

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Öl – Die Zukunft des Schwarzen Goldes



CHINA:

Ein Finanzplatz
wird erwachsen

GEGEN DEN STROM:

Die antizyklische
Anlagestrategie

US-WACHSTUM:

Begründete Zweifel
an der Datenqualität



Editorial

Marmelade und Börse



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Sparen ist „in“. Nicht erst seit der „Geiz ist geil“-Kampagne gehen die Menschen bei Einkäufen sehr behutsam mit ihrem Geld um. In den von Konjunkturkrise und Pleitewelle gebeutelten deutschen Ländern profitieren davon seit Jahren Lebensmittel-Discounter wie z.B. ALDI. Es ist in weiten Teilen der Bevölkerung hinlänglich bekannt, daß z.B. Noname-Marmeladen, die in den Regalen solcher Billiganbieter angeboten werden, in puncto Qualität und Geschmack den Marken-Konfitüren meist nicht unterlegen sind. Ganz im Gegenteil: Produktvergleiche, z.B. von Stiftung Warentest, belegen immer wieder, daß Qualität und Preis oftmals eben auch negativ korrelieren, zu deutsch: Die billigsten Produkte sind bezüglich der Qualität häufig in der Spitzengruppe zu finden. In einem sind Noname- von Name-Produkten jedoch in der Regel ganz eindeutig zu unterscheiden, nämlich bei der Verpackung und den Werbe-Etats. Logisch, ansonsten ließe sich der höhere Preis von Markenartikeln wohl kaum durchsetzen. Fazit: Je weniger spektakulär die Verpackung und je weniger reißerisch die (Werbe-)Bot-

schaft, desto eher bekommen Sie als Kunde eine gute Marmelade zu einem anständigen Preis. Aber was will uns dies sagen?

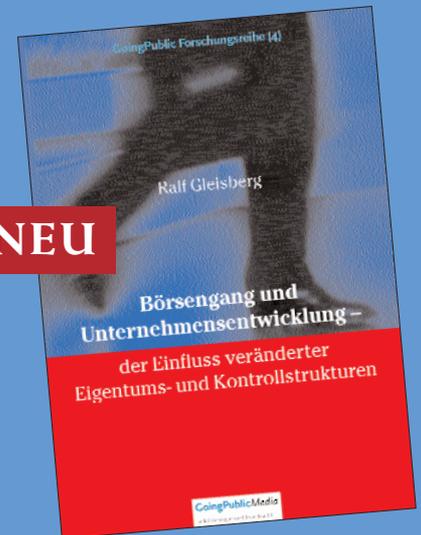
Smart Investor erscheint ganz bewußt in keinem spektakulären Layout, unsere Headlines sind ganz bewußt nicht reißerisch formuliert und wir verzichten auch ganz bewußt auf die vielen bunten und großen Bilder, die Sie andernorts überall finden. Nicht weil wir Sie langweilen wollen, sondern weil wir Ihnen genau das bieten wollen, was vorne draufsteht: Kritische Artikel zum Thema „Investieren“. Da wir uns zum Ziel gesetzt haben, sowohl in redaktioneller als auch methodischer Hinsicht geschickt und pfiffig vorzugehen, haben wir noch das Adjektiv „Smart“ vorneweg gestellt.

Und weil wir um die Komplexität der Börsenwelt wissen und diese auch nicht in einer plumpen Weise auf bloße Einheitsaussagen herunterbrechen wollen, fallen im *Smart Investor* die Beiträge oftmals auch etwas länger als in anderen Publikationen aus. Ein kritische Auseinandersetzung mit einem Thema bedarf nun einmal Zeit und damit redaktionellen Platzes. Genauso wie man beim Marmeladen-Kauf durch intensives Vergleichen und kritisches Hinterfragen irgendwann die Marke mit dem besten Preis/Leistungs-Verhältnis finden wird, so sollte auch vor einem Investment eine intensive und kritische Beschäftigung mit dem Thema stattfinden. Das *Smart Investor*-Team hat seine Mission erfüllt, wenn Sie sich in einigen Jahren Ihre Investments vor Augen führen und dann sagen können: „Gut, daß wir verglichen haben“. Dies wünsche ich Ihnen und uns!

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:
Öl – Die Zukunft des Schwarzen Goldes*

Innerhalb der nächsten Jahre wird unweigerlich die Spitze der globalen Erdölproduktion erreicht. Eine Trendextrapolation würde bereits auf ein Ende der Ölvorräte noch vor dem Jahr 2030 hinauslaufen. Wie tief befindet sich die Menschheit schon in der Sackgasse? Das lesen Sie auf den Seiten 6 bis 11.



Interview mit Holger Kerzel (Foto) und Christian Greiner von der MEAG

Auch in der Vermögensanlage stößt man immer häufiger auf den Begriff „Nachhaltigkeit“, doch nur die wenigsten könnten seine Bedeutung erklären. Was es damit auf sich hat und ob Anleger vom neu aufgelegten Fonds „MEAG Nachhaltigkeit“ eine gute Performance erwarten können, erfahren Sie auf den Seiten 16/17.



Analyse von Folker Hellmeyer, Chef-Analyst bei der Bremer Landesbank

Auf den ersten Blick zeigt das US-BIP regelmäßig eine massive Divergenz zwischen dem Wachstum in den USA und dem der Eurozone. Gleichzeitig stellt sich aber die Frage nach der Qualität. Handelt es sich dabei um ein selbsttragendes Wachstum? Lesen Sie hierzu die Analyse von Folker Hellmeyer auf den Seiten 24/25.

Märkte

- 6** **Titelstory:**
Planvolle Plünderung – Die Zukunft des Schwarzen Goldes
- 10** **Titelstory:**
„Mit immer noch mehr Bohrungen ist es bald nicht mehr getan“, Dr. Werner Zittel von der L-B-Systemtechnik GmbH
- 12** IAA vorbei – alles wird gut?
Automobilhersteller im Kampf gegen die asiatische Konkurrenz
- 14** Gegenwind an falscher Stelle – Der deutschen Windkraftindustrie bläst der Wind ins Gesicht
- 16** „Nachhaltigkeit auch unter Performance-Gesichtspunkten“, Interview mit Holger Kerzel und Christian Greiner von der MEAG
- 18** Chinas Börsen müssen erwachsen werden

Hintergrund

- 21** Gegen den Strom: Die antizyklische Anlagestrategie, von Horst Fugger, Wirtschaftsjournalist

- 24** Begründete Zweifel an der Qualität des US-BIP Wachstums im zweiten Quartal, von Folker Hellmeyer, Chefanalyst der Bremer Landesbank
- 26** **Prinzipien des Marktes:**
Der faire Preis
- 28** **Derivate:**
Werthaltiges im Warenkorb

Research

- 30** **Das große Bild:**
Die zweite Blase
- 32** **Relative Stärke:**
Der Lockruf des Ostens
- 33** **Sentimenttechnik:**
NOTES
- 34** **Aktie im Blickpunkt:**
ARQUES AG – Nur eine Beteiligungsgesellschaft?
- 36** **Externe Analyse:**
British Petroleum – Bringt Rußland eine Trendwende für die Aktie?
Andy Sommer, HSH Nordbank
- 38** **MoneyTalk:**
Klaus R. Leineweber,
Finanzvorstand der Girindus AG

- 39** **Buy & Good Bye:**
Tri-Valley und Stada Arzneimittel
- 40** **Musterdepot:**
Spezialthemen dominieren

Potpourri

- 41** **Interview mit einem Investor:**
„Alte Dax-Höchststände in den nächsten Jahren“, Manfred Piontke von der FPM Frankfurt Performance Management AG
 - 43** **Kolumne:**
„Das große Experiment des Dr. Greenspan“ von Claus Vogt
 - 44** **Buchbesprechung:**
„Alchemie der Finanzen“
 - 46** **Zitate:**
Über Glück und Zufall beim Versuch, an den Börsen dauerhaft Oberwasser zu behalten
-
- 45** **Unternehmensindex**
Vorschau *Smart Investor* 12/2003
Impressum

Titelstory

Planvolle Plünderung – Die Zukunft des Schwarzen Goldes

Für jeden Barrel Öl, den wir heute finden, verbrauchen wir im Gegenzug deren vier. Innerhalb der nächsten Jahre wird so die Spitze der globalen Erdölproduktion erreicht. Die sich abzeichnende Erschöpfung der Erdöl- und Erdgasreserven wird ein einschneidendes Ereignis für die Welt, wie wir sie kennen, darstellen. Wie tief befinden wir uns schon in der Sackgasse?

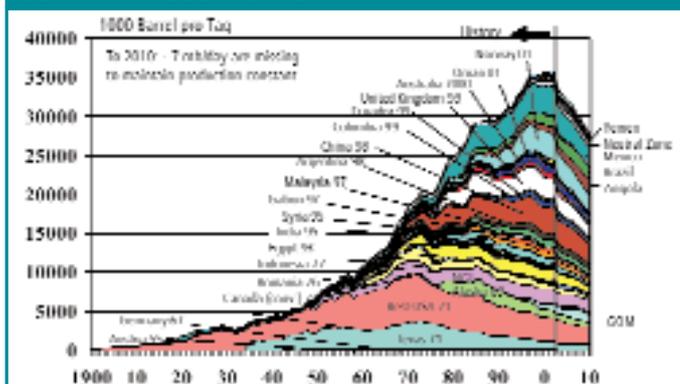
Ein paar Worte zu den verfügbaren Daten

Jegliche Angaben hinsichtlich der maßgeblichen Kennzahlen – z.B. der verfügbaren Reserven, des prognostizierten Verbrauchs etc. – müssen vor allem unter dem Aspekt der Quellenherkunft betrachtet werden. Abgesehen davon, daß auch Brancheninsider angesichts der unterschiedlichen politischen und wirtschaftlichen Interessen kaum auf Hard Facts bauen können, sind die verfügbaren Daten allesamt in die eine oder andere Richtung verzerrt. Während die Regierungen und die Ölindustrie ein Interesse an einer zu positiven Darstellung haben, liegt der Fall bei Anbietern alternativer Technologien genau anders herum. OPEC-Mitglieder (10 an der Zahl plus Irak) vergrößern gern ihre Reservenangaben, um eine höhere Förderquote zu reklamieren. Zählt man zudem die vermeintlich gesicherten Vorkommen der einzelnen Länder zusammen, so ergibt sich regelmäßig eine Abweichung zur Summe der bekannten Ressourcen. Dies alles läßt allein schon die Bestandsaufnahme zu einem Spiel mit Wahrscheinlichkeiten werden. Eine tendenziell leicht zu kritische Einschätzung dürfte aber einen wirtschaftlich weniger weitreichenden Schaden anzurichten in der Lage sein. Weitere Unzulänglichkeiten liegen in den Definitionen: Mal werden Gaskondensate zu den Ölen, dann wieder zu den Gasen gerechnet. Aufgrund all dessen verzichten wir in diesem Beitrag bewußt auf eine allzu massive Zahlendichte, sondern bemühen uns vielmehr, das sogenannte große Bild deutlich zu machen.

Was war...

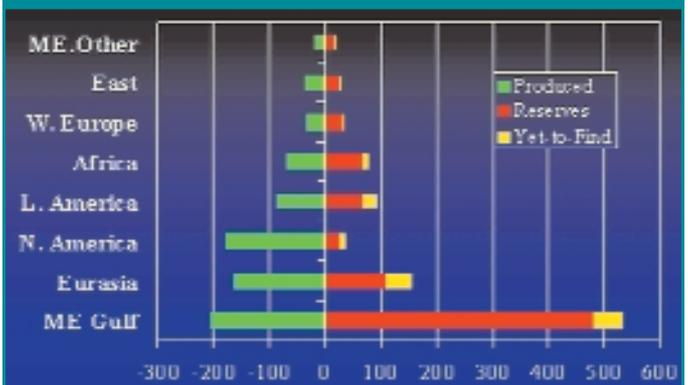
Mit dem Eintritt in das moderne Industriezeitalter im letzten Jahrhundert brach auch das Zeitalter der konsequenten Ausschachtung der natürlichen Rohstoffressourcen an. Nach dem Goldrausch

ABB. 1: HISTORIE DER ÖLPRODUKTION



Quelle: Industriedatenbank, 2002 (IHS 2002); Analyse: L-B-Systemtechnik (LBST)

ABB. 2: PRODUKTIONS- UND RESERVENVERTEILUNG



Quelle: C.J. Campbell, „Die Erschöpfung der Weltölvorkommen“

folgte die Ausbeutung des Schwarzen Goldes. Die erste Ölförderung wird auf das Jahr 1861 in den USA datiert. Heute sind es 26 Mrd. Barrel (Barrel=159 Liter) pro Jahr. Von den derzeit geschätzten ca. 900 Mrd. Barrel an verbleibenden Vorkommen befinden sich zwei Drittel im Mittleren Osten, wo die Kosten der Ölförderung mit durchschnittlich 2 US-\$ pro Barrel unschlagbar niedrig sind. Im Vergleich dazu liegen sie in den USA um den Faktor 6 höher, Tendenz steigend angesichts zügig schwindender Reserven.

...was ist...

Der Preissturz des Ölpreises an das untere Ende des OPEC-Zielkorridors blieb zuletzt aus, weil sich der Irak noch nicht als erhoffter OPEC-Breaker erwies. Mit der Annexion der irakischen Ölvorkommen sind die Vereinigten Staaten – quasi per „Mantelübernahme“ – in das OPEC-Kartell eingedrungen. Das Vorhaben, mit billigem Öl das Preismonopol der OPEC zu brechen und den Ölpreis nach unten zu manövrieren, muß jedoch zumindest bis dato als gescheitert betrachtet werden. Ein niedriger Ölpreis wäre für die US-Wirtschaft weit effektiver als sämtliche Steuersenkungen zusammen. Die Mehrheit der Analysten rechnet nun im nächsten Jahr mit einem fallenden Preis, was jedoch zwei Punkte voraussetzen würde: Erstens müßte der Irak seine derzeitige Förderung mindestens wieder auf Vorkriegsniveau bringen, zweitens dürfte die weltweite Nachfrage nicht signifikant anwachsen. Während der erste Punkt aufgrund der unterschätzten Probleme im Irak (siehe weiter unten) aus derzeitiger Sicht jedoch mehr als undeutlich ist, widerspricht der zweite dem Szenario eines weltweiten wirtschaftlichen Aufschwungs. Neben lokalen Unruheherden (zuletzt Nigeria, zuvor

Venezuela), niedrigen Lagerbeständen und der durch die OPEC beschlossenen Förderkappung um 4 % auf 24,5 Mio. Barrel pro Tag (mit „bpd“ im Folgenden abgekürzt) ist auch kurzfristig nicht mit einer Entspannung zu rechnen. Die Liste der Fehlprognosen ist lang: Praktisch alle Investmenthäuser hatten nach dem Irakkrieg mit einem niedrigeren Ölpreis gerechnet und diese Einschätzung nun offenbar einfach ins nächste Jahr verschoben.

...und was sein wird

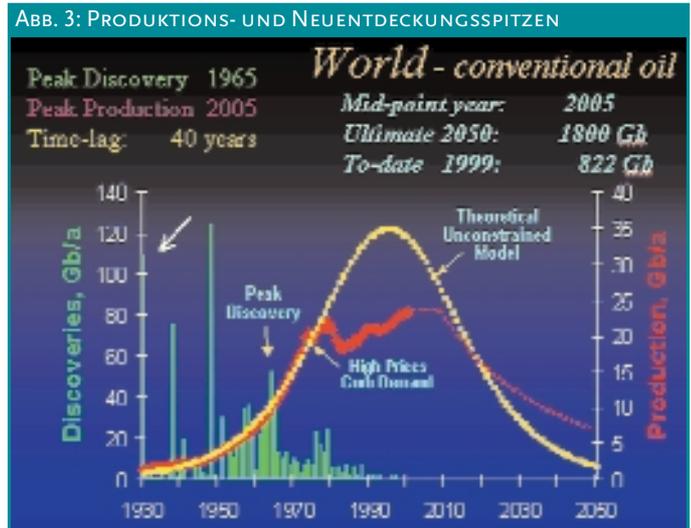
Die Betrachtung der Sachlage ist voller Widersprüche. Fest steht jedenfalls, daß der Höhepunkt der Entdeckungen der Erdölreserven bereits 40 Jahre zurückliegt, und je nach Quelle steht uns der Höhepunkt der weltweiten Förderung in den nächsten fünf Jahren bevor. Außerhalb des Mittleren Ostens wurde das Maximum in allen relevanten Ländern schon überschritten, durchschnittlich bereits im Jahr 1997. Die ausweisbaren Reserven ändern sich permanent aufgrund neuer Funde, verbesserter Technologien oder Preisänderungen, die es wirtschaftlich machen, Fundstätten zu erschließen, die zuvor noch als unökonomisch oder unzugänglich galten. Ab einer gewissen Ölpreishöhe wäre es sogar rentabel, die kanadischen Ölschiefer und -sande verstärkt anzugehen, obwohl dahinter zahlreiche ökologische Fragezeichen gesetzt werden müssen (z.B. aufgrund des extremen Wasserverbrauchs). Man darf davon ausgehen, daß sämtliche leicht zugänglichen großen Vorkommen auch bereits entdeckt wurden. Die meisten erschlossenen Ölfelder werden gleich von Beginn an mit dem Maximum der möglichen Förderrate angezapft, so daß sich gegen Ende hin stets ein rascher Abfall der Rate einstellt. Weiterhin lassen sich gewisse geologische Beschränkungen selbst mit einer noch fortgeschritteneren Technologie nicht mehr überwinden. Das führt zu folgender Bestandsaufnahme:

1. Rund 90 % der weltweiten Vorkommen sind heute bekannt.
2. Etwa die Hälfte unserer Erdölvorkommen ist bereits aufgezehrt.
3. Übrig sind noch ca. 900 Mrd. Barrel, wobei die Welt derzeit 26 Mrd. Barrel pro Jahr konsumiert.

