



Mittwoch, 24. Juni 2009  
Nr. 49 / 82. Jahrgang  
Fr. 4.80 | € 4.- (im Ausland)  
redaktion@fuw.ch | verlag@fuw.ch  
AZ 8021 Zürich, Telefon 044 298 35 35  
Abo-Service 044 404 65 55  
Fax Redaktion 044 298 35 50  
Fax Verlag 044 298 35 00  
Fax Abo-Service 044 404 69 24  
[www.fuw.ch](http://www.fuw.ch)

# FINANZ und WIRTSCHAFT

## «Bodenbildung erst Ende 2009»

**ROLAND ZARSKÉ**  
CEO Comet

Comet ist Anbieter von Modulen und Komponenten zur zerstörungsfreien Überprüfung (Röntgenröhren). Seit der Übernahme von Feinfocus 2004 bietet das Unternehmen zudem ganze Systeme an. Dieses Geschäft war allerdings lange Zeit defizitär. Erst seit der Übernahme von Yxon 2007 konnten ausreichend Synergien ausgeschöpft werden, sodass die Division – wenn auch mit enger Marge – nun zum Gewinn des Gesamtunternehmens beiträgt. Die Kunden kommen zu einem grossen Teil aus der Automobil-, der Solar- und der Halbleiterindustrie. Weil das Unternehmen von industriellen Exportmärkten abhängig ist, spürt es die Rezession stark.

□ Herr Zarské, um die Auswirkungen der Rezession abzufedern, will Comet die Kosten senken. Stellen wurden abgebaut, die Struktur von Comet wurde vereinfacht. Die Massnahmen bringen jedoch Einmalkosten mit sich und beginnen erst im zweiten Halbjahr zu wirken. Deshalb wurde Anfang April für das erste Semester 2009 ein Verlust angekündigt. Wie sieht die Situation heute aus?

Wie erwartet, ist die Nachfrage nach unseren Produkten erheblich zurückgegangen. Für das zweite Halbjahr können noch keine genauen Angaben gemacht werden. Wir rechnen jedoch eher nicht damit, dass sich die Konjunktur im zweiten Semester spürbar bessern wird. Eine Bodenbildung in unseren Absatzmärkten sehen wir erst Ende 2009. Erfreulicherweise scheinen sich der Halbleiter- und der Solarmarkt auf niedrigem Niveau zu stabilisieren. Ausserdem sind wir in diesen beiden Bereichen daran, unsere Potenziale weiter zu erhöhen, um vom nächsten Konjunkturaufschwung verstärkt zu profitieren.

□ Im Modul- und Komponentengeschäft sind die Margen – auf Stufe Ebit – akzeptabel, im Systemgeschäft jedoch eher ungenügend. Wo sehen Sie Potenzial, um die Ertragskraft zu stärken?

Das Systemgeschäft weist wesentlich höhere Fixkosten auf als das Modul- und Komponentengeschäft. Deshalb müssen wir in dieser Division mehr Volumen generieren, um höhere Margen zu erzielen. Wir arbeiten jedoch an der Attraktivität unserer Produkte, nicht zuletzt, um auch die Preise zu erhöhen. Möglichkeiten ergeben sich durch eine Inhalationserweiterung der integrierten Software oder durch einen Ausbau des Servicegeschäfts. Dies hat den Vorteil, dass nur wenig zusätzliche Kosten anfallen. Auch wollen wir durch die Schliessung der Feinfocus-Produktionsstätte in Garbsen (vgl. FuW Nr. 34 vom 2. Mai, Anm. d. Red.) unsere Aktivitäten am Hauptstandort von Yxon in Hamburg zusammenfassen. Dort haben wir zudem unsere Systeme standardisiert, um die Komplexitätskosten zu verringern. Die Produktreihe von Feinfocus bleibt jedoch weiterhin ein wichtiger Bestandteil unseres Produktportfolios.

□ Trotz der Rezession sind Sie zuversichtlich, den Absatz von Röntgenröhren für Kunden aus der Sicherheitsbranche 2009 zu steigern. Mit 5% Umsatzanteil ist dieser Bereich jedoch noch klein. Wie gross soll das Geschäft einst werden?

Der Sicherheitsmarkt wird wachsen, aber dennoch keine dominante Stellung in unserem Produktportfolio einnehmen. Dies hängt damit zusammen, dass wir hier am Anfang der Wertschöpfungskette stehen und eine Vorwärtsintegration mit erheblichen Eintrittsbarrieren verbunden wäre.

