

Aktienmarkt und SOFFEX

1. Einleitung

Ein enormes Wachstum und eine starke Innovationstätigkeit kennzeichneten die weltweiten Finanzmärkte und auch den Schweizer Wertpapierhandel in den letzten 10 Jahren.

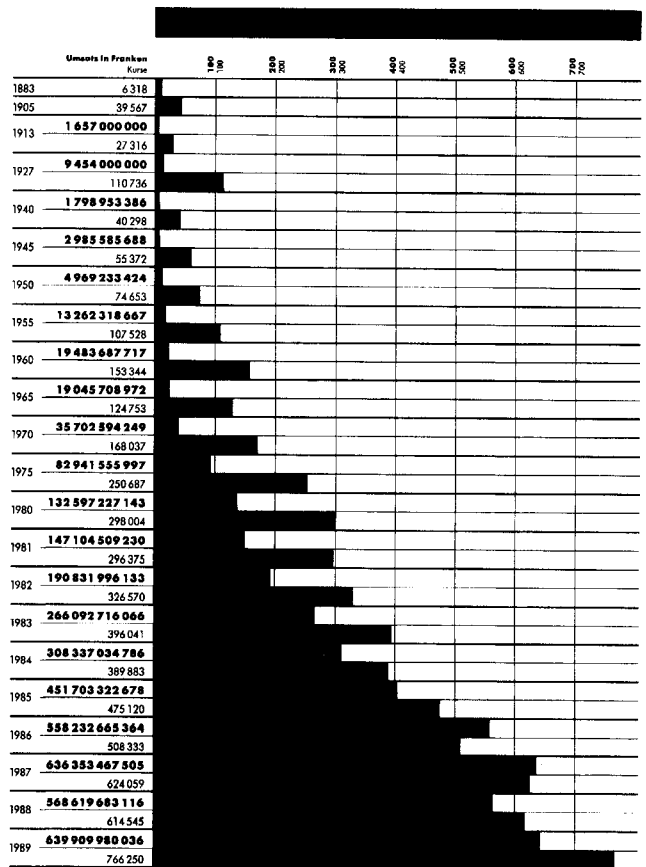
Da sich eine zu starke Zersplitterung des Schweizerischen Effektenmarktes als nachteilig erwiesen hat, ist ein Zentralisierungsprozess im Gang. Mit einer elektronischen Börse wie der SOFFEX kann die dezentrale Börsenstruktur ideal überwunden werden. Die Entwicklung des elektronischen Handels geht weiter: im Sommer 1991 wird voraussichtlich der Obligationenhandel auf das elektronische System EBS umgestellt. Die Finanzmärkte befinden sich weltweit im Strukturwandel, wenn man die Globalisierung, Securitization, Innovationen und die zunehmende Bedeutung der institutionellen Anleger betrachtet. Daraus stellen sich neue Anforderungen an den Marktteilnehmer, um die vielen neuen Informationen zu nutzen, wie auch den Schweizer Finanzplatz international wettbewerbsfähig zu halten.

2. Wachstum

Vor dem Hintergrund einer günstigen wirtschaftlichen Entwicklung und einer überdurchschnittlichen Hausse der Aktien- und Obligationen verzeichneten die Finanzmärkte in den letzten Jahren

weltweit ein enormes Wachstum. Auch der Wertpapierhandel in der Schweiz partizipierte daran.

Abbildung 1: Wertpapierumsätze und bezahlte Kurse 1883-1989*.



* Gebührenpflichtiger Wertpapierumsatz im Kanton Zürich. Infolge neuer Umschreibung der abgabepflichtigen Wertpapierumsätze per 30. Juni 1974 (im Zusammenhang mit der Revision der Eidgenössischen Stempelabgabe) sind die Umsätze ab 1974 mit den früheren Umsätzen nicht streng vergleichbar.

Die Abbildung 1 zeigt den Anstieg des gebührenpflichtigen Wertpapierumsatzes (Aktien und Obligationen im Kanton Zürich). Daraus ersieht man das gewaltige Wachstum seit 1970. Dasselbe kann jedoch auf allen wichtigen internationalen Börsenplätzen beobachtet werden.