Alle weitere Statistiken sind nicht mehr als Prognosen, die von unzähligen Parametern abhängen (und diese wiederum von den Autoren):

- a) vom Bevölkerungswachstum,
- b) vom Weltwirtschaftswachstum sowie
- a) vom geistigen Wachstum der Menschen, sprich: dem Suchen nach Alternativen (sowohl hinsichtlich der Konsumtion selbst wie auch in Bezug auf neue Technologien).

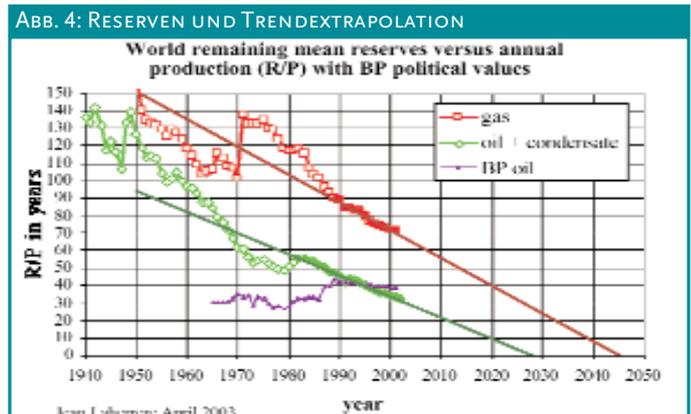
In der Konsequenz ist der Prognosevorgang höchst reflexiv – ganz wie die Finanzmärkte also –, wie die berühmte Meadows-Studie aus dem Jahr 1972 („Die Grenzen des Wachstums“) verdeutlichte. Indem Meadows den Teufel der baldigen Ressourcenerschöpfung an die Wand malte, gab er den Startschuß für eine moderne Umweltpolitik. Der Ölpreisschock 1973 und die Fahrverbote wirkten wie eine Linse in der Wahrnehmung. Obwohl er und sein Team damals modernste Computertechnik zum Einsatz brachten, hatten sie sich in mehreren Punkten grundlegend geirrt. Was sich aber als Segen herausstellte, denn letztlich hat die Studie in wesentlichen Punkten zu ihrer eigenen Falsifikation geführt!



Quelle: C.J. Campbell, „Die Erschöpfung der Welteerdölreserven“

Schlachtfeld Mittlerer Osten

Der Iran ist in mehrfacher Hinsicht interessant. Neben seinen nicht geringen Ölvorkommen besitzt er auch die weltweit zweitgrößten Erdgasreserven. Das würde den Iran geradezu prädestinieren zur Diversifikation des US-amerikanischen Energie-Portfolios. Nicht zufällig gerät das Land gerade mal wieder verstärkt in den Verdacht, Nuklearwaffen zu bauen, womit sich das bekannte Räderwerk der US-Vorgehensweise in Bewegung zu setzen scheint. Saudi-Arabien mit seinen weltweit größten Vorkommen wird nach der Umsiedlung des US-Militärapparates in den Irak sich selbst überlassen. Eine Revolution von innen könnte die Herrscherfamilie in den kommenden Jahren absetzen und die angrenzenden Länder – seit neuestem also die USA – die Früchte dieser Entwicklung ernten. Dies alles ist vor allem Rußland ein Dorn im Auge, liegt es mit den USA doch in einem hinter den Kulissen stattfindenden Wettlauf um den Aufbau strategischer Pipelines quer durch Zentralasien. Das Non-OPEC-Mitglied, welches über 1/3 der weltweit förderbaren Gasreserven verfügt, schraubte seinen Anteil an der globalen Ölförderung zuletzt auf ca. 10 % und liefert heute ein Fünftel des in Europa benötigten Erdgases sowie ein Sechstel des Erdöls. Man fördert, was nur irgendwie gefördert werden kann, doch die Infrastruktur ist derart marode, daß mehrere hundert Milliarden US-Dollar an Investitionen vonnöten wären, um in den nächsten Jahren kon-



Quelle: Jean Laharriere

Übergang Chinas zu einer modernen Industrienation. Das liefe bis 2025 auf eine Tagesproduktion von rund 120 Mio. bpd hinaus, nach 77 Mio. bpd aktuell. Doch der Mittlere Osten müßte fast zwei Drittel (von derzeit weniger als einem Drittel) dieser Nachfrage aufbringen, da die Vorräte anderer Regionen bis dahin aufgezehrt sein werden. Nun kann man sich fragen, was von beidem noch unwahrscheinlicher ist: daß die heutige Wachstumsrate bis dahin überhaupt aufrecht erhalten wird oder aber daß die Preise von Öl und Gas bis dahin noch nicht längst in den Himmel geschossen sind. Das Endergebnis muß zwangsläufig das gleiche sein: Wie die Abb. 4 zeigt, würde eine Trendextrapolation bereits auf ein Ende der Ölvorräte vor dem Jahr 2030 hinauslaufen (!) Ohne viele Worte zu verlieren, wäre dies sicherlich die Sackgasse für die Energieversorgung der Menschheit. Die Grenzen des Wachstums sind also sehr wohl bereits heute erkennbar, doch ist es Regierungen offenbar nicht zuzumuten, über die eigene Wahlperiode hinaus und geschweige denn in Jahrzehnten zu kalkulieren. Auswege und Alternativen existieren zwar, aber sie sind zur Zeit noch nicht opportun genug. Deutschland ist hinsichtlich Alternativer Energien einer der weltweiten Vorreiter. In wenigen Jahren wird diese deutsche Pionierrolle den Stellenwert erhalten, der ihr gebührt. Davon abgesehen erscheint jedoch der beschlossene Ausstieg aus der Kernenergie besonders kurzfristig und dürfte von einer Nachfolgeregierung definitiv rückgängig gemacht werden. Auch die Stunde der Wasserstofftechnologie wird schlagen, wo Deutschland wiederum an vorderster Front mit von der Partie ist. Weitere technische Fortschritte sind vonnöten, um diese und weitere Technologien konkurrenz- und vor allem konsensfähig zu machen. Dazu aber muß in der Bevölkerung das Bewußtsein dafür reifen, daß der jetzige Pfad geradewegs ins Abseits führt, und zwar schon absehbar bald. Kletternde und damit wirklich einschneidend hohe Energiepreise werden wahrscheinlich noch innerhalb dieses Jahrzehnts ganz von selbst dieses Regulativ erbringen. Solange Menschen weiterhin ins Auto steigen, um sonntags rasch um die Ecke zum Bäcker zu fahren, kann man nicht wirklich von zu hohen Benzinpreisen sprechen und Einsicht erwarten. Ohnehin ist es erstaunlich, daß die Preise von Öl und Gas noch – vergleichsweise – niedrig sind. In Kaufkraftparitäten umgerechnet entspräche der Ölpreisschock Anfang der 70er Jahre

TITEL, DIE VON DER VERKNAPPUNG VON ÖL UND GAS LANGFRISTIGPROFITIEREN SOLLTEN

| NAME | WKN/KÜRZEL | TÄTIGKEIT (NATIONALITÄT) | KURS* | KGV04E | MP** |
|---------------|------------|------------------------------|------------|--------|-------|
| TRI-VALLEY | 911 919 | ÖLEXPLORATION (USA) | 4,20 EURO | - | JA*** |
| STATOIL | 675 213 | ÖLEXPLORATION (NOR) | 8,20 EURO | 9 | - |
| TATNEFT | 904 282 | ÖL- UND GASFÖRDERUNG (RU) | 23,20 EURO | 6 | JA |
| LUKOIL | 899 954 | ÖL- UND GASFÖRDERUNG (RU) | 81,60 EURO | 11 | - |
| CNR | 865 114 | GASFÖRDERUNG (CAN) | 37,10 EURO | 9 | JA |
| HALLIBURTON | 853 986 | BOHR-EQUIPMENT (USA) | 21,70 EURO | 17 | - |
| EXELON | 852 011 | KERNKRAFTWERKBETREIBER (USA) | 52,70 EURO | 12 | - |
| HUANENG | 892 647 | KOHLEKRAFTWERKE (CHI) | 51,50 EURO | 14 | JA |
| BANPU | 882 131 | KOHLEKRAFTWERKE (THA) | 1,75 EURO | 15 | JA |
| BALLARD POWER | 890 704 | ENERGIEZELLEN (CAN) | 12,10 EURO | - | - |

*) am 20.10.2003, **) im Musterdepot auf S. 40 enthalten, ***) die Aufnahme von Tri-Valley ist geplant

einem heutigen Kurs von ca. 100 US-\$ pro Barrel. Da sehr viele Branchen direkt oder indirekt am Ölpreis kleben, liegt der Hang zur Verharmlosung in einem vitalen Interesse absolut aller Beteiligten, angefangen von den Regierungen bis hin zum Endverbraucher, der sich schließlich nicht ungern der Selbsthypnose des perpetualen Status quo hinzugeben bereit ist. Auf Sicht der nächsten zwei Jahrzehnte stehen der Weltwirtschaft mithin ein paar tiefgreifende Wirtschaftswachstumsprobleme ins Haus. Je später das Erwachen, desto schmerzhafter wird es.

...und Aktien: wie Anleger partizipieren können

Vorab gesagt: Es geht hier – wahrscheinlich – um wirklich lange Zeiträume, also ordern Sie nicht gleich am nächsten Handelstag eine der nachfolgend genannten Aktien; es bleibt genügend Zeit, sich zu positionieren. Betrachten Sie die nachfolgenden Unternehmen als Stellvertreter ihrer jeweiligen Branche, weil wir hier nur eine knappe Auswahl bieten können. Als Konsequenz aus dem zuvor Erwähnten kommen zahlreiche Industrien als Profiteure in Frage. Angefangen von Entwicklern Alternativer Technologien (z.B. Wasserstoffzellen etc.) über Unternehmen, die vor einer Art Sonderkonjunktur stehen (z.B. Kernenergie-, auch Kohlekraftwerkbetreiber) bis hin natürlich zu Konzernen, die Öl und Gas fördern und in der Lage sind, trotz sinkender Förderraten ihre Gewinnspannen auszubauen. So gesehen dürfte die Profit-Pipeline – langfristig – im wahrsten Sinne des Wortes sprudeln. Bezüglich Tri-Valley verweisen wir auf Buy & Good Bye auf Seite 39. CNR, Huaneng und Banpu sind bereits seit längerem in unserem Musterdepot (sh. Seite 40), seit kurzem auch Tatneft, um an der Auferstehung Rußlands zu partizipieren. Gleichfalls interessant ist die russische LukOil, die über die weltweit fünfgrößten Öl- und Gasreserven verfügt. Die norwegische Statoil ist nicht nur niedrig bewertet, sondern bietet zudem eine ansehnliche Dividendenrendite von 4,5 %. Halliburtons Sonderkonjunktur wiederum dürfte fort dauern, solange die Republikaner in den USA am Steuer sind. Ballard Power schließlich ist eines der Unternehmen, die sich mit Energiezellen für Autos befassen. Diesen wichtigen Themen, Alternative Energien und auch Emerging Market Rußland, wird sich *Smart Investor* bei nächster Gelegenheit noch separat widmen. Wie gesagt: Eile ist bei diesem über Jahre laufenden Übergangsprozeß nicht erforderlich. Was hier zählt, ist das große Bild, dessen Umrisse im Laufe der Jahre allerdings unvermeidlich an Schärfe gewinnen werden. Eine frühzeitige Sichtbarmachung für *Smart Investor*-Leser ist genau das Anliegen dieses Beitrags.

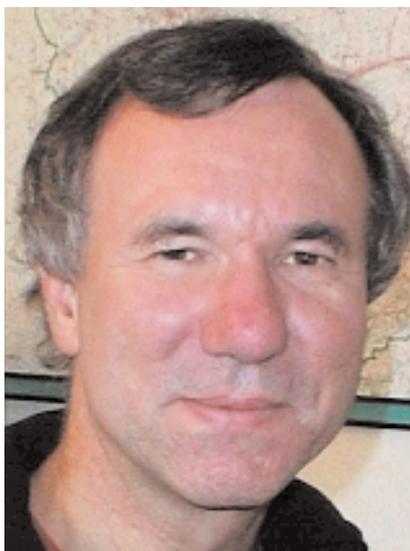
Falko Bozicevic



Titelstory

„Mit immer noch mehr Bohrungen ist es bald nicht mehr getan“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Werner Zittel, Spezialist für Energiebilanzen und Szenariorechnungen bei der L-B-Systemtechnik GmbH in Ottobrunn, über die „Erschöpfungserscheinungen“ herkömmlicher Energieträger, die langfristigen Konsequenzen sowie mögliche Auswege aus einer drohenden Energiekrise



Dr. Werner Zittel

Smart Investor: Dr. Zittel, im Sommer haben Sie Ihre neue Studie veröffentlicht mit dem Namen „Depletion of Oil“ (Erschöpfung der Ölvorkommen). Wo stehen wir denn derzeit in Bezug auf die weltweite Ölförderung bzw. der noch vorhandenen Vorkommen?

Dr. Zittel: Was sich festhalten läßt ist, daß fast alle Regionen dieser Welt das Maximum ihrer Förderung bereits überschritten haben. Es handelt sich um eine Einbahnstraße: Immer mehr

Länder kommen in den Club derjenigen, die bereits den Zenit hinter sich haben. Die hohen Ölpreisausschläge der vergangenen Jahre auf fast 40 US-\$ pro Barrel sind meiner Einschätzung nach eben nicht nur auf politische Einflußfaktoren zurückzuführen, sondern auf den Umstand, daß Ausfälle in den Förderkapazitäten nicht mehr so leicht wie früher ausgeglichen werden können. Obwohl die Wirtschaft derzeit doch noch relativ lahm und damit die Nachfrage nicht spektakulär hoch ist, hat sich der Ölpreis auf erhöhtem Niveau etabliert. Seit dem Jahr 2000 ist die Fördermenge nicht mehr gestiegen, trotz leicht anziehender Nachfrage. Aus heutiger Sicht, vor allem im Vergleich zu vor ein paar Jahren, möchte ich sogar behaupten, daß die OPEC gar nicht mehr die Möglichkeiten besitzt, die Fördermenge signifikant auszuweiten und damit die Preise nach Belieben zu beeinflussen.

Smart Investor: Wir verlässlich sind überhaupt die Veröffentlichungen hinsichtlich der Ressourcen etc.?

Dr. Zittel: Bei allen Äußerungen sollte man in Erinnerung behalten, daß es sich nicht um eine exakte Wissenschaft handelt, sondern aufgrund der unzuverlässigen Quellenangaben und der so unterschiedlichen Interessenslagen bei vielen Kennzahlen um ein Stochern im Nebel. Oftmals helfen nur indirekte Angaben

und Erfahrungswerte. Ich stütze mich bei meinen Einschätzungen vor allem auf die Produktionshistorie der großen Felder, weil ich diese für eine verlässliche Abbildung der verfügbaren Kapazitäten halte. Was heute mit Sicherheit gesagt werden kann ist, daß dem Maximum der Funde in den 60er Jahren ein Maximum der Produktion folgen muß. Und wir dürften kurz vor oder bereits in diesem Ereignis stehen. Neuentdeckungen können mit dem Verbrauch längst nicht mehr Schritt halten.

Smart Investor: Diese Faktoren in Rechnung stellend, welche Einflußfaktoren könnten den Ölpreis denn überhaupt noch wieder nach unten drücken?

Dr. Zittel: Das ist eine Sache der Nachfrage. Eine Weltwirtschaftskrise könnte die Nachfragesituation signifikant schwächen oder aber natürlich ein sehr zügiges Vorantreiben alternativer Energieträger und effizienzsteigernde Maßnahmen. Denken Sie an das ambitionierte Mondprogramm in den 60ern: Wenn nur ein starker Wille vorhanden ist, kann alles recht schnell gehen. Auch der Bush-Administration ist klar, daß es mit noch mehr Bohren nach Öl irgendwann nicht mehr getan sein wird.

Smart Investor: Und wie stellt sich die Situation im Erdgasbereich dar, sieht es hier nicht ein bißchen besser aus?

Dr. Zittel: Erdgas-Förderung stellt immer einen regionalen Markt dar aufgrund der Transportproblematik. Seit dem Jahr 2000 haben wir in Nordamerika bereits eine Erdgasknappheit. Das spiegelt sich in der Vervielfachung des Gaspreises wider. Und meiner Meinung nach wird sich dieser auch nicht mehr erholen. Man hat zwar versucht, durch unzählige neue Bohrlöcher die Förderung auszuweiten, aber die Produktion ist überhaupt nicht gefolgt. Statt dessen geht sie seit einiger Zeit zurück.

Smart Investor: Wie steht es mit der Abhängigkeit der USA von Energieträgern aus Kanada, vornehmlich mit dem Import von Erdgas?

Dr. Zittel: Die Menge an nicht-konventionellem Öl ist sehr groß in Kanada, aber sie trägt kaum zur Lösung des mittel- bis langfristigen Problems bei. Der Abbau der kanadischen Ölsande ist eher mit einem Kohle-Tagebau vergleichbar, außerdem verbraucht er Unmengen an Wasser und Energie, was andere Probleme aufwirft. Die Möglichkeiten sind also begrenzt. Des weiteren liefert Kanada seinem südlichen Nachbarn 15 bis 20 % seines Erdgasbedarfs. Die letzten großen Felder hat Kanada sehr schnell ausgebeutet, neue jungfräuliche Felder sind jedoch rar

gesät. Angesichts dieser Sachlage kann ich mir im übrigen schlecht vorstellen, daß die US-Wirtschaft wieder stark anzieht, denn eine steigende Nachfrage würde sofort die Energiepreise hochtreiben. Und ich erinnere daran, daß sich die Erdgaspreise im Winter 2000 oder 2002 innerhalb von wenigen Monaten verfünffacht haben. Daran läßt sich ablesen, welche Bremsklötze hier wirken könnten.

Smart Investor: Gibt es also angesichts der von Ihnen beschriebenen „Erschöpfungszustände“ der heutigen Energieträger langfristig, aber auch schon mittelfristig einen anderen Weg für die Preise als nach oben?

Dr. Zittel: Abgesehen von den vorgenannten Einschränkungen würde ich hier ganz klar mit Nein antworten.

Smart Investor: Sind denn alternative Energieträger aus heutiger Sicht realisierbar, wenn ja: welche?

