

# Smart Investor

## Das Magazin für den kritischen Anleger



# Gut unterwegs mit kleinen Titeln

**GOLD-EXPLORER**  
 Pfiffige Spekulation  
 für Risikofreudige

**GOTTFRIED HELLER**  
 über die Zukunft  
 der Aktien

**MARKTTECHNIK**  
 Widerstand und  
 Unterstützung





## Editorial

# Meinungs- vielfalt



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Als Leser einer Zeitschrift wie des *Smart Investor* dürfen Sie zurecht erwarten, daß sich durch die redaktionellen Beiträge ein roter Faden zieht und daß wir nicht heute „hü“ und morgen „hott“ ausrufen. Konsistenz ist schließlich eines unserer Hauptziele. Dennoch können Sie hier auch immer wieder Beiträge finden, die von unserer analytischen Denke abweichen. Dies hat nichts damit zu tun, daß wir unseren Lesern gedankliche Stolpersteine in den Leseweg legen möchten. Der Grund dafür ist vielmehr folgender: Wir wollen uns auch mit anderen, teilweise sogar unserer Meinung widersprechenden Theorien auseinandersetzen – schließlich haben wir die Weisheit nicht mit Löffeln gegessen –, um so vielleicht zu neuen Erkenntnissen zu gelangen.

Damit Sie als Leser auf den ersten Blick erkennen können, ob es sich um einen fremden und damit nicht zwingendermaßen mit unserer Meinung übereinstimmenden Beitrag handelt, verfahren wir nach einem recht eingängigen Prinzip: In diesem Falle finden Sie am Artikelanfang das Bild des Autors und unter der Überschrift seinen Namen bzw. seine Tätigkeit oder

seinen Arbeitgeber angegeben. Ein aktuelles Beispiel stellt der Beitrag des Buchautors Günter Hanich auf den Seiten 24 und 25 über das Thema Deflation dar. Er gibt nicht bzw. nur zu einem Teil die Meinung der Redaktion wieder, was in diesem Falle auch im nachfolgenden Interview auf Seite 26 zum Ausdruck kommt.

Regelmäßige Fremdbeiträge sind auch die Kolumne (auf S. 43) und die „Externe Analyse“ (auf S. 36). Bei beiden Rubriken finden Sie jeweils rechts oben das Portrait des Verfassers. Mit der „Externen Analyse“ hat es diesmal gar eine ganz besondere Bewandnis. Es handelt sich dabei um eine Kaufempfehlung für die Aktie von Süss MicroTec. Und in der Rubrik „Buy & Good Bye“ auf Seite 39 finden Sie eine Verkaufempfehlung für ebendiese Süss MicroTec. Dies mag auf den ersten Blick unkoordiniert und inkonsistent erscheinen, ist es aber nicht, denn: Die Verkaufempfehlung stellt die Meinung der Redaktion dar, während die Kaufempfehlung die Einschätzung des Analysten Uwe Schupp vom Researchhaus equinet repräsentiert.

Sie dürfen beruhigt davon ausgehen, daß so etwas wie im Falle Süss nicht häufig vorkommen wird, oder, um es mit anderen Worten auszudrücken: Es war Zufall. Betrachten Sie es also bitte als ein Zeichen von Unabhängigkeit und Unvorgenommenheit, daß wir Kauf- und Verkaufempfehlung zugleich in einem Heft abdrucken. Obendrein entbehrt das Ganze auch nicht eines gewissen Realismus. Schließlich bedarf es für jedes Börsengeschäft sowohl eines Käufers als auch eines Verkäufers. In diesem Sinne hoffe ich auf Ihr Verständnis und wünsche viel Spaß beim Lesen.

GoingPublic  
Forschungsreihe

Band 4

Ralf Gleisberg, Börsengang und Unternehmensentwicklung - der Einfluss veränderter Eigentums- und Kontrollstrukturen, 224 Seiten, broschiert, 39,-- Euro



**JA,** **Bestellcoupon**  
ICH BESTELLE  
ZZGL. 3,50 EURO  
VERSANDKOSTEN

**RALF GLEISBERG**  
Börsengang und Unternehmensentwicklung - der Einfluß veränderter Eigentums- und Kontrollstrukturen

GoingPublic Forschungsreihe,  
Band 4, 39,-- Euro

Name/Vorname

Postleitzahl/Ort

Straße/Nr.

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:  
**GoingPublic Bookshop**  
GoingPublic Media AG  
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen  
Tel. 0 8171-419650  
www.goingpublic.de/buecher

**FAX-ORDER**  
**08171-419656**



*Titelstory:  
Gut unterwegs mit kleinen Titeln*

Nebenwerte erfreuen sich zunehmender Popularität, denn sie erweisen sich oft als äußerst lukrativ. Doch auf die richtige Auswahl kommt es an, wobei gewisse Spielregeln beachtet werden müssen. Auf was genau zu achten ist und welche internationalen Chancen es gibt, erfahren Sie auf den Seiten 6 bis 15.



*Interview mit dem Börsenexperten  
Gottfried Heller*

Als langjähriger Partner der Börsenlegende André Kostolany hat sich Gottfried Heller einen Namen gemacht. Im Gespräch mit *Smart Investor* geht der Vermögensverwalter auf den Unterschied zwischen einer Rally und einer Hausse, Inflation und die langfristigen Aussichten für die Aktien ein. Seite 20.



*Interview mit Jürgen Wunner  
von Julius Bär*

Als Manager eines Small Cap-Fonds kennt sich Jürgen Wunner bestens mit Nebenwerten aus und weiß sie zu schätzen. Was es dabei mit Börsenpsychologie und -philosophie, menschlichen Schwächen und starken Börsen auf sich hat, lesen Sie auf den Seiten 41 und 42.

#### Märkte

- 6 **Titelstory:**  
Gut unterwegs mit Nebenwerten
- 7 **Titelstory:**  
Nebenwerte Deutschland – Perlen fischen
- 10 **Titelstory:**  
Nebenwerte Schweiz: Gute Aussichten für Elektronikkonzern Schaffner Holding
- 12 **Titelstory:**  
Small Caps Japan: Aussichtsreiche Investments in Fernost
- 14 **Titelstory:**  
Nebenwerte Österreich: Qualitätswerte aus der Alpenrepublik
- 16 **Kapitalmarktkonferenzen im Aufwind: Eindrücke vom Stock Day 2003**
- 17 **Explorationsaktien – Die etwas andere Goldspekulation**
- 20 **„Solange alle nur von Rally und nicht von Hausse sprechen, werden die Börsen weiterlaufen“, Fondsmanager Gottfried Heller**

#### Hintergrund

- 21 **Prinzipien des Marktes: Unterstützung und Widerstand**
- 24 **Deflation – die verheimlichte Gefahr, von Buchautor Günter Hannich**

- 26 **„Im freien Markt herrscht massiver Preisdruck“, Interview mit Günter Hannich**
- 27 **Derivate:**  
(H)ausgemachte Performance-Probleme bei Nebenwerte-Baskets
- 28 **Produkttest Tai-Pan Realtime 4.5 – Live am Puls der Märkte**

#### Research

- 30 **Das große Bild:**  
Ende der Fahnenstange
- 32 **Relative Stärke:**  
Die Wiederentdeckung der Technologie
- 33 **Sentimenttechnik:**  
US-Sentiment und Sentix
- 34 **Aktie im Blickpunkt I:**  
SoftM Software und Beratung AG – Unsichtbarer Dritter
- 35 **Aktie im Blickpunkt II:**  
Value-Holdings AG – „Price is what you pay. Value is what you get.“
- 36 **Externe Analyse:**  
Süss MicroTec – Überdurchschnittlicher Profiteur eines Halbleiteraufschwungs;  
Uwe Schupp, equinet
- 38 **MoneyTalk:**  
Susanne Momberg, Finanzvorstand von CCR Logistics

- 39 **Buy & Good Bye:**  
CNOOC und Süss MicroTec
- 40 **Musterdepot:**  
„Glänzende“ Entwicklung

#### Potpourri

- 41 **Interview mit einem Investor:**  
„Bewertung und Ausblick stimmen derzeit nicht überein – aber das spielt auch keine Rolle“, Jürgen Wunner von der Julius Bär Kapitalanlagegesellschaft
  - 43 **Kolumne:**  
„Kostenlose Option“ von Roland Klaus
  - 44 **Buchbesprechung:**  
„Antizyklisch investieren – Gewinne gegen den Strom“ und „Macht und Wohlstand – kommunistischen und kapitalistischen Diktaturen entwachsen“
  - 46 **Zitate:**  
Über die Schwierigkeiten der Aktienanlage und die zwangsläufige Meinungsvielfalt hierbei
- 
- 45 **Unternehmensindex  
Vorschau Smart Investor 11/2003  
Impressum**

## Titelstory

# Gut unterwegs mit Nebenwerten

*Investieren im Nebenwertebereich erfordert von Anlegern mehr als ein glückliches Händchen. Eine ausführliche Auseinandersetzung mit den Besonderheiten der Materie sowie eine fundierte Kenntnis der „Spielregeln“ sind unerlässlich, um mit Nebenwerten und Small Caps erfolgreich zu sein.*

In der vorliegenden Ausgabe des *Smart Investor* stellen wir Ihnen gänzlich verschiedene Kategorien von Nebenwerten vor, und dies bezieht sich nicht nur auf die unterschiedlichen Herkunftsländer Japan, Österreich, Schweiz und Deutschland. Die im Beitrag „Perlen fischen“ beleuchteten Unternehmen kann man als „reinrassige Nebenwerte“ bezeichnen mit zum Teil kaum Handelsvolumen an heimischen Börsenplätzen. Im Gegensatz dazu erscheinen die vorgestellten japanischen Nebenwerte fast schon wie Blue Chips, gleichwohl dürften nur wenige Anleger Unternehmen wie Yahoo Japan oder Rakuten näher verfolgt haben. Bei der Einordnung kommt es also auch auf die Perspektive an, denn „richtige, kleine“ Nebenwerte in Fernost würde man von Deutschland aus teilweise nicht mal über den ausländischen Börsenplatz ordern können. Nicht selten müssen Sie selbst Ihre Bank – sei es eine Filialbank oder erst recht eine Direktbank – auf die Aufnahme eines ungängigen Unternehmensnamens ins Computersystem hinweisen, was eine anschließende Ordererteilung erst ermöglicht. Hier in Deutschland halten wir uns an die durch die Deutsche Börse AG vorgegebene Klassifizierung, wie sie durch die seit April vorherrschende Indexzugehörigkeit charakterisiert ist: Demnach umfaßt der Begriff Mid Caps die Titel des MDax und des TecDax, während Small Caps im SDax zu finden sind. Alles unterhalb des SDax wären dann Nebenwerte per se, bei denen man nicht selten hohe Abstriche in punkto Börsenliquidität und Bekanntheitsgrad machen muß. Daß auch diese Klassifizierung nicht unproblematisch ist, zeigt das Beispiel Porsche.

## Spezifische Risiken

Es existieren also mehrere Zuordnungs- und damit auch Risikoklassen, über die sich ein Anleger im klaren sein sollte. Vor allem über die spezifischen Risiken von Nebenwerten gilt es sich zu informieren. Auch wenn es trivial klingt, so besteht eines der immanenten Risiken schlichtweg darin, daß eine „Nebenwerte-Perle“ vielleicht niemals aus ihrem Dornröschenschlaf wachgeküßt wird. Es nützt schließlich nichts, eine dieser sogenannten Perlen im Depot zu haben, wenn andere Investoren sie nicht ebenfalls als solche identifizieren können – früher oder später. Hier kommt also der Faktor Anlagehorizont ins Spiel: Sind Sie auch in der Lage und willens, eine Aktie gegebenenfalls über viele Jahre hinweg im Depot zu halten und ihre Entdeckung durch andere Anleger gelassen abwarten zu können?

## Eigeninitiative ist unerlässlich

Ein massives Problem betrifft die mangelnde Coverage durch Banken, aber auch durch die Finanzpresse allgemein. Bei letzterem tragen wir mit dieser Ausgabe des *Smart Investor* zumindest unseren Anteil zur Behebung bei. Anleger müssen sich nichtsde-



strotzt oftmals in Eigenregie eingehend mit den Unternehmen befassen sowie fähig sein, sich eine eigene Meinung zu bilden. Dies muß nicht unbedingt ein Nachteil sein. Umgekehrt landet man mit einem spontanen Anruf bei einem kleinen Unternehmen seiner Wahl durchaus mal beim Vorstandsvorsitzenden persönlich. Versuchen Sie dies mal bei Siemens oder der Deutschen Telekom, wo Sie in einer Firewall an Investor Relations-Bodyguards spätestens in der dritten Weitervermittlung hängenbleiben dürfen.

## Über Soft Skills & Hard Facts

Anders als bei großen Unternehmen lastet die Unternehmensführung nicht selten auf den Schultern einer einzelnen Person, in der Regel auf denen des Firmengründers, der sein Lebenswerk an die Börse geführt hat. Eine Verantwortungsverteilung auf mehrere Köpfe ist bei zahlreichen Familienunternehmen noch die Ausnahme, so daß im Falle einer schweren Krankheit der Führungspersönlichkeit oder gar im Todesfall mit drastischen Kursabschlägen gerechnet werden muß. Neben diesem „weichen“ Bewertungskriterium spielen bei Small Caps aber vor allem die Hard Facts wie Kurs/Buchwert-Verhältnis oder Verschuldungsgrad eine tragende Rolle. Blue Chips werden hohe oder überhöhte Werte in diesen Kategorien schon mal gerne nachgesehen. Charttechnik spielt bei Nebenwerten deshalb eine eher untergeordnete Rolle, da sich Großinvestoren – sehr häufig trading- und timing-orientiert – aus Liquiditätsgründen dem Nebenwertebereich fernhalten müssen. Nichtsdestotrotz verlieren Kriterien wie Relative Stärke oder Momentum nicht ihre Bedeutung, wie man am Erfolg des von Jürgen Wunner, Julius Bär Kapitalanlagegesellschaft, betreuten Small Cap-Fonds ablesen kann – genau hierzu finden Sie auf S. 41 auch ein interessantes Interview mit diesem Fondsmanager.

**Dividenden, Benchmarks und Standardrisiken**

Schließlich spielt die Dividendenrendite bei Nebenwerten eine ganz erhebliche, um nicht zu sagen tragende Rolle. Aktienrenditen, so haben langfristige Untersuchungen ergeben, setzen sich erfahrungsgemäß hälftig aus Kurssteigerungen sowie Dividendeneinnahmen zusammen, ein Umstand, der in Boomphasen gerne vergessen wird. Sollte sich also trotz sorgfältiger Aktienauswahl keinerlei Kurssteigerung einstellen, kann eine Dividendenrendite von 7, 8 oder auch schon mal 10 % über die „Platznahme im Wartezimmer“ hinwegtrösten. Die Beschäftigung mit Nebenwerten sollte sich jedoch lohnen, wie nicht zuletzt die Kursentwicklung des amerikanischen Russel-2000-Index belegt. Untersuchungen haben gezeigt, daß Small Caps auf lange Sicht den breiten Markt outperformen, auf jeden Fall aber ihre Benchmark aus Blue Chips: Global Player tun sich ab einer gewissen Schwellengröße mit weiterem Wachstum sehr schwer, während bei kleinen Gesellschaften ja die Chance besteht, selbst irgendwann zu einem Big Player zu avancieren – auch Microsoft war irgendwann mal ein Small Cap. Dieser Chance steht – zuzüglich natürlich der zuvor genannten Unwägbarkeiten – umgekehrt lediglich das Standardrisiko einer

sich verschlechternden Geschäftsentwicklung gegenüber. Doch diesem unterliegt jedes Unternehmen, ob klein oder groß.

**Warum gerade jetzt Nebenwerte?**

Nachdem die Weltbörsen im Vergleich zu den Tiefstständen im März schon überaus kräftig zugelegt und sich zum Teil auch bereits weit vom fundamental überhaupt Machbaren entfernt haben, könnte nun wieder die Zeit fundamental attraktiv bewerteter Small Caps gekommen sein, wie dies regelmäßig in der zweiten oder dritten Welle eines Aufwärtstrends zu beobachten ist, wenn sich Investoren aus überbewerteten Blue Chips ausklinken. Value-Aktien und hier speziell Nebenwerte haben ihren Charme also keineswegs verloren, doch die Risikoneigung von Investoren schwankt in den verschiedenen Börsenzyklen nun mal recht deutlich. Mit den in dieser Ausgabe vorgestellten in- und ausländischen Titeln können Anleger ihr Depot sicherlich mit der einen oder anderen Perle ergänzen – wie erwähnt, kann die Entdeckung durch die breite Anlegermasse zwar nicht garantiert werden, doch die Aussichten darauf bestehen zweifellos immer.

Falko Bozicevic

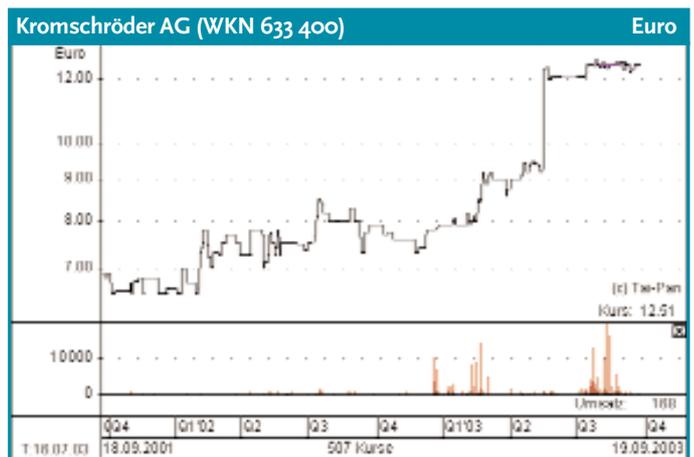
## Nebenwerte Deutschland – Perlen fischen

*Das mangelnde Interesse vieler Börsenpublikationen an deutschen Nebenwerten legt nahe, daß der Aktienmarkt jenseits der großen Indices den Anlegern nichts zu bieten hätte. Weit gefehlt!*

Denn einige der dort vertretenen Mittelständler verfügen nicht nur über hohes technologisches Know-how, eine etablierte Marktposition oder ein diversifiziertes internationales Geschäft, sondern bestechen oft mit einer attraktiven Dividendenrendite sowie einer beständigen Wertentwicklung. Daß sie trotzdem vernachlässigt werden, wird oft mit der geringen Liquidität der Papiere begründet. Da diese jedoch des öfteren auf die Konzentration großer Aktienpakete in den Händen weniger Investoren zurückzuführen ist, birgt das vermeintliche Manko sogar eine große Chance für den Privatanleger: Wegen der mangelnden Präsenz der Fonds findet er günstig bewertete Unternehmen, bei denen die Beteiligung der Großaktionäre für eine effiziente Kontrolle des Managements sowie für Kursphantasie im Fall einer möglichen Komplettübernahme durch den Mehrheitseigner sorgt.

**Kromschröder AG****Geschäft**

Die Osnabrücker Kromschröder AG ist ein Spezialist für Meß-, Steuer- und Regeltechnik in der Gasbranche, dessen Kerngeschäft in die beiden Segmente Gasversorgung und Gasverwendung unterteilt ist. Während in der Geschäftseinheit Gasversorgung die Zählertechnologie für den Endverbraucher hergestellt wird, liefert der zweite Bereich Regelprogramme und elektronische Regelsysteme, z.B. für Kessel oder Brennelemente. Mit Exportquoten von 70 %



(Versorgung) bzw. 53 % (Verwendung) ist Kromschröder international bereits stark vertreten. Zu den wichtigsten Absatzmärkten zählen hierbei Großbritannien, Rußland sowie Süd- und Mitteleuropa. In China konnte man dank eines Joint Ventures mit einem lokalen Partner frühzeitig die Marktführerschaft bei Haushaltszählern erringen. Diese erfolgreiche Expansion zeugt nicht zuletzt angesichts der großen und namhaften Wettbewerber, zu denen vor allem die amerikanischen Multis Schlumberger (Gaszähler) und Honeywell (Heizungsmarkt) gehören, von der guten Marktstellung der Niedersachsen.

**Zahlen**

Wegen eines Einbruchs auf dem britischen Gaszählermarkt – eine Umstrukturierung der Versorgungsgebiete erschwerte das Geschäft – mußte Kromschroder 2002 einen Umsatzrückgang von knapp 6 % auf 134,3 Mio. Euro hinnehmen. Da sich gleichzeitig auch der französische Markt schlechter als erwartet entwickelte und daher auf die dortige Tochter eine Abschreibung vorgenommen wurde, sank der Überschuß überproportional um rund 50 % auf 6 Mio. Euro. Die Halbjahreszahlen 2003 (Umsatz +8 %, Ergebnis +14 %) belegen allerdings, daß insbesondere die britische Schwäche nach der Neuordnung ausgestanden ist. Im Gesamtjahr erwartet Kromschroder deswegen bei moderaten Umsatzsteigerungen einen deutlich höheren Gewinn, zumal auch keine weiteren Sonderabschreibungen absehbar sind.

**Perspektiven**

Abgesehen vom schwierigen Jahr 2002 hat Kromschroder das Geschäft zuvor jahrelang stetig ausgebaut und von 1998 bis 2001 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von über 9 % erzielt. Dies hat offensichtlich auch den Großaktionär Ruhrgas beeindruckt, so daß den freien Aktionären im Mai aufbauend auf der bestehenden 92,7 %-Beteiligung ein freiwilliges Übernahmeangebot zu 12 Euro unterbreitet wurde. Erreicht der Großaktionär 95 %, ist ein Squeeze-out wahrscheinlich, womit sich die Osnabrücker leider vom Parkett verabschieden würden. Nichtsdestotrotz zeigt gerade Kromschroder beispielhaft, welche Chancen sich im Nebenwertsegment bieten: Noch Anfang des Jahres betrug die Dividendenrendite fast 5 %, und der Aktienkäufer mußte dafür den 13fachen durchschnittlichen Jahresüberschuß zwischen 2000 und 2002 bezahlen; der Ruhrgas-Konzern bietet nun den 20fachen Wert.

**Renk AG**

**Geschäft**

Die Renk AG bezeichnet sich selbst als Spezialisten für Großgetriebe und Antriebselemente. Hinter diesen Sammelbegriffen verbirgt sich ein diversifiziertes Portfolio artverwandter Geschäftsfelder. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt in der Herstellung von leistungsstarken Getrieben für Panzer, Schiffe oder die Industrie. Darüber hinaus produziert Renk allerdings auch Gleitlager, Kupplungen und Prüfsysteme. Die Produktion ist aufgeteilt in fünf verschiedene Geschäftseinheiten, die Produktionsstätten in Deutschland, Frankreich, Rumänien und den USA unterhalten. Ähnlich wie Kromschroder erzielt auch Renk einen Großteil seines



Absatzes im Ausland, zuletzt etwa 58 %. In seinem Kerngeschäft, der Wehrtechnik, konkurriert die Augsburger Firma dabei vor allem mit Allison Transmission, einer Tochter von General Motors. Im nicht-militärischen Geschäft zählen die deutsche Flender GmbH, der größte Getriebehersteller der Welt, die Schweizer Maag und BHS aus Sonthofen zu den wichtigsten Wettbewerbern.

**Zahlen**

Während die Wehrtechnik weitgehend unabhängig von konjunkturellen Schwankungen operiert, wird der Verkauf der restlichen Produkte durch die schlechten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen gedämpft. Im letzten Jahr konnte deswegen bei einem in etwa stagnierenden Umsatz von 255 Mio. Euro nur ein 24 % geringerer Überschuß von 13 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Ähnlich verlief das erste Halbjahr 2003: Die Erlöse blieben mit 110 Mio. Euro konstant, der Gewinn büßte erneut 3 Mio. Euro ein und lag nun bei 5 Mio. Euro. Auch der Auftragseingang war rückläufig und erreichte mit 108 Mio. Euro etwa 85 % des Vorjahreswertes. Trotzdem verfügt Renk immer noch über einen Auftragsbestand von 582 Mio. Euro – rein rechnerisch der 2,3fache Jahresumsatz.

**Perspektiven**

Das Gros der genannten Aufträge stammt aus dem Militärgeschäft, das deswegen auf Jahre ausgelastet ist und die Stütze des Unternehmens darstellt. Die übrigen Geschäftsbereiche sind angesichts schwacher Rahmenbedingungen erfreulich stabil und dürften von einer konjunkturellen Aufwärtsbewegung profitieren. Im internationalen Maschinen- und Anlagenbau steigt allerdings der Preisdruck, so daß die Margen vor allem in der Flaute tendenziell unter Druck geraten. Das Warten auf einen erlösenden Aufschwung wird dem Anleger jedoch mit einer Dividendenrendite von derzeit 4,7 % versüßt. Zusätzliche Attraktivität wird der Aktie durch die 76 %-Beteiligung von MAN verliehen: Da ein laufendes Aktienrückkaufprogramm den Free Float verringert, bietet ein denkbares Angebot des Großaktionärs für die restlichen Stücke eine gewisse Kursabsicherung.

**Fernheizwerke Neukölln AG (FHW)**

**Geschäft**

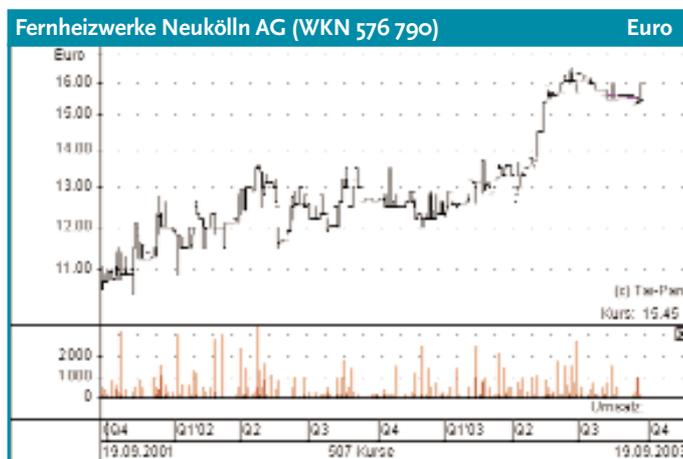
Der 1995 vollprivatisierte ehemalige Staatsbetrieb FHW versorgt seine Kunden im Berliner Stadtbezirk Neukölln mit Fernwärme. Erzeugt mit Heißwasser- und Dampfkesseln, wird die Energie in ein 60 km langes Leitungsnetz eingespeist, an das derzeit 34.000 Wohnungseinheiten angeschlossen sind. Das Unternehmen



selbst beziffert das verbliebene Potential im Stammgebiet auf weitere 14.500 Einheiten, für das jedoch starke Konkurrenz seitens der um ein Vielfaches größeren Berliner GASAG besteht, die mit vor Ort installierten Gasheizungen und einem Leitungsnetz von 6.800 km Länge am Berliner Wärmemarkt einen Marktanteil von etwa 43 % erreicht.

**Zahlen**

Trotzdem kann FHW beachtliche Zahlen vorweisen: Im letzten Geschäftsjahr konnte bei einem Umsatz von 17,3 Mio. Euro (-2 % ggü. Vorjahr) ein Reingewinn von 2,94 Mio. Euro (+3 %) erzielt werden – eine Traummarke von 17 %. Die Geschäftsentwicklung hängt allerdings von der Witterung ab: Ein überdurchschnittlich warmes Jahr 2002 sorgte daher für leichte Einbußen. Auch das milde Klima in diesem Jahr dürfte für rückläufige Erlöse und einen entsprechend sinkenden Rohhertrag sorgen.