Beachtet man die Entwicklung der schweizerischen Börsenplätze untereinander, so ist ab 1986 eine starke Zentralisierungstendenz zu beobachten. Während dieses Zeitraums wuchs nämlich der Platz Zürich jährlich um 25.1% und Basel beispielsweise um 18.8%. Das Wachstum beschränkt sich jedoch nicht nur auf Handelsvolumina an konventionellen Märkten, sondern umfasst auch Struktur und Ausgestaltung neuer Finanzinstrumente. Die letzten 10 Jahre sind gerade in diesem Bereich durch eine unglaubliche Innovationstätigkeit gekennzeichnet. Die Vielzahl der neuen Instrumente erschwert die Uebersicht, doch können alle auf Grundtypen wie Optionen, Futures und Swaps zurückgeführt werden. Die Schweiz verfügt seit 1988 über eine Optionen-Börse (SOFFEX), welche weltweit als erste

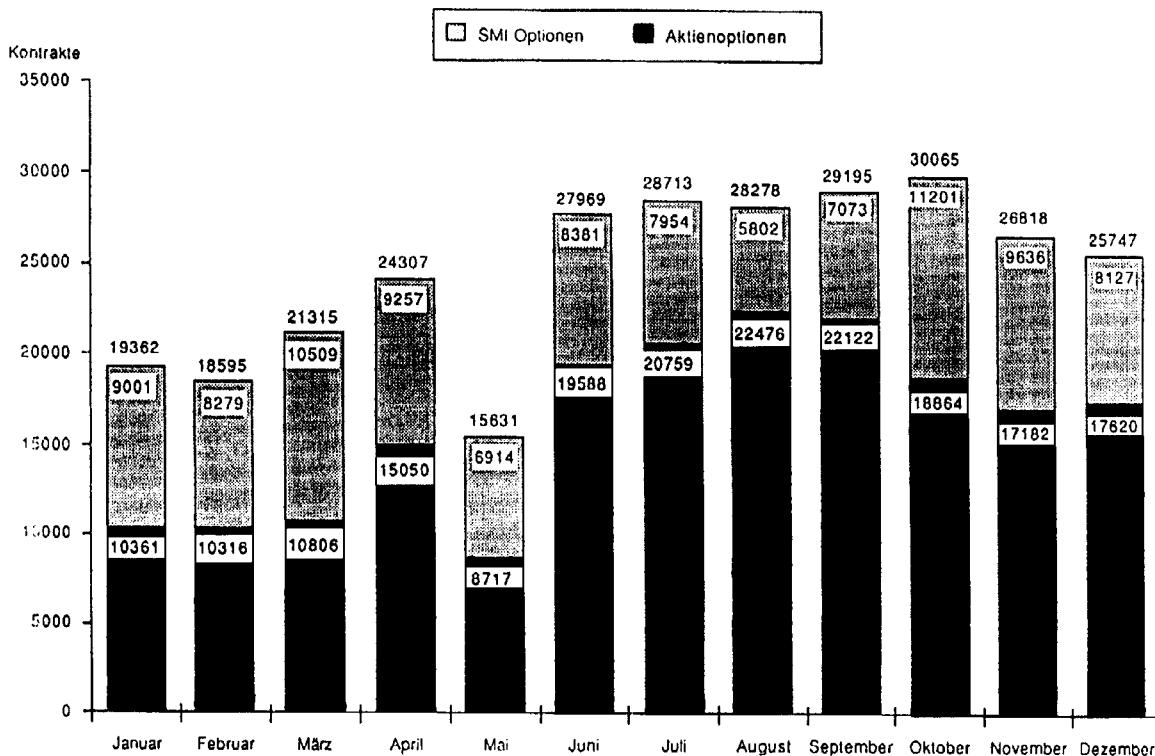
vollelektronische Optionenbörse mit einem integrierten Handels- und Clearingsystem funktioniert, und für die Strukturveränderungen des Schweizer Finanzmarktes wegweisend ist.

3. Marktorganisation

Die Schweiz weist eine dezentralisierte Börsenstruktur auf. In Zürich, Genf, Basel, Bern, Lausanne und St. Gallen bestehen Effektenbörsen. Während die ersten drei dominierenden Börsen eine gemischte staatlich-private Organisation haben, sind die anderen privatrechtliche Institutionen. Die Konsequenz dieser rechtlichen Situation ist ein ausgeprägter Börsenföderalismus.

Der offizielle Schweizer Aktien- und Obligationenhandel erfolgt nach dem "à-la criée"-System. Die standardisierten Optionen werden elektronisch über das SOFFEX-System gehandelt. Das Ausrufsystem kennt im Gegensatz zur SOFFEX keine offiziellen Market Maker. Kein Börsenhändler am

Abbildung 2: Soffex: Durchschnittliches Tagesvolumen 1989.



Ring ist verpflichtet, bei Aufruf eines Titels einen Geld- oder Briefkurs zu stellen. In gewissen Titeln gibt es hingegen inoffizielle Market Maker. Die Kurstransparenz konnte dank dem Ringinformantensystem (RIS) verbessert werden. Ab Sommer 1991 soll das Elektronische Börsensystem (EBS) eingeführt werden, über welches die Obligationen gehandelt werden.