Dr. Zittel: Vor allem im Fahrzeugsektor könnte man mit Hilfe von Wasserstofftechnik zügigere Fortschritte machen, wenn nur alle an einem Strang zögen. Verschiedene Interessenslagen verhindern dies natürlich, doch es tut sich wenigstens einiges diesbezüglich. Aber auch in der Bevölkerung muß ein Bewußtsein dafür ausgebildet werden, denn ohne die Nachfrage wird man weiter diejenige Technik anbieten, die die meisten Profite abwirft. In der allgemeinen Energieversorgung wird allen Startschwierigkeiten zum Trotz auch die Nutzung der Windenergie ihre Bedeutung einfordern. Die Technik schreitet weiter fort und

wird irgendwann konkurrenzfähig, vor allem wenn sich die Alternativen dazu gleichzeitig stark verteuern. Das Problem, das es zu bewältigen gilt, heißt doch: Wir befinden uns nahe der Grenze des Wachstums der Energieverfügbarkeiten, wenn nicht jetzt, dann eben schon sehr bald.

Smart Investor: Wo würden Sie vor dem Hintergrund des zuvor Gesagten brauchbare Investmentideen für Anleger vermuten?

Dr. Zittel: Zum Beispiel bei Unternehmen, die sich mit der Erhöhung des Wirkungsgrads befassen, wie etwa bei Gasturbinenherstellern und bei Brennstoffzellen-Produzenten oder eben auch im Bereich alternativer Energien. Gute Gewinne machen natürlich diejenigen Öl- und Gasgesellschaften, die über ausreichende Reserven verfügen und bei einem Anstieg der Energiepreise ihre Gewinnmargen ausweiten können. Voraussetzung wäre jedoch, daß die Kosten der Förderung nicht in gleichem Maße mitsteigen, weswegen viel von der Qualität der eigenen Felder abhängt. So haben die großen Gesellschaften praktisch schon seit 1997 ihre Ölproduktion nicht mehr ausgeweitet, teilweise aber dennoch ihre Gewinne steigern können. Kleine Independents mit interessanten Reserven bzw. Ressourcen könnten zu attraktiven Investmentzielen avancieren.

Smart Investor: Dr. Zittel, vielen Dank für das aufschlußreiche Gespräch.

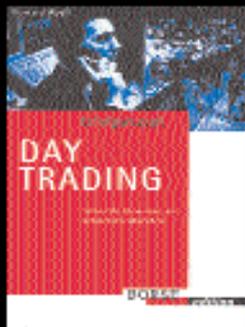
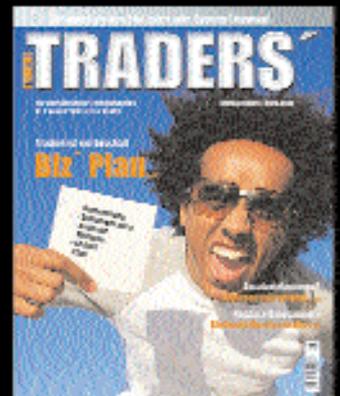
Interview: Falko Bozicevic

Anzeige

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

TRADERS´

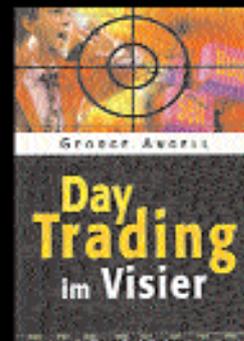
Besuchen Sie www.traders-mag.com oder rufen Sie an: 07561 6715 und wählen Sie aus diesen drei Trading Büchern Ihr Geschenk!



Zum Bestenbesitzer von Trading gehört die richtige Finanzierung. Das entsprechende Umfeld. Die richtigen, und vor allem: die richtigen Tools. Das Trading-Profi Howard Ruffenbühl hat ein klares, systematisches Trading-Strategien, mit dem er seit über 20 Jahren ein riesiges Vermögen aufgebaut hat. Dabei berücksichtigt er die psychologischen Merkmale des menschlichen Handelns und entwickelt sich ständig weiter. Die Psychologie der Marktbewertung, die Marktstruktur und das Money Management sind ebenfalls Gegenstände seiner über die erfolgreichsten Trading-Techniken.



UNTERNEHMER SINDEN QUASISIMILAR ZUM STRATEGISCHEN UNTERNEHMER. Sie sind in der Lage, ein Unternehmen zu betreiben. In der Gegenwart gibt es jedoch einen wichtigen Punkt, den viele unternehmerische Unternehmer ignorieren: die Finanzierung. In der Hit and Run Strategie wird die Finanzierung des Unternehmens als zentraler Punkt betrachtet. Die Hit and Run Strategie ist ein System, das die Finanzierung des Unternehmens als zentralen Punkt betrachtet. Die Hit and Run Strategie ist ein System, das die Finanzierung des Unternehmens als zentralen Punkt betrachtet.



Day Trading ist die Königsdisziplin der Spekulation. Um erfolgreich zu sein, muss man die richtigen Tools und Strategien haben. Das ist das Ziel dieses Buches. Es ist ein System, das die Finanzierung des Unternehmens als zentralen Punkt betrachtet. Das ist das Ziel dieses Buches. Es ist ein System, das die Finanzierung des Unternehmens als zentralen Punkt betrachtet.

IAA vorbei – alles wird gut?

Die unterschiedlich erfolgreichen Strategien der traditionellen Automobilhersteller im Kampf gegen die asiatische Konkurrenz

Die Automobilhersteller vor ihrer Reifepfung

Der Deutschen liebstes Kind wird es genannt, in Amerika ist es ein Symbol für Freiheit und Unabhängigkeit, und in Japan war es Katalysator für den Aufstieg zu einer der führenden Industrienationen. Die Rede ist vom Automobil. Nachdem das gute Stück inzwischen mehr als 100 Jahre auf dem Buckel hat, befindet sich das Produkt „Auto“ mittlerweile in der vierten („Reifephase“) von fünf Stufen des klassischen Produktlebenszyklus. Und diese ist, wie betriebswirtschaftliche Bücher lehren und die Praxis oft gezeigt hat, von rückläufiger Nachfrage, sinkenden Margen und hartem Konkurrenzkampf geprägt. Ein Problem, das von den verschiedenen Anbietern im Markt auf sehr unterschiedliche Weise angepackt wird.

Nische oder Masse?

Im Prinzip lassen sich die Erfolgsbemühungen der Hersteller in zwei Kategorien einteilen: Nischenproduzent oder Massenhersteller. Obwohl es nur noch wenige Nischenhersteller gibt, die nicht den wärmenden Liquiditätsmantel einer großen Konzernmutter gesucht haben, sind die Zeiten der Quersubventionierungen vorbei. Ferrari muß bei Fiat genauso einen positiven Beitrag zum Jahresergebnis liefern wie Jaguar bei Ford, Rolls Royce bei BMW oder Lexus bei Toyota. Seit der Übernahme des Vorstandsvorsitzes durch Wendelin Wiedeking ist Porsche ein besonders erfolgreicher Vertreter der Nischenstrategie. Anbieter mit weniger als 1 Mio. produzierten Autos seien nicht überlebensfähig, war Mitte der 90er Jahre die vorherrschende Meinung. Mit einer Jahresproduktion von nicht einmal 20.000 Autos schien der Exitus bei Porsche nur eine Frage der Zeit. Aber Wiedeking schnappte sich eine Handvoll Produktionsexperten von Toyota, ließ ihnen freie Hand und diese revolutionierten und ökonomisierten nicht weniger als den gesamten Produktionsablauf des Unternehmens. Das Management hauchte zudem den Porsche Legenden 911 und Boxster wieder neues Leben ein, und im Ergebnis verkauft Porsche heute über 60.000 Autos und erzielt eine EBIT-Marge von fast 16 %. Zum Vergleich: BMW kommt auf 8 %, und der „Rest der westlichen Welt“ liegt bei durchschnittlich 4 %.

Neupositionierung

Diese hohe Marge weckt natürlich Begehrlichkeiten. Wie das Beispiel Porsche zeigt, führt der Weg zum Ziel über kostengünstige Produktion, ein gutes Markenimage und damit höhere Preise. Und letzteres ist für die Massenhersteller ein Problem. Ein Volkswagen ist – wie der Name schon sagt – ein Wagen des Volkes, wodurch die Preisgestaltung nach oben gedeckelt ist. Wieder mal als erstes Unternehmen hat Toyota eine Lösung gefunden und zu diesem Zweck eine eigene Luxusmarke mit dem passenden Namen „Lexus“ gegründet. Die Strategie ging auf, und heute gehört Lexus zu den erfolgreichsten Luxusmarken auf dem weltweit



wichtigsten Markt, den USA. Der Neuaufbau einer Marke ist allerdings ein langfristiger Prozeß und benötigt eher Jahrzehnte als Jahre. Solange wollten die deutschen Hersteller nicht warten und fuhren daher eine zweigleisige Strategie. Zum einen wurden traditionsreiche Markennamen wie Maybach von DaimlerChrysler wiederbelebt und zum anderen Namensrechte an bekannten Marken aufgekauft. BMW verleihte sich Rolls Royce und VW Bentley ein. Die neue Strategie von Volkswagen zielt somit darauf ab, den Markennamen VW mittels eigener Luxuskarossen wie Phaeton und Touareg preislich bis zum Anschlag auszureizen und alles, was darüber liegt, durch die Töchter Bentley, Lamborghini und Audi abzudecken. Da der Autokauf aber alles andere als eine logische Entscheidung ist, muß heutzutage auch das Image der Marke passen. Beispiel Sportlichkeit. Es gibt wohl keinen Hersteller, der es sich wie Porsche leisten kann als sportlich zu gelten, ohne in der Formel 1 Farbe zu bekennen. Daher investieren BMW, Honda, Jaguar, Mercedes, Renault, Toyota usw. alle hohe dreistellige Millionenbeträge, um in der Formel 1 präsent zu sein und sich dadurch ein sportliches Image bescheinigen zu lassen. Wie erfolg-

reich derartige Engagements wirklich sind, läßt sich schwer messen. Mercedes meldet, daß die Farbe Silber die Zulassungsstatistik bei der Farbauswahl der Autokäufer anführt, seit die Silberpfeile wieder um die Strecken rasen. Nun ja...Während es in der Automobilindustrie noch viele andere kleine Schlachtfelder gibt, in denen die Hersteller die Klingen kreuzen, wird die Entscheidungsschlacht über Wohl oder Wehe der Zukunft eines Anbieters noch jenseits des Atlantiks entschieden.

US-Markt – Himmel oder Hölle?

Der wichtigste Markt für die gesamte Industrie ist nach wie vor Amerika. Und hier kämpfen vor allem die einheimischen Hersteller zunehmend auf verlorenen Posten. Chrysler hat allein im 2. Quartal 2003 1,1 Mrd. US-\$ Verlust geschrieben, Ford in den letzten 2 Jahren insgesamt 6,4 Mrd. US-\$ Verlust eingefahren und General Motors verdient mit seinen Autos weniger als mit seiner Finanztochter. Mit 3.500-4.000 US-\$ Zuzahlung (im Schnitt pro Wagen) mußten die Anbieter die Käufer locken. Aber auch das konnte die Marktanteilsverluste nicht stoppen. Teilten sich die großen Drei Anfang der 80er Jahre noch 75 % des Marktes, sind es jetzt nur noch knapp 60 %. Sehr viel besser liegen da die europäischen oder japanischen Autobauer im Rennen. Die Asiaten bringen es inzwischen auf fast 30 % Marktanteil und die Europäer auf 7,5 %. Jeweils Tendenz steigend. Einer der Hauptgründe hierfür ist sicherlich die hohe Qualität der japanischen Hersteller. Beispielsweise belegt Toyota in der Zuverlässigkeitsstatistik des ADAC seit Jahren mit mehreren Modellen die vordersten Plätze. Während amerikanische Hersteller jenseits der akzeptablen Grenzen rangieren, gelingt es nur dem Porsche 911 und dem Mercedes SL das Qualitätsmerkmal „Made in Germany“ zu unterstreichen. Auch wenn Kritiker diesen Statistiken immer entgegenhalten, daß die Innovationssprünge in deutschen Autos verbaut sind und die japanischen Modelle veraltete (aber offensichtlich ausgereifte Technik) einsetzen, gilt dies nur bedingt. Ob ein Auto ein ABS der zweiten oder dritten Generation besitzt, wird den Benutzer vermutlich erst dann interessieren, wenn bei dem neueren Modell die Elektronik ausfällt und er deswegen abgeschleppt werden muß. Ein Produkt wie das Automobil, mit dem sich allein in Deutschland jeder siebte Arbeitsplatz beschäftigt, ist nun einmal inzwischen sehr weit entwickelt. Jede weitere Evolutionsstufe ist daher naturgemäß mit viel größerem Aufwand und Ausfallrisiko verbunden als es am Anfang der Fall war.

KENNZAHLEN EINIGER AUTOMOBIL-HERSTELLER

| | BMW | DAIMLERC. | GM | PORSCHE | PSA | TOYOTA | VW |
|-------------------------------|-------|-----------|-------|---------|-------|--------|-------|
| UMSATZ 2002 IN MRD. EURO | 42 | 150 | 157 | 5 | 55 | 187 | 87 |
| GEWINN PRO AKTIE 2002 IN EURO | 3,0 | 3,2 | 7,0 | 27,8 | 6,6 | 2,6 | 6,7 |
| KURS | 35,09 | 31,77 | 44,92 | 402,00 | 37,50 | 26,80 | 42,40 |
| KGV 2002 | 12 | 10 | 6 | 14 | 6 | 10 | 6 |
| EBIT-MARGE 2002 IN % | 8,0 | 2,6 | 3,4 | 15,9 | 4,9 | 8,2 | 5,5 |
| EIGENKAPITALRENDITE 2002 IN % | 15 | 10 | 16 | 42 | 11 | 10 | 13 |

100 Yen / Euro zum 31.12.02: 0,8033
 1 US-\$ / Euro zum 31.12.02: 0,9529

Trends und Ausblick

Grundsätzlich unterstellt ein Investment in die zyklischen Automobilwerte ein positives Konjunkturszenario. Die Gewinner sollten in Asien und Europa zu finden sein. Die amerikanischen Hersteller haben mit riesigen Überkapazitäten und schlechter Produktqualität zu kämpfen und werden daher auf absehbare Zeit weiter Marktanteile verlieren. Die europäischen Massenhersteller wie VW oder der französischen PSA-Konzern (Peugeot, Citroën) sehen sich starker Konkurrenz aus Japan im Mittelpreissegment und aus Korea im Low-Preis-Segment gegenüber. Um die notwendigen Skaleneffekte zu erzielen, werden die Hersteller dem weiterhin mit Zusammenschlüssen à la Renault-Nissan und Daimler-Chrysler-Mitsubishi begegnen. Die Qualität der japanischen Produkte hat längst deutsches Niveau erreicht und ist in manchen Bereichen sogar besser. Toyota ist, was die Effizienz der Produktion angeht, seit Jahren weltweit führend und damit der Top-Pick im Bereich der Massenhersteller. Langfristig sollten in diesem Bereich aber auch die koreanischen Anbieter Hyundai und KIA (allein wegen ihrer niedrigen Produktionskosten) eine wichtige Rolle spielen. Die aufgezeigte Mischstrategie von VW zeigt auf Basis der Geschäftszahlen bisher keinerlei Erfolge und muß daher skeptisch beurteilt werden. Ein höherer Verkaufspreis läßt sich nur noch über Design und Image (die sogenannte Premiumklasse) erzielen. Hier sind Mercedes, BMW und allen voran Porsche führend. Während die Gewinne von Mercedes im Konzern weiterhin von Chrysler aufgefressen werden, hat BMW rechtzeitig die Notbremse gezogen und das Rover-Engagement beendet. Seitdem sprudeln die Gewinne stärker denn je. Langfristige Risiken sind bei Porsche in dem unzureichenden Motorsportengagement und der Expansion in den Geländewagenbereich zu sehen. Wie gut sich beides mit dem Image eines Sportwagenherstellers und den damit verbundenen höheren Margen verträgt, bleibt abzuwarten. BMW und Porsche sind aus dem Kreis der traditionellen Hersteller noch am besten im Markt positioniert. Allerdings wird auch das Premiumsegment früher oder später ins Visier der asiatischen Hersteller geraten, und dann wird es auch für diese Firmen insgesamt schwierig. Für die gesamte Industrie ist das hohe Alter ihres Produktes an sich ein Problem. Die langfristige Attraktivität der Branche ist daher für Investoren grundsätzlich gering. Der Trend zum Drittwagen ist bisher nicht zu erkennen, und gerade die großen Städte leiden bereits unter dem Verkehrsinfarkt. Westeuropa und Amerika sind noch die größten, aber auch die gesättigtesten Märkte. Einer der letzten großen Wachstumsmärkte ist China. Dieser hat auf einige Jahre betrachtet das Potential, den amerikanischen Markt als wichtigsten der Welt abzulösen. Gute Ausgangsbedingungen haben sich hier die deutschen (VW hält in China noch einen Marktanteil von 40 %) und asiatischen Hersteller geschaffen.

Alexander Kapfer



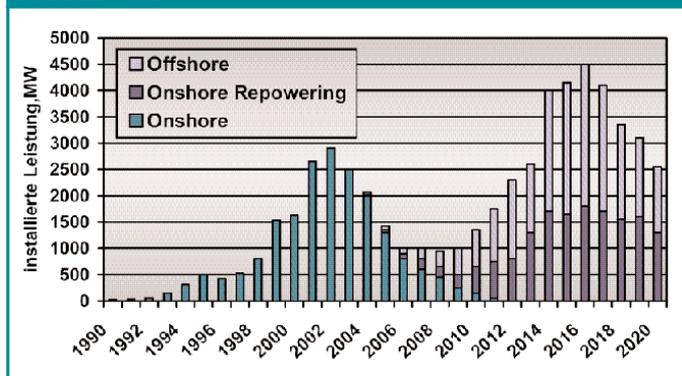
Gegenwind an falscher Stelle

Den Aktienkursen kann man es unschwer ansehen. Immer stärker bläst der deutschen Windkraftindustrie der Wind ins Gesicht. Leider allerdings nicht in das der aufgestellten Mühlen, die diesen Sommer witterungsbedingt häufig stillstanden, sondern eher im metaphorischen Sinne.