**Perspektiven**

Das Neukundengeschäft ist wegen der schwachen Konjunktur in der Wohnungswirtschaft derzeit schwierig. Der Trend zu sparsamerem Verbraucherverhalten und die GASAG machen FHW zusätzlich das Leben schwer. Trotzdem verfügt das Unternehmen über ein extrem stabiles und rentables Kerngeschäft, das derzeit für den Anleger eine Dividendenrendite von 5,2 % abwirft. Außerdem ist es nicht auszuschließen, daß bei FHW eine Übernahme durch den Hauptaktionär bevorsteht. Bislang hält die Bewag 75,22 %. Wird die im Moment noch juristisch blockierte Verschmelzung der Bewag mit ihrem neuen Eigentümer Vattenfall Europe umgesetzt, könnte auch eine hundertprozentige Integration der FHW angestrebt werden. Insgesamt bietet das Fernheizwerk sicherlich die konservativste Anlagechance der hier vorgestellten Nebenwerte.

**VK Mühlen AG**

**Geschäft**

Die Hamburger VK Mühlen hat sich auf die Entwicklung und Herstellung von Getreidemahlerzeugnissen spezialisiert. Das in 17 eigenständigen Gesellschaften organisierte Geschäft läßt sich in die Bereiche Mühlen und Lebensmittel unterteilen. Im ersten Segment hält VK Mühlen die führende Position auf dem deutschen Markt: Mit einer Brotgetreidevermahlung von 1,45 Mio. Tonnen und einem Marktanteil von 20,4 % verweist sie die nächsten Konkurrenten Werhahn und Engelke deutlich auf die Plätze. Vom Stammmarkt Deutschland aus streckt VK seine Fühler langsam Richtung Osten: Nach dem Bau einer Mühle in Ungarn wurde im Dezember 2002 in Polen der zweite



osteuropäische Standort eröffnet. Im Geschäftsfeld Lebensmittel beschränken sich die Hamburger hingegen noch auf den deutschen Markt und verkaufen neben Mehlprodukten über die Tochter Müllers Mühle insbesondere Reis und Hülsenfrüchte.

**Zahlen**

Mit Umsätzen von 114 Mio. Euro (-5 %) in 2002 hat der Lebensmittelbereich allerdings eine geringere Bedeutung als der Mühlenbereich (Umsatz: 306 Mio. Euro, -1 %). Insgesamt konnte der Konzern damit im letzten Geschäftsjahr 5,6 Mio. Euro verdienen, 0,7 Mio. Euro weniger als 2001. Belastend wirkte sich dabei vor allem der Verbrauchertrend zu Handelsmarken aus, der das margenstarke Geschäft mit den bekannten Mehlmarken des Konzerns beeinträchtigte.

**Perspektiven**

Neben dem Discountboom bedrohen vor allem hohe Überkapazitäten im deutschen Mühlenmarkt die Ertragslage. Da auf der Seite der gewerblichen Abnehmer, insbesondere bei Bäckereiketten, die Konzentration schneller voranschreitet als bei den Anbietern, sinkt die Verhandlungsmacht von VK. Allerdings hat der Konzern mit zwei neuen Großaktionären starken Rückhalt gefunden: die schwedische Cerealia AB, zweitgrößter Brotfabrikant Europas, die sich via Kapitalerhöhung mit 11 % beteiligt hat, und die besonders in Osteuropa engagierte österreichische LLL, die im Wege einer Umplazierung mit 29,1 % eingestiegen ist. Bei einer Dividendenrendite von derzeit 3,3 % spricht besonders der von Cerealia gezahlte Aktienpreis von 83,50 Euro – ein Aufschlag von rund 8 bis 9 % auf den aktuellen Kurs – für das Unternehmen. Wegen des schwierigen Kerngeschäfts und eines zersplitterten Aktionärskreises, der ein Übernahmeangebot durch Großaktionäre unwahrscheinlich macht, besitzt VK einen deutlich spekulativeren Charakter als Renk oder FHW.

**Fazit**

Weitgehend unbemerkt von der Öffentlichkeit bauen die hier vorgestellten Unternehmen ihr etabliertes Geschäft kontinuierlich aus. Der langfristige Erfolg wird insbesondere durch die erstklassigen Mehrjahrescharts bei Kromschröder, Renk und FHW untermauert. VK Mühlen ist da etwas risikobehafteter, kann aber insbesondere mit dem Einstieg von Cerealia die Trendwende vollzogen haben. Mit Ausnahme von Kromschröder sollten alle Werte als Langfristinvestments betrachtet werden und als Depotbeimischung dienen.

Holger Steffen, Adam Jakubowski

## Titelstory

## Nebenwerte Schweiz

Gute Aussichten für Elektronikonzern Schaffner Holding

Von Björn Zern, Chefredakteur des Schweizer Nebenwertejournals

Die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten seit März 2003 hat auch die Schweizer Nebenwerte voll erfaßt. Die großkapitalisierten Schweizer Titel, insbesondere aus dem Finanzsektor, führten bis August die Aktienrally an, in den letzten sechs Wochen übernahmen aber die Small- und Mid Caps die Führung. Aufgrund drohender Unterdeckung reduzierten Schweizer Pensionskassen noch bis ins Frühjahr 2003 drastisch ihre Aktienpositionen, was gerade bei den weniger liquiden Small Caps zu einem Kurseinbruch führte, der fundamental nicht gerechtfertigt war. Zudem reagierten die Unternehmen mit Kostensenkungen und Restrukturierungen rasch auf die schwierige Auftragslage, so daß sie von einem wirtschaftlichen Aufschwung überproportional profitieren können. Aufgrund dieser Aussichten und der teilweise noch sehr niedrigen Bewertung ist eine Outperformance der Schweizer Small Caps gegenüber dem SMI auch künftig zu erwarten.

#### Schaffner profitiert vom Interesse an Small Caps

Zu den Titeln mit langfristig vielversprechenden Aussichten gehören die Papiere der auf Komponenten und Testsysteme im Bereich der elektromagnetischen Verträglichkeit focussierten Schaffner Holding. Die Komponenten werden überall dort eingesetzt, wo Strom fließt und durch seine Strahlung die Funktionsfähigkeit elektrischer und elektronischer Systeme beeinträchtigt werden könnte. Schaffner-Testsysteme messen elektromagnetische Wellen und werden dazu verwendet, die Einhaltung internationaler Normen zu überprüfen. Im Geschäftsjahr 2001/02 (Gj.ende: 30.9.) wurde das Unternehmen von der Krise in der Telekommunikationsbranche sowie einer ebenfalls rückläufigen Entwicklung im Markt für Industrieelektronik getroffen. Im Bereich Industrieelektronik beliefert Schaffner die Hersteller von Antrieben und Steuerungen, Anlagen für die Prozeßautomation, Lifte und Hebesysteme. Mit einem Anteil von je 18 % am Gruppenumsatz 2001/02 von 159,3 Mio. CHF sind dies derzeit die bedeutendsten Bereiche. Insgesamt ist Schaffner in mehr als zehn verschiedenen Branchen in den Märkten Europa (Umsatzanteil 66 %), Asien (18 %) sowie Amerika (16 %) aktiv.



#### Wachstum bei Automobilen und in Asien

Im Focus stehen derzeit die Automobilbranche, die 2001/02 bereits 6 % (Vj: 2 %) zum Gesamtumsatz der Gruppe beitrug, sowie der asiatische Markt. Mit der kürzlichen Verstärkung der Präsenz in China hat Schaffner das Engineering-, Service- und Support-Angebot für global agierende sowie regionale Kunden im asiatischen Raum ausgebaut. Im Geschäftsjahr 2001/02 wurden Komponenten für elektronische Schließsysteme (Keyless Access Systems)



Björn Zern

lanciert, die heute beispielsweise im neuen Renault Mégane sowie in weiteren französischen Fahrzeugen zum Einsatz kommen. Seit September 2003 liefert Schaffner diese Komponenten auch für das Keyless Access System des japanischen Kleinwagens Honda Jazz. In Zusammenarbeit mit einem Konsortium deutscher Automobilhersteller hat die Elektronik-Gruppe ferner ein Testgerät zur Überprüfung von Lichtwellenleitern zur Serienreife entwickelt, das in den weltweiten Serviceorganisationen der Hersteller eingesetzt werden soll. Während im Geschäftsjahr 2001/02 aufgrund von Restrukturierungskosten ein Verlust von 5,7 Mio. CHF ausgewiesen werden mußte, verbesserten sich Umsatz und Auftragseingang (+5,5 %) in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres. Für das jetzt zu Ende gehende Geschäftsjahr 2002/03 erwartet Schaffner die Rückkehr in die Gewinnzone.

#### Fazit

Schaffner gehörte im Jahr 2000 u.a. durch die UMTS-Euphorie zu den Highflyern an der SWX. Nach dem Absturz und der anschließenden Restrukturierung weisen die Kennzahlen für die ersten drei Quartale des laufenden Geschäftsjahres darauf hin, daß Schaffner den Turnaround in diesem Jahr vollbringen und wieder einen Gewinn zwischen 2,1 und 3,0 Mio. CHF ausweisen dürfte. In den kommenden Jahren erwarten wir allein aufgrund der guten Perspektiven im Automobilbereich und dem Potential in Asien weiteres Wachstum. Für einen zusätzlichen Schub könnte im Falle einer Erholung die Telekommunikations-Industrie sorgen, da viele Produkte für den TK-Sektor bereits fix und fertig entwickelt sind. Nach dem jüngsten Kursanstieg auf über 200 CHF ist der Titel aus fundamentalen Gründen recht anspruchsvoll bewertet. Kommt es zu einer Konsolidierung, so dürfte ein Engagement mittelfristig jedoch interessant sein.

## Titelstory

## Small Caps Japan

Aussichtsreiche Investments in Fernost

Von Rainer Hahn, asia-economy.de

Auch der japanische Aktienmarkt hat interessante Nebenwerte zu bieten. Im Folgenden sollen drei Titel aus zwei völlig verschiedenen Sektoren vorgestellt werden: Stahlerzeugung und Internet-Portale. Der Begriff Nebenwerte muß in diesem Zusammenhang etwas weiter gefaßt werden. Er soll an dieser Stelle den Umstand widerspiegeln, daß es sich bei Nippon Steel, Yahoo Japan und Rakuten nicht um Werte aus der ersten oder zweiten Reihe handelt, speziell bei den beiden letztgenannten. Der japanische Stahlproduzent Nippon Steel dürfte vielleicht schon mal dem einen oder anderen Anleger aufgefallen sein, der Internet-Portal-Betreiber Rakuten wohl eher weniger. Für eine Nebenwerte-Klassifizierung liegen die Marktkapitalisierungen dieser drei ziemlich hoch: Mit fast 17 Mrd. Euro ist Yahoo Japan sicherlich kein Leichtgewicht mehr, auch Nippon Steel kommt auf 11 Mrd. Euro.

**Unternehmensprofil Nippon Steel**

Nippon Steel ist ein japanischer Stahlproduzent und versteht sich gleichzeitig als der größte Lieferant für die japanische Automobilbranche. Das Unternehmen generiert zu 80 % seine Umsätze und Gewinne aus dem Stahlgeschäft. Zusätzlich betätigt sich die Nippon Steel im Bereich Engineering & Construction, der das zweitgrößte Geschäftsfeld darstellt. Die Marktkapitalisierung beträgt 1,37 Bio. Yen (1 Euro = 125 Yen).

**Entwicklung der japanischen Stahlindustrie**

Nippon Steel und die gesamten japanischen Stahlhersteller können künftig von der positiven Entwicklung Chinas stark profitieren. Durch den Wirtschaftsaufschwung und das hohe Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft ist die Nachfrage von Rohstoffen und Stahl binnen der vergangenen 24 Monate stark angestiegen. Die hohe Nachfrage wird noch für mindestens die nächsten zehn Jahre anhalten. Für das folgende Geschäftsjahr hat Nippon Steel bereits



Rainer Hahn

die Gewinnschätzung auf das Doppelte der erwarteten 75 Mrd. Yen im laufenden Geschäftsjahr auf 150 Mrd. Yen im Jahr 2004/05 erhöht.

**ZAHLEN UND PROGNOSEN NIPPON STEEL**

GESCHÄFTSJAHR	2002/03	2003/04E	2004/05E
UMSATZ*	2.750	2.900	3.200
OPERATIVER GEWINN*	143	220	380
NETTOGEWINN*	52	75	150
KGV	25	19	10

\*) in Mrd. Yen

Quelle: Nippon Steel, asia economy

**Fazit & Ausblick Nippon Steel**

Die Ergebnisprognose für Nippon Steel begründen wir vor allem mit der wachsenden Nachfrage Chinas. Aufgrund der Tatsache, daß Nippon Steel der größte Stahllieferant für die japanische Automobilbranche ist, rechnen wir verstärkt mit Aufträgen von den Joint Ventures im Automobilbereich mit Sitz in China. Mittlerweile sind alle japanischen Automobilhersteller in China vertreten und erwarten dort ein rasantes Wachstum. Wir empfehlen daher Nippon Steel langfristig zum Kauf. Wir gehen allerdings auch davon aus, daß zunächst eine Konsolidierung der gut gelaufenen Stahlwerte Japans in Kraft tritt und dadurch zunächst ein Abwarten sinnvoll erscheint. Zusätzlich sollten die zuvor niedrigen Kurse der Stahlwerte nicht vergessen werden, da diese aufgrund der Schutzzölle aus den USA unter Druck gerieten und somit lange Zeit unterbewertet waren.

**Rakuten versus Yahoo Japan: Unternehmensprofile**

Rakuten ist ein japanischer Internetportalbetreiber, der sich hauptsächlich in den Geschäftsbereichen Einkaufszentren und Auktionen positioniert hat. In diesem Geschäftsfeld ist Rakuten durch die Vielzahl seiner Online-Shops bei Büchern, Kleidung, Elektronik und Auktionsplattformen als Marktführer aufgestellt. Darüber hinaus wurde kürzlich ein profitables Online-Reisebüro von Hitachi Zosen vollständig übernommen, so daß Rakuten jetzt zusätzlich über zahlreiche Mehrheitsbeteiligungen wie an Lycos Japan verfügt. Yahoo Japan repräsentiert Japans größten Internetportalbetreiber. Das Unternehmen bietet außer einer Kommunikationsplattform ebenfalls Online-Auktionsplattformen sowie Online-Shopping an. Darüber hinaus ist Yahoo Japan in Kooperation mit der Beteiligungsgesellschaft Softbank Japans größter Breitband-Internet-Service-Provider.

**Geschäftsfeld e-Commerce:**

**Rakuten**

Rakuten erzielt aus dem Geschäftsfeld e-Commerce 68 % seines gesamten Umsatzes. Als japanischer Marktführer im Bereich Online-Shopping bietet Rakuten Online-Verkaufsflächen für eine Vielzahl verschiedener Produkte an. So werden Bücher, Musik, Textilien und Elektronik über die Plattformen vertrieben. Auch das Online-Auktionshaus trägt zum Umsatz im e-Commerce-Bereich bei. Die Erlöse betragen im zweiten Quartal 2,85 Mrd. Yen. Gerade erst im September 2003 hat man eine profitable Sparte von Hitachi Zosen namens Mytrip übernommen. Es handelt sich dabei um ein Online-Reise-Portal, das mit 55 Mitarbeitern einen Gewinn über 0,5 Mrd. Yen erwirtschaftete. Bereits im nächsten Jahr soll diese Sparte 40 % zum Gesamtumsatz beitragen und somit ein wesentlicher Geschäftsbereich im e-Commerce werden.



**Yahoo Japan**

Yahoo Japan verbucht im Geschäftsfeld e-Commerce mit 4,5 Mrd. Yen etwa 8 % seines Gesamtumsatzes. Im Vergleich zu Rakuten ist hier nicht das Auktionsgeschäft eingerechnet, bei dem Yahoo Japan in diesem Geschäftsjahr eine Umsatzverdopplung auf über 23 Mrd. Yen erwartet. Allein in diesem Geschäftszweig generiert Yahoo Japan einen größeren Umsatz als Rakuten insgesamt. Yahoo Japan will dennoch die Möglichkeiten seines Online-Shopping-Geschäfts noch weiter ausbauen. Die gut aufgestellte Infrastruktur der Auktions- und Einkaufs-Plattform soll von 500 auf rund 3.000 Online-Shops vergrößert werden. Einen wesentlichen Vorteil erhält Yahoo Japan dabei gegenüber seinem Konkurrenten Rakuten, in dem die Shops mit dem Auktionshaus verbunden werden, sowie auch durch die große Reichweite der Internetplattform Yahoo Japans.

**Geschäftsbereich Portale:**

**Rakuten**

Rakuten ist mit den Internetportalen Infoseek und Lycos Japan im Rennen. Mit diesen Portalen erzielte Rakuten zuletzt 19 % seines gesamten Umsatzes, was deutlich rückläufige Anzeichen aufwies. Das Unternehmen selbst erwartete einen 26 %igen Umsatzanteil zu erreichen. Bemerkenswert ist dabei, daß das größte Internetportal, Yahoo Japan, seine Umsätze und Gewinne auf Rekordniveau steigern konnte. Die beiden akquirierten Internetportale Infoseek und Lycos Japan sollen nun zusammengelegt

KENNZAHLEN-VERGLEICH YAHOO JAPAN UND RAKUTEN		
	YAHOO JAPAN	RAKUTEN
MARKTKAPITALISIERUNG*	2.100	300
UMSATZ (GJ. 2002/03)*	59	9,8
OPERATIVE MARGE	60 %	21 %
KGV04E	42	107
*) IN MRD. YEN		

Quelle: asia economy

werden. Dadurch erhofft sich Rakuten eine Konzentration der Nutzer und somit eine Steigerung der Attraktivität für den Werbemarkt. Zuletzt generierte Rakuten auf seinen Internetplattformen Infoseek und Lycos Japan 1,8 Mrd. Seitenzugriffe.

**Yahoo Japan**

Yahoo Japan ist Japans größtes Internetportal. In dem Geschäftsfeld Werbeflächen-Vermarktung erzielt der Internetriesen 30 % seines Gesamtumsatzes, der im zweiten Quartal etwa 17 Mrd. Yen betrug. Darüber hinaus zählt Yahoo Japan einen Umsatz von 7,3 Mrd. Yen im Geschäftsfeld Online-Auktionen und ist somit auch in diesem Geschäftsfeld Japans Marktführer. Vorteile gegenüber den Konkurrenten erzielt der Internetportalbetreiber durch seinen Breitband-Content, der im übrigen kostenpflichtig vertrieben wird. Hauptsächlich erhält der Marktführer seine Kunden für den Breitband-Content aus seinem Geschäftsfeld Breitband-Internet-Service-Provider. Auch in diesem Geschäftsbereich ist Yahoo Japan in Kooperation mit der Softbank BB Marktführer.

**Deutliche Bewertungsunterschiede**

Im gemeinsamen Vergleich erscheint uns Yahoo Japan als interessanteres Investment. Außer im Geschäftsfeld Online-Shopping ist das Unternehmen ausnahmslos besser aufgestellt. Die Bruttomarge beträgt 60 %, wogegen diese bei Rakuten mit 21 % deutlich niedriger ausfällt. Auch zwischen der aktuellen Bewertung der beiden Unternehmen liegen Welten: Während Yahoo Japan mit einem 2004er KGV von 42 bewertet ist, wird Rakuten mit einem KGV von 107 gehandelt. Rakuten ist somit unter den weltweit größten Internetwerten mit am teuersten.

**Fazit Rakuten & Yahoo Japan**

Die künftige Entwicklung wird zeigen, wie sich Yahoo Japan mögliche Marktanteile aus dem Geschäftsfeld Online-Shopping gegenüber Rakuten sichert. Wir gehen davon aus, daß der Ausbau Yahoo Japans von aktuell 500 Shops auf 3.000 Shops einen starken Umsatzanstieg in diesem Geschäftsfeld darstellen wird. Außerdem hat Yahoo Japan einen großen Vorteil gegenüber allen Konkurrenten in Japan: Er ist Marktführer bei Online-Auktionen und kann somit seine zahlreichen Shops direkt bei der Zielgruppe integrieren. Vorteile sehen wir jedoch für Rakuten im Online-Reisegeschäft. Hier lohnt sich unserer Einschätzung zufolge die jüngste Übernahme der Plattform Mytrip, die künftig den Gewinnmotor für Rakuten darstellen könnte. Aus den oben genannten Gründen stellen wir dennoch den Online-Shopping-Portal-Betreiber Rakuten zum Verkauf und sehen eine faire Bewertung erst bei unter 200 Yen (aktuell 388 Yen). Für Anleger, die sich in japanischen Internetwerten positionieren möchten, können wir Yahoo Japan zum Kauf empfehlen. Allerdings würden wir auch bei diesem Investment zunächst noch eine Periode schwächerer Kurse abwarten.

## Titelstory

## Nebenwerte Österreich

*Qualitätswerte aus der Alpenrepublik*

*Von Marcus Moser, German Business Concepts GmbH*

Am 4. September 2003 fand der Investor Round Table „Österreichische Perlen“ statt. Sechs ausgewählte österreichische Werte hatten im Münchner Platzl Hotel die Gelegenheit, sich in jeweils einer Stunde vorzustellen und die anwesenden Investoren, Analysten und Journalisten von ihren Firmenkonzerten zu überzeugen. Die ganztägige Veranstaltung ist organisiert und durchgeführt worden von der Wilkinson+Associates – Equity Consultants GmbH und der Schumacher's AG für Finanz- und Unternehmenskommunikation. Nachfolgend möchten wir fünf der sechs vertretenen Werte etwas näher vorstellen, die Telekom Austria AG lassen wir bewußt weg, da sie aufgrund der Größe nicht in das Raster der Small- und Mid Caps paßt.

#### Rosenbauer International AG

Die Rosenbauer AG ist einer der drei größten Hersteller von Feuerwehrfahrzeugen. Durch das weitergehende Angebot von mobilen Löschsystemen und feuerwehrspezifischer Ausrüstung wird die Produktpalette der Österreicher komplettiert. Die internationale Ausrichtung (vertreten in über 100 Ländern) und das Beliefern aller Zielgruppen zeigen deutlich die gute Marktstellung auf. Das drückt sich auch in den stetig steigenden Umsatzzahlen der letzten Jahre aus. Allein im ersten Halbjahr 2003 konnte der Umsatz im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 12 % gesteigert werden. Dementsprechend konnte auch das operative Ergebnis um 2,5 auf 11,4 Mio. Euro zulegen. Für das Gesamtjahr erwartet das Management eine weitere Umsatz- und Ergebnissteigerung, da nachhaltige Reorganisations- und Rationalisierungsmaßnahmen, vor allem in Bereich der Fahrzeugfertigung, sowie ein steigender Auftragseingang in den USA die leicht rückläufige Nachfrage des größten Exportlandes und „Hauptkunden“ Deutschland überkompensieren dürften.

Rosenbauer International (WKN 892 502)

Euro



#### RHI AG

RHI ist mit seinem Kerngeschäft Feuerfest (Erzeugnisse, die Temperaturen von über 600°C standhalten können) eines der führenden Unternehmen weltweit. Allerdings machen RHI massive Kapitalprobleme Sorgen. Durch Asbestklagen in den USA wurde ein Schuldenberg von 1 Mrd. Euro angehäuft. Auch die nachfolgende Kapitalrestrukturierung im letzten Jahr konnte die finanzielle Lage der RHI AG nicht grundlegend verbessern. Zwar wurden von den Banken 400 Mio. Euro bis 2007 gestundet, dennoch belaufen sich die Finanzverbindlichkeiten immer noch auf stolze 344 Mio. Euro. Seit 2002 ist RHI wieder profitabel und hat im ersten Halbjahr 2003 ein Betriebsergebnis (EBIT) von 53,9 Mio. Euro erwirtschaftet. Nach eigenen Angaben des Unternehmens ist der Ausblick für die nächsten Jahre auch weiterhin positiv. Fraglich ist aber, ob die Schulden zukünftig merklich abgebaut werden können.



Marcus Moser

#### Pankl Racing

Pankl Racing ist ein weltweit engagiertes Unternehmen, das hochwertige Produkte für die Bereiche Motorsport und Luftfahrt fertigt. Kunden sind neben namhaften Rennställen der Formel 1 und der amerikanischen CART- und NASCAR- Serie auch Eurocopter und MTU Aero Engine aus dem Luftfahrtbereich. Seit fünf Jahren kann Pankl Racing ein jährliches Wachstum von durchschnittlich 30 % vorweisen. Auch für 2003 ist wieder ein Zuwachs von 10 % prognostiziert. Auch die Weichen für die nächsten Jahre sind bei Pankl bereits gestellt. Jüngst wurden 5,6 Mio. Euro in Zukunftsprojekte investiert, um die Produkte „Kurbeltrieb“ und „Renngetriebe“, die seit 2002 die Produktpalette erweitern, weiter zu verbessern. Zusammen mit der in Angriff genommenen Restrukturierung des zweiten Standbeines, der Luftfahrtsparte, die Ende dieses Jahres abgeschlossen sein wird, sollte das Ergebnis 2003 noch negativ belastet sein. Ersichtlich wird die nicht zufriedenstellende Geschäftsentwicklung auch am Aktienkurs, der entgegen dem Gesamtmarkt eher seitwärts verläuft.

## Sanochemia Pharmazeutika AG

Sanochemia hat ihr Geschäft auf vier verschiedene Geschäftsbereiche gestützt. Forschung & Entwicklung, chemische Synthese, pharmazeutische Produktion sowie Vertrieb und Marketing. Das Hauptgebiet von Sanochemia ist dabei der Bereich F&E, der durch die Ergebnisse der Synthese und des diagnostisch-pharmazeutischen Geschäftes finanziert wird. Wirkstoffe gegen Alzheimer, Demenz oder Parkinson sind bereits im Produktportfolio enthalten und werden an Pharmafirmen wie Pfizer, Johnson&Johnson oder Aventis verkauft. In der Produktpipeline befinden sich zwei Entwicklungen, die sich in der ersten klinischen Phase befinden. Ein weiteres Medikament hat bereits alle drei klinischen Prüfungen durchlaufen und steht vor seiner Markteinführung. Der Aktienkurs zeigt nach dem tiefen Fall im Jahr 2000 wieder nach oben, den gemachten Hoffnungen müssen aber mittelfristig Taten folgen.

### EINIGE WICHTIGE KENNZAHLEN DER UNTERNEHMEN FÜR 2003E

UNTERNEHMEN	ROSENBAUER	RHI	PANKL RACING	SANOCHEMIA	PALFINGER
AKTIENKURS 19.9.2003	36,04	12,30	9,50	4,90	18,60
UMSATZERLÖSE IN MIO.	309	1.200	65,5	16,2	318
EBIT IN MIO.	21	104	2,1	-5,7	26
EBIT-MARGE	6,8	8,7	3,2	-	8,2
JAHRESERGEBNIS IN MIO.	7	35,5	-1	-5,8	16
KURS-UMSATZ-VERHÄLTNIS (KUV)	0,20	0,20	0,56	3,33	0,54
KGV	9	7	-	-	10
KURS-BUCHWERT-VERHÄLTNIS (KBV)	1,76	NEGATIVES EK	0,58	0,98	1,20
		(VERSCHULDUNG)			

Schätzungen für 2003e: GBC-RESEARCH; Angaben jeweils in Euro

Weltweit ist das Unternehmen mit Produktionsstätten, Vertriebsniederlassungen und Repräsentanzen in zwölf Ländern vertreten. Der Umsatz sowie das Betriebsergebnis sind seit Jahren konjunkturabhängig relativ konstant. Dieses Jahr sieht Palfinger trotz der schlechten Rahmenbedingungen einen leichten Umsatzzuwachs. Zwar ist das erste Halbjahr nicht bedeutend besser verlaufen als der Vergleichszeitraum letzten Jahres, jedoch wird mit einem deutlich besseren zweiten Halbjahr gerechnet als im Vorjahr. Insgesamt stehen die Ampeln bei Palfinger wieder leicht auf Grün, was sich auch in steigenden EBIT-Margen ausdrückt.

