

Schweizer Obligationenhandel in extrem ruhigen Bahnen Seite 29

Gewinnmitnahmen weisen den SMI in die Schranken Seite 30

US-Erdölvorräte überraschend grösser Seite 33

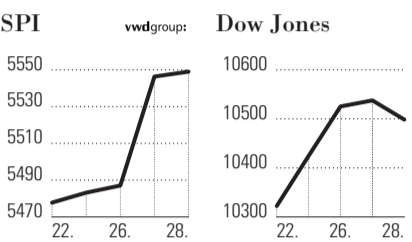
SMI 

Dow Jones 

6277.49
0.04%

10497.88
-0.38%

AKTIENMÄRKTE



	Schluss (22.23 Uhr)	Schluss (28.07.)	%	absolut
Schluss	27.07.	28.07.	28.07.	28.07.

Europa	Schluss	Schluss	%	absolut
SMI	6275.19	6277.49	0.04	2.30
SPI	5546.36	5549.03	0.05	2.67
DAX	6207.31	6178.94	-0.46	-28.37
CAC 40	3666.40	3670.36	0.11	3.96
FTSE 100	5365.67	5319.68	-0.86	-45.99
Euro Stoxx 50	2769.31	2766.11	-0.12	-3.20
Stoxx Europe 50	2501.06	2497.93	-0.13	-3.13
Stoxx gesamt	264.45	263.76	-0.26	-0.69
Nordamerika / Asien	Schluss	Schluss	%	absolut
Dow Jones	10537.69	10497.88	-0.38	-39.81
S&P 500	1113.84	1106.13	-0.69	-7.71
Nasdaq Comp.	2288.25	2264.56	-1.04	-23.69
Nikkei 225	9496.85	9753.27	2.70	256.42
Hang Seng	20973.39	21091.18	0.56	117.79

FINANZMÄRKTE

Deutschland

Deutsche Börse leidet unter Sparkurs (ddp) · Belastungen aus dem zu Beginn des Jahres eingeschlagenen Sparkurs haben das Quartalsergebnis der Deutschen Börse geschmälert. Zwar stieg der Ertrag vor Zinsen und Steuern (Ebit) im Jahresvergleich um 3% auf 257,4 Mio. €. Er wäre aber ohne die Restrukturierungskosten mit 338,4 Mio. € deutlich höher ausgefallen, wie der Konzern am Dienstag mitteilte. Wegen der aufgrund der wachsenden Unsicherheit der Anleger erhöhten Handelsaktivitäten ist der Umsatz im zweiten Quartal um 9% auf 564,4 Mio. € gestiegen.

Spanien

Anleger trauen dem BBVA (Reuters) · Nach dem Stresstest kehrt das Vertrauen der Anleger in das spanische Bankensystem zurück. Das zweitgrösste Institut des Landes, der BBVA, zapfte am Mittwoch erstmals seit Beginn der Schuldenkrise den Kapitalmarkt mit einer vorrangigen und unbesicherten Anleihe an. Investoren hätten mehr als 1 Mrd. € an Kaufgeboten für den fünfjährigen Bond abgegeben, hiess es in Bankkreisen. Die Anleihe wird demnach rund 20 Basispunkte günstiger sein als ein eigentlich sicherer Pfandbrief in der vergangenen Woche.

Portugal

Tiefere Aufschläge für Staatspapiere (Reuters) · Portugal hat sich frisches Kapital am Markt beschafft und damit Sorgen um seine Kreditwürdigkeit gedämpft. Das hochverschuldete Land nahm am Mittwoch insgesamt knapp 1,3 Mrd. € auf. Nach der Auktion sank der Renditeaufschlag auf portugiesische Anleihen im Vergleich mit deutschen Staatspapieren auf den niedrigsten Stand seit zwei Monaten. Bis anhin habe Portugal etwa 75% seines Kreditbedarfs für 2010 gedeckt, sagte ein Analytiker der Commerzbank. Das Land sei in einer relativ komfortablen Lage.

TAGESGESPRÄCH AN DER BÖRSE

Kalte Dusche für die EFG-Aktionäre

Wiederum setzen Hiobsbotschaften der Bank stark zu

nz. · Die Zürcher Privatbank EFG International hat mit der Ankündigung eines Verlustes von über 800 Mio. Fr. im ersten Halbjahr vielen Investoren einen tüchtigen Schrecken eingejagt. Lag der Titel in den vergangenen Tagen dank dem freundlichen Umfeld im Aufwind, fiel der Einbruch nun umso schärfer aus. Der Kurs eröffnete am Mittwoch mit Fr. 13.50 um gut 14% unter dem Vortageschlusskurs. Nach wilden Fluktuationen in der Bandbreite zwischen Fr. 11.65 und Fr. 13.90 ging der Titel mit Fr. 12.55 um 20,32% tiefer aus dem Handel.