Verschlechterung der Rahmenbedingungen

Die Proteste von Umweltschützern und Anwohnern gegen die Erschließung neuer Standorte werden lauter, das politische Klima rauher. Ein heiß diskutierter Novellierungsentwurf des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) sieht eine deutliche Reduzierung der garantierten Einspeisevergütung für jede onshore aus Windkraft gewonnene Kilowattstunde vor. Hinzu kommen Fehlkalkulationen und überzogene Renditeversprechungen einiger Anbieter, die für zusätzliche Zurückhaltung potentieller Eigenkapitalgeber sorgen, sowie die immer restriktiveren Finanzierungsbedingungen der Banken. Alles Aspekte, die massiv an den Renditen neu installierter Windkraftanlagen knabbern und damit auf die gesamte Wertschöpfungskette durchschlagen. 2002 wird für die deutschen Projektierer und Anlagenbauer deshalb wohl für lange Zeit das erfolgreichste Jahr bleiben.

ABB. 1: JÄHRLICH NEU INSTALLIERTE WINDENERGIE-LEISTUNG IN MEGA-WATT



*) Unter Repowering wird die Nutzung alter Standorte mit neuen Anlagen verstanden
Quelle: Deutsche WindGuard GmbH

Billig, aber keineswegs preiswert

Kommen zu den schwierigen Rahmenbedingungen noch hausgemachte Probleme hinzu, steigt das Risiko entsprechender Aktienengagements rapide an. So legte der neue Vorstandschef des Windanlagenherstellers Nordex seinen Posten Ende August nur einen Monat nach dem Amtsantritt „aus persönlichen Gründen“ wieder nieder. Für Aktionäre, aber auch für Kunden deutlich abschreckender ist jedoch die momentane wirtschaftliche Situation des Unternehmens. Projektverschiebungen haben das Neugeschäft stark belastet, so daß das Geschäftsvolumen in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres (1.10.-30.6.) gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um über 30 % auf 206 Mio. Euro einbrach. Das EBIT verschlechterte sich im selben Zeitraum von 10,1 Mio. Euro auf -48,9 Mio. Euro. Die Branche ist sich der schwachen finanziellen Situation des Anlagenbauers selbstverständlich bewußt. Da Abnehmer bei Neugeschäften je-



doch über die kommenden 10-20 Jahre auf die Serviceleistungen der Nordex angewiesen sind, werden sie dieses Risiko nur bei äußerst attraktiven Preisen eingehen. Selbst die an Land gezogenen Aufträge werden deshalb kaum kostendeckend abgewickelt werden können. Da ein Merger innerhalb der Branche als sehr unwahrscheinlich gilt, kann der Kreislauf letztendlich nur durch den Einstieg eines strategischen Investors durchbrochen werden. Warum sollte ein potentieller Interessent aber nicht zunächst einen Konkurs abwarten, um das Unternehmen anschließend ohne die umfangreichen Gewährleistungsverpflichtungen übernehmen zu können?

NORDEX AG IN ZAHLEN

| | 01/02 | 02/03E | 03/04E | 04/05E |
|---------------------|-------|--------|--------|--------|
| UMSATZ (MIO. EURO) | 439 | 240 | 268 | 309 |
| GEWINN/AKTIE (EURO) | 0,41 | -1,29 | -0,37 | -0,05 |
| KGV | - | - | - | - |

Quelle: WestLB Equity Markets; Kurs: 0,78 Euro; Marktkapitalisierung: 40,1 Mio. Euro.

Die Botschaft hör' ich wohl. Allein mir fehlt der Glaube.

Trotz ebenfalls schwacher Zahlen steht REpower Systems als direkter Konkurrent deutlich besser dar. Zwar erwirtschaftete das Unternehmen im ersten Halbjahr einen Verlust von 2,8 Mio. Eu-

ro, dennoch kalkuliert die Geschäftsleitung aufgrund des traditionell starken vierten Quartals für das Gesamtjahr mit einem Vorsteuerergebnis von 25 Mio. Euro (Vj.: 26,1 Mio. Euro). Für die Zukunft entscheidend wird es letztendlich sein, inwiefern es dem Management endlich gelingt, die internationale Expansion signifikant voranzutreiben. An diesbezüglichen Versprechungen hat es in der Vergangenheit nie gemangelt. Fakten blieben dann aber meist aus. Entsprechend positiv könnte der Wert reagieren, wenn die insbesondere in Spanien und Frankreich angesprochenen Projekte auch tatsächlich umgesetzt werden. Sollten sich die Bedingungen für die gesamte Branche zudem wieder etwas aufhellen, scheint ein Kurspotential von 30 % bei relativ geringem Risiko aus heutiger Sicht nicht unrealistisch.

REPOWER SYSTEMS AG IN ZAHLEN

| | 02 | 03E | 04E | 05E |
|----------------------------|------|------|------|------|
| GESAMTLEISTUNG (MIO. EURO) | 251 | 305 | 320 | 336 |
| GEWINN/AKTIE (EURO) | 3,02 | 3,08 | 3,09 | 3,00 |
| KGV | - | 5,9 | 5,9 | 6,1 |

Quelle: WestLB Equity Markets; Kurs: 18,20 Euro; Marktkapitalisierung: 99,7 Mio. Euro.

Gegen den Trend

Mit weniger Nebenbedingungen behaftet und unter Chance-Risiko-Aspekten deshalb aussichtsreicher erscheint uns allerdings Energiekontor. Der derzeit äußerst attraktiv bewertete Bremer Windparkentwickler kann bereits verschiedene Auslandserfolge aufweisen. Weitere Projekte befinden sich in der Pipeline. Für die zukünftige Expansion sowie die Entwicklung weiterer Offshore-Projekte, die einen sehr langen Atem erfordern, ist Energiekontor gut gerüstet. So übersteigen die liquiden Mittel von rund 45 Mio. Euro die Börsenkapitalisierung des Unternehmens um das Eineinhalbfache. Aber auch als Dividendenschnäppchen drängt sich der Wert auf. Zwar werden im kommenden Jahr wohl kaum erneut 30 Cent gezahlt werden, bereits die Hälfte dieser Summe verspricht beim aktuellen Kurs von 2,06 Euro jedoch eine äußerst attraktive Dividendenrendite von über 7 %. Annähernd konstante Umsatzerlöse vorausgesetzt (Vj.: 102,3 Mio. Euro), käme ein Aktienkurs von 3 bis 4 Euro dem „fairen Wert“ des Papiers sicherlich deutlich näher.

ENERGIEKONTOR AG IN ZAHLEN

| | 02 | 03E | 04E | 05E |
|---------------------|-------|------|------|------|
| UMSATZ (MIO. EURO) | 102,3 | 99,5 | 105 | 116 |
| GEWINN/AKTIE (EURO) | 0,41 | 0,33 | 0,35 | 0,35 |
| KGV | 4,8 | 6,1 | 5,7 | 5,7 |

Quelle: Smart Investor; Kurs: 2,00 Euro; Marktkapitalisierung: 31,3 Mio. Euro.

Verdeckte Ausschüttung an den Großaktionär?

Weniger positiv ist die Entwicklung bei Plambeck Neue Energien zu werten. Durch die Übernahme von 50,1 % des dänischen Rotorblatherstellers SSP Technology unternimmt der Windpark-Projektierer mit der Ausdehnung seiner Geschäftstätigkeit auf die Komponentenherstellung einen weiteren Diversifikationsversuch. Zwar mögen die SSP-Rotorblätter – wie behauptet – Konkurrenzprodukten überlegen sein, deshalb aber rund 22 Mio. Euro für ein halbes Unternehmen zu zahlen, das noch kein einziges Blatt verkauft hat, scheint relativ gewagt. Nachdenklich stimmt dabei insbesondere, daß es sich bei dem Alteigentümer und damit dem vermeintlichen Nutznießer des Deals um den eigenen Großaktionär, die Plambeck Holding, handelt. Keineswegs

OPTIMALER ZEITPUNKT FÜR KG-BETEILIGUNG

Zweifellos stehen die Zeichen für börsennotierte Windkraftunternehmen momentan nicht gut, und ohne einen markanten Impuls von außen werden sich die Bedingungen für die Branche in näherer Zukunft wohl auch nicht gravierend bessern. Dies sollte allerdings kein Grund sein, auf eine Investition in die innovative Technologie grundsätzlich zu verzichten. Anlegern, die bereit sind, ihren Blick über den Aktienmarkt hinaus zu richten, empfiehlt sich deshalb die Beteiligung an einer Kommanditgesellschaft, die direkt in eins oder mehrere der kleinen Kraftwerke investiert.

Günstige Bedingungen langfristig sichern

So werden Anlagen, die noch in diesem Jahr ans Netz gehen, über die gesamte Laufzeit hinweg (20 Jahre) die derzeit gültige Einspeisevergütung von bis zu 8,9 Cent pro Kilowattstunde erhalten. Von zukünftigen gesetzlichen Änderungen werden sie nach herrschender Meinung nicht betroffen sein. Auch eine weitere Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen durch die immer restriktiver agierenden Banken wird sie selbstverständlich nicht tangieren. Ist die Finanzierung eines Projektes gesichert, gelten die Zinssätze in der Regel für 10 Jahre oder sogar bis zur vollständigen Tilgung der z.T. staatlich geförderten Kredite. Hinzu kommt, daß die noch vor wenigen Jahren recht anfällige Technologie ihre Kinderkrankheiten inzwischen weitestgehend überwunden hat. Mit vernünftig strukturierten Projekten, bei denen die sogenannten Weichkosten unter 15 % liegen, lassen sich deshalb Vorsteuerrenditen zwischen 7 und 8 % auf das jeweils gebundene Kapital erzielen (interne Zinsfußmethode). Die Nachsteuerrendite hängt vom persönlichen Grenzsteuersatz ab, fällt aber auf jeden Fall noch besser aus und kann bis zu 12 % betragen. Wesentlich höhere Prognosen sind unrealistisch oder über erhöhtes Risiko erkaufte und sollten deshalb mißtrauisch machen. Worauf darüber hinaus bei der Beteiligung an einem Windkraftprojekt zu achten ist, läßt sich beispielsweise der Broschüre „Mit einer grünen Anlage schwarze Zahlen schreiben“ vom Bundesverband WindEnergie e.V. (www.wind-energie.de) entnehmen.

überraschend wäre es denn auch, wenn der Projektierer die bis Juni 2004 laufende Option, seinen Anteil auf 90 % aufzustocken, wahrnehmen würde. Bis zum Verfall dieser Option raten wir von einem Engagement ab. Nur der Vollständigkeit halber seien an dieser Stelle auch Umweltkontor sowie P&T Technology genannt, die sich für ein Engagement zur Zeit allerdings ebenfalls nicht aufdrängen.

PLAMBECK NEUE ENERGIEN AG IN ZAHLEN

| | 02 | 03E | 04E | 05E |
|---------------------|------|------|------|------|
| UMSATZ (MIO. EURO) | 210 | 133 | 151 | 168 |
| EBIT (MIO. EURO) | 17,3 | 8,0 | 9,3 | 9,8 |
| GEWINN/AKTIE (EURO) | 0,82 | 0,41 | 0,28 | 0,28 |
| KGV | - | 5,9 | 5,9 | 6,1 |

Quelle: HSH Nordbank; Kurs: 2,34; Marktkapitalisierung: 33,2 Mio. Euro.

Dr. Martin Ahlers

„Nachhaltigkeit auch unter Performance-Gesichtspunkten“

Smart Investor im Gespräch mit Holger Kerzel, Leiter des Aktienmanagements bei der MEAG MUNICH ERGO Asset Management GmbH, einer Tochtergesellschaft der Münchener Rück und ERGO Versicherungsgruppe, und Christian Greiner, Manager des neu aufgelegten Fonds „MEAG Nachhaltigkeit“.

Smart Investor: Herr Kerzel, Herr Greiner, wer sich auf die Suche nach Möglichkeiten der Vermögensanlage begibt, stößt immer öfter auf den Begriff der Nachhaltigkeit bzw. englisch Sustainability. Können Sie kurz erläutern, was man sich darunter vorstellen muß?

Greiner: Wir sehen Nachhaltigkeit als Verbindung von Umwelt- und Sozialstandards. Es geht dabei um einen schonenden Umgang mit Ressourcen und darauf abgestimmten Arbeitsabläufen und Produktionsprozessen. Ebenso gehört dazu die Anwendung von innovativen Strategien, um globalen Risiken entgegenzuwirken. Das Konzept unseres Fonds fußt somit auf den drei Säulen Umwelt, Soziales und globale Zukunft.

Smart Investor: Muß in Anbetracht der dadurch eingeschränkten Investitionsmöglichkeiten die Performance Ihres Fonds nicht schlechter ausfallen als die anderer Fonds?

Greiner: Ganz im Gegenteil. Wir sehen den Begriff Nachhaltigkeit vor allem auch unter Performance-Gesichtspunkten, d.h. wir wählen unsere Investments vornehmlich im Hinblick auf langfristigen Erfolg aus. Aus dem Anlageuniversum der unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten überzeugenden Unternehmen werden die Titel ausgewählt, die dem Anleger die besten Wertentwicklungschancen einräumen.

Smart Investor: Die MEAG, mit einem verwalteten Volumen von 130 Mrd. Euro einer der größten Vermögensverwalter Deutschlands, legte vor wenigen Tagen einen international anlegenden Fonds mit dem Namen „MEAG Nachhaltigkeit“ auf, der ausschließlich nachhaltige Investments tätigt. Warum, und warum gerade jetzt?

Kerzel: Wir managen schon seit geraumer Zeit einen Spezialfonds nach diesem Prinzip und haben daher viel Erfahrung auf diesem Gebiet gesammelt und dementsprechend Know-how aufgebaut. Das so erlangte Know-how beim Thema Nachhaltigkeit wollen wir nun auch in unser Geschäft mit Publikumsfonds einbringen. Und dann gab es für uns noch einen weiteren Beweggrund: Unser Mutterunternehmen, die Münchener Rück, als weltweit führender Rückversicherer und Finanzdienstleister bekennt sich aktiv zu ihrer Verantwortung für Umweltschutz und Nachhaltigkeit. Aus diesem Grund und dem daraus möglichen Know-how-Transfer lag die Auflegung eines Fonds mit dem Thema Nachhaltigkeit nahe.

Smart Investor: Es findet also ein intensiver Austausch zwischen Fondsmanagement und Münchener Rück statt?

Kerzel: Die MEAG profitiert von der fast 125jährigen Erfahrung ihrer Mutter im professionellen Umgang mit Chancen und Risi-



Holger Kerzel



Christian Greiner

ken im Dienst ihrer Kunden und Partner. Zudem erforscht unsere Mutter seit fast drei Jahrzehnten die globalen Umwelt- und Klimaveränderungen und richtet das Augenmerk auf die Auswirkungen für die Versicherungswirtschaft und auf die Schadensvorbeugung. Das bringt uns einen deutlichen Vorsprung vor der Konkurrenz.

Smart Investor: Sie verantworten die gesamte Aktienstrategie bei der MEAG. Welche Rolle innerhalb Ihres Fondsspektrums kommt dabei dem neuen Fonds zu?

Kerzel: Der MEAG Nachhaltigkeit komplettiert die Produktpalette der MEAG um einen internationalen Aktienfonds. Die Anleger unserer Vertriebspartner aus der ERGO Versicherungsgruppe erhalten nun die Möglichkeit, an den Chancen der weltweiten Aktienmärkte teilzunehmen. Nach unserer Einschätzung befinden sich die Aktienkurse noch auf einem moderaten Niveau und bieten längerfristig ein attraktives Wertzuwachspotential.

Smart Investor: Wie gehen Sie vor, um nachhaltige von unnachhaltigen Investment-Alternativen zu unterscheiden?

Greiner: Wir arbeiten mit dem Research der Schweizer SAM Group zusammen – SAM steht für Sustainable Asset Management –, an deren Index Dow Jones Sustainability World wir uns orientieren. Die SAM Group hat sich dem Best-in-Class-Prinzip verschrieben, d.h. sie sucht in jeder Branche diejenigen Unternehmen aus, die die Nachhaltigkeitskriterien am besten erfüllen. Während SAM grundsätzlich alle Branchen berücksichtigt, gehen wir bei der MEAG noch einen Schritt weiter und schließen

einige Sektoren komplett aus unserem potentiellen Anlageuniversum aus, nämlich Tabak, Alkohol, Glücksspiel, Rüstung und Waffen.

Smart Investor: Und wie erfolgt bei SAM die Auswahl?

Greiner: Von den weltweit 2.500 größten Werten des Dow Jones World Index identifizieren die SAM-Experten pro Branche 10 % der besten Unternehmen in Bezug auf ausgewählte Nachhaltigkeits-Kriterien. Die nach den Ausschlußkriterien verbleibenden Branchenführer faßt dieser Index zusammen.

Smart Investor: Betreiben Sie auch eigenes Research?

Kerzel: Wir bringen eigenes Research-Know-how aus der Zusammenarbeit mit unserem Mutterkonzern ein. Dementsprechend verlassen wir uns also nicht nur auf SAM. Damit haben wir die Möglichkeit, eigene Akzente zu setzen und uns im Wettbewerb mit vom Namen her ähnlichen Produkten positiv abzuheben. Langfristig sollte sich der MEAG Nachhaltigkeit besser als ein herkömmlicher internationaler Aktienfonds entwickeln und seinen Vergleichsindex schlagen. Das muß der Anspruch der MEAG als aktiver Fondsmanager sein.

Smart Investor: Sie investieren also nicht nur in Werte aus dem Index?

Greiner: Richtig, wir investieren darüber hinaus in etwa 10 bis 20 % des Fondsvolumens in sogenannte Innovatoren, darunter sind eher kleinere Unternehmen zu verstehen, die in den Indices nicht vertreten sind und sich in der Regel mit neuen Technologien im Sinne der Nachhaltigkeit beschäftigen. Das Research hierfür machen wir selbst.