3.1. Qualität der Wertpapiere

Der Wertpapierhandel ist nach Art der gehandelten Titel stark fragmentiert. Für jeweils eine Gesellschaft sind unterschiedliche Titelkategorien wie Namen-, Inhaberaktien, Genuss- oder Partizipationsscheine anzutreffen. Die Handelbarkeit der Namenaktien ist zudem oft nicht leicht zu beurteilen. Die Nennwerte der Papiere sind häufig verschieden und im internationalen Vergleich hoch. Diese Verhältnisse erschweren in- und insbesondere ausländischen Anlegern die Marktübersicht erheblich. Hinzu kommt die oft mangelnde Transparenz der Berichterstattung der Publikumsgesellschaften, was auf ausländische Anleger abschreckend wirken kann. Teile der erwähnten Punkte werden in der laufenden Aktienrechtsrevision mitberücksichtigt.

3.2. Aufsicht

Die Aufsicht über das Börsengeschehen ist indifferenziert. Eine gesetzliche eidgenössische Börsenaufsicht besteht nicht. In den drei grossen Börsenkantonen ist die staatliche Aussicht aber kantonal geregelt. Auf privatrechtlicher Ebene erfolgt zusätzlich eine Aufsicht durch die Börsenvereine.

Die SOFFEX ist privatrechtlich organisiert und unterliegt einer eigenen Aufsicht.

Die zunehmenden Risiken des Wertschriftenhandels erfordern eine angemessene Überwachung der Marktteilnehmer. Die Banken und damit praktisch alle Agenten am Ring werden durch das Bankengesetz ausreichend überwacht. Weil die Emissions-

häuser ebenfalls dem Bankengesetz unterstellt werden sollen, ergeben sich allenfalls bei den im ausserbörslichen Handel zahlreich vertretenen Nichtbanken noch Aufsichtslücken. Auf der Ebene der Koordination stellen sich besondere Fragen, weil während Zeiten starker Bewegungen die heute geltenden Regeln noch Wünsche offen lassen. Insbesondere ist in Krisenzeiten eine einheitliche Vorgehensweise aller Börsen notwendig.

Ein weiterer, vor allem von Bundesseite betonter Kritikpunkt ist das Fehlen einer einheitlichen Schweizer Stimme im Bereich der Finanzmarktregulierung und -überwachung. Angesichts der Risiken der Globalisierung und der hohen Eigendynamik der Märkte wächst das Bedürfnis nach einer internationalen Koordination in Aufsichtsfragen und damit auch in der Schweiz das Bedürfnis nach einer zentralen Anlaufstelle.

4. Strukturwandel

In Verbindung mit dem rasanten Wachstum, mit der Zunahme der Kursschwankungen (höhere Volatilität), mit der Liberalisierung und vor allem mit dem technischen Fortschritt erfolgte ein grundlegender Wandel der Strukturen auf den Finanz- und Wertpapiermärkten.

4.1. Globalisierung

Es ist unbestritten, dass die internationale Verflechtung der Kapitalmärkte dank integrierten Datennetzen stark angewachsen ist. So gibt es beispielsweise bereits heute für einige internationale Aktien einen 24-Stunden-Handel. Ein weiterer Gradmesser der Internationalisierung des Wertpapierhandels ist der zunehmende Anteil an auf ausländischen Plätzen gehandelten Schweizer Aktien. Ferner nehmen die internationalen Swap-Transaktionen laufend zu. In einem globalisierten Umfeld wächst die Bedeutung der nationalen und internationalen Wertschriften-Clearing-Organisationen.

4.2 Securitization und Finanzmarktinnovationen

Seit Beginn der 80er Jahre kann eine Verschiebung des Finanzierungsverhaltens weg von klassischen Bankkrediten hin zu Wertschriften beobachtet werden. Unterstützt wird diese Tendenz durch diverse Finanzinnovationen.

Zwei Beispiele sollen die quantitative Bedeutung des Innovationsprozesses veranschaulichen: die Innovation auf den internationalen Anleihemärkten sowie die Options- und Futuresmärkte.

Börsenmässig gehandelte Optionen auf Aktien wurden in den USA in den frühen 70er Jahren eingeführt; Optionen auf Aktienindizes in den frühen 80er Jahren. Das Handelsvolumen dieser "neuen Märkte" liegt schon heute wesentlich über jenem an den traditionellen Aktienmärkten. Optionen und Futures sind Instrumente zur Risikoabsicherung und Ertragssteigerung. Eine Reihe von Instrumenten wurde emittiert, die in ihrer Gesamtheit als "Euro-Note-Fazität" bezeichnet werden. Es han-

delt sich dabei vorwiegend um sogenannte Euro-Commercial-Paper-Programme, bei denen Händler die Plazierung neu emittierter Papiere vornehmen, ohne dass eine Bank die Festübernahme garantiert. Wie aus Abbildung 3 ersichtlich, ist dieser vor 1980 inexistent Markt in den letzten Jahren sprunghaft angestiegen, wobei sich sein Wachstum in letzter Zeit verlangsamt. Er repräsentiert heute rund einen Fünftel des gesamten internationalen Geldmarktvolumens.