Im Gegensatz zu Finanzanalytikern, die den Goodwill-Abschreiber von 859,5 Mio. Fr. als kalten Kaffee bezeichneten oder die rechnerische Tabula rasa



an der Halbjahreskonferenz gar als erfrischend mutig lobten, zeigten sich die Anleger schockiert. Die Wertberichtigung von 499 Mio. Fr. allein auf Marble Bar Asset Management verunsicherte hierbei besonders stark. Erst im vergan-

genen Mai ist das Unternehmen, für das EFG International im Dezember 2007 rund 470 Mio. Fr. gezahlt hatte, an die Führungsmannschaft abgegeben worden; ein befragter Analytiker zog stark in Zweifel, dass die beim Handwechsel als Gegenleistung erhaltene «ewige Rente» in Form von Management- und Performance-Gebühren über die Jahre den Braten fett machen wird.

Weitherum wurde am Mittwoch der Fall der Marge im Private Banking auf 92 Basispunkte als enttäuschend taxiert. Diese Einschätzung teilte auch der Verwaltungsratspräsident der Bank, Jean Pierre Cuoni, in seinem Schreiben an die Aktionäre. Mit einer Dividende für 2010 ist kaum mehr zu rechnen.

Die Schuldenkrise tritt in den Hintergrund

Nach einem kleinen Rally gelten europäische Banktitel bereits als «überkauft»

bet. · Die europäischen Aktienmärkte haben in den vergangenen Tagen einen Teil der Verluste wettgemacht, die seit dem Höhepunkt der Schuldenkrise im Mai angefallen waren. Der breit aufgestellte Stoxx-Europe 600 notierte am Mittwoch zeitweilig so hoch wie seit drei Monaten nicht mehr. Zuvor hatte er sechs Tage hintereinander im Plus geschlossen. Der enger gefasste Euro-Stoxx 50 machte kurz vor dem Drei-Monats-Hoch an der 200-Tage-Linie kehrt und schloss nahezu unverändert. Seit Monatsbeginn hat das europäische Leitbarometer mehr als 7% zugelegt.

Wachstum zählt wieder

Forciert wurde die kleine Aufholjagd von guten Unternehmenszahlen und Wachstumsdaten, die sich laut Analytikern in der Wahrnehmung der Investoren zum ersten Mal seit Wochen vor die Besorgnis über die europäischen Staats-

haushalte schoben. Die glimpflich ausgefallenen Resultate des Bankenstresstests sowie die Transparenz über die Bestände an risikobehafteten europäischen Staatstiteln trugen zu dieser Trendwende massgeblich bei; ein grosser Teil der Marktentwicklung geht denn auch auf das Konto der reüssierenden Bankaktien. Der auf Finanzinstitute fokussierte Unterindex des Stoxx-Europe 600 ist in sechs Handelstagen um rund 12% gestiegen. Manche Beobachter warnen bereits vor den «überkauften» Bankvaloren, deren jüngstes Rallye auch durch das Schliessen von Leerverkäufen getrieben worden sei und nun in eine Konsolidierung übergehen könnte.

Eine lang nicht gesehene Zuversicht lässt sich auch im Handel mit Absicherungen gegen den Ausfall von Staatsanleihen südeuropäischer Länder erkennen. Der Kurs der dafür genutzten Credit Default Swaps (CDS) ist zum

Beispiel für fünfjährige griechische Papiere inzwischen unter 700 Basispunkte gefallen. Ende Juni lag er bei rund 1130 Basispunkten. Auch die spanischen und portugiesischen Pendanten sind stark im Preis gesunken. Der scharfe Anstieg der CDS-Kurse hatte im Mai europäische Politiker zu schweren Schuldzuweisungen an die Finanzmärkte veranlasst.

Euro über 1-Dollar-30-Marke

Der Euro setzt derweil seine Erholung gegenüber dem Dollar fort und vermochte sich am Mittwoch erstmals seit Monaten für längere Zeit über \$ 1.30 zu halten. Die Gemeinschaftswährung ist seit dem Jahrestief Anfang Juni, als sie unter \$ 1.20 rutschte, im Wert um mehr als 9% gestiegen. Bis zum Niveau vom vergangenen Dezember, als Griechenland zum Dauergast in den Schlagzeilen avancierte, ist es jedoch noch ein weiter Weg.

