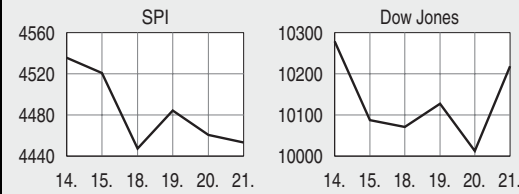
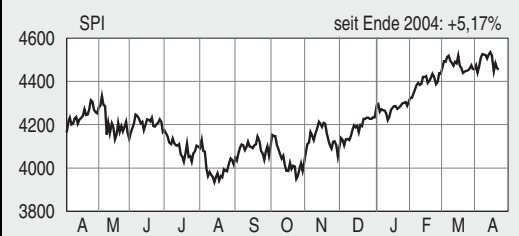
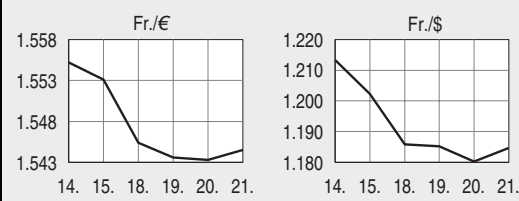


Aktienmärkte



	Vortag	Schluss	Veränderung
Schweiz			
SMI	5914.66	5902.99	-0.20%
SPI	4460.72	4453.39	-0.16%
Vereinigte Staaten			
Dow Jones	10012.36	10218.60	2.06%
S&P 500	1137.50	1159.95	1.97%
Nasdaq	1913.76	1962.41	2.54%
Europa			
Stoxx 50	2808.85	2805.43	-0.12%
Euro-Stoxx 50	2944.33	2950.34	0.20%
Stoxx Gesamt	257.66	257.28	-0.15%
Grossbritannien			
FTSE 100	4822.00	4819.60	-0.05%
Deutschland			
DAX Xetra	4178.62	4193.70	0.36%
Frankreich			
CAC 40	3950.02	3951.02	0.03%
Japan			
Nikkei 225	11088.58	10984.39	-0.94%

Devisenmärkte



	Kurse 18.45 Uhr	Vortag	Schluss	Veränderung
Euro				
in Franken	1.5433		1.5445	0.12 Rp.
in Dollar	1.3074		1.3036	-0.38 Cent
in Yen	139.67		139.47	-0.20 Yen
Dollar				
in Franken	1.1802		1.1847	0.45 Rp.
in Yen	106.83		106.99	0.16 Yen
Pfund				
in Franken	2.2638		2.2596	-0.42 Rp.
Yen (100)				
in Franken	1.1048		1.1073	0.25 Rp.
Franken (100)				
in Euro	64.8000		64.7550	-4.50 Cent
in Dollar	84.7300		84.4000	-33.00 Cent

Die NYSE auf der Flucht nach vorn

Zusammenschluss des «Big Board» mit Archipelago

Wie in einem Teil der NZZ-Ausgabe vom Donnerstag bereits gemeldet, will die New York Stock Exchange (NYSE) die in Chicago ansässige elektronische Handelsplattform Archipelago übernehmen. Beide Börsen sollen in eine neue Publikumsgesellschaft, die NYSE Group, eingebracht werden. Die Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) muss das als historisch bewertete Vorhaben gutheissen.

Cl. New York, 21. April

In einem Überraschungscoup hat die New York Stock Exchange (NYSE) die Übernahme der Archipelago Holdings Inc., der Muttergesellschaft der gleichnamigen elektronischen Handelsplattform in Chicago, angekündigt. Technisch handelt es sich um einen «reverse merger», indem sich die nicht gewinnorientierte NYSE in die börsengehandelte Archipelago einbringt. An der neuen Gesellschaft – NYSE Group – sollen die Archipelago-Aktionäre mit 30%, die jetzigen NYSE-Mitglieder mit 70% beteiligt sein. Der Börsenkurs von Archipelago schoss am Donnerstag um rund 50% in die Höhe. Aufgrund der derzeitigen Kapitalisierung von 1,3 Mrd. \$ kommt der NYSE ein Marktwert von gut 3 Mrd. \$ und der neuen NYSE Group mithin ein solcher von 4,3 Mrd. \$ zu. Von verschiedenen Experten wurde die Vereinbarung als sehr vorteilhaft für die Aktionäre der Archipelago gewertet; manche Kommentatoren meinten, die NYSE sei eigentlich mehr als nur 2,3-mal so viel wert wie Archipelago. Die NYSE-Mitglieder und Inhaber der 1366 Sitze erhalten neben Aktien der neuen Gesellschaft eine Barabgeltung von 400 Mio. \$ oder rund 293 000 \$ pro Sitz. Zusammen mit den neuen Aktien wird ein Sitz also mit 2,5 Mio. \$ bewertet werden. Zuletzt wechselte ein Sitz für 1,6 Mio. \$ die Hand; der Rekord war 1999 mit einem Preis von 2,7 Mio. \$ erzielt worden.