4.3 Stark wachsende Bedeutung der institutionellen Investoren

Die Struktur der Anleger hat sich verändert. Immer mehr rücken wegen der Kollektivierung des Sparprozesses die institutionellen Anleger, insbesondere in- und ausländische Pensionskassen, in den Vordergrund. In der Schweiz wachsen die Ersparnisse der Sozialversicherungen wesentlich stärker als diejenigen der Haushalte. Anhand von Untersu-

Abbildung 3: Prozess der Securitization (Entwicklung von 1982 bis 31.03.1989).

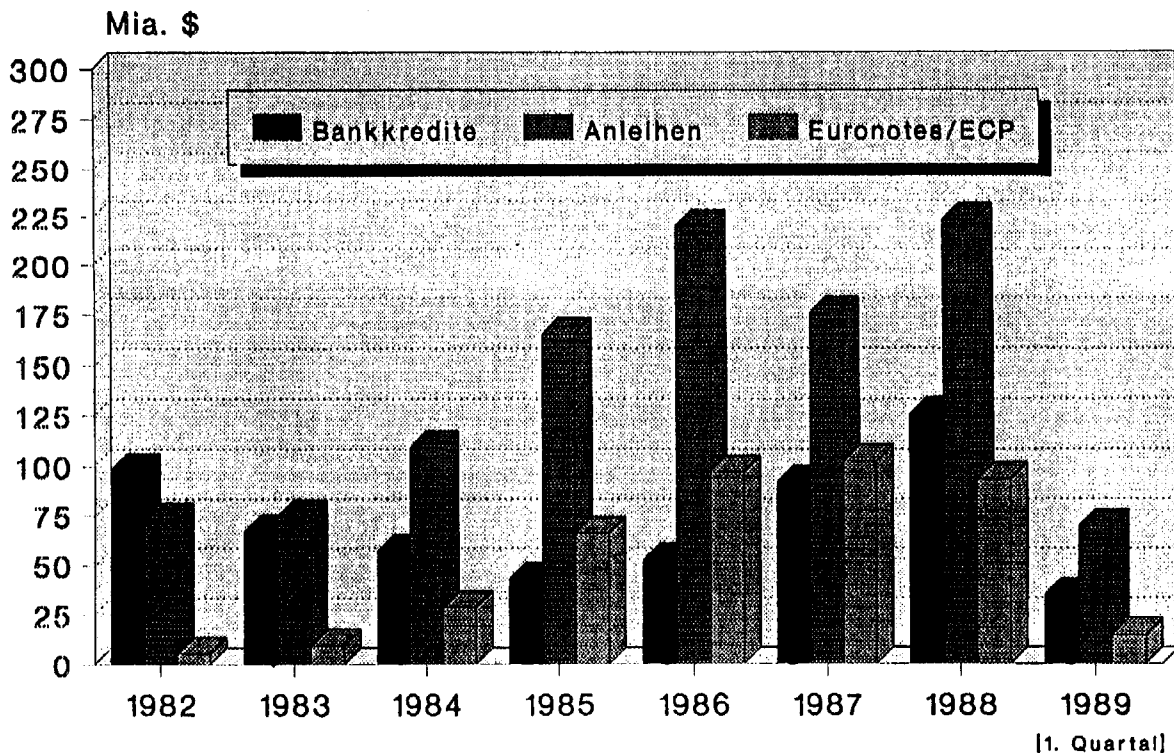


Abbildung 4: Eurobond-Emissionen nach Wahrung.