Smart Investor: In unserer Titelgeschichte behandeln wir diesmal das Thema Öl und Gas. Sind Unternehmen, die solche Energieträger fördern oder verarbeiten, als nicht-nachhaltige Investments anzusehen?

Greiner: Prinzipiell geht es hier um die Förderung von fossilen Brennstoffen, welche nach ihrem Gebrauch nicht mehr vorhanden sind. Dies widerspricht an sich landläufig dem Prinzip der Nachhaltigkeit. Allerdings geht es beim Best-in-Class-Prinzip darum, innerhalb der Energiebranche diejenigen Unternehmen herauszufinden, die dem Prinzip der Nachhaltigkeit am ehesten gerecht werden, also z.B. bezogen auf die Optimierung von Förderprozessen hinsichtlich Energieverbrauch oder Umweltschutz. Auch spielt eine Rolle, inwieweit sich ein Ölförderer im Bereich Alternative Energiequellen engagiert. British Petroleum ist beispielsweise weltweit der größte Produzent von Solarzellen. Und auch wenn dieser Geschäftsbereich vielleicht nur einen geringen Teil des BP-Jahresumsatzes ausmacht, so ist dieses Engagement doch im Sinne der Nachhaltigkeit und bringt ein paar Scoring-Punkte.

Smart Investor: Wie steht es denn dann mit der Atomenergie?

Greiner: Prinzipiell wollen wir keine moralische Instanz sein und – abgesehen von den vorher genannten fünf Bereichen – eine Branche als Anlagealternative ausschließen. Es gibt oftmals

keine eindeutigen Lösungen, was z.B. bei RWE ersichtlich wird, welche einer der größten Atomstromproduzenten und zugleich einer der großen Wasserversorger ist.

Smart Investor: Wie groß darf der Umsatzanteil nicht-nachhaltiger Geschäfte sein, damit ein Großkonzern wie Siemens noch dem Prinzip der Nachhaltigkeit entspricht?

Greiner: Im Einzelfall ist es sicher schwierig, diesen Wert an konkreten Meßgrößen fest zu machen. Als Faustformel können 10 % betrachtet werden.

Smart Investor: Welches sind die größten Positionen im MEAG Nachhaltigkeit?

Greiner: Das sind im wesentlichen die Unternehmen, die auch im für uns relevanten Index hoch gewichtet sind, z.B. Pfizer, Citigroup, Intel, BP, Shell, Glaxo SmithKline, Siemens und Nokia.

Smart Investor: Bei den aufgeführten Unternehmen würde man als Laie wohl nicht auf die Idee kommen, daß es sich hierbei um nachhaltig arbeitende Unternehmen handelt.

Greiner: Genau deshalb bedarf es eben dieses bereits erwähnten Research-Prozesses. Nehmen wir die Automobilbranche als Beispiel. Weltweit gibt es etwa zehn große Hersteller. Aber beispielsweise nur Ford, Toyota, BMW und Volkswagen sind im Index vertreten. Hiervon gefällt uns bei der MEAG wiederum BMW aufgrund der betriebenen Wasserstofftechnologie und der niedrigen Bewertung sehr gut.

Smart Investor: Können Sie auch ein paar Fonds-Positionen aus dem Bereich Innovatoren nennen?

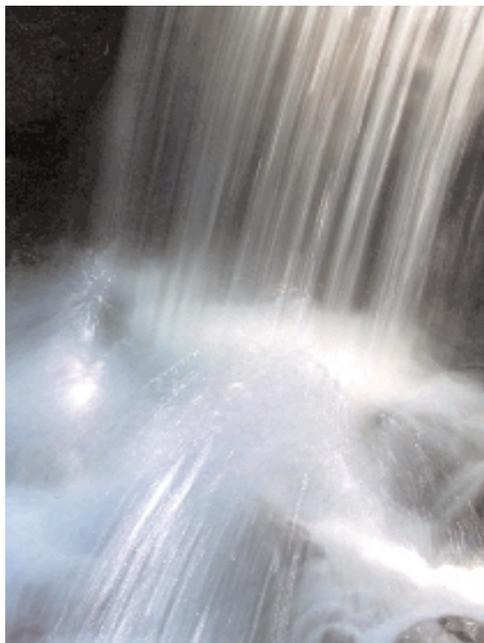
Greiner: Hier wäre REpower zu nennen, ein Hersteller von Windturbinen, oder zwei Unternehmen aus dem Bereich der Wasseraufbereitung, nämlich Wedeco und BWT.

Smart Investor: Je mehr sich große Kapitalanleger wie die MEAG mit der Idee der Nachhaltigkeit identifizieren, desto mehr dürfte doch auch das Bestreben bei den Unternehmen sein, nachhaltig zu wirtschaften. Können Sie solche Tendenzen erkennen?

Kerzel: Ganz klar. Viele Unternehmen haben das schon sehr früh erkannt, lange bevor es die Nachhaltigkeitsfonds gab. Die Münchener Rück setzt sich bereits seit langer Zeit mit den großen Herausforderungen der Welt – Bevölkerungswachstum, Ressourcenverknappung, Umweltverschmutzung, Klimaveränderung – auseinander. Aus diesem Wissen um die Risiken leitet sie ihre Kompetenz ab und bezieht Stellung zu den Zukunftsfragen der Gesellschaft. Immer mehr Unternehmen folgen diesem Beispiel, und das mit zunehmendem Erfolg, auch für den eigenen Aktienkurs. Davon profitieren unsere Anleger.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Ralf Flierl



Chinas Börsen müssen erwachsen werden

Anleger sollten im Land der Mitte auf der Hut sein vor Korruption und falschen Informationen. Langfristig bietet die chinesische Wirtschaft jedoch interessante Anlagechancen.

Im Wandel liegt die Chance

China befindet sich mitten in einem großen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Wandel. So plant der chinesische Staat in den nächsten Jahrzehnten eine Umsiedlung von über 700 Mio. Chinesen, die bis heute hauptsächlich noch von der Landwirtschaft leben. Das starke Wirtschaftswachstum verbunden mit steigenden Sozial- und Umweltproblemen ist jedoch die größte Herausforderung. Der Umwandlungsprozeß von einem Agrar- zu einem Industrie- und High Tech-Land bietet Investoren große Chancen, birgt aber auch erhebliche Risiken.

Chinas Wirtschaftssystem

Offiziell bezeichnet sich China als „Sozialistische Marktwirtschaft“. In der Tat handelt es sich um eine Mischform aus Plan- und Marktwirtschaft, in der jedoch der privatwirtschaftliche Sektor zunehmend eine treibende Rolle einnimmt. Mit einem jährlichen Wirtschaftswachstum von 8 % und einem Bruttoinlandsprodukt von bereits über 1 Bio. US-\$ ist China auf dem Weg, eine zentrale Rolle in der Welt spielen. Nach der SARS-Krise ist nun wieder von einem konstant hohen Wirtschaftswachstum wie im letzten Jahr auszugehen (+9 % im dritten Quartal). Besonders profitiert China von seinem WTO-Beitritt Ende 2001. So war das Land 2002 mit Auslandsinvestitionen von 52,7 Mrd. US-\$ erstmals weltweiter Spitzenreiter an ausländischen Direktinvestitionen. Die Devisenreserven nehmen von Monat zu Monat überdurchschnittlich zu. Insgesamt betragen sie zur Zeit rund 310 Mrd. US-\$ – eine Verdoppelung seit 1999. Dies entspricht bei 1,3 Mrd. Einwohnern rund 240 US-\$ pro Kopf. Eine stolze Summe, schließlich verdient ein chinesischer Arbeiter durchschnittlich gerade mal 40 US-\$ im Monat. Die tatsächliche Verschuldung Chinas läßt sich allerdings nur schwer ermitteln, da die vom Staat veröffentlichten Zahlen nicht die gesamte Verschuldung widerspiegeln. Teilweise müs-



sen Banken mit Kreditausfällen von über 30 % rechnen. Die Privatverschuldung liegt aber meilenweit unter westlichem Niveau.

Die Börsengeschichte Chinas

1990 fiel der Startschuß für die Shanghai Stock Exchange. Ein Jahr später folgte die Börse in Shenzhen. Anfangs notierten nur rund ein Dutzend Aktiengesellschaften, 1996 waren es schon über 500, heute können über 1.300 verschiedene Aktien an beiden Börsen geordert werden. Die Börse Shanghai weist zur Zeit eine Marktkapitalisierung von rund 360 Mrd. US-\$ auf. Die Wall Street kommt dagegen auf ungefähr 13 Bio. US-\$. Dieses Verhältnis wird sich aber nach Meinung der chinesischen Wertpapierbehörde radikal ändern. Sie rechnet in fünf bis zehn Jahren mit 10.000 notierten Aktiengesellschaften. Geht man davon aus, daß eine Menge von börsennotierten Gesellschaften aufgrund von Pleiten, Fusionen und Übernahmen wieder vom Markt verschwinden wird, kann man mit dennoch durchschnittlich mehr als 1.000 IPOs (!) pro Jahr rechnen. Ob dieses ambitionierte Ziel auch in die Tat umgesetzt werden kann, muß sich zeigen. Eines dürfte aber gewiß sein: In den kommenden Jahren wird eine riesige Kapitalmarkt- und IPO-Industrie in China entstehen.

Die Börsen Shanghai, Shenzhen und Hongkong

Grundsätzlich müssen Anleger zwischen A-, B- und H-Aktien unterscheiden. Rund 1.100 und somit 80 % aller Unternehmen können nur als A-Aktien gekauft werden. Diese bleiben der chinesischen Bevölkerung und großen ausländischen institutionellen Investoren vorbehalten, ausländische Privatanleger sind ausge-



geschlossen. Bei B-Aktien handelt es sich um Gesellschaften, die zwar in Shanghai oder Shenzhen notiert sind, jedoch auch von ausländischen Investoren gehandelt werden können. H-Aktien werden von chinesischen Unternehmen emittiert, welche auch in Hongkong zum Handel zugelassen sind. Leider gibt es zur Zeit nur 111 B-Aktien, dies entspricht 8 % der börsennotierten Gesellschaften. In Hongkong notieren 29 H-Aktien. Lediglich 1 % der chinesischen Aktiengesellschaften kann auch in Übersee gehandelt werden. Hauptakteure im A-Segment sind vor allem private Anleger mit meistens wenig Erfahrung. Zur Zeit sind rund 30 Mio. Chinesen an der Börse aktiv – dies entspricht 2,3 % der Bevölkerung. Eine interessante Beobachtung kann man bei der unterschiedlichen Bewertung von A- und B-Aktien machen. So notieren A-Aktien teilweise bis zu 50 % über den Kursen der B-Aktien, obwohl der Nennwert natürlich gleich ist. Grund dafür ist das riesige Barvermögen der Chinesen. Dieses betrug im letzten Jahr über 700 Mrd. US-\$ und ist somit einer der größten Einlagenpools der Welt. Da die Möglichkeiten an der Börse noch äußerst gering sind, stürzen sich Investoren auf alles, was geordert werden kann.

Schlechte und falsche Informationen

Was an den Handelsplätzen in China noch fehlt, ist vor allem Transparenz. So gelangen kaum Chinesen, geschweige denn Ausländer, an richtige und vor allem aktuelle Informationen. Hinzu kommt, daß notierte Unternehmen kaum Veröffentlichungspflichten haben. Des weiteren müssen Anleger ständig auf der Hut sein vor gezielt falsch gestreuten Unternehmensmeldungen. Auch gibt es in China so gut wie keine Anlegermedien. Diese wurden durch die Regierung bisher fast immer ausgeschlossen.

Großer Einfluß des Staates

Seit es die Börsen in Shanghai und Shenzhen gibt, die zur Zeit über eine Fusion nachdenken, wird der große Einfluß des Staates kritisiert. Dieser hält offiziell im Durchschnitt 50 bis 60 % an börsennotierten Gesellschaften. Die Kontrolle liegt jedoch deutlich darüber. Die restlichen Anteile werden von vielen kleinen, meist privaten Investoren gehalten. Staatsaktien und Papiere, die bereits bei Gründung von juristischen Personen erworben wurden, dürfen nicht gehandelt werden. Dies entspricht zwei Dritteln der gesamten Aktien. Hinzu kommt, daß Kreditbanken und Versicherungsgesellschaften, die weitestgehend vom Staat kontrolliert werden und keine Börsengeschäfte durchführen dürfen, durch sogenannte „Underground-Fonds“ erhebliche Aktienpakete halten.

Insiderhandel und Korruption

Eine weitere Tücke des chinesischen Aktienmarktes ist im großen Insiderhandel zu finden. Bei der Mehrzahl der notierten Unternehmen handelt es sich um Staatsbetriebe. Diese werden von



Parteifunktionären kontrolliert und für deren private Bereicherung benutzt. Seit Anfang der 90er Jahre gab es ständig neue Korruptionsfälle. Einer der bekanntesten ist „China Venture Capital“. Unter diesem Namen wurde vor drei Jahren eine marode Hühnerzucht-farm als verheißungsvolles Biotechunternehmen an die Börse gebracht. Inoffizielle Schätzungen gehen davon aus, daß rund die Hälfte der IPO-Kandidaten ihre Unternehmensangaben „verschönern“. Der chinesische Börsenhype wird vom Staat systematisch genutzt, um auch zwielichtige Unternehmen an die Börse zu bringen. Dadurch können Arbeitsplätze erhalten und ausstehende Pensions- und Lohnforderungen an Investoren übertragen werden. Unternehmen, die B- oder A-Aktien emittieren, sind jedoch weniger betroffen.

Aktien im Blickpunkt

Trotz starken Wirtschaftswachstums und einzelner interessanter Börsenstorys konnte der chinesische Aktienmarkt in den letzten zwei Jahren nicht überzeugen. So sank der SSE, der Index der Börse Shanghai, von über 2.200 Punkten Mitte 2001 auf mittlerweile unter 1.400 Zähler. Vor allem seit Juli ist der Index im Sturzflug. Dagegen stieg der Hangseng, der Index der Hongkonger Börse, seit Juli von unter 9.000 auf 12.000 Punkte. Auch wenn der Gesamtmarkt in Shanghai nicht besonders gut performte, gibt es mehrere Aktien, auf die der private Anleger sein Auge werfen sollte: So zum Beispiel Tsingtao Brewery. Einst von Deutschen an der Ostküste Chinas gegründet, ist die Brauerei heute Marktführer. Der Marktanteil liegt je-



AUSGESUCHTE AKTIEN

| NAME | BRANCHE | ISIN | AKT. KURS* | MARKTKAP. | EPS | | |
|------------------|-----------|---------------|-------------|------------------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2002 | 2003E | 2003E |
| CHINA MERCHANTS | TRANSPORT | HK0144000764 | 1,14 EURO | 2,3 MRD. EURO | 0,06 | 0,07 | 17 |
| CHINA MOBILE | TELEKOMM. | HK0941009539 | 23,00 HK-\$ | 452 MRD. HK-\$ | 1,71 | 1,71 | 13 |
| HANG SENG BANK | BANKEN | HK001100095 | 99,50 HK-\$ | 190,2 MRD. HK-\$ | 5,21 | 5,14 | 19 |
| HUANENG POWER | ENERGIE | US4433041005 | 51,50 EURO | 7,8 MRD. EURO | 2,69 | 3,44 | 15 |
| PETROCHINA | ÖL | CN00009365379 | 31,80 EURO | 55,6 MRD. EURO | 3,73 | 2,75 | 12 |
| TSINGTAO BREWERY | BRAUEREI | CN0008870445 | 0,87 EURO | 1,2 MRD. EURO | 0,025 | 0,035 | 24 |
| TOM.COM | MEDIEN | KYG891101035 | 2,60 HK-\$ | 10,0 MRD. HK-\$ | -0,12 | -0,11 | NEG. |
| CNOOC | ÖL | HK0883009984 | 32,14 EURO | 13,2 MRD. EURO | 2,45 | 2,6 | 12 |

*) Stand: 20.10.2003; eigene Schätzungen

AUSWAHL AN CHINA-ZERTIFIKATEN

| NAME | EMITTENT | WKN | BASIS- OBJEKT | LAUFZEIT | AKT. KURS* | PERF. 6 Mo- NATE IN % |
|-------------------|---------------|---------|--|----------|---------------|--------------------------|
| CHINA H-SHARE | ABN AMRO | 685 964 | HANGSENG-CHINA-ENTERPRISE-INDEX | ENDLOS | 97,70 | 57 |
| CHINA OPPORTUNITY | DEUTSCHE BANK | 780 192 | H-AKTIE, RED CHIPS UND B-AKTIE | 05.11.09 | 109,74 | 29 |
| AIMS ABS. CHINA | ABN AMRO | 238 701 | H-AKTIE, RED CHIPS UND ANDERE ASIATISCHE WERTE MIT CHINABEZUG | K.A. | 114,3 | - |

*) Stand: 20.10.2003 in Euro

doch bei 13 bis 14 % noch unter den angepeilten 20 %. Viel Potential steckt in Übernahmen von kleinen Staatsbrauereien, die es im Land der Mitte zuhauf gibt. Daß diese nicht zu teuer eingekauft werden, dafür wird die größte Brauerei der Welt, Anheuser Bush, mittlerweile Großaktionär bei Tsingtao Brewery, sorgen. Ein weiterer aussichtsreicher Kandidat (sowie einer unserer Musterdepotwerte) ist Huaneng Power. Der Energieerzeuger betreibt in sieben Provinzen 17 Kohlekraftwerke. Im letzten Jahr erzielte das Unternehmen Umsätze in Höhe von 2,2 Mrd. US-\$ – eine Steigerung von 17 %. Mit einem geschätzten 2003er KGV von rund 15 bietet der chinesische Versorger langfristigen Investoren aber eine hervorragende Chance, denn mit der fortschreitenden Industrialisierung, vor allem im Hinterland Chinas, wird der Energiebedarf in den nächsten Jahren vehement zunehmen.