FORTSETZUNG AUF SEITE 12

## Wozu regulieren

Welche Leitplanken braucht es, um eine Finanzkrise wie in den letzten zwei Jahren zu verhindern? Ein Diskussionsbeitrag mit Grundsätzen und Vorschlägen am Beispiel der USA. **BARRY EICHENGREEN**

Jetzt, wo die Kreditkrise überwunden zu sein scheint – zumindest deuten das die wieder geschrumpften Zinsen im Interbankengeschäft (Libor) an –, ist es an der Zeit, Lehren aus den vergangenen zwei Jahren zu ziehen. Im Mittelpunkt sollen diesmal die Finanzaufsicht und die Regulierung stehen, und zwar am Beispiel der USA, wobei die Schlussfolgerungen durchaus breitere Anwendung finden können.

Die wichtigste Lehre ist, sich an den grundlegenden Aspekt der Regulierung zu erinnern. Märkte sind wie Autobahnen: Sie helfen, schneller zum Ziel zu kommen. Doch Märkte ohne Regulierung sind wie Autobahnen ohne Pannestreifen, Spuren und Tempolimit. Der Vergleich mit der Autobahn zeigt auch die Grenzen der Selbstregulierung auf. Denn würden Autofahrer die Geschwindigkeitsbeschränkungen einhalten, wenn sie keine Kontrolle fürchten müssten?

### Drei Hauptmotive

Nach Lehrbuch gibt es drei Hauptargumente für Regulierung: Konsumentenschutz, Marktintegrität und Systemstabilität. Die Finanzkrise legt nahe, dass Konsumentenschutz für Hypotheken ebenso wichtig sein sollte wie für Medikamente. Es ist zwar schwierig zu beziffern, wie viele der Zwangsvollstreckungen in den USA auf Hausbesitzer entfallen, die mit Lockvogelangeboten zu Hypothekenverträgen verleitet wurden. Doch die Zahl dürfte nicht unbedeutend sein. Daraus folgt, dass es Pflicht sein sollte, die Hypothekenverträge in klarer, verständlicher Sprache zu verfassen – etwa in Kalifornien auch in Spanisch und Mandarin.

Der Kongress könnte ein Gesetz erlassen, das die Makler den gleichen Pflichten unterstellt wie die staatlichen Hypothekengeneratoren (Agencies) und ihnen eine treuhänderische Verantwortung gegenüber ihren Kunden auferlegt – und sie zwingt, ihre Kommissionen offenzulegen, sodass die Kunden vergleichen und kontrollieren können. In zumindest eine ähnliche Richtung zielt das Joint Economic Committee des Kongresses: Es will, dass die Makler dem Truth in Lending Act unterstellt werden, womit sie treuhänderische Verantwortung übernehmen müssten und Verfehlungen auf Bundesebene geahndet würden.

Das zweite Argument für Regulierung, die Marktintegrität, drängt sich heute umso mehr auf, als rund zwei Drittel aller Bankvermögen in den USA von nur einer Handvoll Finanzinstituten kontrolliert

Barry Eichengreen ist Professor für Volkswirtschaft und politische Wissenschaft an der Universität von Kalifornien, Berkeley.

werden. Das gibt ihnen enorme Marktmacht und die Möglichkeiten für Absprachen. Verbunden ist damit die Gefahr, dass die Regulierungsbehörden vom zu regulierenden Sektor vereinnahmt werden (Regulatory Capture).

In einer Wirtschaft, die dermassen beherrscht wird von einigen wenigen Bankenholdings, stellt sich die Frage, wer wen dominieren wird. Kritiker fordern, diese Grosskonzerne in kleinere Einheiten zu zerlegen, um die Gefahr des Regulatory Capture zu beschränken. Es lohnt sich, ihren Argumenten Gehör zu



**Bankenregulierung sollte so ausgestaltet sein, dass sie der Kapazität von Notenbank und Staat Rechnung trägt.**

**BARRY EICHENGREEN**

schenken, bevor wir entscheiden, wie es weitergehen soll.

Das dritte Argument für Regulierung, die Begrenzung der Risiken für die Systemstabilität, steht aktuell im Vordergrund. Dazu vier Beobachtungen: Unser Verständnis davon, was die Bedrohungen für die Systemstabilität sind und wie die Regulierungsbehörden damit umgehen sollten, ist sehr unvollkommen. Das zeigt das Beispiel Lehman Brothers. Hat das Systemrisiko darin bestanden, Lehman bankrottgehen zu lassen, oder darin, dass die Behörden in der Woche danach widersprüchliche Signale zur Frage aussandten, ob andere systemrelevante Finanzinstitute gerettet würden? Wie die Antwort auch lauten mag: Diejenigen, die mit der Regulierung betraut waren, haben das komplexe und sich laufend weiterentwickelnde System, über dessen Stabilität sie hätten wachen sollen, nicht ausreichend begriffen.