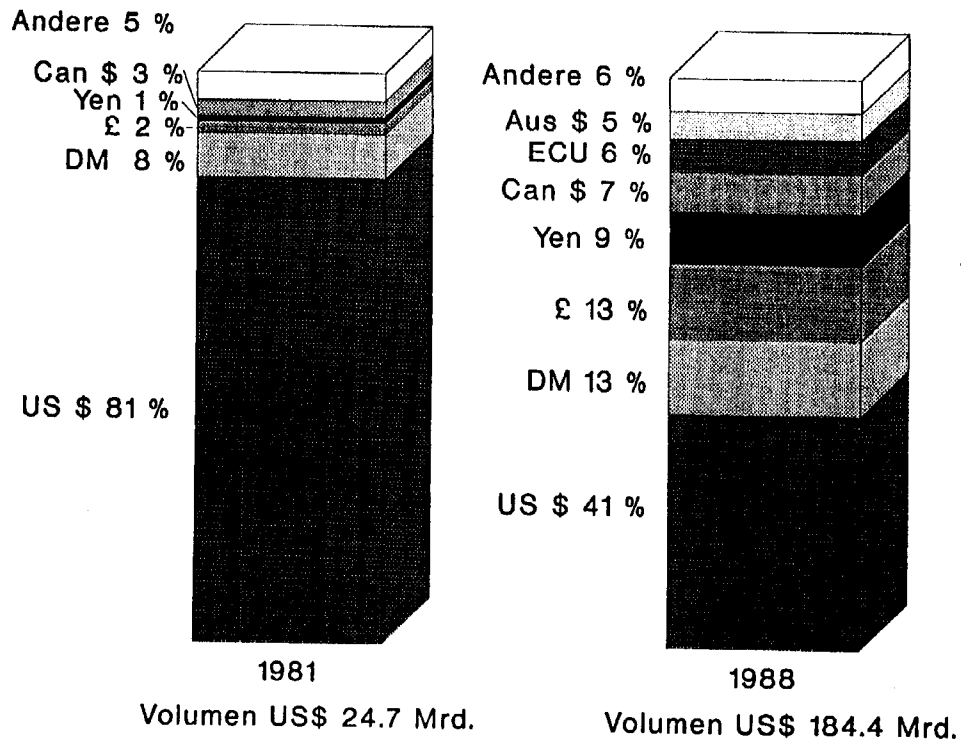
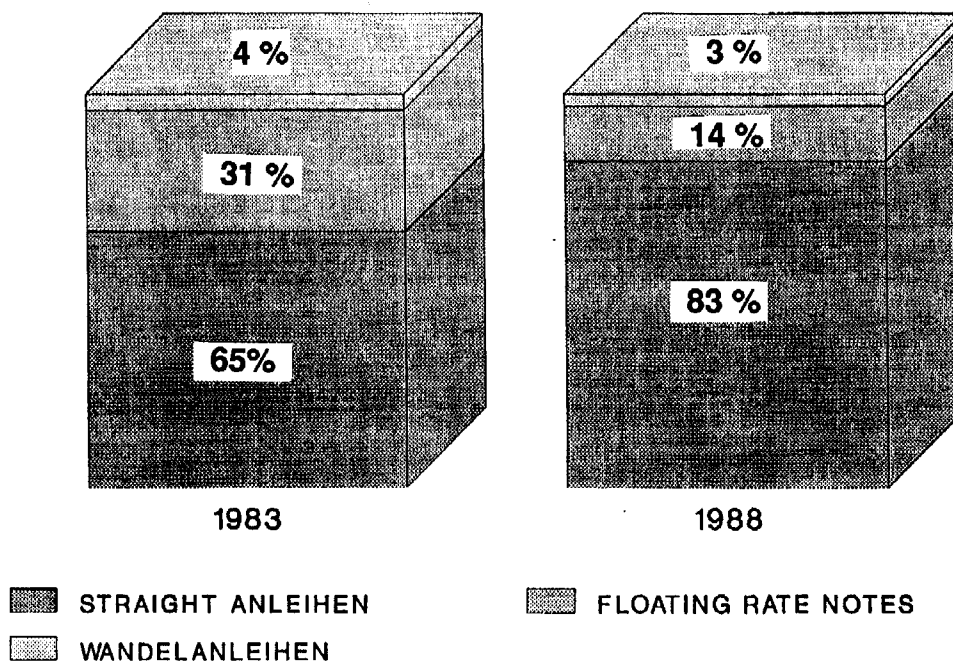


Abbildung 5: Eurobond-Emissionen nach Typen.



chungen, welche an der Hochschule St. Gallen durchgeführt wurden, ist im Jahre 1995 mit einem Anlagevermögen der Pensionskassen zwischen 300 und 400 Milliarden und zehn Jahre später zwischen 700 und 800 Milliarden Franken zu rechnen. Das heutige Anlagevermögen beträgt ca 190 Milliarden Franken. Diese Werte zeigen, welche Dimensionen das Anlagevolumen der Institutionellen in Erwartung einer durchschnittlichen wirtschaftlichen Entwicklung annehmen wird.

Diese stark anwachsende Anlagevolumina führen zu bedeutenden Strukturveränderungen im Anlageverhalten. Das Engagement institutioneller Anleger auf den Aktienmärkten wird noch stärker zunehmen. Die grossen Anlagevolumina erfordern eine internationale Streuung, denn nur national diversifizierte Portefeuilles sind kaum "effizient". Das bedeutet konkret, dass international gestreute Portefeuilles bei gleichem Risiko wie ein nationales Portefeuille durchwegs eine höhere durchschnittliche, währungsbereinigte Rendite aufweisen.

Mit der zunehmenden Bedeutung der institutionellen Anleger wächst auch die Professionalisierung und damit der Performancedruck. Schon kleinste Renditeunterschiede werden massgebend sein. Die Folge ist, dass in einem weltweiten Ausmass Portefeuilles umgeschichtet und optimiert werden müssen. Da die Bewegungen oft nicht titelbezogen, sondern beispielsweise wechselkursindiziert sind, ist das Kursschwankungsrisiko dünner Märkte noch angewachsen. Die Wettbewerbsfähigkeit eines Finanzmarkts wird wesentlich davon abhängen, ob die institutionellen Rahmenbedingungen auf diese Trends ausgerichtet sind.