Goldman mit goldener Nase

Archipelago ist mit einem Umsatz von täglich rund einer halben Milliarde Titeln der drittgrösste US-Aktienmarkt nach der NYSE und der Nasdaq. Sie hat bei den Nasdaq-kotierten Titeln einen Marktanteil von rund 25% errungen; bei den NYSE-Aktien ist ihr Anteil allerdings viel geringer geblieben. Das Unternehmen wurde 1996 gegründet und im vergangenen Jahr an die Börse geführt. Hauptaktionär mit einem Anteil von 22% ist die Private-Equity-Firma General Atlantic Partner. Goldman Sachs ist mit 15,6% beteiligt; andere Investmentbanken, die am Börsengang beteiligt waren, besitzen ebenfalls Anteile. Pikanterweise profitiert Goldman Sachs nicht nur als Aktionär; das Wall-Street-Haus hat sowohl die NYSE als auch Archipelago in der Angelegenheit beraten. Archipelago wies für das erste Quartal auf einen Umsatz von 118,7 Mio. \$ einen Gewinn von 13,2 Mio. \$ aus. Damit ist sie profitabler als die NYSE, die auf einem Umsatz von 287,6 Mio. \$ einen Ertrag von 24,9 Mio. \$ erwirtschaftete. Archipelago handelt neben Aktien auch in Optionen und andern Derivaten, und sie kotiert solche Unternehmen, welche die Anforderungen der NYSE oder der Nasdaq nicht erfüllen. Archipelago hatte ohne Erfolg für die elektroni-

sche Börse Instinet geboten, die von der Reuters Group Ende Jahr auf den Markt gebracht worden war. Es sieht so aus, als würde die Nasdaq bei der Börse Instinet zusammen mit einer Investorengruppe zum Zuge kommen. Damit würden in kürzester Zeit die vier wichtigsten Konkurrenten in den USA auf zwei konsolidiert.

Ein Quantensprung

Jerry Putnam, der CEO von Archipelago, wird in der neuen NYSE Group als einer von drei Co-Präsidenten amtiert. Archipelago kann drei Verwaltungsräte stellen. Die regulatorischen Funktionen der NYSE sollen von der Publikumsgesellschaft getrennt werden, aber noch scheint unklar, wie das neue Arrangement genau aussehen wird und was die Securities and Exchange Commission (SEC) dazu sagen wird. Diese muss das Fusionsvorhaben gutheissen. In einer ersten persönlichen Stellungnahme äusserte sich SEC-Präsident William Donaldson positiv. Die Führung der NYSE Group übernimmt John Thain, der nach dem Grasso-Skandal als CEO bestellt worden war. Thain setzte sich von Anfang an für eine Verstärkung der elektronischen Infrastruktur ein. Mit der Akquisition erfolgt diesbezüglich ein Quantensprung. Thain nannte den Schulterschluss mit Archipelago einen essenziellen Schritt, um die globale Konkurrenzfähigkeit und Führerschaft zu sichern. Der Zusammenschluss erlaube der NYSE eine Diversifikation in neue Märkte und Produkte. In der Tat scheint Thain mit der Fusion gleich mehrere Fliegen mit einem Schlag zu erledigen: Die Kritik, dass die Börse zu langsam und mit Interessenkonflikten behaftet sei, dass sie nur Aktien und keine Derivate handle, dass sie nicht börsenkotiert sei und damit über keine «Währung» für Akquisitionen verfüge.