Auch Tom.com weiter interessant

Neben dem Energiemarkt ist des weiteren auch der Medienbereich aussichtsreich. Der Staat lockert zunehmend gesetzliche Bestimmungen im streng regulierten Verlagswesen. Aufgrund der mittlerweile zahlreicheren privaten Unternehmen steigt das Werbeaufkommen in China von Jahr zu Jahr deutlich an. Eine Gesellschaft, die davon stark profitiert, ist Tom.com – im übrigen auch bereits in unserem Musterdepot enthalten. Der Medienriese ist in den Bereichen Internet, Zeitschriften, Werbevermarktung und Fernsehen tätig. In den letzten Jahren hat Tom.com zahlreiche Verlage akquiriert, muß jedoch nun erst einmal diese Übernahmen verdauen. Risikobewußte Anleger sollten den Titel auf ihre Watchlist nehmen und ein Investment in Betracht ziehen. Weitere aufgrund ihrer Positionierung in Wachstumsbereichen erfolgsversprechende Gesellschaften sind China Merchants Holding, China Mobile, CNOOC und Petrochina. Beim letztgenannten Ölkonzern hat Warren Buffett in diesem Jahr sein Investment auf 13,4 % fast verdoppelt. Mit der nebenstehenden Tabelle möchten wir Ihnen eine kleine Auswahl bieten. Aufgrund des geringen Handels in Deutschland sollten Interessierte im Zweifel vor Ort ordern.



Fonds und Zertifikate mit China-Schwerpunkt

Anlegern, denen ein direktes Investment in den chinesischen Aktienmarkt zu risikoreich ist, sollten lieber in Fonds und Zertifikate mit Schwerpunkt China investieren. Zwar können die wenigsten Fonds über mehrere Jahre hinweg eine konstant positive Performance ausweisen, doch im laufenden Jahr hat sich die Entwicklung schon verbessert. So stieg zum Beispiel der DWS China um über 38 %, der China Equity Fund von ABN Amro legte sogar über 60 % zu. Der Investitionsquote nach zu urteilen sind alle Fondsmanager für den chinesischen Aktienmarkt sehr bullish eingestellt. Die meisten Fonds führen lediglich eine Liquidität in Höhe von 3 bis 4 %. Wer an der Performance von Indices partizipieren möchte, ist mit Zertifikaten der Deutschen Bank oder ABN Amro gut bedient. So stieg von Juli bis heute das AIMS Absolute China Strategie-Zertifikat um knapp 15 %. Das China H-Share-Zertifikat von ABN Amro, welches sich auf den Hangseng bezieht, konnte sogar 20 % zulegen.

Fazit

Anlegern wird eine Investitionsentscheidung pro China nicht gerade leicht gemacht. Neben der Intransparenz und den Informationsdefiziten muß darüber hinaus bei allem auch immer noch der Einfluß des Staates ins Kalkül gezogen werden. Risikoaverse Anleger, die sich die Chancen dennoch nicht entgehen lassen möchten, sollten deshalb besser auf Fonds oder Zertifikate zurückgreifen. Spannender, aber natürlich auch risikoreicher ist es zweifellos, sich selbst an das Stockpicking zu begeben. Unsere Auswahl an Aktien bietet hier bereits wichtige Anhaltspunkte. So oder so: Vom avisierten Wachstum der nächsten Jahre profitiert nicht nur China selbst, sondern auch die Nachbarregionen. So werden zum Beispiel Australien, Thailand und Südamerika von der starken Rohstoffnachfrage mitgezogen. An diesem Trend wird sich so schnell auch nichts ändern, denn China rechnet mit jährlichen Wachstumsraten bei der Industrieproduktion von bis zu 15 % p.a. Ein Indiz für die große Auslandsnachfrage nach Rohstoffen sind Nicht-Eisen-Metalle. Im ersten Halbjahr 2003 stieg der Import für diese Metalle schon um knapp 30 %. Der thailändische Versorger Banpu (ein weiterer unserer Musterdepottitel) wird an diesem Bedarf an Rohstoffen und -materialien entsprechend partizipieren. Anleger sollten sich daher auch einmal genauer an den Landesgrenzen Chinas umsehen.

AUSWAHL AN CHINA-FONDS

| NAME | WKN | AKT. KURS* | PERF. LFD. JAHR IN % | PERF. 3 JAHRE IN % |
|---------------------------------|---------|---------------|-------------------------|-----------------------|
| ABN AMRO CHINA EQUITY FUND | 974 393 | 63,32 | 62 | 43 |
| ACTIVEST LUX GREATER CHINA | 973 716 | 34,28 | 26 | -19 |
| DWS CHINA | 565 129 | 119,35 | 38 | K.A. |
| FIDELITY –GREATER CHINA FUND | 973 265 | 50,07 | 40 | 6 |
| UBS EQUITY FUND – GREATER CHINA | 986 408 | 60,94 | 44 | -7 |

*) Stand: 20.10.2003 in Euro

Johannes Sterzinger

Gegen den Strom: die antizyklische Anlagestrategie

Von Horst Fugger, Wirtschaftsjournalist, Autor mehrerer Fachbücher zum Thema Börse und Gründer und Geschäftsführer der Antizyklischen Aktien Club GbR.

Die AZ-Strategie

Über kaum eine andere Vorgehensweise an der Börse gibt es so viele Mißverständnisse wie über die antizyklische Anlagestrategie, oft auch kurz AZ-Strategie genannt. So mancher hält sich schon für einen Contrarian, weil er heute eine Aktie kauft, die gestern gefallen ist. Viele verbinden mit dieser Strategie auch die Vorstellung, Antizykliker seien so etwas wie die ewigen Miesmacher und Stinkstiefel an den Kapitalmärkten, quasi das personifizierte „Ja, aber...“ der Börse. Nichts könnte falscher sein. Jeden Tag das Gegenteil dessen zu tun, was die Mehrheit der Börsianer für richtig hält, kann nicht zum Erfolg führen, weil die Masse der Anleger nun einmal über mehr Geld und somit mehr Marktpotenz verfügt als die paar Leute, die sich als eingefleischte Contrarians verstehen. Außerdem würde es in längeren Trendphasen zwangsläufig zum Ruin führen. Man kann es als Quintessenz der AZ-Strategie bezeichnen, nur an den entscheidenden Wendepunkten der Börse eine Position einzunehmen, die im Widerspruch zur Mehrheitsmeinung steht. Das gilt für Gesamtmarktrendenzen, Branchentrends und Einzelaktien. Manchmal genügt es, die allgemeine Börsentendenz richtig einzuschätzen. Ein Musterbeispiel ist der Zeitraum seit März dieses Jahres. Damals hatte ein so umfassender Ausverkauf stattgefunden, daß man beim Kauf kaum einen Fehler machen konnte. Völlig anders lief es in den Jahren 2000 und 2001: Während die Märkte abstürzten, konnte man mit AZ-Aktien teilweise sehr gute Renditen erzielen. Als Beispiele wären hier Philip Morris, Reebok, VW, Toys 'R' Us zu erwähnen, also stockkonservative Titel der zumindest damals noch so genannten Old Economy.



Wann ist eine Aktie billig?

Beide Zeiträume waren allerdings Extremphasen, die so nur selten vorkommen. Im allgemeinen tut der Antizykliker gut daran, die Gesamtmarktrendenz zwar zu beachten, aber gut 90 % seiner Mühe der Auswahl von Einzelaktien zu widmen. Aus antizyklischer Sicht interessante Aktien gibt es in jeder Börsenphase; mal mehr, mal weniger, aber immer mehr als genug. Soll heißen: mehr als man analytisch bewältigen kann, wenn man die



Horst Fugger

Sache mit der gebotenen Gründlichkeit angehen will. Was die Auswahlkriterien betrifft, gehen auch unter überzeugten Antizyklikern die Meinungen auseinander. Natürlich geht es darum, Aktien möglichst preiswert einzukaufen, aber dieses Kriterium ist leider recht schwammig: Wann ist eine Aktie billig, und wie schützt man sich davor, daß sie nach dem Kauf noch billiger wird, statt Kursgewinne abzuwerfen? Klar ist, daß es zur Beantwortung dieser Frage quantifizierbarer Kriterien bedarf. Spontankäufe „aus dem Bauch heraus“ sind die Hauptursache teurer Fehlentscheidungen. Harte Kriterien sind dagegen die bisherige Kursentwicklung, die aktuellen Kennzahlen und in gewisser Weise auch die charttechnische Lage. In gewisser Weise deshalb, weil man bekanntlich drei verschiedene Urteile erhält, wenn man drei Chartspezialisten nach ihrer Meinung zur technischen Situation einer Aktie fragt. Ich darf das behaupten, weil ich es mehrfach ausprobiert habe.

Fakten und Faustregeln

Es liegt nahe, daß für AZ-Depots vor allem solche Aktien in Frage kommen, die einen Kurssturz von mindestens 50 % hinter sich haben. Diese Voraussetzung hätten noch vor kurzem sehr viele Aktien erfüllt, aber in weniger dramatischen Börsenphasen engt dieses Kriterium das Auswahlpektrum deutlich ein. Die wichtigste Aufgabe des Antizyklikers ist die Urteilsfindung, welche Aktien zu recht abgestürzt sind und welche Aussichten auf eine Kurserholung bieten. Hier helfen fundamentale Kennzahlen weiter: in erster Linie KBV, KUV und KCV, also die Relationen des Kurswerts zum Buchwert, Umsatz



und Cash Flow je Aktie. In der Literatur zum Thema werden Faustregeln genannt: Zum Beispiel sollte das KBV nicht wesentlich über 1,0 liegen, ebenso das KUV. Letztere Voraussetzung wird allerdings von so vielen Unternehmen erfüllt, daß man strengere Richtlinien anlegen sollte. Wenn das KUV unter 0,5 liegt, ist dies schon mal nicht schlecht. Das KCV sollte 10 nicht überschreiten, Werte zwischen 5 und 8 gefallen mir allerdings besser.

Auf die Branche kommt es an

Hier drängt sich eine Frage auf: Und was ist mit dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), dieser bei Anlegern so beliebten Kennzahl? Die Antwort muß mehrschichtig ausfallen: Bei Unternehmen aus wenig konjunktursensiblen Branchen, etwa Nahrungsmittel oder Haushaltswaren, die langfristig recht konstante Gewinne ausgewiesen haben, ist ein niedriges aktuelles KGV, soll heißen: ein deutlich niedrigeres als früher, ein positives Signal. Vorausgesetzt natürlich, daß es im Unternehmen

keine Veränderungen gegeben hat, die eine dauerhafte Verschlechterung der Gewinnsituation erwarten lassen. Man muß hier auf Details achten und im Einzelfall entscheiden. Für antizyklische Investoren interessanter sind allerdings Unternehmen aus stark konjunkturabhängigen (zyklischen) Branchen. Hier fallen die Trends wesentlich stärker aus und bieten sich die besten Chancen, Qualitätsaktien zu Ausverkaufspreisen zu erwischen. Eine Eigenart solcher Branchen und Aktien besteht allerdings darin, daß das KGV dann am niedrigsten ausfällt, wenn der Kurs bereits stark angestiegen ist. Es klingt paradox, aber zyklische Aktien sind dann am teuersten, wenn sie nach dem KGV-Kriterium am billigsten aussehen. Daher ärgere ich mich auch immer wieder darüber, daß diese Kennzahl so pauschal und unkritisch nach dem Motto: je niedriger, desto besser, verwendet wird. Aktien aus zyklischen Branchen sind am attraktivsten, wenn das KGV im historischen Vergleich sehr hoch ist oder wenn man in Ermangelung eines „G“, also eines Gewinns, gar kein KGV berechnen kann. Um zu einem Urteil zu kommen, bietet sich ein Langfristvergleich der Kennzahlen eben dieser einen Aktie über die Jahre an. Oft wird man feststellen, daß tatsächlich dann günstige Kaufzeitpunkte gegeben waren, als das Unternehmen Verluste schrieb oder herbe Gewinneinbrüche erlitt. Das gilt für Branchen wie Stahl, Automobile, Chemie, Papier oder Industriemetalle.

Ohne Risikomanagement geht es nicht

Nicht weniger wichtig als die Auswahl der Einzeltitel ist eine breite Diversifikation. Eine sinnvolle Faustregel besagt, daß zum Kaufzeitpunkt auf keine Aktie mehr als 10 %, auf keine einzelne Anlageidee mehr als 25 % des Depotvolumens entfallen sollten. Mit dieser Risikostreuung kann man sich recht gut davor schützen, durch eine einzelne Fehleinschätzung viel Geld zu verlieren. Daß sich solche Flops trotz aller Sorgfalt nie völlig vermeiden lassen, gehört zu den traurigen Wahrheiten an der Börse. Es gibt sogar Phasen, in denen nicht einmal eine breite Diversifikation Schutz bietet, weil die allgemeine Börsentendenz bedeutsamer wird als die Aktienausswahl. Sie sind selten, aber schmerzhaft, und das Jahr 2002, auch die ersten drei Monate 2003, waren eine solche Phase. Meist kommt der Antizykliker recht gut ohne Stop-Kurse aus, weil er auf Risikostreuung achtet und ohnehin nur Aktien kauft, die ihren Crash schon hinter sich haben. Doch in solchen Extremphasen zeigt sich doch, daß Stop-Kurse ihren Sinn haben. Wo man einen Stop setzen sollte, hängt von der Volatilität der Aktie, der Höhe der Investition, der Charttechnik und der Risikotoleranz des Anlegers ab. Ganz darauf verzichten sollte man aber nicht. Die Auswahl der Aktien erfolgt wie gesagt nach fundamentalen Kriterien. Für den Zeitpunkt von Kauf und Verkauf kann allerdings auch die Charttechnik wichtige Hinweise liefern. Vor dem Kauf sollte man abwarten, ob die Aktie nach dem Absturz Ansätze zu einer Bodenbildung zeigt. Eine Top-Bildung oder das mehrmalige Scheitern an einem Widerstand sind dagegen Zeichen, daß es an der Zeit sein könnte, die Position zu verkaufen. Natürlich ist es im Rahmen eines Zeitschriftenartikels nicht möglich, auf sämtliche Details der antizyklischen Anlagestrategie einzugehen. Daher stehe ich den Lesern des *Smart Investor* unter der Adresse h.fugger@antizyklik.de gern für Fragen zur Verfügung.

Auf der Suche nach verborgenen Schätzen

Wie man Aktien für ein antizyklisches Depot findet

Eins vorweg: Die antizyklische Strategie ist mit Arbeits- und Research-Aufwand verbunden. Während in der Tagespresse und in den meisten Fachzeitschriften die aktuellen Börsenlieblinge auf dem Präsentierteller serviert werden, findet man selten wirklich gut recherchierte Artikel über abgestürzte Aktien, die vor einer Erholung stehen könnten. Man muß sich also schon selbst die Mühe der Nachforschung machen und – extrem wichtig! – auf Zahlen und Fakten wesentlich mehr Wert legen als auf Kommentare, Einschätzungen und Prognosen. Das heißt natürlich nicht, daß man solche subjektiven Daten nicht beachten sollte, denn allgemeine Begeisterung für eine Aktie ist ein hervorragender Kontra-Indikator. Konservative Antizykliker meiden solche Aktien wie die Pest, spekulativere verkaufen sie leer oder erwerben Verkaufsoptionen.

Ebenfalls wichtig ist die Selbstdisziplin. Oberste Grundregel: Kaufe niemals Aktien an Märkten, von denen du keine Ahnung hast und/oder über die man keine zuverlässigen Daten bekommt. Hier ist eine Einschränkung fällig: Leider hat sich auch an den etablierten Märkten die Zuverlässigkeit der Unternehmensdaten verschlechtert. Das liegt zum Teil an den Skandalfällen von dreistem Bilanzbetrug oder sonstigen Zahlenmauscheleien, selbst bei Unternehmen von Weltgeltung wie WorldCom, Enron oder Ahold. Mehr noch aber liegt es an der Unterschiedlichkeit der Bilanzierungsregeln, an Unsitten wie der Ausweisung von „Pro forma-Gewinnen“, an fehlender Bilanzierung der Kosten von Mitarbeiteroptionen und dergleichen mehr. Es klingt absurd, aber manchmal ist es tatsächlich Ansichtssache, ob ein Unternehmen im vergangenen Jahr Gewinne oder Verluste erwirtschaftet hat.

Buchwert, Umsatz und Cash Flow sind weniger leicht manipulierbar und daher aussagekräftiger. Die entsprechenden Daten findet man vor allem im Internet. Ein an der AZ-Strategie interessierter, aber unerfahrener Anleger könnte auf die Idee kommen, in eine solche Datenbank ein Suchraster einzugeben und alle Aktien herauszufiltern, die in Kursentwicklung, KUV, KBV und KCV die gewünschten Anforderungen erfüllen. Das Ergebnis ist eine lange Liste von Aktien, darunter drei Viertel, die er nur dem Namen nach kennt oder von denen er noch nie etwas gehört hat; meist aus Ländern, die nicht gerade den Ruf ent-

wickelter Kapitalmärkte genießen. Wer wenig Zeit hat, tut gut daran, alle diese dubiosen Titel zu streichen. Hat man mehr Zeit, ist der Härtestest empfehlenswert: Alle Aktien, über die man im Internet innerhalb von zehn Minuten alle Informationen zur Geschäftstätigkeit und zur langfristigen Kurs- und Gewinnentwicklung bekommt, bleiben auf der Liste, die anderen fallen durch das Sieb. Das Resultat ist eine Liste von 20 bis 30 Titeln. Diese Titel sollte ein AZ-Anfänger nun nicht etwa sofort kaufen, sondern zunächst beobachten, Informationen sammeln und sich ein Urteil über die charttechnische Situation bilden.



Wer sich schon länger mit der antizyklischen Strategie beschäftigt hat, verfügt natürlich über einen wertvollen Erfahrungs- und Wissensvorsprung. Im Idealfall kennt er die Unternehmen in seinem engeren Blickfeld sehr genau. Er weiß, was dort passiert ist, er kennt die Ursachen des Kursverfalls und vermag zu beurteilen, ob der aktuelle Kurs eine Einstiegschance oder eine Zwischenstation auf dem Weg zur Insolvenz ist. Dieses Wissen läßt sich nicht kurzfristig erwerben; es hat viel mit Erfahrung und detaillierter Kenntnis der einzelnen Unternehmen zu tun.