5. Informationsaustausch

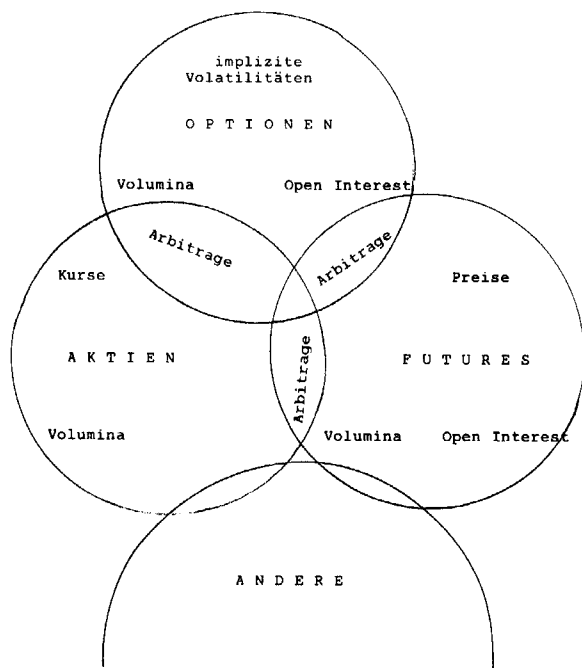
Eine Börsenstruktur, die eine hohe Liquidität im Wertschriftenhandel ermöglicht, bildet eine wichtige Voraussetzung für die Informationsleistung eines Finanzplatzes. Verarbeitung und Verbreitung von Informationen sind neben der Finanzanalyse für die Anlageentscheide von grosser Bedeutung. Die Finanzmärkte selbst geben wichtige Informa-

tionen und Erwartungen bekannt. Aktienkurse bilden eine wichtige Basis zur Berechnung von Kennziffern in der Finanzanalyse. Aktienkurse sind aber vor allem auch Marktpreise und widerspiegeln die Erwartungen jener Marktteilnehmer, welche Börsentransaktionen abschliessen. Sie beruhen somit auf gesicherten Informationen wie Auftragseingänge, Geschäftsverlauf, usw., aber auch spekulativen und sehr unsicheren wie Gerüchte.

Börsenkurse sind die wichtigsten Preisbestimmungsfaktoren für Optionen- und Futures-Märkte und somit ist es für die Händler der derivaten Produkte absolut entscheidend, dass sie sofort über eine Preisveränderung am Ring informiert werden. Die enge Kooperation zwischen Börsen- und SOFFEX-Abteilung ist für den Erfolg beider ausschlaggebend. Denn es kann nicht nur der SOFFEX-Händler von den laufenden Kurs- und Voluminaangaben durch den Ringhändler profitieren, sondern auch der Ringhändler bzw. allgemein der Anleger von Informationen der Optionen- und bald auch der Futuresmärkte.

Die Volatilitäten der liquidesten Optionsserien geben Informationen über die Erwartungshaltung der wichtigsten Marktteilnehmer betr. Kursschwankungen. Es ist zu beobachten, dass an jedem neuen Optionenmarkt zu Beginn mit zu hohen impliziten Volatilitäten gerechnet wurde; dies wurde bei jeder Aufnahme eines neuen Titels an der SOFFEX festgestellt. Z.B. wurden beim BBC wie auch beim Alusuisse am Anfang zu hohe Optionspreise bezahlt. Mittlerweile geben jedoch die impliziten Volatilitäten eine gute Indikation für die Bewegung der Aktienkurse.

Auch liefern die laufenden Angaben über Volumina und offene Kontrakte an der SOFFEX interessante Informationen. Z.B. wurden am 16. und 17. November 1988 überdurchschnittlich viele Putoptionen auf Nestlé-Inhaber gehandelt. Es fällt auf, dass an diesen beiden Tagen der Anteil der Nestlé-Puts sich gegenüber den übrigen Puts verdoppelte und der Anteil der Nestlé-Calls äusserst gering ausfiel. Nach Börsenschluss kündigte die Nestlé am 17. November 1988 eine Lockerung der Vinkulierungsbestimmungen ihrer Namenaktien an. Das

Abbildung 6: Informationen zwischen Märkten.