Krasse Missbräuche

Wie erfolgreich die Integration zweier so unterschiedlicher Geschäftsmodelle und Kulturen verlaufen wird, ist offen. Ebenso unklar ist die Frage, ob die Fusion das Ende des Parkethandels markiert oder nicht. Thain stellt dies entschieden in Abrede. Der seit 212 Jahren praktizierte Auktionshandel ist in jüngerer Zeit in Misskredit geraten. Ermittlungen der SEC und des Justizministeriums haben krasse Missbräuche der sogenannten Spezialisten aufgedeckt, die auf dem Parkett Nachfrage und Angebot zusammenführen. Dabei sind die Spezialisten vielfach als Vermittler aufgetreten, wo dies gar nicht nötig war, und sie haben sogenanntes «front running» betrieben, das heisst vor der Ausführung von Orders auf eigene Rechnung gehandelt. Fünf führende Spezialisten-Firmen mussten Bussen von zusammengerechnet 242 Mio. \$ bezahlen, und gegen 15 individuelle Angestellte wurde unlängst Strafklage erhoben.

Aus der Nische in den Mainstream?

Rohstoff-Hausse rückt Nachhaltigkeit ins Rampenlicht

*Von Urs von Arx und Christoph Butz**

Derzeit ist der Anteil nachhaltiger Anlagen in den Portfolios vergleichsweise gering. Dies scheint sich allmählich zu ändern. Vermehrt fragen «opportunistische» Anleger diese auch ökologisch und sozial vertretbaren Produkte nach, zumal sie darin eine attraktive Absicherung gegen steigende Rohstoff- und Energiepreise sehen.

Die Euphorie, welche in der zweiten Hälfte der neunziger Jahren an den Finanzmärkten herrschte, übertrug sich auch auf den Bereich nachhaltiger Anlagen. Zwischen 1997 und 2001 wuchs in der Schweiz das Volumen nachhaltig verwalteter Anlagefonds von etwa 500 Mio. Fr. auf über 3,5 Mrd. Fr. Mit der Baisse an den Aktienmärkten bröckelte dieses Volumen in den folgenden Monaten auf rund 2,5 Mrd. Fr. ab, doch nahm es ab dem Jahr 2003 – vor allem durch Neugelder genährt – wieder kräftig zu und erreicht inzwischen den Stand aus dem Jahr 2001. Gerade der jüngste Aufschwung dürfte nicht nur auf die ökologischen oder sozialen Präferenzen der Anleger zurückzuführen sein. Vielmehr erscheint es im gegenwärtigen Marktumfeld auch ökonomisch opportunistisch, bei steigenden Rohstoffpreisen auf Aktien von Unternehmen zu setzen, welche mit Rohstoffen und Energieträgern wie Erdöl hausälterisch umgehen.

Schwierige Messung

Erst die Zukunft wird weisen, ob die nachhaltigen Anlageprodukte ihre Versprechungen werden halten können. Die Qualität nachhaltiger Fonds hängt davon ab, wie gut die Kriterien zur Auswahl nachhaltiger Aktien sind. Wer die von den verschiedenen Anbietern verwendeten Kriterien unter die Lupe nimmt, stellt eine zunehmend inhaltliche, bisweilen auch formale Konvergenz der Ansätze fest. Daher erstaunt es nicht, dass die Portfolios der verschiedenen Anbieter oft kaum

Die Geschichte nachhaltiger Anlagen

U. A./C. B. Die Geschichte nachhaltiger Finanzanlagen reicht auf die Quaker und die Methodistenprediger in den USA zurück, die ihre Gemeindeglieder bereits im 19. Jahrhundert auf negative Auswirkungen von Finanzanlagen hinwiesen. Die neuere Geschichte ist rund dreissig Jahre alt. In den USA könnte man die Lancierung des Pax World Fund, der seine Wurzeln in der Anti-Vietnam-Bewegung hat, im Jahr 1971 als Startschuss bezeichnen. Zwei Jahre später ersuchte in England ein Investment-Manager der methodistischen Kirche um die Zulassung eines ethischen Anlagevehikels. Zum sozialen Aspekt nachhaltiger Anlagen kam allmählich der ökologische hinzu. Das Bewusstsein für Umweltschutz erwachte nicht zuletzt aufgrund des Berichts des Club of Rome («The Limits to Growth») und der Erdölkrise in den 1970er Jahren.