Wer sich mit der AZ-Theorie befassen will, sollte zunächst einmal die Fachliteratur lesen. Empfehlenswert sind zum Beispiel „Antizyklisch Investieren“ von A. Gallea und W. Patalon (ISBN: 3-932114-22-1) und „Die besten Anlagestrategien aller Zeiten“ von J. O’Shaughnessy (ISBN: 3-478-36580-5). Auf O’Shaughnessys Untersuchungen wird im nächsten *Smart Investor*-Heft ausführlich eingegangen werden.

Das alles klingt natürlich sehr theoretisch, daher die Überleitung zur aktuellen Börsensituation: Für das von mir verwaltete Stammdepot des Antizyklischen Aktien Clubs GbR habe ich kürzlich einige allgemein unbeliebte Aktien gekauft. Darunter DaimlerChrysler (deutlich unter Buchwert), VW-Vorzüge (in etwa zum halben Buchwert) und Basismetalltitel wie Noranda und Inco. Verstehen Sie das nun nicht als Kaufempfehlung, aber diese Titel haben meine Anforderungen eben erfüllt. Ob das Kalkül aufgeht, werde ich frühestens in ein, zwei Jahren wissen, denn Antizykliker sind Langfristspekulanten.

Horst Fugger

Begründete Zweifel an der Qualität des US-BIP-Wachstums im zweiten Quartal

Von Folker Hellmeyer, Chefanalyst der Bremer Landesbank

Das Bureau of Economic Analysis hat in der jüngsten Veröffentlichung der vorläufigen amerikanischen BIP-Daten (BIP = Bruttoinlandsprodukt) für das zweite Quartal 2003 die Finanzmärkte positiv überrascht. Der von 3,1 % auf 3,3 % nach oben revidierte Wert für das reale BIP unterstützt an den Finanzmärkten das für den US-Dollar und die USA positive Marktumfeld. Auf den ersten Blick ergibt sich eine massive Divergenz zwischen dem Wachstum in den USA gegenüber dem Wachstum der Eurozone.

Eine Frage der Qualität

Gleichzeitig stellt sich die Frage nach der Qualität des US-Wachstums. Handelt es sich um selbsttragendes Wachstum, und ist das Wachstum nachhaltig? In dieser Analyse beschäftigen wir uns von daher bewußt nicht mit den Teilen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, die negative Beiträge geliefert haben. Dementsprechend liegen die addierten nachfolgenden positiven Wachstumsbeiträge in der Summe über 100 % des BIP-Wachstums des zweiten Quartals 2003.

Vorgehensweise

Wir bedienen uns in der Analyse der Daten des Bureau of Economic Analysis (BEA) und stellen Zusammenhänge in der Erfassung auf Basis „Current US-\$ seasonally adjusted“ und „Chained 1996 US-\$ seasonally adjusted“ dar. Der Wert der „Current US-\$ seasonally adjusted“ stellt das saisonal bereinigte nominale BIP dar. Das saisonal bereinigte reale BIP wird durch den Ansatz der US-\$-Preise von 1996 berechnet.

Staatsausgaben dominieren

Das nominale Wachstum lag im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal bei 105,5 Mrd. US-\$. Über die Preisbereinigung ergibt

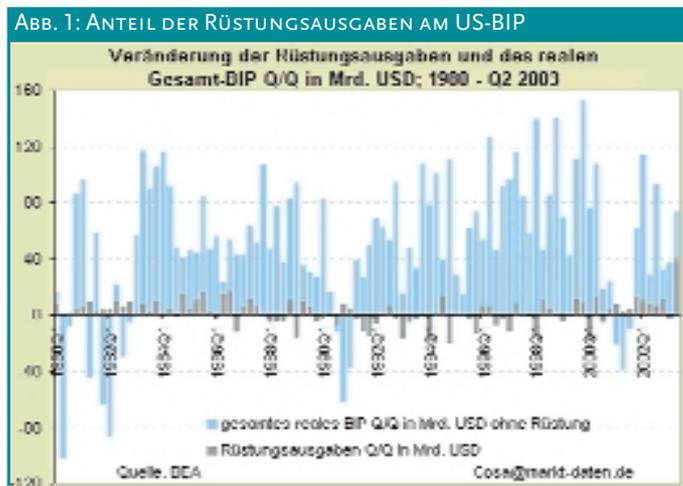
sich ein Wert von 73,5 Mrd. US-\$, der auf annualisierter Basis 3,1 % Wachstum entspricht. Von den realen 73,5 Mrd. US-\$ Wachstum entfallen auf die nationale Verteidigung 40,6 Mrd. US-\$ oder 55 % des Wachstums. Der konsumtive Anteil der Verteidigungsausgaben liegt bei 35,5 Mrd. US-\$ oder 48 % des Wachstums. Damit spielen die Staatsausgaben derzeit in den USA eine dominante Rolle. Fakt ist, daß die öffentlichen Defizite in den USA exponentiell defizitär ausfallen (annualisiert circa 6 % des US-BIP oder per 28.08.2003, also nach 11 Monaten des laufenden Fiskaljahres, 563 Mrd. US-\$) und für maßgeblich konsumtive Zwecke verwandt werden. Damit erzielte ökonomische Einmaleffekte können und werden nicht Grundlage einer nachhaltigen Konjunkturbelebung in den USA sein.



Folker Hellmeyer

Einmaleffekte durch Refinanzierungen

Positiv fiel das Wachstum des privaten Konsums um reale 62,4 Mrd. US-\$ oder knapp 85 % des US-Wachstums aus. Die massiven „Cash-out“-Refinanzierungen im US-Immobilienbereich (zur Erläuterung sh. Kasten) zeichnen für diese Entwicklung im zweiten Quartal maßgeblich verantwortlich. Der wöchentlich ermittelte „MBA Mortgage Application Survey“ belegt für das zweite Quartal im Bereich der Refinanzierungen einen massiven Anstieg. Der Index stieg von 5.092 am 25. April 2003 auf einen Höchstwert von 9.977 am 30. Mai 2003 und schloß das Quartal bei einem Wert von 8.599 ab. Mittlerweile ist der Index auf 2.169 per 22. August kollabiert und belegt damit eindrucksvoll, daß eine weitere Alimentierung des Verbrauchers über diese Schiene nicht erfolgen wird. Darüber hinaus ist Konsum auf Basis von „Cash-out“-Refinanzierungen Konsum aus der Substanz und nicht aus laufendem Einkommen. Die Kapitalbasis der privaten Haushalte wurde in den



Der Anteil der Rüstungsausgaben am US-BIP nimmt dramatisch zu. Im zweiten Quartal 2003 rührte fast die Hälfte des US-Wachstums aus dem Rüstungssektor her.
Quelle: Bureau of Economic Analysis (BEA)

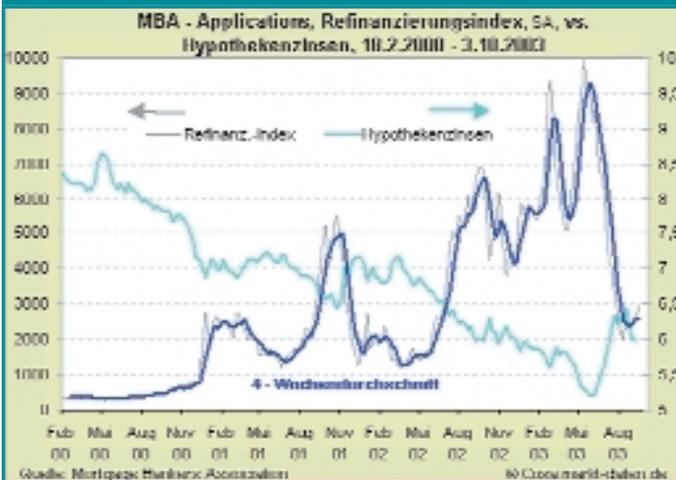
DEFINITIONEN

„Cash-out“-Refinanzierung: Bei vielen Refinanzierungen wird der Darlehensbetrag basierend auf nicht realisierten aktuellen Bewertungsgewinnen erhöht und dann für konsumtive Zwecke verwandt.

Hedonischer Preisindex: Qualitätsverbesserungen bei Gütern finden losgelöst von den tatsächlichen Geldströmen Eingang in der Berechnung des Bruttoinlandsproduktes.

USA in den vergangenen Jahren merklich erodiert. Die fiktiven, da nicht realisierten Bewertungsgewinne bildeten die Grundlage. Ein möglicher Preisverfall an den US-Immobilienmärkten stellt ein erhebliches Risiko für das weitere Konsumverhalten in den USA dar. Nachhaltigkeit oder selbsttragendes Wachstum läßt sich auf Basis von „Cash-out“-Refinanzierungen nicht kreieren.

ABB. 2: EINBRUCH BEI REFINANZIERUNGEN



Der Refinanzierungsindex in Korrelation zu den 30jährigen Hypothekenzinsen läßt erahnen, daß steigende Hypothekenzinsen zu nachlassenden Refinanzierungen führen, was mittelfristig zu einem Rückgang des US-Konsums führen dürfte.

Alimentierung des Konsums

Optimisten erklärten jüngst, daß die per 1. Juli 2003 erfolgte Steuerentlastung nun den Konsum verstetigen werde. Kurzfristig mag das richtig sein. Tatsache ist jedoch, daß damit über erhöhte Budgetdefizite – im Klartext: Neuverschuldung – konsumtive Ausgaben alimentiert werden, die sich durch Einmaleffekte auszeichnen und nicht zu einem sich selbst tragenden Wachstum beitragen. Insbesondere für asiatische Exportnationen stellt diese Politik der US-Administration ein Konjunkturprogramm dar.

Fakten, Fakten, Fakten

Entscheidend ist – nicht nur nach Ansicht von Alan Greenspan – das Anspringen des Investitionszyklusses. Die Finanzmärkte haben den Anstieg um reale 26,6 Mrd. US-\$ im Bereich „Fixed Investment“ als Durchbruch gefeiert. Fakt ist aber, daß das gesamte private Investment (Gross private domestic investment) lediglich um 3,5 Mrd. US-\$ anstieg. Fakt ist weiterhin, daß es im Bereich des „Industrial Equipment“ einen Rückgang um 0,6 Mrd. US-\$ gab. Fakt ist darüber hinaus, daß im Bereich „Transportation Equipment“ ein Rückgang um 2,3 Mrd. US-\$ zu verzeichnen war. Auffällig positiv war der Bereich „Computers and peripheral equipment“ mit einem Anstieg um „reale“ 38,4 Mrd. US-\$. Nominal lag der Zuwachs jedoch lediglich bei 6,0 Mrd. US-\$. Dank des hedonischen Ansatzes (zur Erläuterung sh. Kasten) in der US-Statistik werden aus diesem Zuwachs von 6,0 Mrd. US-\$ (8,6 % des Wachstums) in der Statistik 38,4 Mrd. US-\$ oder circa 52 % des US-Wachstums. Fakt ist schließlich, daß aber nur diese 6,0 Mrd. US-\$ zur Begleichung von Löhnen, Krediten, Vorprodukten, Marketing etc. in der US-Wirtschaft zirkulieren. Die Statistik zeichnet insbesondere im Computerbereich also ein Bild, das mit der Realität des Investitionszyklus nichts zu tun hat. Phantom-Dollars do-

minieren das Bild, so wie Phantom-Gewinne das Bild bei Enron und WorldCom bestimmten. Aus obigen Daten einen Paradigmenwechsel im Investitionszyklus ableiten zu wollen erscheint nicht nachvollziehbar. Unverändert ist ein nachhaltiges Anspringen des Investitionszyklusses in den USA nicht erkennbar.

ABB. 3: HEDONISCHER PREISINDEX



„Dank“ des Hedonischen Preisindex wird die US-Volkswirtschaft viel produktiver ausgewiesen, als sie wirklich ist. Die Grafik zeigt, daß dies schon seit geraumer Zeit so ist bzw. daß es sich dabei um keinen Einmaleffekt im 2. Quartal 2003 handelte.

Deflator nach unten gesetzt

Der implizite Preisdeflator für das BIP liefert den nächsten Ansatzpunkt kritischer Betrachtung. Gegenüber dem 1. Quartal 2003 ist der Deflator von 2,4 % auf 0,9 %, also um markante 1,5 % nach Angaben des BEA gefallen. Je geringer der Deflator ist, desto größer fällt das Bruttoinlandsprodukt aus. Die Verbraucherpreise wiesen in den USA in den Monaten April bis Juni auf Jahresbasis Zunahmen um 2,1 % bis 2,2 % aus. Der „Employment Cost Index“ weist für das zweite Quartal einen Zuwachs um 3,8 % aus. Die Erzeugerpreise stiegen im 2. Quartal auf Jahresbasis durchschnittlich um 2,6 % mit steigender Tendenz (2,37 %, 2,53 %, 2,89 %). Gleichzeitig fiel der US-Dollar im 2. Quartal markant und hat damit das Risiko importierter Inflation erhöht. In diesem Umfeld sinkt laut BEA der implizite Deflator für das BIP in den USA von 2,4 % auf 0,9 % und wirkt sich auf das Wachstum mit 1,5 % im Vergleich zum Vorquartal positiv aus. Wir nehmen diese Daten erstaunt zur Kenntnis!

Zusammenfassung

Wir stellen fest, daß das US-Wachstum im zweiten Quartal zu 48 % auf konsumtive Staatsausgaben militärischer Natur zurückzuführen ist. Der hedonische Ansatz im „Fixed Investment“ steuert weitere 43,4 % (52 % minus 8,6 %) des Wachstums bei. Die potentielle Fragilität des Konsums im Hinblick auf kollabierte „Cash-out“-Refinanzierungen, Verschuldungsgrad der privaten Haushalte und Arbeitslosigkeit als auch die Fragen, die sich im Hinblick auf den impliziten BIP-Preisdeflator stellen, können wir an dieser Stelle sogar außer Acht lassen, um klarzustellen, daß die Qualität des US-Wachstums im zweiten Quartal unterproportional ausgefallen ist und nicht ansatzweise die Vermutung eines sich selbsttragenden und damit nachhaltigen Aufschwungs begründen kann.

Prinzipien der Marktes

Der faire Preis

Zum fairen Wert von Aktien gibt es zuallererst eine schlechte und eine gute Nachricht. Die schlechte: Es gibt gar keinen fairen Wert. Die gute: Und das ist gut so.

Nur die Zukunft interessiert

Wenn es nämlich als allgemeingültig anerkannte, faire Preise bei Aktien gäbe, käme der Handel weitgehend zum Erliegen und wäre in etwa so turbulent wie die Übertragung eines Pfahlsitz-Ausdauerwettbewerbes. Aktien werden gerade deswegen so intensiv gehandelt, weil der ihnen tatsächlich und objektiv innewohnende, intrinsische Wert nur für den Moment des Handels (rein theoretisch zumindest und freilich nur im Nachhinein durch eine umfassende Due Diligence) zu ermitteln wäre. Niemand aber kauft Aktien ihres aktuellen Wertes wegen und schon gar nicht, wenn der Preis allgemein als fair betrachtet würde. Da erfüllt Geld als Tauschmedium eindeutig bessere Dienste als Aktien. Käufer interessiert je nach Anlagehorizont der Preis in der kommenden Minute, in zwei Wochen oder auch erst in 20 Jahren.

Fairneß kein Grundzug der Börse

Es ist im Übrigen auch gar nicht im Wesen der Börse verankert, faire Preise zu ermitteln. Wer Aktien verkauft, geht davon aus, daß der Preis sinken wird (die Fälle von Zwangsverkäufen mal ausgenommen). Es ist nicht besonders fair, die Stücke und damit erwartete Verluste einem Käufer unterzujubeln. Dies gilt auch dann, wenn der Käufer aus dem gleichen, unfairen Antrieb handelt: Er denkt, die Aktie wird steigen, und will erwartete Gewinne dem Verkäufer entziehen. Dieser Motivationslage eingedenk könnte man den Begriff des fairen Preises so definieren, daß die jeweiligen Erfolgchancen unter Einbeziehung aller noch darzulegender Imponderabilien auf je 50 % zu bemessen wären.

Der Wert einer Ware

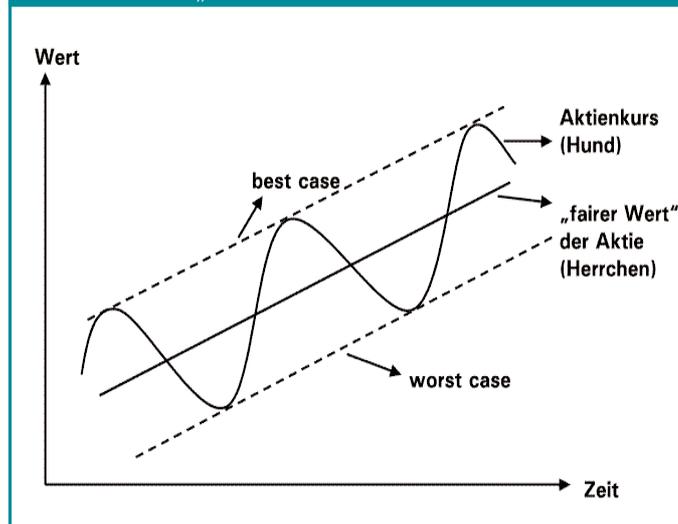
„Eine Ware scheint auf den ersten Blick ein selbstverständliches, triviales Ding. Ihre Analyse ergibt, daß sie ein sehr vertracktes Ding ist, voll metaphysischer Spitzfindigkeit und theologischer Mucken“, schrieb ein Ökonom, dessen Name erst später preisgegeben werden soll. Das gilt schon für vergleichsweise einfach zu greifende Dinge wie Eisen, Schuhe oder Wurst. Jeder Ware wohnt ein Wert inne, der sich aus den Kosten der Herstellung und dem Gebrauchswert zusammensetzt. Das sagt noch nicht viel über den Preis aus, der von vielen Faktoren beeinflusst wird. Im Prinzip kann man schon über den fairen Preis eines Paares Schuhe lange diskutieren, obwohl alle Wert-Parameter aus der Vergangenheit herrühren und daher bekannt sind. Dennoch sind Variablen wie Image des Herstellers (unser Ökonom spricht von Fetischcharakter der Ware), künstliche Verknappung von In-Produkten, Haltbarkeit, Service etc. vorhanden, die die Bestimmung des fairen Preises allenfalls als Annäherungswert zulassen.