verursachte am 19. einen Kurssturz der Nestlé-Inhaber und einen Kursanstieg der Namenaktien. Gross waren allerdings auch die Auswirkungen auf Kurse der Inhaber- und Namenaktien der übrigen Gesellschaften; zwar unerwartet, denn dort waren keine plötzlichen Volumina- und Open Interest-Veränderungen an der SOFFEX ersichtlich. Interessante Informationen lieferten auch das ansteigende Volumen und die anziehenden impliziten Volatilitäten der CS Holding- und Roche-Calls im Vorfeld der Kapitaltransaktionen im Frühjahr 1989. In beiden Fällen zeigten sich die Kaufinteressenten zuerst an der SOFFEX, dann am Aktienmarkt. Futurespreise liefern Informationen über die zukünftigen Preiserwartungen. Ein Beispiel soll hierzu die Parallelität der Preisentwicklung von Aktienindizes und Aktienindex-Futures illustrieren. Eine amerikanische Studie zeigt, dass der S&P 500 Futurespreis dem S&P 500 Index systematisch um 20-45 Minuten vorausseilt, während die umgekehrte Beziehung selten länger als eine Minute dauert. Dies konnte auch am Tag des Börsencrashes, dem 19. Oktober 1987, beobachtet werden. Nur die Futurespreise widerspiegeln die aktuelle Börsen-

situation, die verschiedenen Indizes hinkten ca zwei Stunden hinterher, nachdem praktisch alle Titel eröffnet waren.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Optionen- und Futuresmärkte wichtige Informationsträger sind. Überdies wird für Händler und aktive Portfoliomanager die Koordination der Informationen aller Märkte immer wichtiger.

6. Praktische Erfahrungen

Wie bekannt, basieren Optionspreise zum wesentlichsten Teil auf den Aktienkursen und deren Veränderungen. Insofern kann bei Preisungleichgewichten Arbitrage (z.B. Conversion- und Researchstrategien) zwischen Aktien und Optionen gemacht werden. In den Anfängen der SOFFEX war dies häufiger möglich, zur Zeit gibt es nur noch selten gewinnbringende Arbitragemöglichkeiten, denn es muss beachtet werden, dass der eine Markt à la criée und der andere elektronisch organisiert ist. So kann nicht wirklich gleichzeitig gekauft und verkauft werden. Ob der Aktienkurs im Bildschirm auch derjenige ist, zu dem wirklich gehandelt werden kann, ist immer ein gewisses Risiko. Bei den Reversals ist das "Shorten" der Aktien solange nicht vollumfänglich gelöst, bis es ein für alle Marktteilnehmer funktionierendes Share-Lending gibt.

Da zur Zeit noch kein SMI-Futures-Markt existiert, sind des öfteren Arbitragemöglichkeiten bei den SMI-Optionen zu sehen. Doch die grossen Aktienengagements bzw. deren oft mangelhafte schnelle Handelbarkeit oder bei der Investition in einen Aktienkorb von z.B. 8 Titeln dessen Korrelationsrisiko, halten die Market Maker ab, Arbitrage in den Indexoptionen vorzunehmen. Bei der oft gestellten Frage, welcher Markt früher Informationen widerspiegelt, ist zu sagen, dass es auf keinen Fall wie zu Beginn der SOFFEX immer der Aktienmarkt bzw. die Veränderungen der Aktienkurse ist. Wie unter dem vorangegangenen Punkt "Informationsaustausch" erwähnt, ist es auch oft die Veränderung der impliziten Volatilität, welche zuerst die neuen Informationen widerspiegelt.

Der Optionen- und der Aktienmarkt werden von den Banken ziemlich unabhängig behandelt. Dies ist einerseits in der jeweiligen Aufbauorganisation begründet. Oft ist der Optionenhandel in einer anderen Abteilung bzw. eine eigene. Andererseits sind die beiden Handelsgruppen beinahe immer separate Profitcenter. In all diesen Fällen ist die Koordination eine andauernde Managementaufgabe, wobei die einzelnen Gruppen Interessenkonflikte haben können. Wie ebenfalls im vorigen Kapitel erwähnt, wäre eine enge Koordination für die Aktien- wie die Optionenhändler sinnvoll.

Was die Börsenorganisation anbelangt, macht es von aussen den Eindruck, das die strikte Trennung von Market Maker und Broker bei der SOFFEX die praktisch zweckmässiger sei. Doch auch dieser Punkt ist letztlich eine Managementaufgabe. Die Zusammenarbeit zwischen Kunden- und Handelsseite muss optimiert werden. Ob die Lösung in einer Person oder in zwei Mitarbeitern, welche zusammenarbeiten sollen, zu finden ist, hängt von den Personen und deren Führung ab und kann nicht eindeutig beantwortet werden.

Unter Punkt 3 "Marktorganisation" wurde die Aufsicht der beiden Börsen beschrieben. Hier wäre eine einheitliche Aufsicht sehr wünschenswert, andernfalls wird es wie bisher auch wieder vorkommen, dass aus welchen Gründen auch immer, z.B. technische Probleme der SOFFEX, der eine Markt weiterhandelt während der andere geschlossen ist.

7. Anforderungen an den Finanzplatz Schweiz der 90er Jahre

Transparenz, Liquidität und Flexibilität sind Gradmesser der Wettbewerbsfähigkeit eines Handelsplatzes. Hinzu kommen die Sicherheit für den Anleger, die technische Kapazität und die Infrastruktur.