### Sanochemia Pharmazeutika (WKN 919 963)

Euro

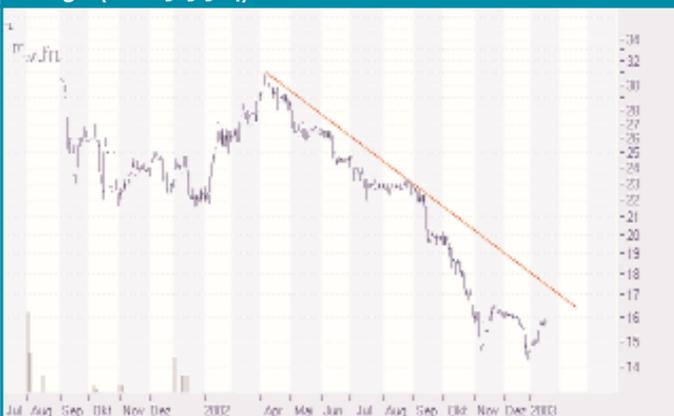


## Palfinger AG

Die Palfinger AG hat sich im Laufe der Jahre vom Familienbetrieb zum soliden börsennotierten Unternehmen entwickelt, ihr Produktportfolio ständig erweitert und so die Weltmarktführerschaft im Kranbau gefestigt. Das Hauptprodukt, das auch 90 % zum Ergebnis beiträgt, sind LKW-Ladekrane. Palfinger stellt aber auch Ladekrane, Abrollkipper und Krane für den Einsatz in den Bereichen Land- und Forstwirtschaft, Recycling und Eisenbahn her.

### Palfinger (WKN 919 964)

Euro



## Fazit

Alles in allem ist der Investor-Round-Table eine gelungene Veranstaltung gewesen und hätte mehr Besucher verdient gehabt. Den besten Eindruck machten vor allem aus Investorensicht Rosenbauer International und Palfinger, bei diesen Aktien kann insbesondere bei Kursschwächen zum Kauf geraten werden. Neutral sehen wir Pankl Racing Systems und die RHI, hier überwiegen noch die Risiken. Pankl ist aufgrund des hohen Buchwertes interessant, aber operativ gibt es noch keine Entwarnung. Bei dem fünften Wert, der Sanochemia Pharmazeutika AG, raten wir dem Anleger zum Verkauf.

Anzeige

RENDITE

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

& MEHR

Der Münchner Investment Club veranstaltet einen Vortrag zum Thema:

**"Ausblick 2004 - Wie Sie Aktien, Anleihen, Immobilien und Gold optimal strukturieren!"** (anschließend Diskussion)

- Augsburg (Dorint Hotel) am 06.10.2003
- Nürnberg (Nestor Hotel) am 07.10.2003
- Rosenheim (Parkhotel Crombach) am 08.10.2003
- Düsseldorf (Industrie-Club e.V.) am 13.10.2003
- Frankfurt (Hauck & Aufhäuser) am 14.10.2003
- Stuttgart (Kongress Hotel Europe) am 15.10.2003
- Hamburg (Steigenberger Hamburg) am 13.11.2003
- München (Haus der Bayerischen Wirtschaft) am 24.11.2003

**Die Teilnahme ist kostenlos.** Zeit: 18.00 Uhr bis 20.30 Uhr

Anmeldung unter 089/790 863-50 oder [www.mic-online.de](http://www.mic-online.de)

# Kapitalmarktkonferenzen im Aufwind

*Eindrücke von der Investorenkonferenz „Stock Day 2003“  
am 27. August im Frankfurter Hilton*

Es ist still geworden um Investorenkonferenzen, die von unabhängigen Anbietern organisiert werden. Speziell die Konferenzen für kleinere Firmen taten sich schwer, Kunden und interessierte Anleger zu begeistern. Führt das verbesserte Börsenklima nun auch zu einem Aufschwung bei den Konferenzen im Small Cap-Bereich? Am Beispiel des von der Frankfurter IR-Agentur Value Relations IR Services am 27. August organisierten Stock Day 2003 soll der aufkommende Optimismus etwas näher beleuchtet werden.

## Internationale Unternehmen

Interessieren sich professionelle Anleger überhaupt noch für Small Caps? Offensichtlich ja – und das Interesse steigt weiter. So verzeichnete Value Relations knapp 100 Besucher auf dem kürzlich in Frankfurt abgehaltenen Stock Day 2003. Und das bei einem gewagten Mix verschiedener Branchen. So präsentierten sich Unternehmen aus den Bereichen Exploration/Mining neben Unternehmen aus dem Biotech- und Healthcare-Bereich. Einzelkämpfer und Publikumsmagnet war die Syzygy AG (Prime Standard: SYZ) – das einzige Unternehmen aus dem Bereich Internet/Software-Technologie. Das Unternehmen mit dem ungewöhnlichen Namen (steht für eine seltene Sternkonstellation) kümmert sich um Internetauftritte von großen Kunden hauptsächlich aus der Automobilindustrie oder der Finanzdienstleistungsbranche.

## Biotech

Im Bereich Biotech präsentierte sich Callisto Pharmaceuticals aus den USA (OTC-BB: CLSP, Frankfurt: CA4). Das Unternehmen beschäftigt sich mit der Forschung nach Wirkstoffen gegen Krebs oder gegen die Folgen von Angriffen mit biologischen Waffen. Das Krebsmittel befindet sich in Phase I der klinischen Forschung. Bereits zugelassen ist das Diagnosegerät mit RAMP-System der Firma Response Biomedical aus Kanada (TSX-V: RBM, Frankfurt: RBQ). Dieses Gerät ermöglicht eine Reihe von Schnelltests, wie z.B. den Nachweis, ob ein Mensch einen Herzinfarkt erlitten hat, oder ob sich Milzbranderreger in der Luft befinden – eine leider sehr aktuelle Gefahr. Ein britisches Unternehmen, Antisoma plc. (LSE: ASM, Frankfurt: ASOM), betätigt sich als Forschungsdienstleister und hat eine weitreichende Kooperation mit Roche abgeschlossen, für die Antisoma hoffnungsvolle Produkte zur Krebsbekämpfung bis zur Marktreife bringen soll.

## Mining/Exploration

Aus dem Bereich Mining & Exploration präsentierten sich u.a. conroy Diamonds and Gold plc. aus Dublin. Ungewöhnlich hierbei ist, daß conroy Gold in Irland fördert, was nicht direkt zu den typischen Goldfördergebieten zählt. Eaglecrest, ein Explorationsunternehmen aus Kanada, hingegen hat ein 166 km<sup>2</sup> großes



Präsentation der Syzygy AG auf dem Stock Day 2003

Grundstück in Bolivien, auf dem die Probebohrungen nun beginnen. Die Finanzierung der Bohrungen ist durch eine erfolgreich durchgeführte Privatplazierung gesichert. Auch hier war die Kombination aus kanadischem Unternehmen und bolivianischer Minenaktivität ein Gesprächsthema.

## Der Mix macht's

Schlußendlich war es genau dieser Mix internationaler Unternehmen mit diversen Betätigungsfeldern, der die Veranstaltung so attraktiv machte. Die Erfolgsaussichten der Veranstaltung erscheinen zunächst angesichts der vielen im Ausland notierten Unternehmen eher gering. Es sind aber doch mehr Anleger wieder bereit, sich auch exotischere Unternehmen anzusehen – es winken schließlich auch überdurchschnittliche Gewinne, wenn das vermutete Gold gefunden oder der entdeckte Wirkstoff zugelassen wird.

## Erfolgsfaktoren

Was besonders die Unternehmensvertreter beeindruckt hat, war der volle und straff durchorganisierte Terminplan. Vor und nach den Unternehmenspräsentationen wurden in separaten Räumen Einzelgespräche mit dem Management der Unternehmen organisiert. So ist mancher Manager nur kurz und hektisch am Büffet zu sehen gewesen, denn das nächste Meeting wartete bereits. Relaxen konnte man dann während der Abendveranstaltung – dem traditionellen Gala Dinner in der Alten Oper. Dort trafen die Unternehmensvertreter auf eine handverlesene Auswahl von Kapitalmarktexperten. Daß trotz eines anstrengenden Tages oft bis tief in die Nacht über Märkte, Produkte oder sonstige Themen diskutiert wurde, zeigt die Beliebtheit der Veranstaltung. Sämtliche Unternehmen wollen auch beim nächsten Mal wieder mit dabei sein.

Kevin Sternkopf

# Explorationsaktien

## Die etwas andere Goldspekulation

Explorer als Vorstufe von Minen bilden eine eigene, äußerst spekulative Aktiengruppe. Dieser Beitrag zielt darauf ab, das Explorationsgeschäft und seine marktbehebenden Faktoren so weit vorzustellen, daß sich der interessierte Anleger das für ein Investment unabdingbare eigene Urteil bilden kann.

Goldinvestoren gehen in der Regel folgendermaßen vor: Zunächst erfolgt die Anlage in physischem Gold (Barren, Münzen). Danach wird das Depot mit Aktien von diversen Goldminenaktien bestückt, welche sich hauptsächlich nach Größe, Produktionskosten und Förderregionen unterscheiden. Explorationsfirmen (Explorer, Juniors) stellen das spekulative Sahnehäubchen der Goldanlage dar. Sie finanzieren sich hauptsächlich über die Ausgabe von Aktien, um mit dem zufließenden Geld auf der Basis von geologischen Erkenntnissen Probebohrungen durchzuführen. Bei Erfolg werden alle reich, ansonsten ist das Geld weg.

### Rückblick – die schlechteste aller Welten

Im Rahmen der Liberalisierung und Globalisierung Anfang der 90er Jahre öffnete sich die Welt auch für die Exploration. Der ehemalige Ostblock sowie die Dritte Welt wurden beliebte Ziele für die Rohstoffsuche. Erfolge wie der Fund des 7-Millionen-Unzen-Goldvorkommens durch Arequipa Resources und deren Kursexplosion von 2.500 % bis zur Übernahme 1996 heizten die Euphorie an. Es blähte sich eine Spekulationsblase auf, die mit Bekanntwerden des Betrugsfalls Bre-X im Jahre 1997 platzte.



### Drei Gründe für den Exodus aus dem Explorationsbereich

Erstens: Das Vertrauen war dermaßen zerstört, daß sogar der Bekanntgabe von wirklichen Goldfunden kein Glauben mehr geschenkt wurde. Plötzlich war jede denkbare Mine „ein Loch im Boden im Besitz eines Lügners“. Zweitens: Ende der 90er Jahre war es wesentlich verheißungsvoller, sein Geld an die neuen Märkte zu tragen. Der dritte Grund gab der Explorationsbranche den Rest: der anhaltende Verfall des Goldpreises, der die Goldsuche schlichtweg uninteressant machte. Die Konsequenz dieser

## Der Skandal um Bre-X Minerals Ltd.

### Der Weg nach oben:

Die von einem ehemaligen Broker gegründete kanadische Explorationsfirma fand angeblich Gold in der Busang-Region auf der indonesischen Insel Borneo. Sie gab von Ende 1995 bis Februar 1997 stetig steigende „Goldreserven“ bekannt: Aus anfangs 30 Mio. Unzen wurden nach und nach über 200 Mio. Unzen Gold, die im tiefen Dschungel schlummerten. Freeport McMoRan Copper & Gold erkämpfte sich einen 15 %-Anteil am Busang-Vorkommen. Lehman Brothers setzte die Aktie aufgrund der „Goldentdeckung des Jahrhunderts“ auf „Strong Buy“. Investmentgesellschaften hielten hohe Anteile an Bre-X (Fidelity war in der Spitze mit 7,3 % beteiligt). Die Marktkapitalisierung von Bre-X gipfelte Anfang 1997 bei über 5 Mrd. US-\$.

### Der Weg nach unten:

Den Anfang machte der Chefgeologe von Bre-X, als er auf dem Weg zu einem Treffen mit dem Due Diligence-Team von Freeport in Busang aus einem Hubschrauber stürzte und umkam.

Ein Feuer zerstörte eine Hütte in Busang, wo sich alle Aufzeichnungen der Geologen befanden. Freeport kann die von Bre-X bekanntgegebenen Zahlen bzgl. der hohen Goldgehalte nicht bestätigen – nur Hinweise auf „insignifikante Goldmengen“. Die Toronto Stock Exchange suspendierte den Handel in Bre-X-Aktien. Der CEO von Bre-X beteuerte, daß er unverändert zu den Goldschätzungen in Busang stehe (wie auch viele Fondsmanager weiter an die Aktie glaubten). Der Börsenhandel wurde zwar wieder aufgenommen, die Aktie kollabierte jedoch. Weitere Gesteinsproben bestätigten, daß es im indonesischen Regenwald nahezu genau so wenig Gold gab wie im Harz. Vermutlich waren die Gesteinsproben „gesalzen“, d.h. vor der Untersuchung entsprechend mit Gold angereichert worden. Im Mai 1997 erschien ein unabhängiger Prüfungsbericht mit dem vernichtenden Urteil: Der Goldfund von Bre-X war ein Betrugsfall ohnegleichen in der Minengeschichte. Aus dem Goldfund des Jahrhunderts wurde der Goldbetrug des Jahrhunderts.

Entwicklungen war eine heftige Marktberreinigung, die viele Explorer die Existenz kostete. Die Überlebenden sahen ihre Aktienkurse gegen Null konvergieren.

## Goldreserven gehen zur Neige

Der Rückgang der Explorationsanstrengungen – die Budgets wurden in den letzten fünf Jahren um 67 % gekürzt – hatte zur Folge, daß sich die Reserven der Goldproduzenten reduzierten (sh. Interview mit Dr. Thomas Utter im *Smart Investor* 8/2003, S. 11-12: „Die weltweiten Goldreserven reichen noch für sechs oder sieben Jahre“). Wenn die Goldminen ihr Geschäft weiter betreiben wollen, müssen sie ihre Reserven ersetzen. Diese Notwendigkeit hat der für Exploration zuständige Vize-Präsident von Barrick Gold – einem der größten Goldproduzenten der Welt – im März 2003 überdeutlich zum Ausdruck gebracht: „Große Goldminen wie Barrick müssen mehr für die Exploration aufwenden – andernfalls werden die Reserven in zehn Jahren erschöpft sein. Von der Entdeckung bis zur Minenproduktion können sechs bis acht Jahre vergehen.“ Die Lebensdauer der aktuellen Reserven entspricht also ungefähr der Zeitspanne, die nach einem Goldfund für die Entwicklung der Minenproduktion benötigt wird! Der zeitliche Vorlauf der Suche ist hierbei nicht einmal berücksichtigt.

## Ausblick – die beste aller Welten?

Nach Bre-X wurden neue Mining Standards gesetzt, um der Veröffentlichung von Ressourcen und Reserven Glaubhaftigkeit zu verleihen. Während Ressourcen lediglich auf Schätzungen nach ersten Probebohrungen basieren, berücksichtigen die von unabhängiger Seite testierten Reserven die rechtlich mögliche und vor allem profitable Abbaubarkeit des Rohstoffs. Im allgemeinen sollte der dringende Bedarf nach neuen Reserven den Explorationsgesellschaften zu mehr Aufmerksamkeit verhelfen. Den Goldproduzenten bleibt keine andere Wahl, als sich in der Exploration zu engagieren. Auch hier stellt sich wieder die unternehmerische Grundsatzfrage: make or buy? In Anbetracht der zeitlichen Nöte erscheint für einen Goldproduzenten ein Direktinvestment (Beteiligung oder Übernahme) sinnvoller, da es schneller zum Erfolg führt als der Ausbau des eigenen Geologenteams. Die finanziellen Voraussetzungen für Firmenkäufe hat der gestiegene Goldpreis der letzten drei Jahre geschaffen.

## Checkliste zur Auswahl von Explorationsaktien

- ◆ Management: Erfahrung, Erfolge?
- ◆ Aktionärsstruktur: Management, Institutionelle und sogar Goldproduzenten signifikant beteiligt?
- ◆ Marktkapitalisierung: Bewertung der Ressourcen/Reserven?
- ◆ Bilanz: Genügend Cash vorhanden, um Exploration voranzutreiben? Keine erdrückenden Schulden?
- ◆ Bohrregion(en): Politisch stabiles Land? Bohrregion in der Nähe von bereits produzierenden Minen bzw. Fundstätten (die spektakulärsten Goldfunde berichten häufig Explorer, die in der Nähe von bereits existierenden Minen Land besitzen)?
- ◆ Information: Homepage aufschlußreich? Investor Relations?
- ◆ Technische Analyse (z.B. Ausbruch)

## Mögliche Anlässe für Stimmungsaufhellung

In Bezug auf die Goldreserven sollte allerdings bedacht werden, daß die Übernahme eines Explorers zwar die Reserven des Käufers erhöht, nicht aber die weltweit verfügbaren Vorräte. Im besonderen sind es drei Faktoren, die die Stimmung für Aktien des Explorationssektors auf „bullish“ drehen sollten. Erstens: die Ankündigung einer sensationellen Goldentdeckung durch einen Explorer. Zweitens: die spektakuläre Übernahme eines Explorers. Drittens: ein deutlicher Goldpreisanstieg. Die exzellenten Perspektiven der Branche führten bereits in den ersten acht Monaten in 2003 zu einem signifikanten Anstieg von Private Placements im Goldsektor auf knapp 2 Mrd. US-\$. Einerseits führen diese Kapitalerhöhungen zur Verwässerung der Altaktionäre, andererseits aber ist davon auszugehen, daß diese Großinvestoren die Aktien akkumulieren. An der Börse sind diese Stückzahlen in Anbetracht der Illiquidität über einen überschaubaren Zeitraum nämlich weder zu kaufen noch zu verkaufen.

## Beispiel für die Einzelwerteselektion: Ivanhoe Mines

Im folgenden sollen die obigen Kriterien am Beispiel der kanadischen Ivanhoe Mines geprüft werden: Robert Friedland stieß Mitte der 90er Jahre mit seiner Firma Diamond Fields Resources auf ein gigantisches Nickelvorkommen, das er schließlich für 4 Mrd. US-\$ an Inco verkaufte (Management war bereits erfolgreich und hält wesentliche Beteiligung). Mit einem Teil des Erlöses aus diesem Coup gründete er Ivanhoe Mines (www.ivanhoe-mines.com). Diese kanadische Firma entwickelte bereits einige produzierende Minen im fernen Osten und setzt die Suche vor allem in der Mongolei fort (zumindest keine instabile Region). Die Marktkapitalisierung in Höhe von ca. 750 Mio. Can-\$ rechtfertigte im Juni 2003 – vor der Kursverdopplung – den Wert der Cash Flow-generierenden Minen (Bilanz okay). Zusammen mit den 170 Mio. Can-\$ Cash gab es die nach einigen Probebohrungen aussichtsreichen Explorationsvorhaben in der Wüste Gobi quasi umsonst (geplante Exploration finanziell gesichert). Obendrein sah die Aktie Anfang 2003 technisch herausragend aus: Nach dem Absturz infolge des Bre-X-Fiaskos 1997 fand eine mehrjährige Bodenbildung statt („Dorming Bottom“), der ein von hohem Volumen begleiteter Anstieg mit anschließender Plateaubildung im Bereich 3 Can-\$ folgte (2002). Der Ausbruch im Sommer 2003 ist durch die Bekanntgabe der verheißungsvollen Bohrergebnisse der mongolischen Turquoise Hill-Lagerstätte ausgelöst worden.





**Eigene Umsetzung**

Die Suche nach diesen verborgenen Schätzen auf dem (kanadischen) Kurszettel beginnt man am besten auf Goldportalen wie [www.goldseiten.de](http://www.goldseiten.de) und [www.321gold.com](http://www.321gold.com), wo regelmäßig über Juniors berichtet wird. Allerdings sollte man immer entsprechend den o.g. Kriterien seine eigene „Due Diligence-Prüfung“ vornehmen. Die meisten kanadischen Explorieraktien werden nicht nur nicht in Deutschland gehandelt, sondern sind sogar

an ihrer Heimatbörse relativ illiquide. Zu empfehlen ist daher ein (Online-)Broker in Kanada mit heißem Draht nach Toronto und Vancouver. Wer weder die Zeit noch die Muße hat, sich intensiv mit einzelnen Gesellschaften zu beschäftigen, und die Explorer-Spekulation lieber in die Hände eines Fachmanns legen möchte, der dürfte mit dem Veneroso Gold Zertifikat von ABN Amro (WKN: 321 605; ISIN: NL0000312106) gut bedient sein, denn der Manager und ausgewiesene Gold-Experte Frank Veneroso legt hauptsächlich in Junior-Minen bzw. Explorationswerten an. Dieses Zertifikat ist damit als eine unkomplizierte und breiter diversifizierte Alternative zum Direktinvestment zu sehen.

**Fazit**

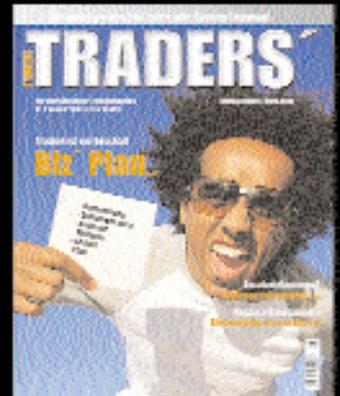
Das Bre-X-Debakel ist verdaut, das Vertrauen in die Goldexploration wieder hergestellt. Die Goldnachfrage und der Goldpreis steigen wieder. Die Goldproduzenten sind zur Ersetzung ihrer geschrumpften Reserven gezwungen. Die Kombination dieser Faktoren lenkt den Blick auf die Explorationsbranche, deren Aktien von dieser Konstellation überproportional profitieren dürften. Vor allem für die hochspekulativen Penny Stocks dieses Sektors mit oft nur wenigen Millionen Dollar Marktkapitalisierung stellen sie eine extrem kursexplosive Mischung dar. *Smart Investor* wird in einer der nächsten Ausgaben ausführlicher auf einzelne Explorieraktien eingehen.

Jürgen Ganßleben

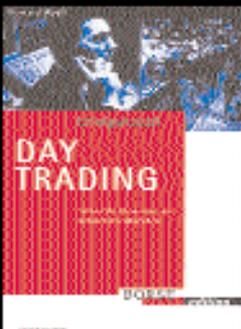
Anzeige

Abonnieren Sie heute und erhalten Sie 15 Ausgaben TRADERS´ zum Preis von 12.

# TRADERS´



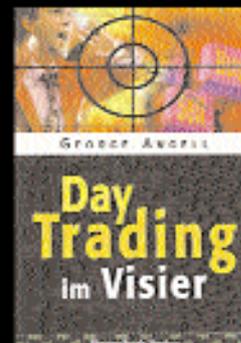
Besuchen Sie [www.traders-mag.com](http://www.traders-mag.com) oder rufen Sie an: 07561 6715 und wählen Sie aus diesen drei Trading Büchern Ihr Geschenk!



Zum erfolgreichen Day-Trading gehört die richtige Finanzierung. Das entsprechende Wissen ist das Geheimnis zum Erfolg. Die wichtigsten Regeln, um das Trading profitabel zu machen, sind in diesem Buch enthalten. Sie erfahren, wie Sie Ihre Trades steuern und Ihre Verluste begrenzen können. Die Psychologie des Day-Traders ist ein weiteres wichtiges Thema, das in diesem Buch behandelt wird. Sie erfahren, wie Sie Ihre Emotionen kontrollieren und Ihre Trades erfolgreich abschließen können. Dieses Buch ist ein unverzichtbares Werkzeug für jeden Day-Trader.



Das Buch 'Hit and Run Strategien' ist ein unverzichtbares Werkzeug für jeden Day-Trader. Es enthält die wichtigsten Regeln, um das Trading profitabel zu machen. Sie erfahren, wie Sie Ihre Trades steuern und Ihre Verluste begrenzen können. Die Psychologie des Day-Traders ist ein weiteres wichtiges Thema, das in diesem Buch behandelt wird. Sie erfahren, wie Sie Ihre Emotionen kontrollieren und Ihre Trades erfolgreich abschließen können. Dieses Buch ist ein unverzichtbares Werkzeug für jeden Day-Trader.



Day Trading ist die Königsdisziplin der Spekulation. Um erfolgreich zu sein, müssen Sie die richtigen Strategien und Werkzeuge kennen. Dieses Buch enthält die wichtigsten Regeln, um das Trading profitabel zu machen. Sie erfahren, wie Sie Ihre Trades steuern und Ihre Verluste begrenzen können. Die Psychologie des Day-Traders ist ein weiteres wichtiges Thema, das in diesem Buch behandelt wird. Sie erfahren, wie Sie Ihre Emotionen kontrollieren und Ihre Trades erfolgreich abschließen können. Dieses Buch ist ein unverzichtbares Werkzeug für jeden Day-Trader.

# „Solange alle nur von Rally und nicht von Hausse sprechen, werden die Börsen weiterlaufen“

*Smart Investor im Gespräch mit Gottfried Heller, Fonds-Manager, Vermögensverwalter und langjähriger Partner der Börsenlegende André Kostolany, über den Unterschied von Rally und Hausse, Inflation und die langfristigen Aussichten für die Aktien.*

**Smart Investor:** Würden Sie die jetzige Aufwärtsbewegung bei den Aktien als Rally oder als Hausse bezeichnen?

**Heller:** Ich sehe sie als Mittelding von beidem. Aber bezüglich der Begriffsverwendung finde ich noch etwas erwähnenswert. Solange die Medien den Anstieg bei den Aktien immer nur als Rally bezeichnen, was ja definitionsgemäß eine kurzfristige Angelegenheit ist, so lange dürfte es weiter nach oben gehen. Erst wenn das Wort Hausse wieder vermehrt in den Mund genommen wird, werden die Zittrigen zurück an die Börse kehren.

**Smart Investor:** Wir sind zwar versiert in Sachen Contrary Opinion, aber könnten Sie diesen Gedanken vielleicht nochmals kurz erläutern?

**Heller:** Bekanntermaßen sind ja die Börsen die gesündesten, die entlang einer Klagemauer mit Ach und Weh nach oben klettern. Die Börsen, wo alle in Saus und Braus eine Orgie feiern, wie das in den Jahren 1999 und 2000 der Fall war, die sind dem Tode geweiht. Heute ist jedoch das Gegenteil der damaligen Stimmung festzustellen. Die Leute sind deprimiert, sie trauern dem Frieden nicht, viele sind noch nicht investiert oder haben Geldmarktfonds, Garantie-Zertifikate oder Hedge-Funds. Alles mit dem Hintergrund: nur keine Verluste mehr machen. Wenn jeder schnell Gewinne mitnimmt und dem Aufschwung nicht traut, dann handelt es sich um eine gesunde Börse.

**Smart Investor:** Die US-Regierung und -Notenbank tun ja auch wirklich alles dafür, um die Konjunktur anzukurbeln und die Märkte mit Liquidität zu überschwemmen. Muß all dies nicht zwangsläufig zu Inflation führen?

**Heller:** Ja, davon kann man ausgehen. Allerdings muß man, wenn man von Inflation redet, auch gleich eine Größenordnung mit dazu angeben. Sicherlich werden wir keine Verhältnisse wie in den 70er Jahren erleben mit zweistelligen Teuerungsraten, aber wir müssen uns sehr wohl auf eine Inflation von 2 bis 4 % einstellen. Dies bedeutet aber, daß man längerfristig mit anziehenden Zinsen rechnen muß. Auf eine Deflation, wie sie von vielen derzeit befürchtet wird, müssen wir uns aber bestimmt nicht einstellen.

**Smart Investor:** Gehen wir mal für das US-Wirtschaftswachstum in den kommenden Jahren von 3 % p.a. aus, und setzt man nun dazu die aktuelle Geldmengenausweitung von etwa 15 % in Relation, dann ergäbe sich doch – ohne Berücksichtigung sonstiger Faktoren – ein Inflationspotential von 12 %, also zweistellig.

**Heller:** Die Geldmenge wird ja sehr stark von der Notenbank gesteuert. Genauso wie die Fed Liquidität im hohen Maße zur Verfügung stellen kann, kann sie sie auch wieder einziehen. So hat sie übrigens auch vor und nach dem Millennium-Wechsel gehandelt.