mehr voneinander zu unterscheiden sind und mitunter traditionellen Aktienportfolios ähneln. Eine Analyse der gängigen Verfahren zeigt auch, dass zahlreiche Beurteilungen der Nachhaltigkeit noch stark auf die von den Unternehmen selbst publizierten Informationen und Absichtserklärungen abstellen und zu wenig auf die tatsächlich erzielten Resultate. Zudem gewinnt man als Beobachter den Eindruck, dass im Wettbewerb um die höchste Zahl berücksichtigter Umwelt- und Sozialkriterien die wirklich relevanten Schlüsselindikatoren der Nachhaltigkeit vergessen gehen. Schliesslich ist es oft auch unklar, mit welchem Gewicht die verschiedenen ökologischen, sozialen und (meist qualitativen) ökonomischen Kriterien

Russische Supermarktkette geht an die Londoner Börse

Pyaterochka will Expansion finanzieren

London, 21. April. (Bloomberg) Pyaterochka, Eigentümerin der grössten russischen Supermarktkette, dürfte mit dem geplanten Börsengang in London bis zu 1 Mrd. \$ lösen, war in Marktkreisen zu vernehmen. Damit würde das Unternehmen mit rund 2,5 Mrd. \$ bewertet werden. Pyaterochka wird voraussichtlich bis zu 40% des Stammkapitals placieren. Pyaterochka könnte die Aktien ab dem 25. April den Investoren zur Zeichnung anbieten, erklärten gewisse Investoren. Am 11. April hatte das Unternehmen mitgeteilt, es habe die Konsortialführung an Credit Suisse First Boston und Morgan Stanley vergeben. Pyaterochka ist nach OAO Seventh Continent (Sedmoj Kontinent) die zweite russische Supermarktbetreiberin, die an die Börse gehen will, um die weitere Expansion zu finanzieren. Pyaterochka, die in den Niederlanden eingetragen ist, betreibt in Russland und den Ländern der ehemaligen Sowjetunion 442 Supermärkte. Im vergangenen Jahr stieg der Umsatz um 46% auf 1,1 Mrd. \$. Der Nettogewinn lag bei 74,4 Mio. \$.

Seit sieben Jahren wächst die russische Wirtschaft, und das durchschnittliche Gehalt der Russen hat sich, in Dollars gerechnet, seit 1999 verdreifacht. Jetzt sei es Zeit für eine Expansion, sagte ein Marktteilnehmer. Der Erdölpreis sei sehr hoch, und letztlich werde das im Erdölgeschäft verdiente Geld im Supermarkt ausgegeben. In den vergangenen zwölf Monaten sind sechs russische Unternehmen an die Börse gegangen, ebenso viele wie in den vorhergehenden acht Jahren. Dazu gehören neben der Supermarktkette OAO Seventh Continent auch OAO Lebedyansky, der grösste Fruchtsafthersteller des Landes. Das bedeutendste Initial Public Offering (IPO) legte AFK Sistema hin. Die Holdinggesellschaft brachte im Februar Aktien im Wert von 1,56 Mrd. \$ an die Börse.

in die Auswahl einfließen. – Neben der inhaltlichen Richtigkeit bei der Beurteilung der Nachhaltigkeit stellt sich die zentrale Frage, inwiefern das Versprechen von mehr Nachhaltigkeit angemessen in einem Aktienportefeuille umgesetzt werden kann. Hier stehen noch viele Anbieter in der Pflicht, denn erst wenige praktizieren eine gezielte Optimierung der Nachhaltigkeit im Portefeuille. Zwar müssen bei den meisten Produkten, sogenannten Socially Responsible Investments (SRI), alle Aktien erst gewisse minimale Nachhaltigkeitskriterien erfüllen. Doch ist diese Hürde einmal genommen, erfolgt die Titelauswahl meist nur noch aufgrund klassischer, finanzanalytischer Kriterien.