Die drei wichtigsten Forderungen lauten:

- mehr Transparenz
- Liquidität und
- Flexibilität.

7.1. Transparenz

Bis heute existiert ein Börsenzwang mit laufend adjustierten Voluminaangaben nur an der SOFFEX. In Zürich werden permanent die wesentlichsten Schweizer Aktien von 09.30 bis 15.00 Uhr gehandelt. Ab Frühjahr wird der Börsenschluss auf 16.00 Uhr angesetzt. Diese neue Handelsorganisation ermöglicht es, mehr Transaktionen über die Börse abzuwickeln. Jedoch auch für die dann noch ausserbörslich gehandelten Transaktionen ist ein Reportingzwang einzuführen. Für Obligationen gilt dasselbe: es braucht laufende Voluminaangaben, also Meldepflicht für alle Wertpapiertransaktionen. Somit werden die Anleger durch die kommende Voluminatransparenz je Tag und Titel optimal informiert sein.

7.2. Liquidität

Ein gut funktionierender Markt ist durch hohe Liquidität, also durch einen regen Handel gekennzeichnet. In der Schweiz werden bereits 10 Blue Chips gehandelt, deren Börsen-turnover mit jenem der 10 höchstkapitalisierten amerikanischen Firmen vergleichbar sind.

Doch sind eindeutig noch folgende Massnahmen zur Erhöhung der Attraktivität der Wertpapiere für Anleger und Aktionäre notwendig:

- Titel mit tieferem Nennwert
- weniger Titelkategorien je Institution
- eine liberale Vinkulierungspraxis sowie
- strengere Informationspflichten für Unternehmen.

Diejenigen Unternehmen, welche diese Anforderungen erfüllen, werden von den Anlegern bestimmt mit grösserer Nachfrage in ihren Titeln belohnt.

Damit grössere Transaktionen von Wertpapieren schnell und kostengünstig möglich sind, braucht es eine geeignete Börsenstruktur und eine diversifikationsfreundliche Kommissionsstruktur. Daran arbeiten die Banken und Effektenbörsenvereine. Betreffend der Stempelabgaben ist eine Aufhebung

bzw. Anpassung derselben dringend erforderlich. Mit diesen Veränderungen wird die Liquidität der Blue Chips zunehmen.

7.3. Flexibilität

Beim Portfoliomanagement wird zwischen dem firmenspezifischen - und dem Marktrisiko unterschieden. Das firmenspezifische Risiko kann im Schweizer Aktienmarkt durch Diversifikation in nur 10 Aktien beinahe vollständig eliminiert werden. Das Marktrisiko hingegen ist nicht diversifizierbar. Will ein Anleger das Marktrisiko seines Portfolios reduzieren, kann dies nur erfolgen, wenn ein anderer Investor oder Bank bereit ist, dieses zusätzliche Risiko zu tragen. Die Umschichtung geschieht meist mittels Optionen und Futures. Optionen auf den liquidesten Schweizer Aktien werden bereits gehandelt, Indexoptionen auf dem SMI ebenfalls. Die Indexoptionen werden vor allem für die Absicherung von Portfolios gebraucht. Bis heute beträgt die maximale Laufzeit 6 Monate. Hier wächst das Bedürfnis für längerfristige Absicherungen für 1-2 Jahre. Die Banken und Börsen werden sich damit vermehrt beschäftigen müssen. Was auf dem Schweizer Markt die Financial Futures anbelangt, hat die Bank Leu den ersten Schritt in Index-Futures getan. Um jedoch das Absicherungsbedürfnis z.B. der Schweizer institutionellen Investoren mit diesem dafür idealen Instrument abzudecken, braucht es mehr Banken, die dieses Produkt anbieten. An der SOFFEX wird voraussichtlich Mitte 1990 der Handel in SMI-Index-Futures aufgenommen.

Es ist noch hinzuzufügen, dass es auch in der Schweiz für ein effizientes Hedging der Market Maker in derivaten Produkten ein funktionierendes Share-Lending-System braucht. Die SEGA hat u.a. die Aufgabe in Angriff genommen, ein professionelles Share-Lending-System aufzubauen.

Somit wird dem Investor bald eine Produktpalette offeriert, die vom Kassaprodukt über das Termingeschäft, Financial Futures bis zu den Optionen reicht. Damit wird der Anleger so flexibel, dass er

seine Anlagestrategien auf sein persönliches Risikoverhalten massschneidern kann.

Die heutige Transparenz, Liquidität und Flexibilität können zum Teil noch zu den Schwächen des Finanzplatzes Schweiz gezählt werden. Jedoch mit den laufenden und zukünftigen Fortschritten wird die Wettbewerbsfähigkeit und der Ruf des Finanzplatzes Schweiz gestärkt und den Bedürfnissen der Anleger gerecht werden.