Offenheit zahlt sich aus

Einfluss von Unternehmenspublizität auf Kursvolatilität, Liquidität und Kapitalkosten

Viele Investoren haben in der Finanzkrise das Vertrauen in ihre Aktienengagements verloren. Mit einer besseren Offenlegung können es die Unternehmen zurückzugewinnen.

Pascal Gantenbein, Mladen Rikanovic

Zur Wirkung von Massnahmen zur Offenlegung (Disclosure) von Informationen durch Unternehmen sind seit der Jahrtausendwende zahlreiche Forschungsbeiträge entstanden. Ausgangspunkt ist das Informationsproblem, welches bei Kapitalgesellschaften infolge der Trennung von Aktionariat und Management inhärent ist. Dieses äussert sich zunächst in der Unsicherheit externer Kapitalgeber über die Qualität der Unternehmung. Parallel dazu existiert jedoch auch ein Vertrauensproblem oder Agency-Problem gegenüber dem Management. Viele Aktionäre fragen sich etwa angesichts der Wertverluste ihrer Aktien in der Finanzkrise, ob das Management richtig gehandelt und das Aktionariat korrekt informiert hat.

Hinsichtlich der Unsicherheit über Qualität zeigt sich, wie Akerlof (1970) für die Bewertung komplexer Güter beschrieben hat, dass auch am Kapitalmarkt zurückgehaltene Informationen unabhängig von ihrer tatsächlichen Qualität als unvorteilhafte Informationen interpretiert werden. Eine mangelhafte Offenlegung über ein Unternehmen erhöht die Unsicherheit, und diese

Unsicherheit wird negativ bewertet. Anleger verlangen daraufhin eine höhere Rendite. Kapitalgeber diskontieren mit einer höheren Risikoprämie aufgrund potenziell fehlender Information – dies umso mehr, je geringer die Transparenz ist.

Bei mangelhafter Offenlegung werden aufgrund der grossen Unsicherheit über den fairen Wert potenzielle Anleger kaum investieren und bestehende Aktionäre kaum verkaufen. Der Markt wird illiquide, und der Handel ist von starken Preisschwankungen, tiefen Volumina und zeitlichen Verzögerungen geprägt. Dies bedeutet, dass die Reduktion von Unsicherheiten durch Offenlegung einen positiven Effekt auf die Liquidität und dadurch auf den Wert der Aktien hat.

Beim Vertrauensproblem gegenüber dem Management handelt es sich um ein Agency-Problem, da die Aktionäre dem Management aufgrund von dessen Handlungsspielräumen misstrauen. Empirisch zeigen Hope und Thomas (2008), dass finanzielle Disclosure durch das Monitoring des Managements die Agency-Kosten senkt und dadurch den Unternehmenswert erhöht.

Eine zweite Gruppe von Arbeiten untersucht den Einfluss der Offenlegung auf die Kapitalkosten. Eine bessere Informationslage zieht breitere Investorenkreise an und trägt zu einer höheren Abdeckung der Titel durch Analytiker bei, wodurch sich die Liquidität erhöht. Die bessere Liquidität wirkt sich sodann in einer höheren Bewertung bzw. in tieferen Kapitalkosten

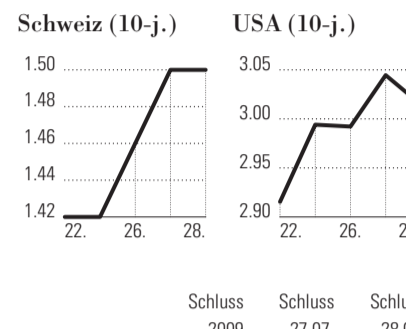
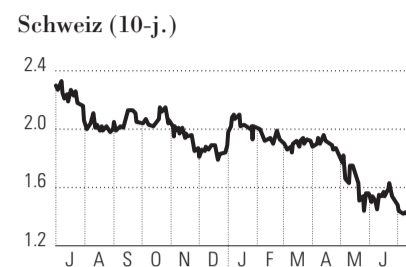
sowie in einer geringeren Kursvolatilität aus, wie von Lang, Lins und Miller (2004) belegt wird.

Gietzmann und Ireland (2005) sowie Espinosa und Trombetta (2007) legen ferner dar, dass der Zusammenhang zwischen Disclosure und Kapitalkosten von der Accounting-Politik abhängt. Bei Unternehmen mit aggressiver Bilanzierungspraxis fällt der kostensenkende Effekt von Disclosure deutlich stärker aus. Sinngemäss belegen Hail und Leuz (2006), dass Unternehmen in Ländern mit umfassenderen Offenlegungspflichten, strengeren Wertschriftengesetzen und strikterer Durchsetzung signifikant tiefere Kapitalkosten aufweisen. Für Schweizer Unternehmen beziffert Hail (2002) den Kostenvorteil auf 1,8% bis 2,4%.