**Smart Investor:** Sie sind für die Aktienbörsen bis ins Jahr 2004 hinein positiv gestimmt. Wie sieht denn Ihre Meinung bezogen auf die langfristige Entwicklung aus?

**Heller:** Wenn man jetzt einmal von den nicht vorhersehbaren Ereignissen wie z.B. Terroranschlägen oder sonstigen Imponderabilien absieht, denke ich, daß die Börsen in den nächsten Jahren sehr stark von der zunehmenden Globalisierung geprägt sein werden. Bezogen auf die Wirtschaft müssen wir wohl keine ausgeprägten Rezessionen befürchten, sondern vielmehr ein sich verstetigendes Wachstum von – je nach Region – zwischen 2 und 5 % pro Jahr.

**Smart Investor:** Und was bedeutet dies für die Aktien?

**Heller:** Eine Hausse wie in den letzten 20 Jahren werden wir wohl für längere Zeit nicht mehr erleben. Denn der Haupttreibersatz dafür war der Zins, der sich gemessen an der Rendite der 10jährigen Treasury Bonds von 16 % Anfang der 80er Jahre auf 3 % Mitte dieses Jahres ermäßigte. Dies ermöglichte die Erhöhung des KGVs um den Faktor vier. 1982 lag das KGV für den Dow Jones bei etwa 8, im Jahr 2000, nach dem sich der Dow verzehnfacht hatte, lag das KGV bei 32. D.h. der Beitrag für diese Kurssteigerung in diesem Zeitraum kam nicht so sehr von den Gewinnsteigerungen der Unternehmen, sondern von der Höherbewertung der Aktien aufgrund der günstigen Zinsentwicklung. Wenn man nun bedenkt, daß die Zinsen heute auf einem sehr tiefen Niveau notieren, dann darf man also aus dieser Richtung zukünftig keinen nennenswerten Beitrag mehr für die Aktienentwicklung erwarten. Die Schlaraffenland-ähnlichen Zustände, die wir in den 90er Jahren hatten, wo 20 % Kurssteigerung pro Jahr normal waren, werden wir also so schnell nicht wieder erleben.



Gottfried Heller

Interview: Ralf Flierl



handen ist – entwickelt in der Regel ihre Dynamik erst nach dem Bruch der Nackenlinie. Die nach derartigen Ausbrüchen regelmäßig zu beobachtenden Pullback-Bewegungen sind eines der prominenten Beispiele für die Regel, daß sich Widerstände und Unterstützungen nach einem Durchbruch in ihr Gegenteil verkehren.

### Entscheidungs-, nicht Wendemarken

Wie wenig Widerstände oder Unterstützungen verlässliche Begrenzungen für dynamische Kursbewegungen sind, wurde in der Abwärtsbewegung des Dax der Jahre 2000ff deutlich, als dem verängstigten Publikum beständig neue Unterstützungen präsentiert wurden, an denen der Abschwung nun endgültig zum Stillstand kommen sollte. Vorzugsweise lagen diese Marken nur wenige Prozentpunkte unter dem aktuellen Kursniveau und erzeugten angesichts des vermeintlich nur noch geringen Restrisikos ein trügerisches Gefühl der Sicherheit. Wie groß das Risiko tatsächlich war, dämmerte manchem erst, als der Dax knapp unter 2.200 Punkten seinen Boden fand. Manche Medien brachten das Kunststück fertig, mit dieser vollkommen verfehlten statischen Interpretation von Unterstützungsmarken auch während eines mehr als 70 %igen Abschwungs nicht ein einziges Mal zu einem ernsthaft negativen Marktausblick zu gelangen. Die relevante Information in diesem Zusammenhang war nicht die statische, daß eine Unterstützungsmarke in der Nähe des Kurses lag, sondern die dynamische, daß sich der Kurs darauf zu bewegte, sich also in einem Trend befand. Die Marke selbst war keine unüberwindliche Barriere, an der der Kurs zwangsläufig zu drehen hatte, sondern lediglich eine Entscheidungsmarke, ein Indikator für die weitere Entwicklung. Brach sie, was in einem Trend ohnehin die Regel und nicht die Ausnahme ist, dann sollte dies nicht als Hinweis mißverstanden werden, flugs nach der nächsten Unterstützung Ausschau zu halten und auf deren magische Kräfte zu hoffen. Vielmehr war der Bruch einer Unterstützung eine klare Bestätigung des Trends, die Positionen in Trendrichtung nahelegte. Die Leichtigkeit und Nachhaltigkeit, mit der solche Marken durchschlagen werden, sind als Hinweis auf die Vitalität des Trends zu werten.

### Die alten Meister

Diese Erkenntnisse sind nun keineswegs neu. Bereits der legendäre Jesse Livermore vertraute bei seinen Spekulationen in den ersten vier Jahrzehnten des vergangenen Jahrhunderts auf die kursbeschleunigende Wirkung derartiger Ausbrüche. Besondere Bedeutung maß er den von ihm als Pivotal-Punkte bezeichneten Marken bei, wenn sie sich in der Nähe sog. Dezimalmarken (z.B. 20, 50, 100) herausbildeten. Kraftvolle Ausbrüche aus solchen Bereichen handelte Livermore stets in Richtung des Ausbruchs. Die Darvas-Boxen, benannt nach ihrem Entwickler, dem ungarischen Tänzer Nicolas Darvas, sind ebenfalls nichts anderes als Widerstands- und Unterstützungslinien. Darvas handelte strikt in Richtung des Break-outs (= Ausbruch) und verdiente damit Ende der 1950er Jahre in kurzer Zeit ein Millionenvermögen. Richtungsweisende theoretische Überlegungen stellte bereits Mitte des letzten Jahrhunderts Richard Donchian, einer der Väter der Technischen Analyse, mit seiner Vier-Wochen-Regel an. Donchian konstruierte auf Basis der Hoch- und Tiefkurse der letzten vier Wochen den sog. Donchian Channel, eine gleitende Widerstands- und Unterstützungslinie (vgl. Abb. 3). Wann immer

der Kurs diesen Kanal aufweitete, also über sein Vier-Wochen-Hoch stieg oder unter sein Vier-Wochen-Tief fiel, sollte in Richtung dieser Aufweitung gehandelt werden (vgl. Pfeile in Abb. 3). Dieses Break-out-System positioniert den Anwender in großen Trends zwangsläufig auf der richtigen Seite, verliert allerdings, wie alle trendfolgenden Ansätze, in trendlosen Phasen Geld. Dennoch zählen Trendfolgesysteme und insbesondere Break-out-Systeme zu den langfristig profitabelsten Ansätzen am Markt.

Abb. 3: Donchian Channel



### Turtles und Turtle Soup

Auch die von den Traderlegenden Richard Dennis und William Eckhardt ins Leben gerufene Tradergruppe „Turtles“ (Schildkröten) handelte ein System, dessen Einstiegssignale auf Donchians simpler Vier-Wochen-Regel beruhten. Um so erstaunlicher, daß diese Gruppe in den 1980er Jahren über mehrere Jahre Profite von durchschnittlich 80 % p.a. erzielen konnte. Das vollständige System wurde von Curtis Faith, einem der ursprünglichen Turtles, in diesem Jahr offengelegt. Da es die Turtles leid waren, daß von dritter Seite mit ihrem Nimbus Geschäfte gemacht wurden, ist das Material nunmehr für jedermann kostenlos unter [www.originalturtles.org](http://www.originalturtles.org) zugänglich. Der Erfolg der Turtles, der zahlreiche unkritische Nachahmer auf den Plan rief, hat die Märkte anfällig für falsche Ausbrüche gemacht. Gerade das mögliche Scheitern zeigt, wie wichtig eine genaue Beobachtung des Kurses an solchen Entscheidungsmarken ist. Laurance A. Connors und Linda Bradford Raschke haben vor diesem Hintergrund sogar ein eigenes Signal konstruiert, das sie augenzwinkernd „Turtle Soup“ (Schildkrötensuppe) nennen. Danach soll immer dann entgegen einem Ausbruchversuch gehandelt werden, sobald sich dessen Scheitern abzeichnet.

### Fazit

Widerstand und Unterstützung sind zentrale Konzepte der Technischen Analyse, die durch die Jahrzehnte ihre Nützlichkeit stets aufs Neue bewiesen haben. Wesentliches Element der Handelsansätze von Jesse Livermore, Nicolas Darvas, Richard Dennis und der „Turtles“ waren trendfolgende Break-out-Signale auf Basis von Widerständen und Unterstützungen. Es dürfte kein Zufall sein, daß sie zu den erfolgreichsten technisch orientierten Tradern aller Zeiten gehören.

Ralph Malisch

# Deflation – Die verheimlichte Gefahr

Von Günter Hannich, Autor von sechs finanzkritischen Büchern und Ratgebern. Der Titel seines jüngsten Buches lautet: „Deflation – Die verheimlichte Gefahr“

Was Notenbanken, Politiker und die meisten Medien verharmlosen oder ableugnen, wird immer deutlicher: die Tendenz zur Deflation. Die nächsten Jahre entscheiden dabei über Ihr Geld. Konzerne und Superreiche bereiten sich seit langem auf eine Deflation vor. Dies bedeutet für Sie ein radikales Umdenken bei Ihrer Zukunftsplanung.

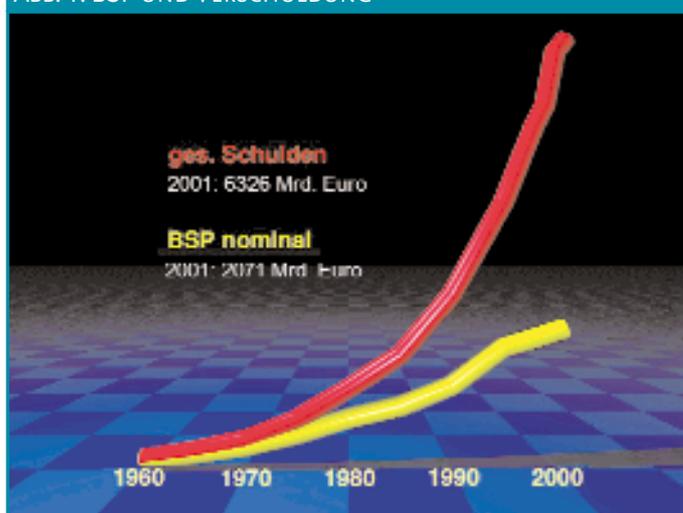
## Die deflationäre Abwärtsspirale

Deflation bedeutet ein Absinken der in der Wirtschaft umlaufenden Geldmenge, was zu fallenden Preisen führt. Das hört sich ganz harmlos an und wird zunächst von den Menschen als angenehm empfunden. Doch die Folgen sind dramatisch, weil daraus eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale entsteht: Fallende Preise führen zur Konsumzurückhaltung, weil jeder mit Käufen abwartet, in der Hoffnung, daß es „noch billiger“ wird. Damit kommen die Unternehmen in Absatzprobleme und gehen bankrott bzw. entlassen Arbeitskräfte oder senken die Löhne. Eine sinkende Massenkaukraft läßt den Konsum noch weiter einbrechen und bringt die Wirtschaft unter Druck. Da immer mehr Betriebe dadurch bankrott gehen, kommen letztlich auch die Banken ins Trudeln, da die vergebenen Kredite nicht mehr rückzahlbar sind. Am Ende sind die Vermögen bei den Banken in Gefahr, bei Bankenpleiten verloren zu gehen, die Kaufkraft sinkt weiter ab. In diesem Szenario verfallen vor allem auch die Sachgüter, insbesondere Immobilien, im Preis. Der Teufelskreislauf dreht sich selbständig immer schneller.

## Steigende Preise in der Deflation

Begehen Sie nicht den Fehler, Preiserhöhungen durch steigende Steuern oder die Euro-Einführung als „Inflation“ zu betrachten. Entscheidend ist: Die wichtigsten Preise in einer Volkswirtschaft, die Löhne und Gehälter, sinken seit Jahren. Steigende Steuern und fallende Löhne führen jedoch nicht zu einer Inflation.

ABB. 1: BSP UND VERSCHULDUNG



on, sondern schnurstracks in die Deflation. Was machen Sie, wenn die Preise durch Steuererhöhungen steigen und Ihr Verdienst nach unten geht? Geben Sie dann mehr Geld aus oder weniger? Was machten Sie, als im Zuge der Euro-Einführung die Preise anzogen? Sie konsumierten weniger, Sie sparten, da Sie immer weniger Geld in der Tasche hatten! Sparen bedeutet jedoch Konsumzurückhaltung, am Ende Deflation.



Günter Hannich

## Neun Gründe für eine Deflation

**Das Schuldensystem:** Unser Finanzsystem führt von sich aus zur Deflation. Die gesamten Schulden in jedem Land der Welt steigen viel schneller als die Wertschöpfung. So wachsen die Verbindlichkeiten der deutschen Volkswirtschaft fast dreimal schneller an als das Bruttosozialprodukt. Die daraus folgenden Kapitalkosten belasten zunehmend die Wirtschaft. Dazu kommt, daß der Staat durch jahrzehntelange Konjunkturprogramme sich völlig überschuldet hat und nun seinerseits dazu gezwungen ist, Steuern und Abgaben zu erhöhen, um seinen Zinsverpflichtungen nachzukommen. Folge: einbrechende Kaufkraft, Deflation.

**Die Schnäppchenpreise:** Die Unternehmen versuchen durch einen ruinösen Preiskampf ihre Marktposition zu verteidigen – die Preise beginnen zu fallen. Damit wird der Kunde psychologisch an „Schnäppchenpreise“ gewöhnt, und die Unternehmen sind später gar nicht mehr in der Lage, Preise anzuheben.

**Der Crash:** Der Einbruch der Börsenwerte in den letzten Jahren verminderte die Neigung der Verbraucher, Geld auszugeben. Es wird immer mehr gespart, aus Angst, das Vermögen könnte noch weniger werden. Ein zu erwartender weiterer massiver Crash wird diese Haltung noch mehr verstärken. Ein Crash führt immer zu einer Deflation, weil Geld zurückgehalten wird, nie zu einer Inflation. Was tun Sie, wenn morgen ein Börsenkrach Ihr Vermögen vernichtet? Geben Sie dann mehr aus oder werden Sie sparsamer? Sie sparen!

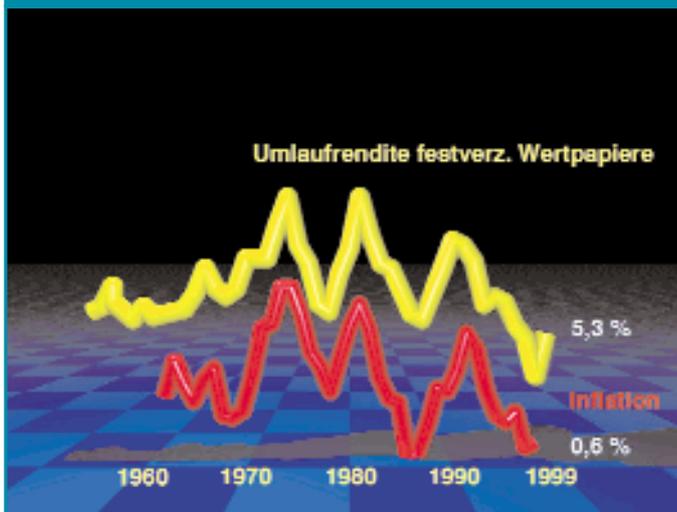
**Die Immobilienblase:** In den USA, England und vielen anderen Ländern sind in den letzten Jahren die Immobilienwerte durch Spekulation massiv im Preis angestiegen. Damit verbunden waren Rekord-Hypothekenschulden. Damit wurde eine Spekulationsblase erzeugt, die früher oder später platzen wird. Überschuldete Haushalte und ins Bodenlose sinkende Immobilienpreise werden die Folge sein – Deflation!

**Rückläufige Kaufkraft:** Die Ergebnisse der großen Konzerne wuchsen nur deshalb in jüngster Zeit, weil „gespart“ (besser gesagt: gekürzt) wurde. Es wurden also Arbeitskräfte entlassen, Löhne gedrückt und Investitionen eingeschränkt. All diese Maßnahmen führen aber dazu, daß die Wirtschaftsleistung als Ganzes und damit die Kaufkraft sinkt. Wenn jedoch die Menschen immer weniger Geld in der Tasche haben, dann können sie immer weniger kaufen. Die Folge ist Deflation.

**Nach Inflation folgt Deflation:** Über 50 Jahre herrschte weltweit Inflation. Die D-Mark von 1950 hatte im Jahr 2000 nur noch die Kaufkraft von 25 Pfennigen. Nach einer Inflation kommt jedoch keine noch größere Inflation, sondern die Entwicklung kippt um in eine Deflation.

**Das fallende Zinsniveau:** Das auf Rekordtief gefallene Zinsniveau zeigt zusätzlich eine Deflation an. In der Inflation steigen die Zinsen, weil die Banken die Inflationsrate auf den Zinssatz aufschlagen, um keinen Schaden durch die Preissteigerung zu nehmen. In der Deflation ist es umgekehrt: Die Zinssätze sinken, weil die Preise fallen. Ein steigendes Zinsniveau zeigt also eine Inflation, ein fallendes Deflation an.

ABB. 2: INFLATION UND ZINSEN



**Die Masse rechnet mit Inflation:** Die meisten Menschen kennen heute keine Deflation, können sich darunter kaum etwas vorstellen. Demgegenüber wurde der Masse in den vergangenen Jahrzehnten die Furcht vor der Inflation eingebläut. Deshalb rechnet die breite Bevölkerung auch fest mit einer Inflation und verschuldet sich, baut Häuser oder kauft Gold. Wie die Erfahrung jedoch zeigt, passiert in der Regel immer das Gegenteil von dem, was die Masse erwartet. Vor einigen Jahren dachte die Mehrheit, daß Aktien ins Unendliche steigen würden. Was passierte? Sie brachen massiv ein! Heute rechnet die Mehrheit mit einer Inflation. Was wird geschehen? Es gibt Deflation!

**Die Insider:** Die reichen Insider im Hintergrund haben kein Interesse an einer Inflation, welche deren Geldvermögen vernichten würde. Im Gegensatz dazu haben sie jedoch ein Interesse an einer Deflation, in der sie sich zu Schnäppchenpreisen Sachgüter aneignen können. Die meisten großen Vermögen wurden in deflationären Phasen gemacht. Niemand hat jedoch

im Gegensatz dazu ein Interesse daran, daß die kleinen Leute, Unternehmer, Häuslebauer durch eine Inflation entschuldet werden.

### Was bedeutet Deflation für Sie?

Deflation heißt für Sie konkret: Sie verlieren Ihren Arbeitsplatz oder Ihr Lohn sinkt, Ihr Unternehmen kommt in Schwierigkeiten oder geht bankrott, Ihr Vermögen kommt in Gefahr, wenn Sie vor einem geschlossenen Bankschalter stehen, und alle Ihre Sachwerte, insbesondere Immobilien, verlieren massiv an Wert. Noch schlimmer wird es, wenn Sie verschuldet sind. Dann werden Ihre Kredite aufgewertet, während Ihr Lohn sinkt und die Sicherheit für die Schulden (bspw. Ihre Immobilie) immer mehr an Wert verliert. In diesem Fall droht die Zwangsversteigerung, weil der Kredit für die Bank nicht mehr abgesichert ist. Ganz anders sieht es jedoch aus, wenn Sie sich rechtzeitig auf die Deflation eingestellt und die richtigen Maßnahmen getroffen haben: Sie können zu Billigpreisen einkaufen gehen, Ihr Geld gewinnt immer mehr an Kaufkraft, und Ihnen steht buchstäblich die Welt offen. Vor allem Immobilien können Sie in solch einer Periode zu Schnäppchenpreisen erwerben. Mitte August 2003 äußerte der Altmeister in der Fondsanlage, Sir Tempelton, daß in Zukunft amerikanische Immobilien zu 10 % des heutigen Preises erwerbbar sein sollten!

### Flexible Strategie

Eine Inflation zu überstehen und sogar daraus zu gewinnen ist viel einfacher, als eine Deflation zu nutzen. In der Inflation müssen Sie nur Schulden aufnehmen und in Immobilien und Gold investieren. Die Kredite werden dann entwertet und die Sachkapitalien und das Edelmetall aufgewertet. In der Deflation jedoch ist es viel komplexer. Gerade die Inflationsstrategie ist dann geradezu tödlich, wenn die Schulden aufgewertet werden und Immobilien und Gold entwertet werden. Dazu kommt, daß in jeder Deflation die Gefahr besteht, daß sie wieder in eine Inflation umkippt oder sogar ein Währungsschnitt kommt. Sie müssen also eine flexible Strategie nutzen, die vor der Deflation, in dieser und danach jeweils anders aussieht.

### Fazit

Unser System kippt fast zwangsläufig in eine Deflation um. Deflation jedoch erfordert eine ganz andere und viel flexiblere Geldanlagestrategie als eine Inflation.

Auf der folgenden Seite finden Sie ein Interview mit Günter Hannich.

Neuerscheinung:  
Günter Hannich,  
„Deflation – Die verheimlichte Gefahr – So sichern Sie sich ab und nutzen Chancen“  
1. Auflage 9/2003, 160 Seiten,  
ISBN 3-9808522-3-7, 15,90 Euro

# „Im freien Markt herrscht massiver Preisdruck“

*Smart Investor im Gespräch mit Günter Hannich über die Aussagen, welche von ihm in dem vorangegangenen Artikel gemacht wurden, sowie über Thesen aus seinem neuesten Buch.*

**Smart Investor:** Herr Hannich, das *Smart Investor*-Team hält ein deflationäres Szenario unter bestimmten Bedingungen zwar für möglich. Allerdings erachten wir es für wahrscheinlicher, daß die Gegensteuer-Maßnahmen vor allem der US-Regierung und der Fed auf Sicht mehrerer Jahre zu Inflation führen werden. Damit dürften wir also Ihrer Meinung nach falsch liegen?

**Hannich:** Ja, genau. Käme es tatsächlich zu den von Ihnen erwarteten inflationären Entwicklungen, so wäre das nicht weiter schlimm. Im Falle der Deflation jedoch stehen uns Massenarbeitslosigkeit und ein dramatischer Anstieg bei den Firmenzusammenbrüchen bevor. Auf eine solche Entwicklung muß man sich dementsprechend gut vorbereiten. Warum ich an das deflationäre Szenario glaube, hat auch viel mit Psychologie zu tun. Unsere Notenbanken sind voll auf Inflationsbekämpfung getrimmt, weshalb sie die Gefahren, die von der anderen Seite drohen, kaum wahrnehmen. Und auch in der Bevölkerung herrscht keine Angst vor der Deflation, ganz im Gegenteil: Man freut sich über die fallenden Preise. Jeder hat die Bilder von 1923 im Kopf, aber niemand die Bilder von 1930.

**Smart Investor:** Letztendlich kommt es doch auf folgendes an: Bekommt man heute für das gleiche Geld weniger Waren zu kaufen als vor einem Jahr? Wenn ja, dann herrscht Inflation, andernfalls Deflation. Demnach müssen wir momentan Inflation haben.

**Hannich:** So einfach kann man das nicht sagen. Auch in der Deflation kann es steigende Preise geben, beispielsweise wenn der Staat in seiner Finanznot die Steuern oder Gebühren immer mehr erhöht. Der wichtigste Maßstab, um eine Aussage über die Preisstabilität zu treffen, sind für mich die Löhne und Gehälter. Diese sinken real schon seit einiger Zeit, womit wir einen starken Hinweis auf Deflation haben. Zu einer Inflation könnte es erst kommen, wenn auch die Löhne real steigen würden, denn dann könnte es zu einer Lohn-Preis-Spirale kommen.

**Smart Investor:** Das heißt, für Sie bedeutet Deflation nicht unbedingt fallende Preise?

**Hannich:** Ja, für mich ist ausschlaggebend, ob die Geldmenge – ich meine hiermit die umlaufende Geldmenge – schrumpft oder nicht.

**Smart Investor:** Momentan steigen doch aber die Geldmengen in Amerika, Japan und auch Europa massiv an!

**Hannich:** Diese veröffentlichten Geldmengen sagen auch wenig aus. Sie beziehen sich nur darauf, was von der Notenbank an Geld ausgegeben worden ist, aber nicht darauf, was wirklich kaufkraftwirksam wird.

**Smart Investor:** Wir haben ja momentan das Paradox, daß gewisse Preise deutlich steigen, während andere stark fallen. Läßt

sich dabei eine Systematik feststellen?

**Hannich:** Heutzutage steigen vor allem die Preise, die administrativ sind, also vom Staat festgelegt werden, z.B. höhere Gebühren oder Benzinpreise. Im freien Markt dagegen und hier vor allem im Großhandelsbereich sehen sich die Unternehmen einem massiven Preisdruck ausgesetzt. Oftmals kann der Umsatz nur aufrecht erhalten werden, wenn man mit dem Preis weiter herunter geht.



Günter Hannich

**Smart Investor:** In einer Deflationspirale, so wie Sie es in Ihrem Buch beschreiben, muß doch das ganze kapitalistische System am Ende zu Bruch gehen, oder?

**Hannich:** Nein, nicht unbedingt. Nehmen wir als Beispiel die Phase in den 30er Jahren, damals herrschte eine dramatische Deflation. Infolgedessen kam es zu einer wirtschaftlichen Depression, die nicht zum Untergang des Systems, wohl aber zum Zweiten Weltkrieg geführt hat. Anschließend hat der Zyklus wieder von vorne begonnen.

**Smart Investor:** Muß man aus Ihren Worten schließen, daß es nun abermals zu einem Krieg größeren Ausmaßes kommen könnte?

**Hannich:** Ja, das befürchte ich leider.

**Smart Investor:** Was ist die von Ihnen vorgeschlagene Strategie, um eine Deflation möglichst unbeschadet zu überstehen?

**Hannich:** Zunächst einmal sollte man Schulden vermeiden, denn diese werden in der Deflation aufgewertet. Zukünftig werden noch viele Unternehmen und Personen zahlungsunfähig werden. Zweitens sollte man sich so weit es geht auf die Geld-Seite schlagen und nicht auf die Sachkapital-Seite. Den Besitz von Immobilien, Lebensversicherungen, Fonds und sogar den von Gold halte für nicht aussichtsreich. Sein Geld sollte man so anlegen, daß eine jederzeitige Verfügbarkeit gewährleistet ist.

**Smart Investor:** Wenn nun alle Ihrem Rat folgen und ihr Geld horten würden, dann wäre doch der wirtschaftliche Niedergang schon vorprogrammiert...

**Hannich:** Stimmt, dadurch würde die Deflation erst recht angekurbelt werden.

Interview: Ralf Flierl

## Derivate

# (H)ausgemachte Performance-Probleme bei Nebenwerte-Baskets

*Wer sich nicht selbst auf die Suche nach aussichtsreichen Einzelwerten begibt, kann sich auch beim Thema Nebenwerte hilfesuchend an vermeintlich professionelle Stellen wenden. Wie die folgende Untersuchung zeigt, sollten die Emittenten in Zukunft bei der Kreation neuer Produkte durchaus mal die ausgetretenen Pfade verlassen.*

Die Auswahl an Basket-Zertifikaten auf Nebenwerte ist deutlich begrenzter als auf der breiten Spielweise des Hochtechnologiebereichs. Im Gegensatz zu Baskets hat wenigstens die Auswahl an gecoverten Einzelwerten aus dem Small- und Mid Cap-Bereich im Vergleich zu früheren Jahren merklich angezogen. Namen wie Aareal Bank, FJH oder GrenkeLeasing sind mittlerweile nichts Außergewöhnliches mehr. Wer keine Zeit oder Interesse hat, sich mit den Aussichten von Einzelwerten zu befassen, kann seine Blicke auf Baskets lenken. Die folgende Tabelle bietet einen Überblick über die derzeit zur Verfügung stehenden Basket-Zertifikate auf Nebenwerte. Wie man sieht, erscheinen die Stockpicking-Kriterien der Emittenten klar verbesserungsbedürftig.