Wer jetzt aus grundsätzlichen Überlegungen die Rettungsaktionen kritisiert und über die Gefahr des Moral Hazard dabei einsetzt, die grossen Bankkonzern für auszuspalten und Over-the-Counter-Transaktionen in Derivaten an Clearinghäuser und organisierte Börsen zu übertragen. Es sollte möglich sein, in Schwierigkeiten geratene Finanzinstitute fallen zu lassen und ihre Gegenparteien sich selbst zu überlassen – etwas, was in der gegenwärtigen Situation, in der die Finanzintermediäre so gross und so vernetzt sind, untragbar ist. Der einzige Ausweg wären regulatorische Massnahmen, die die Banken von zu ausgeprägtem Wachstum abschrecken, selbst wenn das bedeutet, an Skaleneffekten und Diversifi-

es unmöglich, es im Notfall zu rekapitalisieren. Wenn die Fremdwährungsverpflichtungen einer Bank die Devisenreserven des Staates (eigene und von der Notenbank geliehene) übersteigen, ist der Lender of Last Resort ausser Gefecht gesetzt. Das spricht für einen entschlossenen Einsatz von Regulierung, um die Zunahme der Fremdwährungsverbindlichkeiten und das Wachstum nicht nur einzelner Institute, sondern des Systems als Ganzes einzuschränken. Gerade für die Schweiz ist die Relevanz dieser Beobachtung offenkundig.

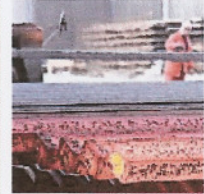
### Zentral oder nicht?

Schliesslich wissen wir immer noch zu wenig darüber, wie die Regulierung in Anbetracht der Systemstabilität am besten organisiert werden soll. Bis vor kurzem prisen manche US-Spezialisten die Vorzüge des Wettbewerbs auch in diesem Bereich. Eine Vielzahl von Regulatoren verhindere, dass die einzelnen Behörden zu gross, träge und ammassend würden. Umgekehrt erleben wir gerade, wie problematisch ein System ist, in dem Banken sich Regulatoren «kaufen» können und in dem die Investmentaktivität einer AIG von der Aufsichtsbehörde des Staates New York, das Sach- und Haftpflichtgeschäft von Pennsylvania und das Lebensgeschäft von Delaware reguliert werden – und keine Behörde auch nur annähernd ein vollständiges Bild der Lage hat.

Die USA sollten eine einzige Regulierungsinstitution haben, wird jetzt propagiert. Doch was ist aus all den Argumenten geworden, für die wir noch gestern eingestanden sind, aus den viel zitierten Vortei-

FORTSETZUNG AUF SEITE 6

## Stahlaktien ein heisses Eisen



Valoren wie Schmolz+Bickenbach nehmen viel von einer möglichen Konjunkturerholung vorweg. Anleger sollten aufpassen, sich die Finger nicht zu verbrennen. **SEITE 13**

## Xstrata und Anglo ergänzten sich gut



Der britisch-südafrikanische Bergbaukonzern Anglo American will von einer Fusion mit Xstrata nichts wissen. Zusammen verfügen die beiden jedoch über ein ausgeglichenes Portefeuille. Xstrata würde auch Schwung in die träge Anglo-Struktur bringen. **SEITE 29**

## Clariant's Signal

Clariant baut erneut Stellen ab, was angesichts dessen, dass die Chemieindustrie als frühzyklisch gilt, ein Indiz ist für eine anhaltende Wirtschaftsschwäche. Bald werden weitere Unternehmen Abbaumassnahmen ankündigen. **SEITE 2**

## ETF, ETN, ETC etc.

Kotierte Fonds und Struks werden oft ähnlich benannt. Anleger tun gut daran, die Unterschiede zu beachten. Einige Produkte entschlüsseln das Gegenpartsrisiko, gewisse teilweise, andere nicht. **SEITE 37**

## Freund Steinbrück

Ungereimtes Umsatz Bankgeheimnis: Die Bankiervereinigung spricht von einer Lockerung des Bankgeheimnisses. Finanzminister Merz sieht in Steinbrück einen Freund! **SEITE 15**

## Geld und Brief

Richemont/Swatch Group Seite 3

## Aktienexpose

SCA Seite 11

## Praktikus

UBS/Performance Fee Seite 11

— Anzeigen

Familienunternehmen schaffen Mehrwert für Ihr Portfolio.

**BBENTREPRENEUR**  
SICHERHEIT FÜR DIE ZUKUNFT  
[www.bbef.ch](http://www.bbef.ch)

«Mein bester Kauf seit Jahren?»  
IMMOFONDS.»

**IMMOFONDS**  
Der Fonds für Immobilien  
[www.immofonds.ch](http://www.immofonds.ch) | Valor 977876

**WECHSELSTUBE.CH**

DEVISEN  
INTERNATIONALE ZAHLUNGEN

[www.wechselstube.ch](http://www.wechselstube.ch)