Unsere eigene empirische Untersuchung für den deutschen Aktienmarkt bestätigt den unmittelbar positiven Effekt auf die Aktienliquidität sowie die Kapitalkosten. Dies gilt auch dann, wenn andere mögliche Einflussfaktoren wie Grösse, Free Float, historische Performance, Gewinnvolatilität oder Wachstum einbezogen werden. Gleichwohl ist zu beachten, dass den Vorteilen höherer Disclosure auch Kosten zur Bereitstellung von Informationen in Form der Preisgabe kritischer Informationen an Mitbewerber gegenüberstehen. Das optimale Ausmass an Disclosure lässt sich daher nicht generell festlegen.

Pascal Gantenbein ist ordentlicher Professor für Finanzmanagement an der Universität Basel. Mladen Rikanovic ist Director bei Bank Sarasin & Cie, Zürich.

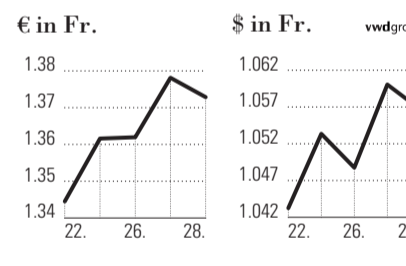
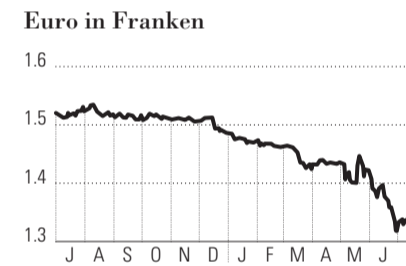
GELD- UND KAPITALMÄRKTE



	Schluss (22.23 Uhr)	Schluss (28.07.)	%	absolut
Schluss	27.07.	28.07.	28.07.	28.07.

Geldmarkt (3 Monate)	Schluss	Schluss	%	absolut
Franken-Libor	0.2517	0.1617	0.1650	
Euribor	0.7000	0.8930	0.8960	
Dollar-Libor	0.2506	0.4813	0.4750	
Yen-Libor	0.2775	0.2419	0.2406	
Kapitalmarkt (10-jährige Staatsanleihen)	Schluss	Schluss	%	absolut
Schweiz	1.89%	1.50%	1.50%	
Deutschland	3.40%	2.77%	2.74%	
Grossbritannien	4.01%	3.51%	3.48%	
USA	3.87%	3.04%	3.01%	
Japan	1.29%	1.07%	1.09%	

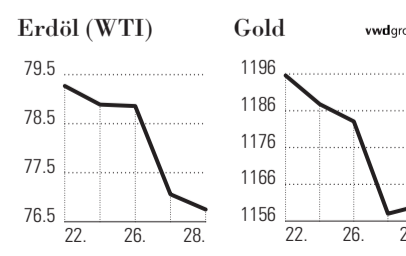
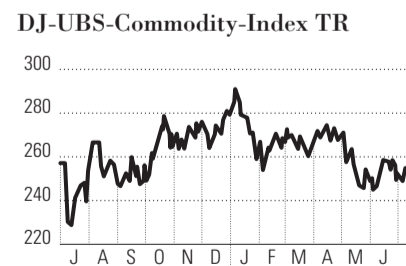
DEISENMÄRKTE



	Schluss (22.23 Uhr)	Schluss (28.07.)	%	absolut
Schluss	27.07.	28.07.	28.07.	28.07.

Euro	Schluss	Schluss	%	absolut
in Franken	1.3781	1.3727	-0.39	-0.0054
in Dollar	1.3002	1.2997	-0.04	-0.0006
in Yen	114.26	113.63	-0.54	-0.6222
Dollar	Schluss	Schluss	%	absolut
in Franken	1.0600	1.0563	-0.34	-0.0037
in Pfund	0.6413	0.6413	0.00	0.00
in Yen	87.90	87.45	-0.51	-0.4500

ROHWARENMÄRKTE



	Schluss (22.23 Uhr)	Schluss (28.07.)	%	absolut
Schluss	27.07.	28.07.	28.07.	28.07.

Erdöl (WTI)	Schluss	Schluss	%	absolut
Erdöl (WTI)	77.06	76.85	-0.27	-0.21
Gold (\$/oz.)	1158.00	1160.40	0.21	2.40
Silber (\$/oz.)	17.69	17.51	-1.02	-0.18
Kupfer (\$/t)	7091.25	7119.50	0.40	28.25