ZERTIFIKATE AUF NEBENWERTE				
PRODUKT	WKN	EMITTENT	FÄLLIGKEIT	PERF. 1 JAHR*
SDAX PERLEN	761 611	SAL. OPPENHEIM	3.5.2004	-2 %
MDAX PERLEN	755 878	SAL. OPPENHEIM	20.2.2004	+33 %
MDAX MOMENTUM	652 269	DZ BANK	18.4.2007	+12 %
DR. JENS EHRHARDT ZERT.	826 619	ABN AMRO	OPEN END	+7 %
UMWELT ETHIK 24	583 586	BNP PARIBAS	OPEN END	+4 %

\*Vergleichswerte: SDax +31 %, MDax +35 %

## Die Qual der Wahl – auch und gerade für Emittenten

Nach Angaben von Wolfgang Gerhardt, Leiter Derivative Products und Marketing Documentation bei Sal. Oppenheim, ist über eine Neuauflage der beiden Nebenwerte-Baskets im nächsten Frühjahr noch nicht abschließend entschieden. Man wolle aber mit geeigneten Produkten auch diesen interessanten Sektor weiter abdecken, zumal das Emissionshaus beim Thema Baskets Nachholbedarf identifiziert habe. Zur Performance der beiden Perlen-Zertifikate bleibt anzumerken, daß sich der MDax-Basket (14 Unternehmen) praktisch parallel zur Benchmark bewegt, während der SDax-Basket mit seinen neun Titeln auf Jahressicht gleich ca. 30 % hinter seiner Benchmark zurückgeblieben ist. Das gleiche Performance-Problem hat die DZ Bank mit ihrem MDax Momentum Select-Zertifikat. Darin enthalten sind 15 gleichgewichtete Werte, die in den letzten acht Monaten das beste Kursmomentum erzielt hatten. Da eine Anpassung turnusmäßig bereits alle zwei Monate stattfindet, ist damit gewährleistet, daß gerade immer die bereits

sehr gut gelaufenen Papiere ins Depot geholt werden. Was im sicherlich durchgeführten Rücktesten mit historischen Daten funktioniert haben mag, stellte sich in der harten Börsenrealität jedoch als weniger lukrativ heraus.

## Der Name ist Methode

Eine Vermögensverwaltung integriert in einem Basket stellt das sogenannte Dr. Jens Ehrhardt Zertifikat von ABN Amro dar. Darin werden aussichtsreiche Mid Caps eingebracht und zudem aktiv gemanagt. Dennoch sah auch dieses Open End-Zertifikat in der seit März laufenden Aufwärtsphase nur die Schlußleuchten vom MDax. Demgegenüber ist die Volatilität geringer als bei den beiden zuvor genannten MDax-Produkten. Wer sowohl im Nebenwertesektor aktiv werden wie auch etwas für sein Gewissen tun möchte, für den gibt es das Umwelt-Ethik-24-Zertifikat der BNP Paribas mit 24 Werten aus der Energie- und Umweltbranche. Nur den wenigsten Anlegern dürften Boiron, Arkopharma oder Grontmij bekannt sein. Eine Anpassung erfolgt alle sechs Monate.

## Fazit & Ausblick

Die Kursperformance der bisherigen auf dem Markt befindlichen Nebenwerte-Baskets muß kritisch hinterfragt werden, lobenswerte Ausnahme bildet einzig das MDax-Perlenzertifikat von Sal. Oppenheim. Dies dürfte mit der Auswahlmethode der Emittenten zusammenhängen, die statt auf fundamentale Kriterien (z.B. niedriges Kurs/Buchwert-Verhältnis) auf charttechnische Aspekte (wie Relative Stärke und Momentum) bauen, was ganz erheblich für die in der Titelstory geäußerte These spricht, daß man Nebenwerten mit Charttechnik weit weniger gut beikommen kann als Blue Chips. Andererseits beweist Fondsmanager Jürgen Wunner (siehe Interview auf S. 41/42), daß auch ein nicht-fundamentaler Ansatz erfolgreich sein kann. Hier besteht ganz offensichtlich hoher Nachbesserungsbedarf bei den Emittenten. Im Gespräch mit *Smart Investor* wollte Sal. Oppenheims Derivatespezialist Wolfgang Gerhardt die im Schaffenszyklus befindlichen Produkte noch nicht konkret beim Namen nennen, stellte aber interessante Neuigkeiten auch im Nebenwertebereich für kommendes Frühjahr in Aussicht, wenn die bisherigen Perlen-Zertifikate auslaufen.

Falko Bozicevic

# Produkttest: Tai-Pan Realtime 4.5

*Live am Puls der Märkte*

Mit einer Vielzahl von Neuerungen und Verbesserungen tritt die neue Version 4.5 von Tai-Pan Realtime von Lenz+Partner auf. Besonderes Augenmerk haben die Entwickler dabei auf den Derivatebereich gelegt, doch auch technisch versierte Anleger kommen nicht zu kurz – und das zu einem Preis, der sich sehen lassen kann.

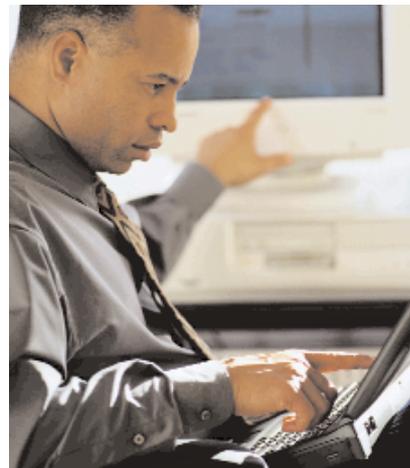
## Alles im Überblick

Das seit 1999 mit Hochdruck weiterentwickelte Tai-Pan Realtime folgt dem allgemeinen Standard für Windows-Programme. Die große Anzahl von Schaltflächen erleichtert die Arbeit mit dem Programm, das sich im Handumdrehen so konfigurieren läßt, daß es den individuellen Wünschen des Nutzers gerecht wird. Auf dem Arbeitsplatz der Software lassen sich Watchlists, Newsfenster, Intraday- oder Tagescharts, Depot- und Zertifikatslisten bequem so anordnen, daß jeder einen umfassenden Überblick über den Markt und sein Depot behalten kann. Die jeweilige persönliche Konfiguration des Arbeitsplatzes kann dann als separates Layout abgespeichert werden. Hat man mehrere verschiedene Layoutlisten angelegt, da man z.B. in unterschiedlichen Märkten tätig ist, läßt sich in Sekundenschnelle von einem Layout auf das andere umschalten, um immer auf dem neuesten Stand zu bleiben.

## Bis ins Detail geplant

Ein zentrales Element der Software bieten die verschiedenen Kurslisten. Sie beherbergen nicht nur eine Fülle an nützlichen Informationen, sondern bieten auch ein großes Maß an Interaktivität. Dabei ist neu, daß es neben den Standard-Watchlists nun auch eigene

Listen für Optionscheine und Zertifikate gibt. Steht ein Wert erst einmal in einer Watchlist, läßt sich mit einem Klick mit der rechten Maustaste aus einer Vielzahl von Details zur Erstellung von Intradaycharts, Time & Sales, News, Jahrescharts, Stammdaten und der Markttiefe wählen. Daneben gilt bei den Watchlists ähnliches wie bei den Layouts, auch hier lassen sich beliebig viele Listen anlegen. Das Wechseln der Watchlists durch die einfache Betätigung der Leertaste ist nur einer von vielen Shortcuts, die den Gebrauch der Software effizient und komfortabel erscheinen lassen.

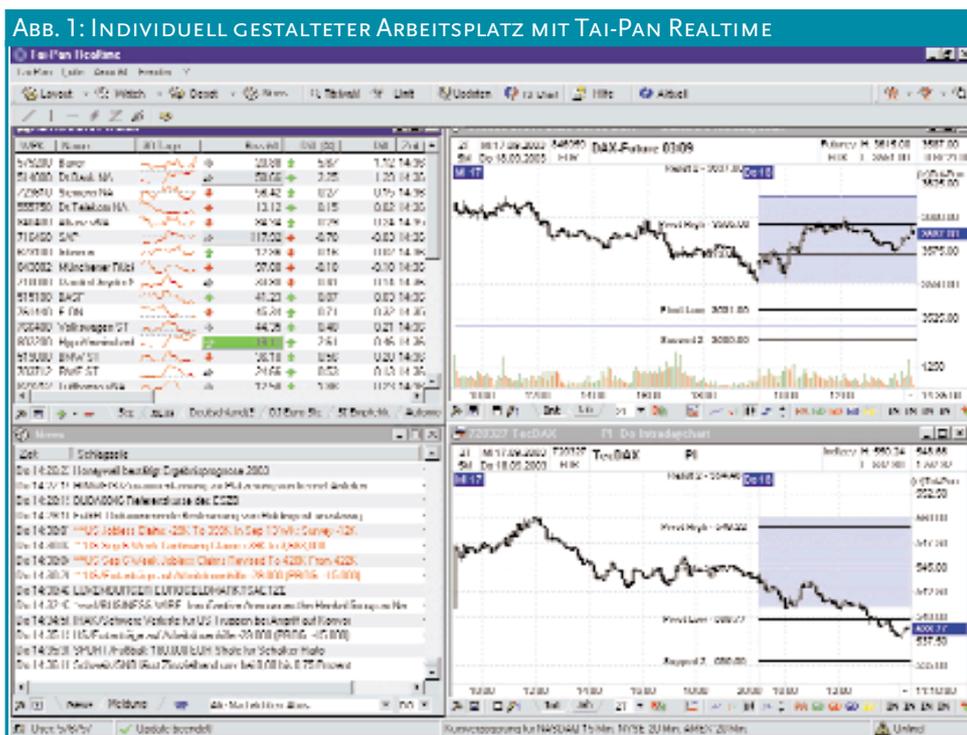


## Das Herzstück

In die neue Version von Tai-Pan Realtime haben die Entwickler einen umfangreichen Derivatebereich integriert. Denn die eigens für Optionscheine und Zertifikate entwickelten Listen verbirgen viele Extrafunktionen. Es existiert eine spezielle Filterfunktion für Optionscheine, Hebel-, Discount- und Indexzertifikate,

mit der der Derivatekatalog nach festen Kriterien wie z.B. Land oder Basiswert durchsucht werden kann. Anschließend kann verfeinert z.B. nach der Fälligkeit, dem Spread, dem Hebel oder dem Bezugsverhältnis gesucht werden. Sobald alle Kriterien eingestellt sind, werden die entsprechenden Derivate gesucht und können dann unter anderem nach weiteren Features wie Bezugspreis, Break Even, Spread in %, Aufgeld % oder Abstand gemäß Black+Sholes sortiert werden, bevor die jeweiligen Favoriten anschließend in die Watchlist übernommen werden. Der tabellarische Aufbau der Listen garantiert auch bei einer großen Anzahl von zu beobachtenden Finanzvehikeln einen präzisen Überblick. In den Listen sind die wichtigsten Kennzahlen für die Titel weiterhin sichtbar und werden realtime mitberechnet, so daß Anleger immer auf dem neuesten Stand sind. Auch kön-

ABB. 1: INDIVIDUELL GESTALTETER ARBEITSPLATZ MIT TAI-PAN REALTIME



nen einzelne Kennzahlen oder ganze Zeilen farblich hervorgehoben werden, was die Darstellung zusätzlich verbessert. Neben den Kennzahlen kann zudem ein farbiges Limit aktiviert werden. Dies erweist sich beim Handel von Knock-out-Zertifikaten als äußerst hilfreich. Als erweiterte Limitfunktion steht außerdem ein eMail- und SMS-Service zur Verfügung.

### Ein besonderes Schmankerl

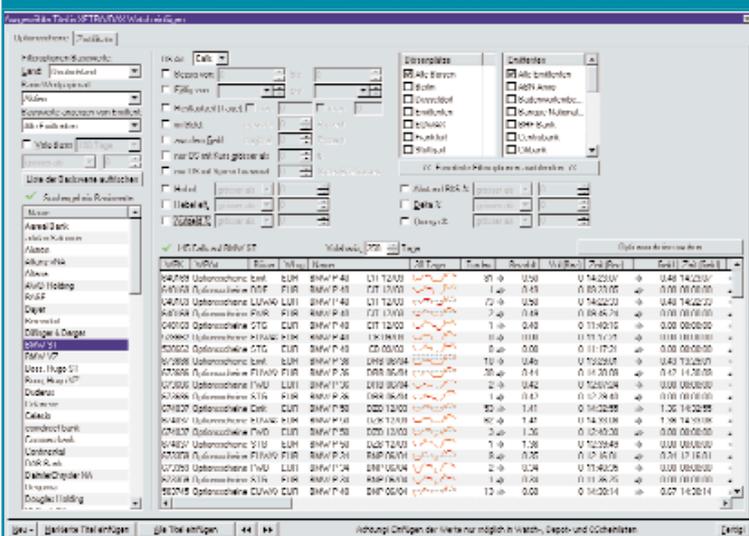
Gearbeitet hat Lenz+Partner ebenfalls an der Darstellung der Kurse. Mit Tai-Pan Realtime 4.5 ist es nunmehr möglich, Charts nicht nur auf Schlußkursbasis zu erstellen, sondern auch auf Basis von Geld- oder Briefkursen. Vor allem Anlegern im Optionsscheinbereich sollte das zugute kommen. Neben allen gängigen Derivaten werden außerdem die Geld-/Briefkurse der Euwax sowie fast aller Emittenten angeboten. Doch nicht nur im Derivatebereich ist Tai-Pan Realtime deutlich gereift, auch bei der Chart-Funktion bietet die Software für jeden Anleger genau das Richtige. Sie wurde zwar mit einer Vielzahl neuer Indikatoren aufgerüstet, dennoch bietet das weite Spektrum der Technischen Analyse natürlich weit mehr Möglichkeiten. Ein stark technisch ausgerichteter Anleger wird bei der Einstellung und Visualisierung der Charts daher einen

ABB. 3: TECHNIK PUR MIT DEM CHART-ADD-ON TRADESIGNAL



Wunsch nach mehr verspüren. Die Handhabung der Charts wirkt teilweise etwas starr: So können Charts zum Beispiel nicht logarithmisch dargestellt werden, auch die Zeichenfunktion erscheint ausbaufähig. Diese kleineren Mängel können aber durch das Add-On TradeSignal größtenteils beseitigt werden. Denn dieses Zusatzpaket bietet eine professionelle Charting-Software in Kombination mit Realtime-Daten von Lenz+Partner, die sich im übrigen selbständig aktualisieren. Zusätzlich fungiert Tai-Pan Realtime als Datenversorgung für eine ganze Palette von Fremdprodukten. Der Vorteil liegt hier klar auf der Hand: Arbeitet man zusätzlich z.B. noch mit Elwave, Investoxx oder Metastock, so lassen sich die Realtimekurse auch in diese Programme einbinden, was sich natürlich kostensparend auswirkt. Insgesamt umfaßt dieser Service derzeit über ein halbes Dutzend angebundener Produkte von renommierten Anbietern. Das durch die Firma bewußt offengelegte Format trägt zur weiteren Entwicklung dieser Eigenschaft bei.

ABB. 2: PROFESSIONELLES SCREENING MIT DER NEUEN DERIVATESUCHE



### Voraussetzung

Tai-Pan Realtime läuft auf jedem handelsüblichen PC und ist für die gängigen Betriebssysteme Windows95 und 98, Windows ME, Windows NT, Windows2000, Windows XP und natürlich Windows

CE geeignet. Für die Datenübertragung muß keine zusätzliche Soft- oder Hardware installiert werden, sie erfolgt statt dessen zeitgemäß über das Internet. Eine quasi permanente Verbindung zum Internet ist empfehlenswert, aber dennoch nicht zwingend, denn Tai-Pan Realtime hinterläßt – anders als satellitenbasierte Systeme – keine Kurslücken beim Wechsel zwischen dem Online- und Offlinemodus. Aktualisiert werden die Kurse bequem durch das sogenannte Push-Verfahren. Der monatliche Preis für die Software beginnt bei 25 Euro und hängt von den jeweils gewählten Daten-Abonnements ab. Im Basisdienst bereits in Echtzeit enthalten sind die Indices der Deutschen Börse, Emittentenkurse, Rohstoffe und Devisen. Neartime sind alle weiteren Daten verfügbar. Weitere Realtimekurse können je nach Belieben hinzugefügt werden. Die Kosten schwanken zwischen 6 und 94 Euro pro Monat. Das Add-On TradeSignal kostet 19 Euro monatlich.

### Fazit

Aufgrund der umfangreichen Funktionspalette und des kompetitiven Preis-Leistungsverhältnisses ist Tai-Pan Realtime 4.5 nicht nur für professionelle, sondern auch für private Anleger geeignet. Die Software überzeugt mit ihrem kompletten Auftreten durch eine äußerst benutzerfreundliche Bedienung. Der neu implementierte und in der Handhabung gelungene Derivatebereich sowie die bekannten Möglichkeiten der Technischen Analyse lassen wenig Wünsche offen. Und das alles stets sekundengenau – realtime eben.

Sebastian Storfner

### Kontakt:

Lenz+Partner AG  
Königswall 21  
44137 Dortmund

Tel.: +49 (0)231 / 91 53 300  
www.lp-software.de  
vertrieb@lp-software.de

## Das große Bild

# Ende der Fahnenstange

*An den Aktienmärkten überwiegen kurzfristig weiterhin die Risiken. Dagegen stehen Edelmetalle erst am Anfang einer langfristigen Aufwärtsbewegung.*

Unsere Warnungen vor einem größeren Rückgang an den Aktienmärkten waren bisher falsch. Allerdings, so richtig viel verpaßt hat man nicht, wenn man – wie von uns empfohlen – bereits im Juli dem Dax den Rücken kehrte. Und auch auf die Gefahr hin, daß wir Sie nun restlos langweilen, müssen wir abermals konstatieren: Wir halten die Risiken eines heftigeren Kurseinbruchs in den kommenden Wochen für deutlich höher als die Chance, daß die Aktienmärkte vom jetzigen Niveau aus auf und davon ziehen. Dazu passend vermuten wir – wie im letzten Heft bereits vorausgesagt – eine weitere Aufwärtsentwicklung an den Rentenmärkten respektive einen Rückgang bei den Zinsen (sh. SI 9/2003, S. 26).

Abb. 1: SKS-Formation beim Dax



## Verdacht auf SKS

Die Dax-Charttechnik drehte just am Redaktionsschluß (22.9.) auf „hellrot“. Wie Abb. 1 verdeutlicht, hat das deutsche Blue Chip-Barometer bereits Mitte September eine seit Mai ausgebildete Keilformation nach unten verlassen. Nach einer etwa einwöchigen Erholung entlang der unteren Keilbegrenzung kam es zuletzt zum erneuten Einbruch. Kursmäßig ist bisher zwar noch nicht viel „angebrannt“, doch bei genauerem Hinsehen erkennen wir nun eine fast tadellose Schulter-Kopf-Schulter-Formation (SKS), die sich von Mitte August bis zum heutigen Tage erstreckt und deren Nackenlinie bei etwa 3.480 Punkten verläuft. Wir vermuten – zumal die momentane Abwärtsbewegung aus einem bearishen Keil heraus erfolgt – in den kommenden Wochen den Durchbruch der Nackenlinie und nachfolgend einen Einbruch beim Dax, der gut und gerne in die Region von 3.000 Punkten führen kann, oder auch deutlich darunter.

## Lieber zu früh als nie

Wie bereits zugegeben: Wir haben zu früh gewarnt! Aber immerhin haben wir gewarnt und können nun die Entwicklung an den Aktienmärkten von der „Seitenauslinie“ beobachten. Genau diese Strategie wurde auch in unserem Musterdepot umgesetzt,

was dazu führte, daß es derzeit abgesehen von Rohstofftiteln keine einzige Aktie aus Europa und Amerika enthält. Und während der Dax im Vergleich zu vor vier Wochen 2,6 % verloren hat, legte das Musterdepot fast 4 % zu, was natürlich in erster Linie unseren Goldminen zuzuschreiben ist. Hierbei ist vielleicht noch erwähnenswert, daß diese Performance sozusagen bei „angezogener Handbremse“ erzielt wurde, womit unser Investitionsgrad von nur etwas mehr als 58 % gemeint ist.

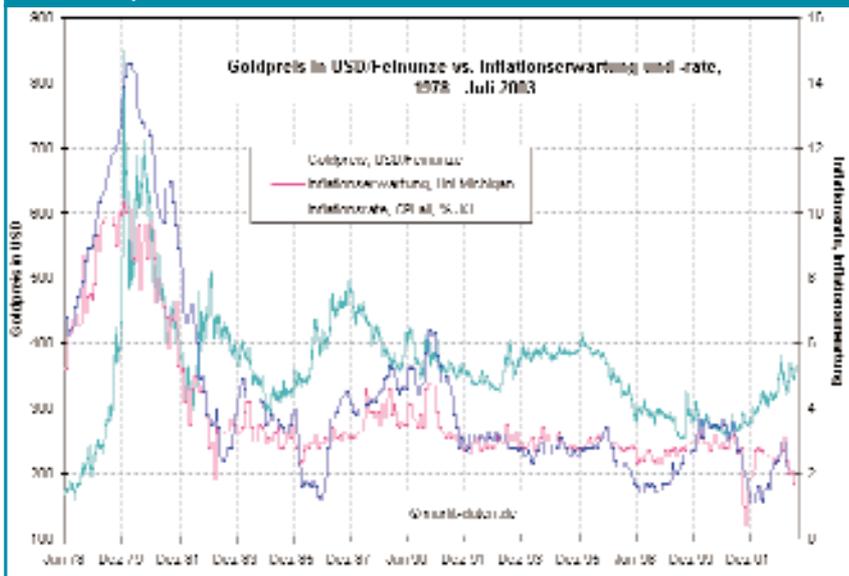
## Pit Bull Market

Auch wenn wir auf Sicht der nächsten 4 bis 10 Wochen eine deutliche Korrektur an den Aktienmärkten erwarten, so halten wir doch nach wie vor an der bereits im Mai-Heft aufgestellten „Pit Bull Market“-These fest. Demnach rechnen wir aufgrund von Zyklus-Überlegungen beim Dax mit einem endgültigen Hoch erst im zweiten Quartal 2004, bei einem Punktstand von 4.500 (plusminus 500 Punkte). Dennoch hielten und halten wir es für besser, vorerst aus Aktien auszusteigen, zumal wir das Ausmaß der prognostizierten Korrektur per heute kaum abschätzen können. Und das Ganze natürlich unter der Maßgabe, bei einem deutlich niedrigeren Kursniveau wieder einzusteigen. Interessanterweise bezeichnet auch Gottfried Heller im Interview auf S. 20 die Aufwärtsbewegung seit März als Mittelding zwischen Rally und Hausse. Genau diese Überlegung führte uns ja vor einem halben Jahr dazu, den „Pit Bull Market“ auszurufen, einen Zwitter zwischen Rally und Bullenmarkt.

## Marodes Finanzsystem

Unberührt von all diesen Überlegungen bleiben unsere Engagements in Asien- und Rohstofftiteln. Vor allem bei den Rohstoffen und insbesondere bei Edelmetallen prognostizieren wir auf Sicht von mindestens fünf Jahren drastische Kurszuwächse. Warum? Nun, weil wir von anziehender Inflation in den kommenden Jahren ausgehen. Aber warum das denn, wo doch noch vor wenigen Wochen alle Welt die Deflation befürchtete? – Und auch heute noch fürchten sie einige, wie der Beitrag auf S. 24 von Günter Hannich zeigt. Im Prinzip ist die Antwort darauf so einfach wie auch haarsträubend. Das Finanzsystem in den entwickelten Industrienationen ist marode. Am Beispiel der USA kann dies sehr leicht errechnet werden. Bei einem jährlichen Bruttosozialprodukt (BSP) von knapp 11 Bio. US-\$ beläuft sich die Verschuldung des US-Staates (inklusive zukünftiger Ansprüche von Sozialversicherern) auf ca. 38 Bio. US-\$. Demnach übersteigt die Verschuldung das BSP um fast das Dreifache. Ein privates Unternehmen mit einem solch hohen Verhältnis aus Verschuldung und Umsatz müßte unweigerlich Bankrott anmelden! Um nun diese erdrückende Schuldenlast weniger drückend zu machen, gibt es genau eine Vorgehensweise: Inflationieren was das Zeug hält, und genau dies können wir momentan beobachten. Einerseits

Abb. 2: Goldpreis und Inflation



Quelle: www.markt-daten.de

wurden die Geldhähne von Greenspan bis zum Anschlag aufgedreht, andererseits betreibt die US-Regierung eine unglaublich expansive Fiskalpolitik, vor allem über den Rüstungs- und Sicherheitssektor. Dr. Kurt Richebächer, ein scharfsinniger Ökonom, welcher alles andere als dem Mainstream zuzurechnen ist, hat beispielsweise aufgezeigt, daß mehr als die Hälfte des US-Wachstums von 3,1 % im zweiten Quartal 2003 auf die Erhöhung der (staatlichen) Rüstungsausgaben zurückzuführen ist. All dies muß auf Sicht einiger Jahre zu einer erhöhten Inflation führen, wobei wir hier deutlich höhere Werte ansetzen würden als die von Gottfried Heller genannten 2 bis 4 %.

**Die gefühlte Inflation**

Inflation geht mit steigenden Rohstoffpreisen einher. Wie aus Abb. 2 hervorgeht, läuft der Goldpreis (grüne Linie), der aus unserer Sicht exemplarisch für den gesamten Rohstoffsektor verwendet werden kann, der Inflation (CPI = Consumer Price Index, blaue Linie) sogar voraus. Damit gibt das Gold einen guten Indikator für die zukünftige Preisentwicklung ab. Die seit 2001 steigende Notierung für das gelbe Metall impliziert dementsprechend anziehende Inflation. Dies ist umso bemerkenswerter, als die Teuerung aus den amtlichen Statistiken bisher nicht in diesem Maße hervorgeht. Allerdings kann sie jeder anhand seines Geldbeutels oder Kontostands hautnah erleben. Inzwischen spricht man deshalb auch von der sogenannten „gefühlten Inflation“.

