positionen, die wir nach fundamentalen Kriterien auswählen, gehen wir von einer positiven Kursentwicklung über die nächsten sechs bis zwölf Monate aus. Oft braucht der Markt Zeit, sich diesem Ziel zu nähern. Auf dieser Basis tolerieren wir daher eine negative Performance von

rund 20%, bevor wir eine Stop-Loss-Limite setzen und das Verlustrisiko damit beschränken.

Kurzfristige Trends an den Märkten nutzen wir mit einer zweiten Gruppe von taktischen Positionen, welche wir hauptsächlich aufgrund der technischen Marktanalyse selektieren. Aufgrund des höheren Risikoprofils sowie des kürzeren Anlagehorizontes von bis zu drei Monaten muss sich unsere Markteinschätzung entsprechend schneller materialisieren. Es ist in der Taktik zwingend, obere und untere Kurslimiten zu setzen und sich daran zu halten. Die Anzahl taktischer Positionen bezieht sich primär auf die Marktlage und die Risikobereitschaft des Kunden.

In Zeiten, in denen der Kursverlauf der Aktienmärkte rationalen Gegebenheiten folgt, ist die Umsetzung des Risikomanagements relativ unproblematisch. Selbstverständlich kann und soll es auch in haussierenden Märkten zu Gewinnmitnahmen verwendet werden.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM 3. QUARTAL 2002

Das wirtschaftliche Umfeld hat sich über das 2. Quartal 2002 weiter verbessert. Ein moderater Aufschwung bestätigt sich in den USA – erste Zeichen der Erholung sind in Europa und Japan ersichtlich und dürften sich zusammen mit den USA in der zweiten Jahreshälfte akzentuieren.

Die Abschwächung des USD gegenüber dem EUR bestätigt uns in der Annahme, dass der Aufschwung in den USA substantieller als in Europa ausfallen wird.

Die Aktienmärkte haben trotz der guten konjunkturellen Vorboten noch nicht Tritt gefasst. Die Unruhe an der Devisenfront, das kritische politische Umfeld sowie weitere Skandalmeldungen aus den Chefetagen von US-Unternehmen strapazieren das Anlegervertrauen. Die Gewinnausweise der Unternehmen konnten sich im 1. Quartal 2002 erwar-

tungsgemäss noch nicht verbessern. Es ist von einer Verzögerung von zwei Quartalen zwischen Produktionsbeschleunigung und anziehenden Gewinnen zu rechnen, weshalb wir auch für die Gewinnausweise für das 2. Quartal 2002 noch ein hohes Enttäuschungspotenzial sehen. Eine Verbesserung und damit ein stabileres Börsenumfeld erwarten wir frühestens im 3. Quartal 2002. Aufgrund dieser Einschätzung halten wir an der Untergewichtung unserer Aktienquote fest und warten für den Aufbau neuer Positionen eine klare Bodenbildung der Märkte und eine Beruhigung an der Devisenfront ab.

Wir erwarten gegen Ende 2002 wieder ansteigende Zinsen und engagieren uns mit Anleihen im kurz- bis mittelfristigen Segment. Die schwachen Wirtschaftszahlen in Europa sprechen mittelfristig für eine Stabilisierung des USD gegenüber dem EUR.

DIE NEUE BERNA BIOTECH AG

In den letzten Wochen wurde die Fusion der Berna Biotech AG mit der Rhein Biotech AG gegen Ende 2002 bekannt gegeben und dass das Nasalflu-Produkt in der bestehenden Form nicht mehr lanciert wird. Beide Meldungen wurden vom Markt ungnädig aufgenommen, der Aktienkurs kam kräftig unter Druck.

Berna Biotech AG konnte im Jahr 2001 einen ausserordentlichen Umsatz von rund CHF 150 Mio. aus dem Verkauf von Pockenimpfstoffen verbuchen. Ein Teil der Erlöse aus dieser Transaktion wird nun dazu verwendet, den Branchennachbarn Rhein Biotech AG zu übernehmen. In diesem Zusammenhang wurde ein Aktiensplit im Verhältnis 1:25 vorgenommen und an der Generalversammlung ein genehmigtes Aktienkapital in der Höhe von nominal CHF 5 Mio., d.h. 12,5 Mio. Aktien geschaffen.

Die Fusion macht aus fundamentaler Sicht Sinn. Die Berna Biotech gewinnt durch Rhein Biotech AG zusätzliche Produkte und Technologieplattformen sowie den Zutritt zum internationalen Massenmarkt für Impfstoffe. Beide Firmen besitzen einen hohen Eigenfinanzierungsgrad und arbeiten mit Gewinn. Aus psychologischer Sicht entstanden neue Risiken im Zusammenhang mit dem laufenden Umbau der Berna Biotech AG sowie der neuen Ertragslage des kombinierten Konzerns. Das Management hat hinsichtlich der finanziellen Ziele der neuen Berna Biotech AG folgende Eckdaten veröffentlicht: Der Umsatz 2002 wird rund CHF 200 Mio. betragen, das Umsatzwachstum bis 2005 liegt bei 25% pro Jahr. Die EBITDA-Marge wird bis 2005 zwischen 20% und 25% erreichen.

Wir haben auf der Basis der Vorgaben sowie unter Berücksichtigung der Kapitalerhöhung einen Gewinn pro Aktie für das Jahr 2003 von CHF -.62 errechnet. Auf dieser Grundlage ist der Titel rund

3,3 Mal so hoch wie der Umsatz bewertet, was gegenüber den Konkurrenten Chiron mit 4,6 Mal und Genentech mit 5,8 Mal bescheiden erscheint. Mit einem konservativen Preis-Umsatz-Faktor von 5 ergibt sich ein Kursziel für 2003 von rund CHF 33.

Der Rückzug der Innovation «Nasalflu» in ihrer bestehenden Form war unserer Meinung nach absehbar. Nachdem das Produkt mit unerwünschten Nebenwirkungen in Verbindung gebracht worden war, konnte eine sofort eingeleitete Untersuchung keine zwingenden Zusammenhänge aufzeigen. Dennoch kam es im Jahre 2001 bei 100 000 verkauften Sprays zu 42 Fällen mit Nebenwirkungen in Form von einseitigen Gesichtslähmungen, was trotz der geringen Häufigkeit rein statistisch nicht ausgeräumt werden kann. Der Rückzug des Medikamentes hat keinen Einfluss auf die Rechnung 2002. Berna Biotech wird zusammen mit dem internationalen Vertriebspartner Aventis eine neue Version des Produktes in diesem Jahr in die klinische Phase I/II schicken.

Der Markt bewertet momentan die Unsicherheitsfaktoren stärker als die unternehmerischen Chancen. Obwohl wir der Meinung sind, dass der Aktienkurs auf dem derzeitigen Niveau unterbewertet ist, wird eine Trendumkehr erst mit positiven Neuigkeiten bezüglich Fusionsfortschritt und neuer Produkte möglich sein. Der Kurs hat ein Potenzial von deutlich über CHF 30 und stellt heute für den langfristig orientierten Anleger eine Kaufgelegenheit dar.

Baryon AG, Private Asset Management

Weisses Schloss, General Guisan-Quai 36, CH-8002 Zürich

Telefon +41. 1. 206 20 50, Telefax +41. 1. 201 90 89

info@baryon.com, www.baryon.com