Noch kein Beleg für Renditeprämie

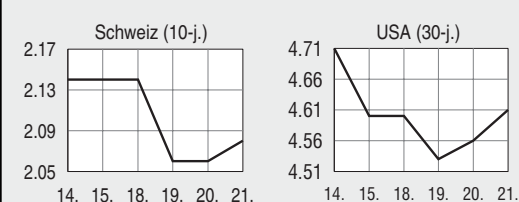
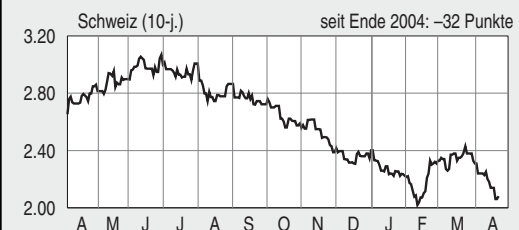
Der ökonomische Erfolg nachhaltiger Anlagen ist nicht nur theoretisch umstritten, er konnte auch empirisch bisher nicht belegt werden. Aus theoretischer Sicht spricht unter anderem für nachhaltige Anlagen, dass damit explizit Unternehmen ausgewählt werden, die sich durch einen gegenüber anderen Firmen effizienteren Energie- und Ressourcenverbrauch auszeichnen. Dies wird im Jargon der Investoren als implizite Wette auf steigende Rohstoffpreise beschrieben. Dagegen spricht die Überlegung, dass die Verringerung von Umweltverschmutzung kurzfristig meist mit höheren Kosten verbunden ist. Der empirische Nachweis einer positiven Renditeprämie für Nachhaltigkeit konnte denn auch bis heute nicht schlüssig erbracht werden. Dabei gilt es zu beachten, dass die vorhandenen Datenreihen von Nachhaltigkeitsfonds und -indizes noch ziemlich kurz sind. Zudem wird bei Renditeanalysen oft nicht ausschliesslich die Nachhaltigkeit gemessen, da in den Datenreihen auch subjektive Fähigkeiten der jeweiligen Index- und Fondsanbieter zur Portefeuillegewichtung und Titelselektion enthalten sind. Zur Performancemessung von Nachhaltigkeit gibt es noch immer keine einfachen Näherungsvariablen (Proxies) wie etwa das Price-Book-Ratio bei Value-Growth-Ansätzen.

Abwägung unterschiedlicher Präferenzen

Der Marktanteil von Socially Responsible Investments beläuft sich in Kontinentaleuropa derzeit auf knapp 2% aller Anlagemöglichkeiten. Dieser Anteil müsste stark erhöht werden, um die gewünschte nachhaltige Wirkung auf das Wirtschaftssystem zu haben. Wie könnte das gelingen? Um die Attraktivität dieses Marktsegments zu erhöhen, gilt es zunächst den Begriff der Nachhaltigkeit in Bezug auf Finanzanlagen genauer zu definieren. Zugleich sind die Methoden und Bewertungen zur Ermittlung des Grades der Nachhaltigkeit einzelner Unternehmen offener darzulegen. Ausserdem sollte der Mechanismus, durch welchen die erhöhte Nachhaltigkeit erreicht wird, genauer beschrieben werden. Beispielsweise ist die Betonung von Ökoeffizienz allein nicht notwendigerweise nachhaltig, wenn es sich um den Verbrauch nichterneuerbarer Ressourcen handelt. Schliesslich sollte das Research nachhaltiger Anlagen stärker vom Portfoliomanagement getrennt werden, um die Entscheidungsfindung transparenter zu gestalten. Aber auch nachfrageseitig wäre mehr Klarheit wünschenswert. Einige Kunden müssten ihre ökonomischen, ökologischen und sozialen Präferenzen besser ausdrücken, denn der Wunsch nach Nachhaltigkeit ist nicht immer vereinbar mit dem Bedürfnis, gegenüber dem Gesamtmarkt Überrenditen zu erzielen.

* Urs von Arx leitet an der ETH Zürich das Projekt «Sustainable Investments and Resource Economics» (SIREC); Christoph Butz arbeitet als Nachhaltigkeitsexperte im Asset Management der Bank Pictet & Cie in Genf.

Geld- und Kapitalmärkte



	Jahresende 2004	Vortag	Schluss
Geldmarkt (3 Monate)			
Franken-Libor	0.72%	0.76%	0.76%
Euribor	2.15%	2.13%	2.13%
Dollar-Libor	2.56%	3.15%	3.16%
Yen-Libor	0.05%	0.06%	0.05%
Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)			
Schweiz (10-j.)	2.40%	2.06%	2.08%
Deutschland (10-j.)	3.68%	3.59%	3.58%
England (10-j.)	4.53%	4.62%	4.64%
USA (10-j.)	4.22%	4.21%	4.31%
Japan (10-j.)	1.41%	1.25%	1.22%