**Warum Gold steigen muß**

Steigende Preise für Edelmetalle lassen sich aber auch durch eine simple ökonomische Überlegung erklären. So wird das Halten bzw. der Erwerb von Gold umso interessanter, je niedriger der Realzins (= Zins minus Inflationsrate) ist, denn Gold vermehrt sich – anders als das Geld via dem Zins – nicht. Am interessantesten ist der Goldbesitz folglich dann, wenn ein negativer Realzins gegeben ist, wenn also niedrige Zinsen durch eine höhere Inflation „aufgefressen“ wer-

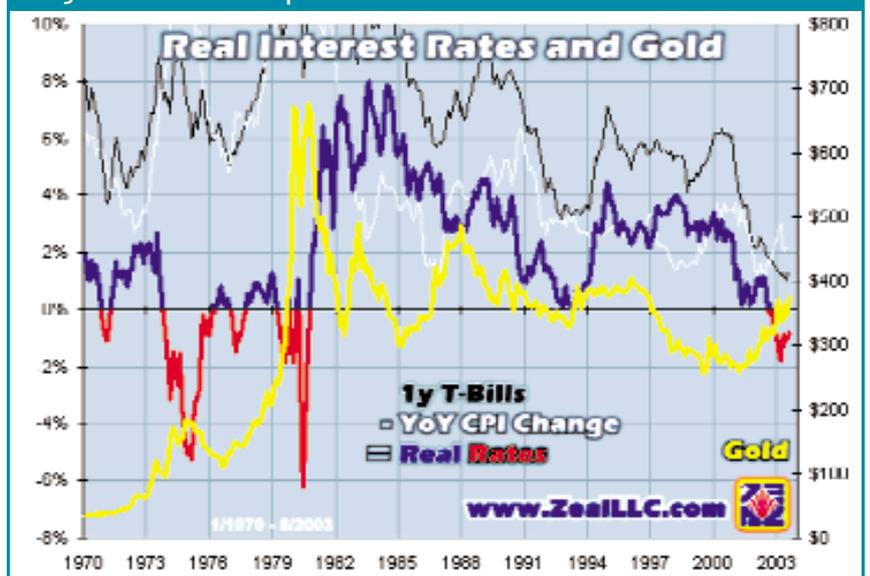
den. Momentan herrscht genau eine solche Konstellation wie aus Abb. 3 hervorgeht, welche wir der hervorragenden Homepage [www.zeallc.com](http://www.zeallc.com) entnommen haben. Der Analyst Adam Hamilton belegt damit sehr einleuchtend, daß Gold immer dann seine besten Zeiten hat, wenn die Geldmarktzinsen (schwarze Linie) unterhalb der Inflationsrate (weiße Linie) notieren. In diesem Falle ist die Realzinskurve rot eingefärbt, im Falle von positiven Realzinsen ist sie blau gekennzeichnet. Die Graphik ist zwar nicht ganz aktuell, allerdings spielt dies angesichts der kaum veränderten eingehenden Größen Geldmarktzins und Inflation keine Rolle. Es zeigt sich: Der Goldpreisanstieg seit 2001 wurde begleitet durch einen stetigen Verfall der Realzinsen, welche gegen Ende 2002 gar in den Negativbereich rutschten. Da, wie wir oben festgestellt haben, die Inflation langfristig weiter steigen muß, die Kurzfristzinsen von der Fed aber bewußt niedrig gehalten werden (um eine neuerliche Rezession zu vermeiden), dürften die Realzinsen weiterhin niedrig oder gar negativ bleiben. Und das ist eben der Nährboden, auf dem der Goldpreis wachsen kann.

**Fazit**

Wir bleiben bei unserer Einstellung, wonach wir uns in den etablierten Aktienmärkten vorerst nicht engagieren wollen. Dies wird erst wieder bei tieferen Kursen der Fall sein, vor denen wir hier ausdrücklich warnen. Asiatische Aktien und Rohstofftitel sind unseres Erachtens unter zyklischen Gesichtspunkten komplett anders zu sehen und dürften erst am Beginn von mehrjährigen Aufwärtsbewegungen stehen. Allerdings müssen kurzfristig auch hier Korrekturen in Kauf genommen werden. Einen wöchentlichen Marktausblick bzw. Transaktionen für das Musterdepot sind jeden Dienstag nachmittag im Online-Newsletter *Smart Investor Weekly* nachzulesen ([www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)).

Ralf Flierl

Abb. 3: Realzinsen und Goldpreis



Quelle: [www.zeallc.com](http://www.zeallc.com)

## Relative Stärke

# Die Wiederentdeckung der Technologie

*Der abgelaufene Monat brachte insgesamt nur geringe Verschiebungen innerhalb unseres Universums. Auch relativ herrschte Sommerflaute.*

## In Deutschland kaum Neues

Waren es die Rekordtemperaturen, die Feriensaison, oder erwies die Börse lediglich der allgemein lähmenden Stimmung in Politik, Verwaltung und Wirtschaft ihre Referenz? Der Dax jedenfalls wurstelte sich trotz neuer Bewegungshochs uninspiriert durch den Sommer und landete zum Stichtag im Mittelfeld auf Rang 11. Eine Platzierung, die immerhin deutlich schmeichelhafter ist als die jüngste IWF-Einschätzung mit Deutschland als Schlußlicht. Antizipiert die Börse hier etwa, daß es bei den bevorstehenden wirtschaftspolitischen Weichenstellungen zu einem der seltenen Gastspiele der Vernunft im Lande kommen könnte? Auch am Rentenmarkt mochte keine rechte Stimmung aufkommen, Rang 23 für 10jährige Bundesanleihen.

## Die Wiederentdeckung der Technologie

Wenden wir uns erfreulicherer Themen zu. Sowohl in den USA als auch in Deutschland entwickeln die Technologiewerte (Nasdaq 100, TecDax) seit mehreren Monaten kontinuierlich Relative Stärke gegenüber den Standardwerten. Der Nasdaq 100 liegt volle 10 Ränge vor dem S&P 500, der TecDax immerhin noch 6 Ränge vor dem Dax. Diese Entwicklung ist um so bemerkenswerter, als Technologieaktien vor einigen Monaten noch wie Aussätze behandelt wurden und nach Meinung vieler Berater schlicht tabu waren – eine Meinung übrigens, die in den Boomtagen des Neuen Marktes – also etwa beim 10fachen Kursniveau – eher selten zu hören war. Obwohl es in diesem Segment in der Vergangenheit nur zwei Gemütszustände zu geben schien, „himmelhoch jauchzend“ oder „zu Tode betrübt“, halten wir eine Wiederholung der Exzesse der Jahre 1999/2000 nicht für wahrscheinlich – zumindest sollten die Flegeljahre erst einmal vorbei sein. Mit der Renaissance der Technologiewerte scheint sich global ein Thema zurückzumelden, bei dem auch die Märkte der USA und Europas mit zu den Trendsettern gehören.

## Asien verdaut den Anstieg

In den asiatischen Märkten mußte man im vergangenen Monat per Saldo überwiegend etwas kürzer treten. Lediglich Japan konnte weitere vier Ränge zulegen und erreichte Rang 3. Derartige Konsolidierungen sind auch in starken Trends nichts Ungewöhnliches. Nach unserer Meinung wäre es voreilig, aus dieser zunächst noch natürlichen Rotation bereits ein Ende des Asien-Themas ableiten zu wollen. Es ist äußerst selten, daß ein starker Aufwärtstrend nahtlos in einen Abschwung mündet. Argentinien – wiewohl kein asiatisches Land – liefert ein schönes Beispiel dafür, daß man sich nach einem langen Trend nicht sofort geschlagen gibt. Mit einem Plus von 12 Rängen das Comeback des Monats!

## Zu guter letzt – Edelmetalle

Nein, wir haben sie nicht vergessen. Wie könnten wir auch, haben doch unsere erklärten Favoriten, die ungehedgten Gold-

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors

Index	Land	RS 19.09.	RS 05.09.	RS 22.08.	RS 08.08.	RS 25.07.
HUI	USA	1	1	2	1	4
S.E.T.	Thai	2	2	1	2	2
Nikkei 225	J	3	6	7	15	12
TecDAX	D	4	3	4	5	3
Sensex	Indien	5	4	3	3	8
MDAX	D	6	8	8	4	5
RTX	Rus	7	5	5	8	7
Merval	Arg	8	13	20	6	1
KOSPI	Korea	9	7	6	9	9
NASDAQ 100	USA	10	11	12	18	11
DAX	D	11	10	10	10	6
Hang Seng	HK	12	9	11	19	20
SMI	CH	13	15	15	12	15
PTX	Polen	14	12	9	7	10
CAC 40	F	15	14	14	14	16
All Ord.	Aus	16	16	13	11	13
Silber		17	21	19	13	19
DJIA 30	USA	18	17	16	17	18
Gold		19	19	22	23	22
S&P 500	USA	20	18	18	20	17
FTSE 100	GB	21	22	21	21	21
IBEX 35	E	22	20	17	16	14
REXP 10	D	23	23	24	24	23
Shenzen	China	24	25	25	25	24
Rohöl		25	24	23	22	25

grün: Verbesserung rot: Verschlechterung schwarz: unverändert  
 \* REXP 10: Index der 10jährigen Anleihen; HUI: Goldminen-Index

und Silberminen des HUI-Index souverän Rang 1 erobert. Ein eindeutiges Urteil der Börse über die wohlfeilen Warnungen einiger „Experten“ vor Edelmetallanlagen. Allerdings ist Euphorie auch hier ein schlechter Ratgeber, und wenn andere Ihre Gold- oder Silberaktien „um jeden Preis“ haben wollen, dann machen Sie ihnen doch einfach die Freude und geben ein paar Stücke. Zukäufe sollten auf überzeugende Einzelsituationen oder allfälligen Rückschläge beschränkt werden. Physisches Silber ist nach wie vor preiswert, konnte sich aber relativ gesehen erneut vor Gold plazieren.

Ralph Malisch

Der Einführungsartikel zu dieser Rubrik kann unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen) werden.

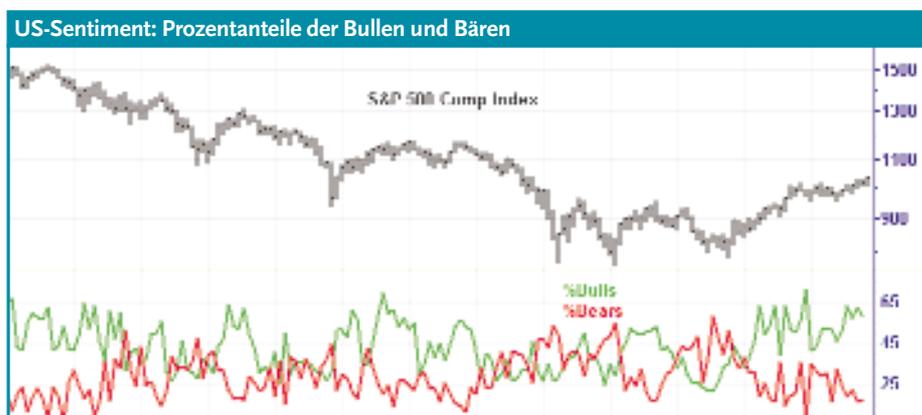
## Sentimenttechnik

# US-Sentiment: Zu viel Optimismus

Zu den meistzitierten Sentiment-Indikatoren zählen die Umfragen von Investors Intelligence und der American Association of Individual Investors (AAII) unter Börsenbriefen und privaten Anlegern. Dabei wird wöchentlich nach deren Meinung zum Marktgeschehen gefragt, um aus ihrer Prognose zu ermitteln, wieviel Prozent der Befragten dem Bullen- oder dem Bärenlager angehören. Die Überlegung dabei ist folgende: Wenn Börsenbriefverfasser und Investoren auf steigende Kurse setzen, sind sie bereits investiert und können keine weiteren Käufe tätigen. Daher ist zu viel Optimismus als negativ zu werten. Bei hohem Pessimismus gilt das Gegenteil.

Ein Blick auf die grüne und rote Linie, welche den gemittelten Bullen- und den Bären-Anteil beider Umfragenergebnisse repräsentieren, macht deutlich, daß derzeit die Bullen stark in der Mehrzahl sind. Vergleicht man das momentane Niveau mit der Vergangenheit, so fällt auf, daß sich im S&P 500 oft Hochs gebildet haben, wenn die Marke von 65 % erreicht wurde. Im Gegenzug hat sich der Abgabedruck deutlich verringert, sobald 50 %

der Marktteilnehmer negativ gestimmt waren. Jedoch haben die letzten fünf Monate gezeigt, daß der Index auch steigen kann, obwohl eine überwiegend bullische Meinung vorherrscht. Daher ist es wichtig, das Sentiment nicht als Timingmodell heranzuziehen, sondern es unterstützend zu anderen Analysemethoden zu verwenden. Dennoch gilt als Faustregel: Eine nachhaltige Hausse kann nicht beginnen, wenn die Mehrheit schon von Anfang an darauf wettet. Demnach bleibt weiterhin ein hohes Korrekturpotential im Markt.



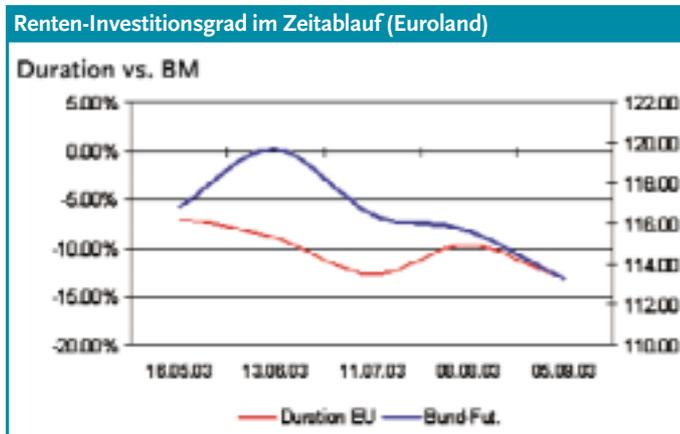
Quelle: [www.martincapital.com](http://www.martincapital.com)

## sentix: Chancen am Rentenmarkt

Von Manfred Hübner ([www.sentix.de](http://www.sentix.de))

An den internationalen Rentenmärkten herrscht der Pessimismus vor. Das mittelfristige sentix-Stimmungsbild ist extrem pessimistisch, und auch die Investitionsgrade sind auf niedrigem Niveau. Der Chart stellt die Entwicklung des Renteninvestitionsgrades und des Bund-Futures dar: Gegenüber ihrer Benchmark geben die institutionellen Investoren, die durch sentix befragt werden, an, ca. 13 % unterinvestiert zu sein. Dies ist so niedrig wie zuletzt im Juli. Damals reichte es nur zu einer Stabilisierung des Marktes. Diesmal liegen aber wesentlich positivere markttechnische Indikationen vor, so daß eine Kurserholung in den nächsten Monaten zu erwarten ist.

Getrieben wurde der Zinsanstieg von vermehrten Konjunkturhoffnungen. Diese sind aber, wie die sentix-Sonderanalyse vom 05.09.2003 zeigt, vorwiegend von den Marktpreisen getrieben und überschießen inzwischen. Eine Korrektur dieser zu positiven Erwartungshaltung ist deshalb als „Katalysator“ der Rentenmarkterholung wahrscheinlich.



Quelle: [www.sentix.de](http://www.sentix.de)

Der Einführungsartikel zu dieser Rubrik kann unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund/](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/) nachgelesen werden.

**Aktie im Blickpunkt I**

# SoftM Software und Beratung AG

## Unsichtbarer Dritter

Als Anbieter von Komplett-Software zur Unternehmenssteuerung (ERP) konnte sich der Small Cap bislang relativ passabel im wirtschaftlich nach wie vor angespannten IT-Umfeld behaupten. Die laufende Konsolidierung in der ERP-Branche hat die Münchner schon weit nach oben gespült.

### Unternehmen im Überblick

Die 1973 gegründete SoftM Software und Beratung AG hat sich als Anbieter betriebswirtschaftlicher Standardsoftware für mittelständische Unternehmen einen Namen gemacht. Im Mittelpunkt der Produktpalette steht das Software-Paket „SoftM-Suite“, eine integrierte Gesamtlösung für die Bereiche e-Business, Customer Relationship Management (CRM) oder Human Resources. Neben dieser internetbasierten und plattformübergreifenden e-Business-Lösung bietet SoftM darüber hinaus auch umfangreiche Beratungsdienstleistungen (zuletzt 37 % der Umsätze) sowie Hardware-Planung und -beschaffung (ebenfalls 37 %) an. Neben Deutschland ist SoftM an insgesamt 16 Standorten in Österreich, der Schweiz, Frankreich und Tschechien vertreten.

### Gordischer Knoten wartet noch auf Zerschlagung

In der von SoftM besetzten ERP-Nische sind nicht wenige Unternehmen gescheitert: Bäurer und Brain International – beide inzwischen insolvent – sind da nur die geläufigsten Namen. Rangierte SoftM zum Jahreswechsel 2003 noch an sechster Position unter den hiesigen ERP-Anbietern, so winkt mittel- bis langfristig hinter den beiden Branchengrößen SAP und Navision Platz drei. Die Walldorfer SAP hatte in der Vergangenheit mehrfach zum Angriff auf die Marktnischen kleinerer Anbieter aufgerufen, was in der Tat zu einer Marktbereinigung unter den vielen zu finanzschwachen und zersplitterten ERP-Spezialisten führte. Die Schlacht um PeopleSoft bzw. JD Edwards fällt in dieselbe Kategorie, denn auch hier soll einst teuer entwickelte Software vom Markt verschwinden. Der Nachholbedarf von hiesigen mittelständischen Unternehmen an betriebswirtschaftlichen Software-Lösungen (ERP, SCM, CRM) ist zwar nach wie vor hoch, doch leidet der deutsche Mittelstand unter der notorisch unsicheren politischen Lage, was sich in einem



chronisch gewordenen Ausgabenstau niederschlägt. Obwohl in punkto Auftragseingänge und Orderbestand bei SoftM sogar wieder verhaltene Anzeichen einer Besserung zu erkennen sind, wie uns Ralf Gärtner, Vorstand für Marketing und Vertrieb, auf Anfrage erläuterte, dürfte ein erlösendes Aufbrechen des Gordischen Knotens bei Kunden auf kurze Sicht eher unwahrscheinlich sein.

### Gute Zahlen, schlechte Zahlen

Auch SoftM mußte die Dauerhaftigkeit der Kunden-Investitionsunwilligkeit nach zwei Quartalen nunmehr eingestehen, als Vorstandschef Dr. Hannes Merten die Erreichbarkeit der Vorjahreszahlen zumindest andeutungsweise zur Disposition stellte. Nach sechs Monaten blieb der Umsatz bei 30,4 Mio. Euro etwa 12 % unter dem Vorjahreswert. Positiv fiel aber auf, daß SoftM im margenstärksten Bereich Standard-Software die Erlöse leicht auf 7,5 Mio. Euro steigerte. Die Zurückhaltung der Kunden manifestiert sich am sichtbarsten im Sektor Hardware, der sich fast um 20 % rückläufig präsentierte. Vor dem Hintergrund schwächerer Gesamtumsätze fiel auch das Halbjahres-EBITDA spürbar auf 1,9 Mio. Euro zurück (nach 3,2 Mio. Euro vor einem Jahr). Das Nettominus weitete sich derweil von 0,3 auf 0,9 Mio. Euro aus. Die Vorjahreswerte (Umsatz: 75,9 Mio. Euro, EBT: 1,6 Mio. Euro) stellen den Richtwert für das Gesamtjahr dar, werden aber auch unserer Einschätzung nach nicht ganz erreicht werden können. Der vorliegende Auftragsbestand sowie vielversprechende neue Eingänge, so Gärtner, werden das Jahres-EBT zumindest auf keinen Fall ins Minus abrutschen lassen.

### Fazit & Ausblick

Der seit April nur seitwärts laufende Kurs ist Ausdruck der Ernüchterung, nachdem sich der Aufschwung im gesamten ERP-Bereich im ersten Halbjahr nicht wie erwartet eingestellt hatte. Einmal mehr werden die Hoffnungen um ein Jahr nach hinten verschoben – sicherlich nicht nur bei SoftM. Einen moderaten Aufschwung für 2004 unterstellt, könnten die Münchner im nächsten Jahr die 2002er Zahlen wieder übertreffen. Da kurzfristig keinerlei Kurskatalysatoren identifizierbar sind, erscheinen im Laufe der nächsten Monate nochmals schwächere Kurse wahrscheinlich. Im Bereich zwischen 3 und 3,30 Euro sollten Anleger allerdings mit dem Aufbau einer überschaubaren Position liebäugeln.

Falko Bozicevic

SOFTM SOFTWARE UND BERATUNG AG			
BRANCHE	SOFTWARE		
WKN	724 910	AKTIENZAHL (MIO.)	4,98
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 22.9.03 (EURO)	4,02
MITARBEITER	455	MCAP (MIO. EURO)	20,0

	2002	2003 E	2004 E
UMSATZ (MIO. EURO)	75,9	72,5	76,5
% GGÜ. VJ.		-4,5 %	+5,5 %
EPS (EURO)	0,11	0,07	0,13
% GGÜ. VJ.		-36,4 %	+85,7 %
KUV	0,26	0,28	0,26
KGV	36,5	57,4	30,9

**Aktie im Blickpunkt II**

# Value-Holdings AG

„Price is what you pay. Value is what you get.“

Prägnanter und kürzer als mit diesem Zitat von Warren Buffett läßt sich die Investitionsphilosophie der Value-Holdings AG wohl kaum auf den Punkt bringen. Ähnlich wie der renommierte Vertreter des „Value Investing-Konzepts“ hat sich das Augsburger Unternehmen auf den Erwerb von Substantiteln mit nachhaltig positiver Ertragskraft und guten Aussichten im originären Marktumfeld spezialisiert. Besonders im Blickpunkt stehen dabei Werte mit über 5 % Dividendenrendite, einem Kurs/Buchwert-Verhältnis von unter eins und einer Eigenkapitalrendite im zweistelligen Bereich. Hochspekulative Engagements sucht man im Portfolio des Finanzdienstleisters dagegen vergeblich.



**Deutlich besser als der Markt**

Daß dieses Konzept nicht nur statistisch betrachtet langfristig zu einer besseren Performance als Investments in Wachstumswerte führt (von Nobelpreisträger W. Sharpe empirisch nachgewiesen), stellt die Portfolioentwicklung der Value-Holdings eindrucksvoll unter Beweis. Während der Dax seit Gründung des Unternehmens im Jahr 1992 bis Ende 2002 gerade einmal um 67 % zulegen konnte und der SDax im entsprechenden Zeitraum sogar 9 % an Wert einbüßte, weist das Depot der Value-Holdings in die

sen elf Jahren eine Wertentwicklung von insgesamt 595 % auf. Im Durchschnitt entspricht dies einer Rendite von 19,3 % p.a. Erzielt wurde sie u.a. mit Anteilen an Gerry Weber, Einhell oder CeWe Color, die sich noch immer im Bestand der Gesellschaft befinden. Von der Salzgitte AG und Koenig & Bauer hat sich das Unternehmen dagegen gerade getrennt.



**Breite Nutzung von Research-Erkenntnissen**

Während das Portfolio-Management direkt von der Value-Holdings abgedeckt wird, sind die Beratungs- und Dienstleistungsaktivitäten der Gruppe auf verschiedene Tochterunternehmen verteilt, an denen die AG mit jeweils rund 50 % beteiligt ist. Den Schwerpunkt bilden dabei die Vermögensverwaltung für Privatkunden, die Beratung institutioneller Investoren sowie der Vertrieb deutscher und internationaler Publikumsfonds. Der Bereich „Beteiligungskapital“ wird dagegen von der Konsortium AG repräsentiert. Durch ein Umtauschangebot Ende vergangenen Jahres wurde der Anteil an der ebenfalls börsennotierten Gesellschaft von 22 auf 73 % ausgebaut. Ihr Beteiligungsvolumen an meist mittelständischen Unternehmen beläuft sich aktuell auf rund 12 Mio. Euro.

**Übertriebener Kursverlust noch nicht angemessen aufgeholt**

Mitte des vergangenen Jahres noch mit 4,50 Euro notiert, hat sich der Aktienwert der Value-Holdings seitdem mehr als halbiert. Teilweise erklären läßt sich dies sicherlich mit dem negativen Ergebnis des vergangenen Geschäftsjahres (-0,91 Euro je Aktie), das bei Beteiligungsgesellschaften natürlich stets eng an die jeweilige Aktienmarktentwicklung gekoppelt ist. Hinzu kamen der negative Branchentrend und erhöhter Abgabedruck durch Anteile aus dem Umtauschangebot an die Aktionäre der Konsortium AG. Die inzwischen eingetretene nachhaltige Erholung des Aktienmarktes sowie der hohe Substanzwert des Portfolios spiegeln sich im Kurs der Value-Holdings dagegen noch nicht wider. So wird der Buchwert der Aktie von Gründer und Vorstandschef Georg Geiger mit über 4,50 Euro angegeben. Stabile Wertpapiermärkte vorausgesetzt, ist für 2003 zudem wieder mit einem positiven Geschäftsergebnis der Gruppe zu rechnen. Auf dem derzeitigen Niveau von etwas über 2 Euro halten wir die Aktie deshalb für deutlich unterbewertet. Orders sollten aufgrund des extrem dünnen Handels allerdings streng limitiert aufgegeben werden.

VALUE-HOLDINGS AG			
BRANCHE	FINANZDIENSTLEISTUNGEN		
WKN	760 040	AKTIENZAHL (MIO.)	1,87
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 22.9. (EURO)	2,05
MITARBEITER	10	MCAP (MIO. EURO)	3,8

	2002	2003€	2004€
EPS (EURO)	-0,91	0,15	0,35*
% GGÜ. Vj.	-	-	133,3 %
KGV	NEG.	13,7	5,9

\*) Maßgeblich von der Aktienmarktentwicklung abhängig, die wir bei dieser Prognose mit positiven 10 % unterstellt haben.

Dr. Martin Ahlers

## Externe Analyse

## Süss MicroTec AG

*Überdurchschnittlicher Profiteur eines Halbleiteraufschwungs*

*Von Uwe Schupp, Director Equity Research, equinet AG*

Süss MicroTec ist führender Anbieter von Halbleiteranlagen für den stark wachsenden Markt der innovativen Chipverpackung, dem sogenannten Advanced Packaging. Wir glauben, daß das Unternehmen hervorragend für den sich immer mehr abzeichnenden Halbleiteraufschwung gerüstet ist. Die schwerste Halbleiterkrise der Geschichte wurde von Süss genutzt, um vorhandene Lücken im Produktportfolio zu schließen. Wir rechnen bereits kurzfristig mit Auftragseingängen aus den erst kürzlich vorgestellten Technologien (Supra-Yield sowie Plasma-Aktivierung) und empfehlen die Aktie mit einem 12-Monats-Kursziel von 15 Euro zum Kauf.

#### Unternehmen

Süss wurde im Jahre 1949 gegründet und kann gemeinhin als typisches Mittelstandsunternehmen bezeichnet werden. Nicht zuletzt aufgrund der Nähe zur Stadt München unterhielt das Unternehmen bereits frühzeitig Geschäftsbeziehungen mit Siemens inklusive der bekannten Tochterunternehmen wie Infineon oder Epcos. Als Folge der Nachfolgeregelung im Unternehmen kam es im Jahr 1997 zu einem Management Buy-out. Das IPO erfolgte am 18. Mai 1999.

#### Produkte

Das Produktportfolio besteht im wesentlichen aus fünf verschiedenen Anlagentypen, die wir im folgenden kurz vorstellen. Knapp die Hälfte des Konzernumsatzes generiert Süss mit dem sogenannten Mask Aligner. Der Mask Aligner ist ein Belichtungsgerät, das eine Photomaske Submikrometer genau zum Wafer ausrichtet. Auf einer Photomaske ist das mikroskopische Bild der Schaltungsebene eines Chips gespeichert. Durch Belichtung mit ultravioletttem Licht wird das Bild der Maske im Abbildungsverhältnis 1:1 photolithographisch auf den mit Photolack beschichteten Wafer übertragen. Die so übertragenen Strukturen sind üblicherweise zwischen 5

und 50 Mikrometer groß. Spin Coater und Developer werden häufig als Cluster Tool, also als eine Einheit, an den Kunden geliefert. Der Spin Coater ist ein Beschichtungsgerät, das die vorher im Zentrum eines Wafers aufgetragene flüssige Photolackschicht mittels schneller Rotation über die gesamte Fläche des Wafers verteilt. Nachdem der Wafer mit dem vorher beschriebenen Prozeß in einem Mask Aligner bearbeitet wurde, ist es die



Uwe Schupp

Aufgabe eines Developers, mit Hilfe von Chemikalien das zuvor erzeugte Abbild der Maske aus der photoempfindlichen Schicht auf dem Wafer herauszulösen. Damit ist eine dreidimensionale Struktur auf dem Wafer generiert worden, deren Höhe identisch mit der Schichtdicke des Photolacks ist. Mit diesen beiden Geräten (Mask Aligner und Spin Coater/Developer Cluster Tool) erzielt das Unternehmen rund 75 % des Konzernumsatzes. Prober sind Testgeräte und werden vorwiegend in konjunkturreisenderen Endmärkten (Entwicklungslabore etc.) eingesetzt. Device Bonder werden primär von Kunden aus der Telekommunikationsindustrie, und hier insbesondere der optischen Datenübertragung, bestellt. Substrat Bonder verbinden mehrere präzise zueinander ausgerichtete Wafer in einem physikalisch-chemischen Verfahren miteinander. Eine Anwendung, die in den letzten Jahren stark gewachsen ist, ist die sogenannte silicon-on-insulator (SOI)-Technologie, bei der es darum geht, eine Siliziumdioxid-Schicht genauestens auf eine reine Siliziumschicht zu applizieren. Da Siliziumdioxid im Gegensatz zu Silizium an sich den elektrischen Strom kaum leitet, wird es zunehmend als isolierendes Material in verschiedenen Endmärkten eingesetzt. Aktuelles Beispiel ist der 64-Bit Chip von AMD, der Ende September 2003 vorgestellt wurde.

#### Management

Gerade in einer extrem zyklischen Industrie kommt es um so mehr auf Qualität, Erfahrung und Kontinuität des Top-Managements an. Sowohl Dr. Franz Richter, seit 1990 bei Süss und seit 1997 CEO, als auch CFO Stephan Schulak sind bereits vor ihrer Zeit bei Süss in der Halbleiterindustrie tätig gewesen und haben in den letzten Jahren bewiesen, das Unternehmen auch in schwierigerem Fahrwasser auf Kurs halten zu können.



### Marktumfeld

Nach dem Rückgang um 41 % und nochmals 30 % in den Jahren 2001 und 2002 und einer Stagnation in 2003 gehen wir sowohl für 2004 als auch 2005 von einem Wachstum von je 21 % für den globalen Markt von Halbleiterproduktionsanlagen aus. Dies würde für 2005 ein Marktvolumen von 28,5 Mrd. Euro bedeuten, also leicht über dem Niveau von 1997, aber immer noch deutlich unter der Rekordzahl des Booms von 47,7 Mrd. Euro aus dem Jahr 2000. Aufeinander folgende, zweistellige Wachstumsraten waren bei bisherigen Aufschwüngen eher die Regel als die Ausnahme.

#### Markt für Halbleiterproduktionsanlagen



Quelle: SEMI, equinet

### Die wesentlichen Endmärkte

Wir glauben, daß Süss in den kommenden Jahren weiterhin stärker als der Markt wachsen dürfte. Grund hierfür ist, daß das Unternehmen Nischentechnologien anbietet, die etablierte Halbleiterprozesse verdrängen. Das Advanced Packaging stellt einen wesentlichen Bestandteil unseres Investment Case für Süss Microtec dar. Die Anlagen des Unternehmens werden hierbei für ein neuartiges Verfahren der Chipverbindung mit der Außenwelt benutzt. Dies erfolgt heute noch zumeist über das sogenannte wire bonding, ein etabliertes Verfahren, bei dem es darum geht, den Chip in aufeinanderfolgenden Prozessschritten mit der Außenwelt zu verbinden. Gerade bei Chips mit einer hohen Anzahl von Kontakten (z.B. bei Mikroprozessoren), sogenannten pins, bringt jedoch das Advanced Packaging-Verfahren Kostenvorteile, da im Idealfall alle Chips auf einem Wafer gleichzeitig kontaktiert werden können. Dies spart Zeit und, damit einhergehend, Kosten. Die Anlagen von Süss werden jedoch auch im sogenannten front-end, d.h. in der eigentlichen Chip-Produktion, verwendet, und zwar insbesondere bei Verbindungshalbleitern. Beispielhafte Applikationen für das Equipment von Süss sind die Produktion von LEDs (light emitting diodes), Laserdioden oder Radio-Frequenz-Chips. Solche Chips werden üblicherweise auf 6-Zoll (oder noch kleineren) Wafern hergestellt. Entsprechend müssen die Kunden nicht auf teurere Stepper Technologie (wie sie in der Silizium-Halbleitertechnologie zum Beispiel von ASM Lithography oder Ultratech angeboten werden) zurückgreifen. Der Markt der Mikrosystemtechnik (MEMS) hat sicherlich einige (im nachhinein überhöhte) Wachstumserwartungen nicht erfüllt. Nach Meinung der meisten Forschungsinstitute wird der Markt zwar langsamer als ursprünglich gedacht, dafür aber kontinuierlicher wachsen. Beispielsweise sieht In-Stat den Markt mit einer

jährlichen Rate von rund 15 % bis zum Jahr 2007 wachsen, was den globalen MEMS-Markt auf ein Volumen von rund 4 Mrd. US-\$ verdoppeln würde. Auch hier liefert Süss Produktions- und Testanlagen. Der vierte wesentliche Endmarkt ist das Segment Test & Measurement. Hier gehen die Süss-Prober in einen hochspezialisierten Analysebereich. Erste Geräte hat das Unternehmen in diesem Markt bereits im Jahr 1970 verkauft. Generell geht es hier um das analytische Testen von Strukturen und Bauteilen auf Chips. Die konkreten Einsatzgebiete sind recht breit. Sie reichen von der reinen Fehleranalyse über die Device und Wafer-Charakterisierung zu Zuverlässigkeits- und Funktionstests. Primär werden Kunden beliefert, die in der Halbleiterindustrie oder in der Hochfrequenztechnik tätig sind. Da Laboranwendungen der Hauptabsatzmarkt in diesem Segment sind, entwickelt es sich deutlich kontinuierlicher als der sehr zyklische Halbleitermarkt.

### Wettbewerb

Generell gilt, daß Süss über alle beschriebenen Endmärkte hinweg über einen mehr oder minder hohen Marktanteil von teilweise mehr als 60 % verfügt. Von daher halten wir das Unternehmen für hervorragend positioniert. Was das Advanced Packaging angeht, so treffen hier die beiden Hauptspieler, Süss und Ultratech, seit Jahren aufeinander. Daneben gibt es über alle Produktgruppen hinweg Wettbewerb von Unternehmen wie der Special Applications Division von ASML und dem privaten Unternehmen EV Group. Der größte Wettbewerber bei der Produktgruppe Prober ist das Unternehmen Cascade Microtech aus den USA.

### Ausblick

Basierend auf einem sich weiter langsam aber stetig erholenden Auftragseingang denken wir, daß das Ziel des Managements, im laufenden Jahr einen Umsatz von mindestens 105 Mio. Euro zu erzielen, realistisch ist. Mit einem geschätzten Umsatz von knapp 129 Mio. Euro sollte das Unternehmen ab dem nächsten Jahr wieder deutliche Gewinne schreiben können.

### Risiken

Die Hauptgefahr für unsere Annahmen, und damit für unsere positive Meinung zur Aktie, sehen wir in einem möglichen Abflauen des Halbleitermarktes. Darüber hinaus wäre eine weiterer deutlicher Anstieg des Euro im Vergleich zum US-Dollar aus Wettbewerbsgründen von Nachteil und könnte somit Auswirkungen auf unsere Anlageempfehlung haben.

### Bewertung

Unsere verschiedenen Bewertungsmodelle signalisieren trotz der bereits beeindruckenden Performance seit Mitte März, daß weiteres Aufwärtspotential vorhanden ist. Wir glauben, daß die Aktie bis spätestens Ende September 2004 ein Kursniveau von 15 Euro erreichen kann.

**HINWEIS: In der Rubrik „Externe Analyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Research-Häuser zu Wort. Die vorgestellten Studien stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!**

## MoneyTalk

# „Das Thema Elektronikschrott muß auch europaweit gelöst werden“

CCR Logistics-Finanzvorstand Susanne Momberg über die anstehenden Herausforderungen und Chancen im Entsorgungsmarkt



Susanne Momberg

**Smart Investor:** CCR Logistics trägt den Begriff Logistik im Unternehmensnamen. Dennoch bezeichnen Sie sich selbst nicht als Logistikunternehmen. Was genau macht CCR denn?

**Momberg:** Wir sind in ganz verschiedenen Kernbereichen logistischer Prozesse aktiv, dazu gehören Entsorgungsmanagement, operative Logistik, Software und Consulting. 70 % unserer Umsätze entfallen dabei auf die sogenannte Retrologistik, die Abnahme von Werkstattmüll etc. Software und Dosenpfand sind wei-

tere neue Themen. Hier konnten wir mit unserer jüngsten Kundengewinnung, Red Bull, ein Rücknahmesystem vereinbaren, das genau dieses schwierige Thema adressiert. Unser großes zweites Standbein dürfte die Entsorgung von Elektronikschrott werden. Die neue verabschiedete Richtlinie muß von Gesetzesseite bis 2005 implementiert sein. Wir sprechen hier von einem Milliardenmarkt, von dem sich CCR ein Stück abschneiden kann. Dahinter steht ein äußerst komplexes Clearing-System.

**Smart Investor:** In Europa allgemein scheint man noch nicht so weit mit der Abfallentsorgung. Hat sich CCR bei der Expansion verzettelt?

**Momberg:** In Spanien und Großbritannien hinkt die Gesetzgebung unheimlich hinterher. Eigentlich sollten wichtige Richtlinien schon im Frühjahr letzten Jahres verabschiedet sein. Trotz intensiver Marktrecherchen haben sich einige europäische Märkte als deutlich weniger umweltorientiert herausgestellt. Trotz massiver Lobbyarbeit ist es nur einem von sieben CCR-Zentren in Spanien gelungen, die notwendigen örtlichen Genehmigungen zu erlangen. Aber Sie haben recht, die Standorte, wie zum Beispiel den in Finnland, haben wir wieder komplett runterfahren müssen. Das Thema Elektronikschrott ist dennoch ein europäisches Thema, das auch europaweit angegangen und gelöst werden muß.

**Smart Investor:** Wenn Sie nochmals die Mittel des IPOs zur Verfügung hätten, wie würden Sie diese heute verwenden angesichts der bisherigen Erfahrungen?

**Momberg:** Mit den heutigen Erkenntnissen würden wir das Auslandsengagement deutlich langsamer angehen, wir würden den Weg aber trotzdem wieder beschreiten. Wir haben natürlich auch dazugelernt. In der Schweiz haben wir die Sache bereits komplett anders angefaßt. Dort hatten wir zuerst die Kunden und haben erst daraufhin die Gesellschaft gegründet. Und genau dieser Vorgehensweise würden wir auch jetzt wieder folgen, wenn wir irgendwo Dependancen aufmachen, nämlich mit einem oder mehreren Kunden im Rücken.

**Smart Investor:** Das Geschäftsfeld von CCR ist relativ konjunkturreisistent. Was ist denn die größere Gefahr für CCR: die Konkurrenz oder der Gesetzgeber?

**Momberg:** Regionale Mitbewerber hat man natürlich immer, überregional hat CCR eigentlich nur die Firma Zentek zur Konkurrenz. Die Gesetzgebung wiederum hat uns hier in Deutschland nie behindert, sondern im Gegenteil, unser Geschäft untermauert. Wir haben eigens eine Consulting-Agentur beauftragt, in Brüssel auf europäischer Ebene die notwendige Lobbyarbeit zu bewerkstelligen, damit wir frühzeitig wissen, in welche Richtung sich die Gesetzgebung bewegt.

**Smart Investor:** Die Eigenkapitalquote hat sich zuletzt von 56 auf 48 % reduziert. Gibt es hier Anlaß zur Sorge?

**Momberg:** Nein, überhaupt nicht. 2000 und 2001 haben wir wie bekannt hohe Verluste geschrieben, 2002 uns dann schon nach oben bewegt. Und im laufenden Jahr wollen wir auf eine schwarze Null kommen. Wir arbeiten derzeit sehr stark an Auftragsbeständen, was Sie natürlich nicht in der Bilanz erkennen können. Bald haben wir 2004, und ab 2005 muß schon die neue Elektroschrott-Richtlinie umgesetzt sein. Das andere Thema ist wie angesprochen das Dosenpfand. Wenn die Sache erst einmal zwei oder drei Monate läuft, werden wir sicherlich den einen oder anderen großen Kunden begrüßen dürfen, und genau dafür sind wir wirklich erfolversprechend aufgestellt.

**Smart Investor:** Wie geht es jetzt weiter, nachdem im Ausland kein Wachstum möglich war: Was ist für Investoren die Story, die Sie mit CCR anbieten können?

**Momberg:** Mit dem Thema Elektronikschrott werden wir uns meiner Einschätzung nach einen großen Teil vom Kuchen abschneiden können. Bei unserer Spezialisierung auf Rücknahmesysteme, wo nicht nur einfache Logistik gefragt ist, sondern intelligente Clearing-Systeme, gibt es nicht viele Anbieter, die das leisten können. Und diese komplexen Aufgabengebiete gilt es nicht nur hier in Deutschland zu bewältigen, sondern auf europäischer Ebene.

Interview: Falko Bozicevic

## Buy or Good Bye

## Buy: CNOOC

Der Ölkonzern China National Offshore Oil Corporation, kurz CNOOC (WKN 626 532) zählt in punkto Marktkapitalisierung (11,3 Mrd. Euro) zu den größten Unternehmen Chinas. Im dortigen Ölmarkt rangieren nur Sinopec und Petrochina vor CNOOC. Zusammen mit seinen Partnern auf internationaler Ebene, zum Beispiel der niederländisch-britischen Royal Dutch Shell, erzielt CNOOC 40 % seiner Umsätze. Weitere 40 % resultieren aus eigenen Ölprojekten sowie 20 % aus Marketinggeschäften. Und die Ölförderung im Reich der Mitte boomt bei allen drei Unternehmen. China befindet sich in der Übergangsphase vom Zweitweltland hin zur Industrialisierung und „saugt“ praktisch die weltweit verfügbaren Rohstoffe vom Markt, allen voran Eisenerz zur Stahlerzeugung. Kräftig steigender Ölbedarf ist aber sicherlich das deutlichste Kennzeichen aufkommender Industrienationen, so daß in den nächsten Jahren bzw. Jahrzehnten von einer Vervielfachung der chinesischen Ölnachfrage ausgegangen wird.

Dieser Boom schlägt sich zwangsläufig in den Geschäftszahlen nieder. Zum Halbjahr steigerte CNOOC den Umsatz um 68 % auf 17,9 Mrd. Yuan und den Nettogewinn um 75 % auf 6,3 Mrd. Yuan (1 Yuan = 0,12 US-\$). Dabei hatte es sogar noch ungewöhnliche Begleitumstände gegeben. Gleich vier Taifune anstatt der saisonüblichen ein bis zwei – ein Länderrisiko sozusagen in China – kosteten CNOOC pro Tag 0,25 Mio. Barrel. So förderten die Chinesen nach zwei Quartalen nur 64 Mio. Barrel, mit der Folge, daß das Jahresendziel von

135 Mio. Barrel eventuell nicht erreicht werden kann. Die Produktionskosten liegen mit knapp 9 US-\$ pro Barrel übrigens deutlich über dem Wert von 5 US-\$ bei Petrochina. Da kurzfristig, nach den bisherigen Erkenntnissen im Irak aber eventuell auch mittelfristig gar nicht mehr mit niedrigeren Ölpreisen als derzeit zu rechnen ist, dürfte die Ertragssituation weiter vorteilhaft bleiben. Bei einem KGV von 11 auf 2004er Basis – wobei dafür aber nur die untere OPEC-Spanne von 22 bis 25 US-\$ zugrunde liegt – bietet CNOOC noch reichlich Potential im Falle steigender Ölpreise.



## Good Bye: Süss MicroTec

Wenn sich im nächsten Jahr der erhoffte Aufschwung im Halbleiterbereich einstellt, dann wird auch Süss MicroTec (WKN 722 670), Spezialist für Fertigungs- und Prüfgeräte, wieder positive Zahlen schreiben können. Das Problem dabei: Neben der gehegten Hoffnung machten sich die Anzeichen eines neuen Investitionszyklus in der Halbleiterindustrie bis dato äußerst rar. Im übrigen möchte nicht nur Süss MicroTec, sondern auch deren Kunden ihre Kosten auf ein Minimum drücken, so daß sich die nach wie vor gedrückten Süss-Auftragseingänge von 25 Mio. Euro im letzten Quartal (und in gleicher Höhe in Q1) von selbst erklären. Mehr als eine Stabilisierung auf niedrigem Niveau ist noch nicht auszumachen. Nach guten Umsätzen und einem hohen Gewinn im Jahre 2001 brachen die Erlöse im letzten Jahr um fast 50 % ein. Seitdem schreibt Süss MicroTec Verluste. Wie wenig verlässlich die Prognosen sind, kann man daran ablesen, daß noch im Frühjahr die Jahresplanung 2003 bei 120 Mio. Euro Umsatz lag, inzwischen sind es schon wieder rund 15 % weniger. 100 bis 105 Mio. Euro sind wohl realistisch.

Nach dem ersten Halbjahr 2003 hatte sich zudem der Fehlbetrag nochmals gegenüber dem ohnehin schwachen Vorjahreszeitraum um weitere 46 % auf 8,8 Mio. Euro ausgeweitet. Re- und Umstrukturierungen greifen nur schleppend, auch dürfte deren Effekt temporär bleiben. Neben einem deutlichen Minus im laufenden Jahr wird Süss also frühestens 2004 wieder ein positives Jahresergebnis

ausweisen können, nach den Erfahrungen der letzten beiden Jahre kann aber schnell alles wieder ganz anders, und zwar schlechter aussehen. Der Kursanstieg von unter 2 auf über 9 Euro spiegelt auf jeden Fall ein hohes Vorschußvertrauen der Anleger wider. Auch dürften sich im Vorfeld der zum 22. September erfolgten Belobigung in den TecDax 30 die institutionellen Investoren schon entsprechend positioniert haben. Der Kursspielraum scheint mit diesem fait accompli nach oben hin ausgereizt. Obendrein stellt die charttechnisch kritische Marke von ca. 9 Euro eine massive Hürde dar.



## Musterdepot

## „Glänzende“ Entwicklung

Obwohl wir nach unserem Räumungsverkauf deutscher Aktien nur begrenzt an der weiterhin fortdauernden Rally an den Börsen partizipieren, legte unser Musterdepot weiter zu. Im letzten Monat waren es unsere Edelmetall-Aktien, die sich als Zugpferde herausstellten, allen voran Durban Roodepoort Deep.

## Große Chancen für Edelmetalle

Nachdem wir im Zeitraum Juli/August sämtliche deutschen Wertpapiere aus unserem Depot nahmen, steht unser eigentliches Dreisäulenmodell – Edelmetalle/Energie/Rohstoffe, Asien sowie Rest – nur noch auf zwei tragenden Säulen. Namentlich unsere Edelmetall-Engagements, die mit Silver Standard, Harmony, Croesus und Durban ca. 50 % unseres investierten Kapitals ausmachen, zogen kräftig an. Unser Nachkauf bei Durban zu 2,10 Euro stellte sich als „goldrichtig“ heraus: Aktuell notiert der Kurs der südafrikanischen Goldmine bei ca. 3 Euro und damit über 40 % im Plus. Der Kurs hinkte zuvor sehr stark hinterher, so daß das Aufholpotential enorm war und noch ist. Mit Durchbruch der Marke von 2,50 Euro kam es dann zur erwarteten Eigendynamik, die neue Kursgewinne nach sich zog. Zahlreiche südafrikanische Goldminen machen derzeit einen guten charttechnischen Eindruck – daß die Titel von Investoren aufgrund des Länderrisikos mit einem Abschlag behandelt werden, ist ohnehin bekannt. Das muß natürlich nicht immer so bleiben. Wir gedenken hier, den vollen Bullenmarkt im Gold „auszusitzen“, also auch bei Korrekturen nicht kurzfristig Gewinne einzustreichen, zumindest nicht, solange wir keine Anzeichen einer eklatanten Überhitzung erkennen können. Auf Sicht mehrerer Jahre rechnen wir mit einer Performance, die durchaus bei mehreren 100 % liegen könnte.

## Fast 60 % Investitionsquote reichen derzeit – noch

Mit über 40 % Liquidität bleiben wir betont zurückhaltend, was die kurzfristige Aktienmarktentwicklung angeht. Der von uns erwartete und mit dem Verkauf unserer deutschen Titel antizipierte Einbruch an den Aktienmärkten (vor allem den westlichen) fand bislang nicht statt. „Hauptschuldiger“ dürfte die Wall Street sein: Hier sieht es aktuell nicht zwangsläufig nach einem Einbruch aus, obwohl sich die

## LISTE DER KAUFLIMITS

TITEL	WKN	STÜCK	KAUFLIMIT	KURS AKT.*	KAUFSUMME
BAYWA	519 406	700	8,20	9,80	5.740,00
ACM INDIA LIBERISATION FUND	973 247	300	17,90	20,88	5.370,00
VALUE-HOLDINGS	760 040	2.500	1,85	2,05	4.625,00
FERNHEIZWERKE NEUKÖLLN	576 790	300	14,80	15,51	4.440,00

Bewertungsniveaus nicht nur unserer Auffassung nach jenseits von Gut und Böse befinden. Ohne Einbruch in den Staaten wird jedoch kaum ein hiesiger Börsenplatz diese Vorreiterrolle übernehmen, auch wenn zahlreiche Aktien z.B. im Dax quasi nach einer Korrektur schreien. Ein deutlicher Kursrückgang dürfte sich auf das Schlußquartal 2003 verschoben haben. Da wir im Rahmen unseres großen Bildes vom Pit Bull Market bis etwa Mitte nächsten Jahres noch von tendenziell steigenden Börsen ausgehen, hätten wir – nachträglich betrachtet – diesen Zwischenschritt einer Antizipation kurzfristig schwächerer Kurse natürlich auch aussparen können. Das gleiche gilt in ähnlicher Weise für unseren im September erworbenen Put auf Citigroup: Der Kurseinbruch blieb trotz entsprechender charttechnischer Signale aus, der Kurs lief im starken Gesamtmarkt munter weiter. Da es sich nur um eine sehr kleine Depotposition handelt, ist diese unsere Fehlkalkulation zwar ärgerlich, aber verkraftbar. Sie kostete uns ca. 1 % unserer ansonsten doch beachtlichen Depotperformance, die auch gegenüber dem letzten Monat weitere 3,8 % zulegte.

## Neue Dispositionen

Mit unseren neuen Kauflimits dokumentieren wir unsere weiter skeptische Haltung. Die schon im letzten Heft besprochenen und mit Kauflimit versehenen BayWa, ACM India Liberisation Fund sowie jetzt auch Fernheizwerke Neukölln möchten wir nur im Falle eines Kursrücksetzers aufnehmen. Entsprechend sind die tiefen Limits zu verstehen. Value-Holdings (sh. S. 35) dagegen notiert bereits nahe am Tief, so daß wir hier etwas großzügiger sind. Generell bleibt es ansonsten wie vor einem Monat: Bedachte Neuaufnahmen – so wie jetzt mit Canadian Natural Resources, die unser Kauflimit von 34 Euro erreicht hatte –, ansonsten schonen wir unsere Barreserven für eine Kursschwäche im letzten Quartal. Dies alles wohlbemerkt innerhalb unseres großen Bildes. Wie üblich behalten wir uns vor, kurzfristig über unseren Newsletter-Service *Smart Investor Weekly* auf Marktentwicklungen zu reagieren (kostenlose Anmeldung auf unserer Homepage [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)).

## MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)

PERFORMANCE: +35,1 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +35,7 %); +3,8 % GG. VORMONAT (DAX: -2,7 %)

TITEL	WKN	STÜCK	KAUFDATUM	KAUF ZU	KURS AKT.*	WERT*	VERÄND.**
SILVER STANDARD	858 840	1.000	02.06.03	3,90	6,91	6.910,00	+77,2 %
BANPU	882 131	5.000	02.06.03	0,82	1,34	6.700,00	+63,4 %
CROESUS MINING	871 679	15.000	02.06.03	0,30	0,43	6.450,00	+43,3 %
DURBAN DEEP***	865 260	5.000	27.03.03	2,13	2,95	14.750,00	+38,5 %
HARMONY MINING	864 439	800	15.07.03	10,00	13,72	10.976,00	+37,2 %
CANON	853 055	300	31.03.03	32,50	43,97	13.191,00	+35,3 %
TOM.COM	935 147	20.000	29.07.03	0,23	0,28	5.600,00	+21,7 %
CNR	865 114	150	18.09.03	34,00	34,27	5.140,50	+0,8 %
HUANENG POWER	892 647	150	08.08.03	44,80	44,96	6.744,00	+0,4 %
PUT CITIGROUP***	684 481	20.000	02.09.03	0,205	0,13	2.600,00	-36,6 %
LIQUIDITÄT UND LIQUIDITÄTSQUOTE						56.053,00	(41,5 %)
GESAMTWERT						135.115,00	

\*) am 22.9.2003; in Euro; \*\*) sortiert nach Performance; \*\*\*) Datum entspricht erstem Kauf und der Kurs dem Mittelwert

## Interview mit einem Investor

# „Bewertung und Ausblick stimmen derzeit nicht überein – aber das spielt auch keine Rolle“

*Smart Investor im Gespräch mit Fondsmanager Jürgen Wunner von der Julius Bär Kapitalanlagegesellschaft über Börsenpsychologie und -philosophie, menschliche Schwächen und starke Börsen*

**Smart Investor:** Herr Wunner, wie stehen denn die Aktien für Sie und Ihren Julius Bär Creativ-Fonds, einen weltweit anlegenden Small Cap-Fonds, im laufenden Jahr?

**Wunner:** Bisher ganz hervorragend! Unser Fonds hat seit Jahresanfang eine Performance von ca. 60 % hingelegt und ist auch weltweit unter den Nebenwertefonds aktuell auf Platz 1 gelistet. Wir legen weltweit an und gehen durchaus herunter bis zu einer Marktkapitalisierung von ca. 100 Mio. Euro. Nach oben hin können es auch schon mal Titel sein, die auf 1 Mrd. Euro oder mehr kommen, doch trifft das dann vor allem für die Nasdaq zu. Als Benchmark haben wir deshalb auch hälftig die Nasdaq-100 und den TecDax.

**Smart Investor:** Was sind dabei denn die Zugpferde in Ihrem Fonds?

**Wunner:** Das ist ganz unterschiedlich. Der eine oder andere Titel von der Nasdaq ist ganz weit vorne mit dabei, teilweise mit einer Kursverdoppelung. In China wäre der Bauwert Baoye zu nennen, dessen Kurs sich in letzter Zeit ebenfalls verdoppelt hat. Umgekehrt fällt mir jetzt kein Wert ein, der überhaupt nicht gelaufen ist, denn selbst die zuvor ausgebombten Titel sind gut angesprungen.

**Smart Investor:** Welche Barreserven haben Sie derzeit bzw. normalerweise?

**Wunner:** Wir haben die freien Mittel jetzt leicht auf 7 % erhöht, weil ich mit einer Konsolidierung rechne. Ich wäre sogar bereit, bis auf 20 bis 25 % Cash-Quote zu gehen, wenn ich entsprechende Signale bekomme. Davor war ich allerdings zu 100 % investiert. Ich gehe lieber in kleinen Schritten aus dem Markt raus bzw. wieder hinein, als nun alles auf wenige große Aktionen festzulegen. Daher verfolge ich die Märkte täglich, um Entscheidungen zu treffen. Im März, als die Märkte so stark einbrachen, hatte ich noch etwa 20 % Kasse, die ich dann sukzessive investiert habe.

**Smart Investor:** Mit welchem Ansatz, mit welcher Philosophie gehen Sie an die Märkte heran?

**Wunner:** Ich bin sehr stark technisch orientiert und suche die stärksten Märkte, die stärksten Branchen und darin wiederum die stärksten Aktien, im Sinne der relativen Stärke und des Momentums. Das Fundamentale muß natürlich auch überprüft werden, aber das ist der zweite Schritt. Wenn die relative Stärke nachläßt, ist das für mich ein gutes Kriterium, sich von einer Aktie zu trennen: Es trifft dann die relativ schwächsten. Umgekehrt, nehmen Sie Thailand als Beispiel oder die H-Aktien in Hongkong –

die laufen und laufen. Hier habe ich Bestände aufgebaut und im Gegenzug solche in US-Titeln reduziert.

**Smart Investor:** Daraus folgt doch, daß Sie niemals eine Aktie nachkaufen, wenn Sie entgegen Ihren Vorstellungen fallen sollte.

**Wunner:** Ganz richtig, das kann eigentlich nicht passieren. Wenn mir eine Aktie gefällt, dann setze ich sie auf die Watchlist und warte ab, bis sie steigt. Das ist doch gerade das Problem, das viele Anleger haben: Man hat eine gute Idee und tätigt ein Investment – aber nichts passiert, und das Geld ist dann schon gebunden. Andere Marktteilnehmer müssen die Story schließlich auch erst mal erkennen. Eine wichtige Eigenschaft ist für mich deshalb der Faktor Geduld. Ich muß nicht der erste sein, der in ein gutes, interessantes Unternehmen einsteigt. Hauptsache ist, daß ich mit von der Partie bin, sobald der Titel relative Stärke an den Tag legt, denn das ist das Signal dafür, daß auch andere dieselben Schlußfolgerungen wie ich gezogen haben. Viele Leute konzentrieren sich auf das Erwischen der Hoch- und Tiefpunkte – und lassen dabei die 80 % zwischendrin einfach aus, die man mit der Aktie verdienen könnte. Die ersten 10 % vom Tief und zum High überlasse ich anderen und konzentriere mich auf diese mittleren 80 %.

**Smart Investor:** Welche Erfahrung im Anlagebereich hat Sie am meisten geprägt, was werden Sie niemals vergessen?

**Wunner:** Ich beschäftige mich viel mit Börsenpsychologie, um auch viel über mich selbst zu erfahren. Man muß seine eigenen Fehler kennen, vor allem erkennen. Ich gebe gerne zu, daß ich oftmals schon zu früh in Trends eingestiegen bin, aus denen dann nichts mehr wurde. Die angesprochene Geduld mußte ich erst lernen und auch, nicht in Antizipation kommender Trends schon aktiv zu werden, denn das ist eine ganz andere Strategie.



Jürgen Wunner

**Smart Investor:** Haben Sie schon an Ihrem Investmentansatz gezweifelt?

**Wunner:** So gesehen eigentlich nie, aber an meiner Umsetzung schon! Das schwache Glied war meines Wissens nach nie der Ansatz, sondern immer nur meine teils schlechte Umsetzung. Ein Seitwärtsmarkt kann einen natürlich schon mal zum sehr kritischen Nachdenken zwingen, weil mein Ansatz nun mal stark Momentum-abhängig ist, was im Seitwärtsmarkt komplett fehlt. Aufgrund des Derivateaufkommens rechne ich in Zukunft aber mit steigenden Volatilitäten, so daß sich auch in Seitwärtsphasen noch genügend Spielraum für starke Kursbewegungen ergäbe.

**Smart Investor:** Ist ein technischer Ansatz einem fundamentalen – oder welchem auch immer – überlegen?

**Wunner:** Er ist einfach objektiver. Bei der Fundamentalanalyse kann man dagegen länger die Dinge schönreden, was einem zum Beispiel nach Gesprächen mit Vorständen bekannt sein dürfte. Natürlich darf man bei einem technischen Ansatz im Gegenzug nicht den Fehler machen, sich nur die Signale rauszusuchen, die in ein vorgefaßtes Bild passen, denn solche wird man immer irgendwie finden oder zusammenbasteln können. Das Sentiment, als dritter Ansatz an die Märkte heranzugehen, spielt zwar auch eine Rolle, aber es kann auch lange Zeit sehr bearish oder bullish sein, ohne daß es zu einer Trendwende kommen muß. Die damit einhergehende Antizipation ist wie beschrieben nun nicht meine Anlagephilosophie. Daher würde ich das Sentiment lediglich als hilfreich bezeichnen, zum Beispiel wenn ein technisches Signal zusätzlich durch das vorherrschende Sentiment bestätigt wird.

**Smart Investor:** Was haben Sie gedacht – und wie reagiert –, als der Dax im Frühjahr unter 2.200 Punkte einbrach?

**Wunner:** Das Thema Deflation oder Kernschmelze war auch bei uns ein Diskussionsthema. Aber da bin ich ganz pragmatisch der Meinung: Der Markt wird es einem schon zeigen. Entscheidend ist, was der Markt tut, auch wenn man vielleicht die besseren Argumente für sich hat. Wenn die Signale kommen – wie sie es dann ja auch taten –, bin ich entsprechend dabei. Wären sie nicht gekommen, hätte ich mich weiter defensiv verhalten müssen.

**Smart Investor:** Welche Chance haben Sie verpaßt und trauern ihr heute noch nach?

**Wunner:** Ich habe so ein bißchen die Hausse bei den Goldwerten verpaßt, weil ich nicht zu sehr daran glauben konnte. Hier habe ich wirklich eine große Performance verpaßt.

**Smart Investor:** Aber Moment, hätten denn die Relative-Stärke-Indikatoren Sie nicht förmlich zum Kauf aufrufen müssen?

**Wunner:** Richtig, das haben sie auch getan... Und das ist genau das, was ich vorhin meinte: Der Ansatz war richtig, aber meine Umsetzung ließ in dem Punkt sehr stark zu wünschen

übrig. Fachlich ausgedrückt heißt das dann wohl, daß mir mein mentales Verständnis gefehlt hat, diese Sache erfolgreich abzuarbeiten.

**Smart Investor:** Kommen wir mal zur Gegenwart und Zukunft: Was halten Sie derzeit von der aktuellen Bewertung und dem weltweiten ökonomischen Ausblick?

**Wunner:** Ich denke, Bewertung und ökonomischer Ausblick stimmen im Moment nicht überein. Aber das spielt auch keine Rolle. Der wirtschaftliche Aufschwung wird an den Märkten gespielt, er wird auch kommen, aber sicher nicht in dem Maße, das derzeit eskomptiert ist. Der Faktor ist ein ganz anderer. Das von den Notenbanken kreierte Geld wird derzeit in der Realwirtschaft nicht gebraucht, also steht der Überschuß der Spekulation zur Verfügung und fließt in die Finanzmärkte.

**Smart Investor:** Und wie sehen Sie die Finanzmärkte in den nächsten Jahren?

**Wunner:** Kurzfristig droht von der US-Notenbank erst mal keine Gefahr, denn im nächsten Jahr sind Präsidentschaftswahlen. Die Liquidität bleibt uns also erhalten. Die Märkte können durchaus bis zur Jahresmitte 2004 steigen. Ich sehe aber keineswegs einen Boom in der Wirtschaft, wie ihn manche erwarten oder prophezeien. Für Asien bin ich mittel- bis langfristig sehr bullish, es sollte über Jahre hinweg ein gutes Chance/Risiko-Potential bieten. Faktoren wie die Bevölkerungsentwicklung, Bewertung und Makroökonomie sehen im Vergleich viel besser aus, so daß ich sicher ein Asien-Fan bin.

**Smart Investor:** Was sind für Sie die größten Risiken, auf die sich Anleger in den nächsten Jahren gefaßt machen müssen?

**Wunner:** Auf längere Sicht dürfte die Zeit um das Jahr 2008 kritisch werden. Dann gehen in den USA die sogenannten Baby Boomer in den Ruhestand, also die Generation, die maßgeblich für den extremen Börsenaufschwung der 80er und 90er verantwortlich war. Ab 2008 sind mehr Aus- als Einzahlungen der amerikanischen Rentenpläne 401(k) zu erwarten, dann dürfte es sehr schwer werden für die Märkte. Meine Prognose wäre also: Ab 2005, nach der Präsidentenwahl in den USA, müssen erst einmal die bekannten Ungleichgewichte gelöst werden, so daß die Börsen nach einem zyklischen Tief von dort aus bis 2008 wieder zulegen, was auch in den bekannten Vierjahres-Börsenzyklus passen würde. Risiken, wonach Sie ja gefragt haben, kommen natürlich auch aus dem Anziehen der Inflation, wie wir derzeit schon beobachten können. Zudem werden in den USA irgendwann Steuererhöhungen kommen müssen, um das Haushaltsdefizit zu reduzieren.

**Smart Investor:** Herr Wunner, herzlichen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic



## Kolumne

# Kostenlose Option

Von Roland Klaus\*

„There's no such thing as a free lunch“, sagten Fischer Black und Myron Scholes, als sie einst ihre Formel zur Berechnung von Optionspreisen vorstellten. Will sagen: An den Finanzmärkten gibt es nichts geschenkt. Jede Chance hat ihren Preis – in Form von erhöhtem Risiko.

Was in der weiten Welt der internationalen Finanzmärkte zu meist seine Berechtigung hat, findet seine Grenzen in einem kleinen Winkel der deutschen Rechtsprechung. Bei den sogenannten Squeeze-out-Verfahren gibt es sie nämlich: die nahezu kostenlose Option.

Anfang vergangenen Jahres hat der Gesetzgeber die Möglichkeit des Herauspressens („Squeeze-out“) geschaffen. Dabei kann ein Aktionär, der mehr als 95 % der Anteile einer Gesellschaft besitzt, die restlichen Aktionäre auch gegen deren Willen abfinden. Ziel ist es stets, eine 100 %-Mehrheit zu erreichen und sich damit von der Börse zu verabschieden. Dabei handelt es sich häufig um einen Kampf mit ungleichen Waffen: Denn die Höhe der Abfindungszahlungen wird von einem Wirtschaftsprüfer berechnet, der nicht nur vom Großaktionär bezahlt wird, sondern auch auf Basis von Unterlagen und Prognosen bewertet, die ihm sein Auftraggeber zur Verfügung stellt. Auch hier gilt: „Wes Brot ich eß...“ – kein Wunder, daß bei diesen Berechnungen zumeist eine eher kärgliche Abfindung für den gemeinen Aktionär herauschaut.

Doch der David bekommt noch eine zweite Chance – und die macht das Spiel erst richtig interessant: Jeder Kleinaktionär hat nämlich die Möglichkeit, die Höhe des Abfindungsangebots beim zuständigen Landgericht überprüfen zu lassen. In einem sogenannten Spruchstellenverfahren, das sich bislang meist über mehrere Jahre hinzog. Doch das Warten lohnt sich meist: Bisherige Erfahrungen zeigen, daß rund 90 % der Abfindungsangebote nachträglich erhöht werden – häufig lange nachdem der Anleger die Aktien bereits zwangsweise abgeliefert und sein Geld kassiert hat.

Wenig überraschend also, daß sich auch größere Anleger auf dieses Spiel konzentriert haben: Die Carthago Value Invest AG, eine Bremer Beteiligungsgesellschaft, die sich genau auf solche speziellen Situationen konzentriert, spekuliert derzeit bei rund 60 Unternehmen auf eine Nachbesserung. Insgesamt hat das Unternehmen Aktien im Wert von rund 8 Mio. Euro eingereicht. Erst jüngst gab es im Fall Goldschmidt einen attraktiven Nachschlag, der Carthago auf einen Schlag einen sechsstelligen Betrag einbrachte.

Aber auch für den Privatanleger ergibt sich daraus eine genauso einfache wie erfolgversprechende Strategie: Nachdem der Großaktionär einen Squeeze-out ankündigt, wird die Aktie meist noch für mehrere Wochen an der Börse gehandelt. Der Kurs pen-

delt sich in dieser Zeit in der Nähe des Abfindungsangebots ein. Häufig kommt es dabei gerade bei größerem Wert zu stattlichen Umsätzen: Die verbliebenen Institutionellen nutzen die Gelegenheit zum Ausstieg. Für sie hat die Aktie durch den Rückzug von der Börse ihren Reiz verloren.

Für den smarten Investor beginnt das Spiel jedoch gerade erst an dieser Stelle. Er kauft die Aktien über die Börse und bekommt sie kurze Zeit später zu einem ähnlichen Kurs im Rahmen des Squeeze-Out-Verfahrens wieder abgenommen. Kapitalbindung: meistens wenige Tage bis ein paar Wochen. Gewinn: zunächst keiner. Durch die Teilnahme am Squeeze-out-Verfahren hat der Anleger jedoch automatisch einen Anspruch auf Nachbesserung erlangt. Kommt es zu einem Spruchstellenverfahren, profitieren alle Anleger, die Aktien im Rahmen des Squeeze-out eingereicht haben, von einer möglichen Nachbesserung – eine kostenlose Option eben.

Bisher war es tatsächlich risikolos, gegen die Höhe der Abfindung zu klagen. Denn die Kosten eines Verfahrens hatte das beklagte Unternehmen zu tragen. Dies soll sich nun ändern. In der Neuregelung mit dem verquastenen Namen „Spruchverfahrensneurechtsgesetz“ verfolgt der Gesetzgeber das Ziel, die Spruchstellenverfahren deutlich zu beschleunigen – und vermutlich auch deren Zahl zu senken. Denn künftig muß der Kläger damit rechnen, seine Kosten selbst zu tragen.

Unter dem Strich dürfte sich aber außer der Laufzeit wenig ändern, denn die Aktionärsvertretungen, bei denen es bekanntlich nicht an Anwälten mangelt, die auf Öffentlichkeitswirkung scharf sind, haben bereits angekündigt, die Spruchstellenverfahren regelmäßig anzustoßen. Für den Anleger bleibt diese Strategie somit genauso risikoarm wie attraktiv.



Roland Klaus

\*) Roland Klaus war fast zehn Jahre für den Nachrichtensender n-tv als Moderator und Redakteur tätig. Heute arbeitet er als Finanzjournalist und Medientrainer in Frankfurt. Kontakt: roland.klaus@gmx.de

## Buchbesprechung

# Antizyklisch investieren

## Gewinne gegen den Strom

Gewinne einfahren, während andere Anleger Verluste machen – wer möchte das nicht? Die beiden Autoren Gallea und Patalon beschreiben in diesem Buch eine Investmentphilosophie des antizyklischen Investierens, unabhängigen Denkens und des Handelns gegen den Trend. Welches Persönlichkeitsprofil muß man entwickeln, „um den Markt zu schlagen“? Das in drei mehrteilige Kapitel aufgegliederte Buch behandelt die Grundzüge antizyklischen Handelns sowie die nach Meinung der Autoren potentiellen Kauf- und Verkaufssignale, wobei ein Round-up der Technischen und auch der Fundamentalanalyse nicht fehlt. Mit den im ersten Abschnitt gelieferten Belegen von Investments, die sich später prächtig entwickelten, wenn man bei Kursschwächen gekauft hätte, bieten die Autoren allerdings ein treffendes Beispiel für das bekannte Phänomen des Gewinner-Bias: Heute wissen wir natürlich, daß Citicorp Anfang der 90er Jahre ein guter Kauf gewesen wäre. Nicht nur angesichts der lehrbuchhaft aufgezählten Verhaltensregeln dürfte sich das Buch in erster Linie an den mäßig fortgeschrittenen Einsteiger wenden, der sich fragt, wieso seine bisherige Aktienanlage noch nicht von Erfolg gekrönt war,

und der deshalb nach Alternativen Ausschau hält. Auch sollte bei der Lektüre das Erscheinungsjahr (1999) nicht außer acht gelassen werden, jene Zeit also, in der man mit Buying-on-dips (Kaufen bei Rückschlägen) praktisch immer goldrichtig lag. Unter diesem Gesichtspunkt ist „Antizyklisch investieren“ stark prozyklisch erschienen. Ob die gutgemeinten Ratschläge, die aber lesenswert in ein Korsett aus Börsenpsychologie und historischem Aufriß eingebettet sind, auch in der heutigen Zeit noch gewinnbringend umsetzbar sind, bleibt der praktischen Überprüfung durch empirisch vorgehende, mutige Anleger vorbehalten.



„Antizyklisch investieren“, von Anthony M. Gallea und William Patalon; 1999 FinanzBuch Verlag, 302 Seiten, 44,90 Euro

# Macht und Wohlstand

## Kommunistischen und kapitalistischen Diktaturen entwachsen

In den letzten Jahrzehnten haben einige Länder erstaunlichen Reichtum erzielt, während andere Länder weiterhin in tiefer Armut stecken. Und das, obwohl auch dort zahlreiche (Tausch-)Märkte vorhanden sind, die das Wirtschaftsleben nach gemeinhin gültiger Auffassung fördern sollten. Es muß also bestimmte Rahmenbedingungen geben, die wirtschaftliches Wachstum ermöglichen, fördern oder doch behindern. Basierend auf dieser Fragestellung hat der bekannte Wirtschaftsökonom Mancur Olson eine interessante Theorie entwickelt, die zugleich die Wirtschaft wie auch den Staat einschließt. Im Ergebnis liefert Olson nicht nur erhebliche Folgerungen für die Wirtschaftspolitik, sondern erklärt zudem schlüssig den zwangsläufigen Abgesang des Sowjetreiches (oder allgemeiner: die schwerwiegenden Nachteile von Diktaturen und Autokratien) und die Wachstumsprobleme, mit denen sich auch Demokratien westlicher Bauart dieser Tage herumplagen. Dies geschieht in einer für einen Ökonomen ungewohnt einfachen und verständlichen Sprache, so daß man beim Lesen den Eindruck gewinnen muß, man schmökere in einem Wirtschaftskrimi und nicht in einer Fachlektüre. Und genau so ist das Buch auch inhaltlich aufgebaut, mit einem An-

stieg der Spannungskurve und einer Quasi-Auflösung gegen Ende. Wem Begriffe wie Trittbrettfahrerei, Subventionismus und Minoritäteninteressen nur allzu gegenwärtig und bekannt vorkommen, für den ist die Lektüre von „Macht und Wohlstand“ ein Muß\*. Nicht nur deutsche Politiker wiederum könnten daraus hilfreiche Tips entnehmen, wie sich eine kaum zu leugnende fortschreitende Sklerose unseres Wirtschaftssystems verhindern und umkehren ließe.



„Macht und Wohlstand“, von Mancur Olson; 2002 Mohr Siebeck, 203 Seiten, 34 Euro (Broschur)

\*) Die GoingPublic Kolumne „Die Killer im eigenen Haus – warum sich nichts ändert in Deutschland“ (vom 6. August 2003) kann als Interpretation der Schlußfolgerungen von Olson bezogen auf gerade aktuelle wirtschaftliche Fragestellungen, nicht nur hierzulande, aufgefaßt werden: <http://www.goingpublic.de/news/kolumne/detail.hbs?reclnr=8577&itemid=item937836559>

## UNTERNEHMEN VON A-Z

AAREAL	540811	27
ANTISOMA	917990	16
AREQUIPA RESOURCES		17
BAOYE		41
BARRICK GOLD	870450	18
BRE-X MINERALS LTD.		17
BAYWA	519406	40
CALLISTO PHARMACEUTICALS	479303	16
CARTHAGO VALUE INVEST AG	541840	43
CCR LOGISTICS	762720	38
CNOOC	626532	39
CONROY DIAMONDS AND GOLD PLC.		16
DURBAN ROODEPORT DEEP	865260	40
FERNHEIZWERKE NEUKÖLLN AG	576790	8, 40
FJH	513010	27
GRENKE LEASING	586590	27
IVANHOE MINES	901508	19
KROMSCHRÖDER AG	633400	7
NIPPON STEEL	859164	12
PALFINGER AG	919964	15
PANKL RACING	914732	14
PORSCHE	693773	22
RAKUTEN	927128	13
RENK AG	785000	8
RESPONSE BIOMEDICAL	885720	16
RHI AG	974182	14
ROSENBAUER INTERNATIONAL	892502	14
SANOCHEMIA PHARMAZEUTIKA	919963	14
SCHAFFNER HOLDING	914783	10
SOFTM	724910	34
SÜSS MICROTEC	722670	36, 39
SYZYGY AG	510480	16
TELEKOM AUSTRIA	588811	14
VALUE HOLDINGS	760040	35, 40
VK MÜHLEN AG	762900	9
YAHOO JAPAN	916008	13

## Vorschau

### auf Smart Investor 11/2003

#### Öl und Gas:

Über die Zukunftsaussichten des schwarzen Goldes

#### Automobilaktien:

Mit welchen Titeln fährt man am besten?

#### Prinzipien des Marktes:

Der faire Preis

## IMPRESSUM

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

1. Jahrgang 2003, Nr. 10 (Oktober)

#### Verlag:

GoingPublic Media AG  
Bahnhofstr. 26,  
82515 Wolfratshausen,  
Tel.: 08171-419650  
Fax: 08171-419656,  
eMail: info@goingpublic.de  
Internet: www.goingpublic.de

#### Abonnementverwaltung:

GoingPublic Media AG  
Bahnhofstr. 26,  
82515 Wolfratshausen,  
Tel.: 08171-419650  
Fax: 08171-419656  
eMail: abo@smartinvestor.de

#### Redaktion:

Ralf Flierl (Chefredakteur),  
Dr. Martin Ahlers, Falko  
Bozicevic, Ralph Malisch

#### Charts

Die Charts wurden erstellt mit  
TradeSignal von www.technical-  
investor.de und mit Tai-Pan von  
Lenz + Partner AG

#### Bildredaktion:

Andreas Potthoff

#### Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

#### Mitarbeit an dieser

##### Ausgabe:

Magdalena Brud, Jürgen  
Ganßleben, Rainer Hahn,  
Günter Hannich, Manfred  
Hübner, Adam Jakubowski,  
Jerzy Janiszewski, Uwe  
Schupp, Holger Steffen, Kevin  
Sternkopf, Sebastian Storfner,  
Björn Zern

#### Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und  
Tabellen liegen Quellen zugrun-  
de, welche die Redaktion für  
verlässlich hält. Eine Garantie  
für die Richtigkeit kann aller-  
dings nicht übernommen wer-  
den. Bei unaufgefordert einge-  
sandten Beiträgen behält sich  
die Redaktion Kürzungen oder  
Nichtabdruck vor.

#### Redaktionsanschrift:

sh. Verlag,  
Fax: 08171-419641,  
eMail:  
redaktion@smartinvestor.de

#### Nachdruck:

© 2003 GoingPublic Media AG,  
Wolfratshausen. Alle Rechte,  
insbesondere das der Überset-  
zung in fremde Sprachen, vorbe-  
halten. Ohne schriftliche Ge-  
nehmigung der GoingPublic  
Media AG ist es nicht gestattet,  
diese Zeitschrift oder Teile dar-  
aus auf photomechanischem  
Wege (Photokopie, Mikrokopie)  
zu vervielfältigen. Unter dieses  
Verbot fallen auch die Aufnahme  
in elektronische Datenbanken,  
Internet und die Vervielfältigung  
auf CD-ROM.

#### Titel:

Jerzy Janiszewski

#### Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

#### Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist Preis-  
liste Nr. 1 vom  
1. April 2003

#### Anzeigenleitung:

Karin Jungeblut,  
Tel.: 08171-419636,  
Fax: 08171-419656

VKZ B 61978  
ISSN 1612-5479

#### Erscheinungs-

##### termine 2003:

27.9. (10/03), 25.10. (11/03),  
22.11. (12/03), 20.12. (1/04)

#### Preise:

Einzelpreis 5,- Euro,  
Jahresabonnement 48 Euro. Alle  
Preise incl. Versandkosten und  
7 % MwSt.

## Zitate

# Über die Schwierigkeiten der Aktienanlage und die zwangsläufige Meinungsvielfalt hierbei

**„Bleibt der Ölpreis stabil, wird sich der russische Aktienindex bis 2010 versechsfachen.“**

Kirill Tremasow, Chefanalyst der Bank Moskwa

**„Noch beeindruckender fällt die Statistik in punkto Börse aus, wenn das dritte Arbeitsjahr eines amerikanischen Präsidenten mit einem Kriegsjahr zusammenfällt. Die Kurssteigerung ist dann noch kräftiger, zeigt Standard & Poor's auf, und errechnet einen durchschnittlichen Zuwachs des Aktienindex von 18,4 %.“**

Aus der österreichischen Zeitung „Der Standard“

**„Unter der Annahme eines längerfristig unverändert bleibenden Gewinnwachstums der Unternehmen wird die Börse bis 2018 inflationsbereinigt die Hälfte an Wert verlieren. Erst dann sprächen die demographischen Trends für bessere Börsenzeiten.“**

Die US-Universitätsprofessoren Geanakoplos, Magill und Quinzii in ihrer Studie „Demography and the long-run predictability of the stock market“

**„Fachlich ist er ein Top-Mann, aber ein Volkswirt. Der Aktienmarkt ist nicht sein Spezialgebiet.“**

Ein namentlich nicht bekannter Aktienstrategie in Reaktion auf Norbert Walters (Chefvolkswirt der Deutschen Bank) Aussage, die Aktienkurse seien schon jetzt wieder klar überbewertet

**„Weltweit scheint sich das wirtschaftliche Klima zu verbessern. Höhere Unternehmensgewinne dürften Hand in Hand mit dem erwarteten Aufschwung gehen und weitere moderate Gewinne an den Märkten stützen.“**

Aus der jüngsten Studie der Deutschen Bank zum selben Thema

Die Ambivalenz in den Prognosen der sogenannten Professionals könnte kaum größer sein: Gefangen zwischen einem moderaten Aufschwungsszenario einerseits und einer weiterhin immer noch nicht vom Tisch zu wischenden, möglichen Weltwirtschaftskrise andererseits lassen sich die praktisch täglich variierenden Vorhersagen einordnen. Nur wo soll man investieren, wenn sowohl ein länger andauernder (Pit-)Bull-Markt wie auch eine schwere Finanzkrise die möglichen Zukunftsvisionen darstellen? Geht es nach Chefanalyst Kirill Tremasow von der Bank Moskwa, wäre die Sache klar: Bei einer Versechsfachung des russischen Aktienindex wäre sicher jeder Börsianer gerne mit von der Partie.

Für gute kurz- bis mittelfristige Aussichten spricht der Präsidentenzyklus der USA. Im dritten Jahr einer Amtsperiode werden nicht selten Steuerschenkungen und andere Appetithäppchen an Wähler und Lobbyisten gewährt, einzig um die eigene Wiederwahl zu sichern – so auch jetzt unter George W. Bush, und das in einer historisch einmaligen Größenordnung. Bei dieser Statistik findet sogar der Irakkrieg eine positive Note. Angesichts von nicht weniger als 60 Staaten, die Bush direkt oder indirekt mit terroristischen Aktivitäten in Verbindungen brachte, könnte hier noch einiges nachkommen. Bis dato liefert die Standard & Poor's Statistik noch keine Daten über Abschnitte, in denen kriegerische Maßnahmen so wie derzeit inflationiert werden. Zu völlig konträren Aussichten für die Wall Street kam unlängst jedoch eine Gruppe von US-Professoren. Demnach droht allein aus demographischen Faktoren großes Ungemach, was im Übrigen zumindest teilweise im Einklang mit der Einschätzung von Fondsmanager Jürgen Wunner stünde (sh. Seite 41/42).

Gegensätzliche Aussagen zu den Aussichten der Wertpapieranlage liefern nicht nur konkurrierende Experten untereinander, sondern im Hause der Deutschen Bank sogar unter einem Dach. Einen Freigeist wie Norbert Walter, seines Zeichens Chefvolkswirt des deutschen Branchenprimus, leisten sich nicht viele Investmenthäuser. Ein anderes Beispiel wäre Morgan Stanley mit seinem Chefökonom Stephen Roach. Die Newsletter von Morgan Stanley sind regelmäßig ein Highlight in Bezug auf Meinungsvielfalt. Daß eine Schar – offenbar weniger unabhängiger – Aktienexperten die Aussage Walters, daß die Kurse bereits wieder klar überbewertet seien, vehement in Frage stellen mußte, überrascht wohl kaum. Zweckoptimismus war, ist und bleibt nun mal oberste Pflicht bei Berufsgruppen, die von hohen Handelsvolumina – mithin also sich gut entwickelnden Aktienmärkten – abhängig sind. Im Gegensatz zu ihrem eigenen Chefvolkswirt kann die Deutsche Bank in ihrer letzten Studie auch nicht anders, als das moderat positive Aufschwungsszenario darzubieten.