Wert und Preis selten kongruent

Bei der Ware Aktie, deren Wertermittlung und der Preisfindung wird es so richtig vertrackt und bisweilen metaphysisch. Denn

zu den ohnehin vorhandenen Schwierigkeiten der Wertermittlung gesellt sich auch noch das Problem, daß zukünftige Ereignisse, die dann den objektiv innewohnenden Wert der Ware Aktie determinieren, eingerechnet werden müssen. Das bedingt Ungenauigkeiten. Gleichwohl führt kein Weg an einer Fundamentalanalyse vorbei. Der Buchwert einer Aktie ist noch zufriedenstellend exakt zu berechnen: Die Aktiva der Bilanz beziehungsweise die Summe der zu realisierenden Erlöse abzüglich der Passiva geteilt durch die Anzahl der ausstehenden Stücke ergibt den Wert einer Aktie. Nur die wenigsten in Deutschland gehandelten Effekten werden zu genau diesem Preis gehandelt. Zumeist liegen die Notationen darüber, es gibt aber auch Fälle, in denen es zu deutlichen Abschlägen kommt.

Abb. 1: „HERRCHEN UND HUND, – DER AKTIENKURS SCHWANKT LAUFEND UM DEN „FAIREN WERT“

**Wege des Hundes unergründlich**

André Kostolany prägte einmal das Bild des Herrchens, der mit dem Hund auf einem Weg spazieren geht. In diesem Bild stellt die Position des Herrchens den Wert einer Aktie dar, der sich relativ langsam verändert. Der Hund steht für den Preis. Der Vierbeiner eilt manchmal weit voraus, manchmal liegt er beträchtlich zurück, nur selten befindet er sich mit Herrchen auf einer Höhe. Und wie im richtigen Börsenleben sind die Wege des Hundes, respektive des Preises, einigermaßen unergründlich.

DCF

Bei der Annäherung an den fairen Preis einer Aktie geht es darum abzuschätzen, welche Wertveränderungen in der Zukunft zu erwarten sind. Am sinnfälligsten stellt sich die Methode dar, den zu erwartenden freien Mittelzufluß (Free Cash Flow) in einem Unternehmen zu ermitteln und diesen Wertzuwachs je nach Zeit-

fenster abzudiskontieren. Die DCF (Discounted Cash Flow)-Methode hat zum Beispiel viel mehr Charme als ein KGV-Vergleich innerhalb einer Peer Group. Abgesehen davon, daß Vergleiche zumeist hinken, sagt ein angemessener Preis innerhalb einer Aktiengruppe noch nichts über die Fairneß aus, zum Beispiel, wenn alle Aktien einer Branche zu hoch bewertet sind.

DCF als aussagekräftiger Wert

Um den DCF-Wert zu ermitteln, werden über einen bestimmten Betrachtungszeitraum (in der Tabelle von 2003 bis 2012) die Cash Flows geschätzt, abdiskontiert (Diskontierungssatz (DS) = 4 % in unserem Beispiel) und anschließend addiert (sh. Tabelle). Diese Summe stellt den „fairen“ Unternehmenswert dar, aus dem sich durch die Division mit der Aktienstückzahl der faire Wert je Aktie ergibt.

Der als fair errechnete Wert schwankt stark mit der Wachstumsrate des Cash Flows. Rechnet man für die kommenden Jahre mit jeweils 5 % Wachstum des Cash Flows, ergibt sich ein fairer Unternehmenswert von 12,541 Mio. Euro und demnach ein „fairer“ Aktienwert von 1,25 Euro. Bei angenommenen 10 % Wachstum errechnen sich als „faire“ Werte 16,392 Mio. Euro Unternehmens- und 1,64 Euro Aktienwert. Auch die Veränderung des gewählten Diskontierungsfaktors würde starke Schwankungen mit sich bringen.

ABB. 2: DCF ALS AUSSAGEKRÄFTIGER WERT

| Jahr | Worst Case | | | Best Case | | |
|--|---------------------------------------|--------------------------------|-----------------------|--|--------------------------------|-----------------------|
| | Cash Flow (Wachstum = 5 % p.a.) | Abzins- faktoren (DS=4%) | diskont. Cash Flow | Cash Flow (Wachstum = 10 % p.a.) | Abzins- faktoren (DS=4%) | diskont. Cash Flow |
| 2002 | 1,200 | | | 1,200 | | |
| 2003 | 1,260 | 0,960 | 1,210 | 1,320 | 0,960 | 1,267 |
| 2004 | 1,323 | 0,922 | 1,219 | 1,452 | 0,922 | 1,338 |
| 2005 | 1,389 | 0,885 | 1,229 | 1,597 | 0,885 | 1,413 |
| 2006 | 1,459 | 0,849 | 1,239 | 1,757 | 0,849 | 1,492 |
| 2007 | 1,532 | 0,815 | 1,249 | 1,933 | 0,815 | 1,576 |
| 2008 | 1,608 | 0,783 | 1,259 | 2,126 | 0,783 | 1,664 |
| 2009 | 1,689 | 0,751 | 1,269 | 2,338 | 0,751 | 1,757 |
| 2010 | 1,773 | 0,721 | 1,279 | 2,572 | 0,721 | 1,856 |
| 2011 | 1,862 | 0,693 | 1,289 | 2,830 | 0,693 | 1,960 |
| 2012 | 1,955 | 0,665 | 1,300 | 3,112 | 0,665 | 2,069 |
| | | | 12,541 | | | 16,392 |
| „Fairer“ Unternehmenswert in Mio. Euro | | | 12,541 | | | 16,392 |
| „Fairer“ Aktienkurs (Aktienzahl = 10 Mio.) | | | 1,25 | | | 1,64 |

Anmerkung: Ein Diskontierungssatz (DS) von 4 % entspricht im ersten Jahr einem Abzinsungsfaktor von 0,96 und im zweiten Jahr von 0,922 (= 0,96 x 0,96) usw.

Fairer Wert nur als Range zu bestimmen

Das Bestreben, exakt den fairen Wert bestimmen zu können, muß daher in den meisten Fällen fehlschlagen. Die Annäherung an einen fairen Wert, also die Bestimmung einer fairen Range, hilft aber auch schon weiter. Basierend auf diese Rechnung ließe sich sagen, wo auch immer der tatsächliche faire Wert liegen mag, bei den gegebenen Zukunftsaussichten zwischen 5 und 10 % Wachstum wäre ein Preis von zwei Euro auf jeden Fall unfair. Das heißt aber nicht, daß der Preis kurzfristig nicht auf einen noch höheren Wert klettern kann. Die Möglichkeit, daß er auch deutlich unter 1,25 Euro fällt, ist ebenfalls gegeben. Man hat in den vergangenen drei Jahren viele Aktien gesehen, die sogar unter den Wert der in der Bilanz ausgewiesenen liquiden Mittel gefallen sind – die Wege des Hundes sind wie gesagt unergründlich und der Preis als solcher von bisweilen metaphysischer Spitzfindigkeit, wie schon Karl Marx lehrte.

Noch ein Wort zum Zins

Gerade in der Zinsfrage durften Anleger zuletzt neue Erfahrungen machen. Der alte Mechanismus, demzufolge bei sinkenden Leitzinsen die Aktienkurse steigen und bei steigenden Zinsen sinken, ist in der jetzigen Baisse außer Kraft gesetzt gewesen, weil Zinssenkungen nicht Frohlocken ausgelöst, sondern Konjunkturängste geschürt haben.

Fazit

Wie sehr man die Berechnungsmethode auch verfeinert, um den tatsächlichen freien Cash Flow eines Unternehmens zu ermitteln, die Bestimmung des fairen Wertes der Aktie kann allenfalls in einer Range erfolgen. Ein festes Handlungsschema läßt sich nicht ableiten, denn selbst wenn der Preis die Range nach oben verlassen hat, können attraktive Trades locken. Das Motto heißt dann „The trend is your friend“. Was man in diesen Fällen aber beachten sollte: Diese Stücke sind heiß und nicht für den jahrelangen Verbleib im Depot angezeigt.

Stefan Preuß



Derivate

Werthaltiges im Warenkorb

Diversifikation im Portfolio ist mehr als eine Floskel ambitionierter Anlagemanager. Mit Partizipationszertifikaten auf den Rohstoffindex GSCI kann man sich einen umfangreichen Warenkorb ins Depot holen.

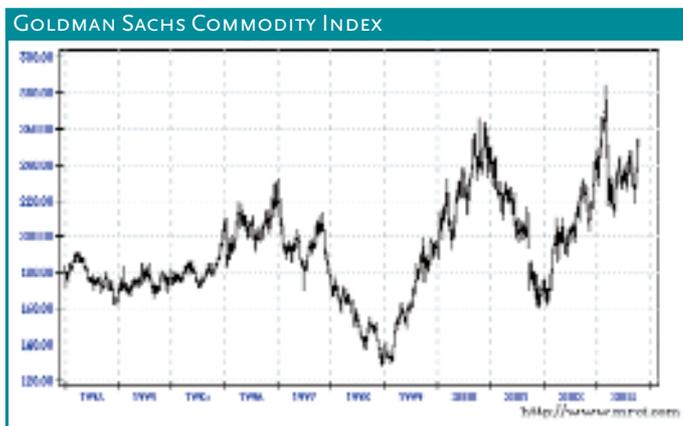
Eine Frage der Abbildung

Aus Gründen der Diversifikation – also der Risikostreuung ohne Einbuße an Performance – stellen Rohstoffe eine interessante Anlagealternative als Beimischung eines Aktien- und Renten-basierenden Anlageportfolios dar. Hintergrund ist ihre negative Korrelation zu anderen Asset-Klassen, die sich erfahrungsgemäß in Krisenzeiten noch verstärkt – oder sogar deren Auslöser ist wie in den 1970er Jahren. Rohstoff-Investments wirken also gerade dann verlustbegrenzend, wenn eine Verlustbegrenzung dringend benötigt wird, nämlich während Markturbulenzen oder in Zeiten inflationärer Umgebung. Sowohl das eine wie das andere kann man gegenwärtig bzw. für die Zukunft konstatieren. Eine Anlage in Unternehmen aus Branchen, die mit der Produktion oder dem Handel von Rohstoffen zu tun haben, ist nur eine Möglichkeit, die aber keine 1-zu-1-Abbildung darstellt. In krisenhaften Zeiten werden sich deren Aktien den Marktgegebenheiten ausgesetzt sehen. Eine physische Direktanlage in Rohstoffe hingegen kommt aufgrund der Lagerhaltungsproblematik nur bei Edelmetallen in Betracht. Die dritte und empfehlenswerteste Variante besteht darin, anhand von Partizipationszertifikaten an der Entwicklung der wichtigsten Rohstoffkomponenten teilzuhaben.



Emittenten haben die Nachfrage erkannt

Als erstes Institut bot die DZ Bank ein Zertifikat auf den GSCI an, den sogenannten Waren & Rohstoff Garant (WKN 758 503). Jedoch sind die Ausstattungsmerkmale zu beachten. Der Anleger partizipiert nur zu ca. 70 % an einer positiven Kursentwicklung des GSCI, Kursverluste sind durch die Kapitalgarantie (Rückzahlung zu 100 Euro) dagegen ausgeschlossen. Mit einer Laufzeit bis Mitte 2009 eignet sich dieses Garantiezertifikat also für risikoaverse Anleger mit langfristigem Horizont – wie man ihn für Anlagen in diesem Sektor unbedingt mitbringen sollte. Goldman Sachs zog mit einem Index-Zertifikat auf den GSCI nach (WKN 954 546). Die Fälligkeit zum Jahresende 2006 kann man allenfalls nur als mittelfristig bezeichnen, dafür partizipieren Anleger in vollem Umfang an möglichen Kurssteigerungen, allerdings auch an etwaigen Verlusten. Darüber hinaus bietet ABN Amro seit kurzem u.a. zahlreiche Turbo-Zertifikate auf „weiche“ Rohstoffe wie Kakao, Kaffee oder Zucker an.



Quelle: Goldman Sachs

Alle Rohstoffe in einem Korb

Der maßgeblichste Index zur Verfolgung der Rohstoffentwicklung ist der GSCI (Goldman Sachs Commodity Index). In ihm enthalten sind die 25 wichtigsten Rohstoffe aus den Bereichen Energie, Industrie- und Edelmetalle, Agrar und Vieh. Mit knapp 66 % dominiert der Energie-Sektor zwangsläufig, spiegelt aber andererseits auch die Bedeutung dieser Branche in der Realwirtschaft wider. 25 % allein macht schon Öl aus, weitere 11 % Erdgas. Mit gerade mal zwischen 2 und 3 % finden Edelmetalle kaum Berücksichtigung, so daß interessierte Anleger diesen Bereich separat abdecken sollten. Die Kursentwicklung des GSCI kann sich sehen lassen: Seit 1970 ergab sich eine durchschnittliche Jahresperformance von 4,6 %.

PARTIZIPATIONS-ZERTIFIKATE AUF ROHSTOFFE

| PRODUKT | EMITTENT | WKN | FÄLLIGKEIT | KURS* |
|--------------------|------------|---------|------------|------------|
| GSCI EXCESS RETURN | DZ BANK | 758 503 | 09.06.2009 | 94,23 EURO |
| GSCI TOTAL RETURN | GOLDMAN S. | 954 546 | 18.12.2006 | 38,50 EURO |

*am 20.10.2003

Fazit

Optionsscheine und sogenannte Mini-Futures/Turbo-Zertifikate auf den Ölpreis und andere Rohstoffe halten wir aufgrund der kurzen Laufzeiten für wenig sinnvoll. Unsere grundlegende Einschätzung lautet, daß die Ölpreise – oder genereller die Energie- und Rohstoffpreise – langfristig, vielleicht auch schon mittelfristig, vor einer zyklischen Hausse stehen (siehe hierzu auch Titelseite auf Seite 6). Kurzfristige Schwankungen sind weder prognostizierbar, noch mittels kurzlaufender Derivate gut antizipierbar, da Rohstoffpreise auf kurze Sicht oftmals zum Spielball internationaler Politik verkommen.

Falko Bozicevic

Das große Bild

Die zweite Blase

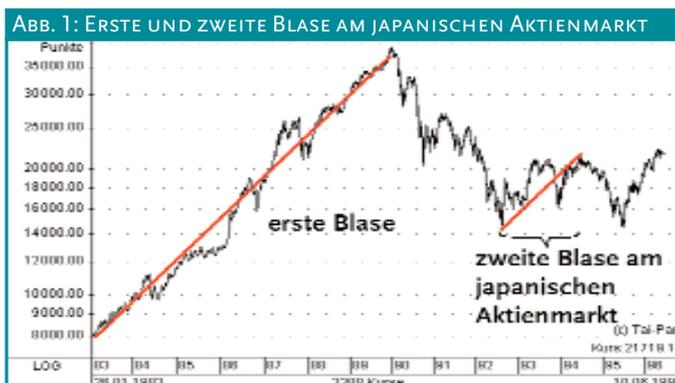
Vor allem die Bewertungen bei US-Tech-Titeln legen nahe, daß hier eine zweite Aktienblase entsteht. Mit ihrem Platzen sollte aber erst im kommenden Jahr gerechnet werden.

Überreaktion

Am 8. Oktober verkündete das Internet-Unternehmen Yahoo die Geschäftszahlen für das soeben abgelaufene dritte Quartal. Gegenüber dem Vergleichsquarter konnte die US-Gesellschaft beim Nettogewinn um über 120 % auf 65 Mio. US-\$ zulegen. Alle Achtung! Gegenüber der Consens-Schätzung der Analysten war dies eine positive Überraschung in Höhe von etwa 6 Mio. US-\$ (bzw. von etwa 1 US-Cent je Aktie). Bis hierhin lautet unser Fazit: Yahoo ist eine tolle Firma mit hohen Wachstumsraten, welche jedoch auf Sicht mehrerer Jahre zwangsläufig deutlich zurückgehen werden. Was einen normal denkenden Menschen hier aus der Fassung bringen müßte, ist nicht der Yahoo-Gewinn an sich, sondern die Reaktion der Börse darauf. Denn zwischen dem Schlußkurs vor der Zahlenbekanntgabe und dem Schlußkurs des folgenden Tages lagen satte 4 US-\$, was mit einer Zunahme des Unternehmenswerts über Nacht um etwa 2.500 Mio. US-\$ korrespondiert, 400mal mehr als die Gewinnüberraschung ausmachte. Wäre Yahoo ein Einzelfall, wir müßten uns nicht wirklich sorgen. Tatsächlich aber ist eine solche Überreaktion bei großen Nasdaq-Titeln derzeit eher die Regel denn die Ausnahme.

Alles läuft wie früher ab

Was derzeit an den Märkten abläuft – gemeint sind hier die Überbewertungen bei High Tech-Titeln und hier insbesondere bei amerikanischen Aktien – kann mit Fug und Recht als Blase bezeichnet werden. Nachdem wir Ähnliches bereits im Jahr 1999 und Anfang 2000 erlebt hatten, läßt sich die jetzige Aktienmanie folgerichtig als die „zweite Blase“ bezeichnen. Eine Aktienblase zeichnet sich dadurch aus, daß sich die Bewertung eines Marktes oder Sektors über die Maßen von den fundamentalen Gegebenheiten entfernt hat. Und genau dies müssen wir bei Yahoo,



welche mit dem 100fachen Gewinn und dem 20fachen Umsatz bewertet ist, und vielen anderen Nasdaq-Unternehmen konstataren. Nun muß man sich aber fragen: Haben denn die Investoren nichts dazu gelernt? Haben sie schon vergessen, daß eine Blase platzen muß und daß dies für alle Beteiligten sehr unangenehm wird? Warum es zu den erneuten Exzessen kommt, dürfte im Einzelfall wohl kaum zu ergründen sein. Zyklisch betrachtet bzw. vor dem Hintergrund historischer Aktienmanien ist es jedoch als durchaus normal anzusehen, daß der ersten großen Blase mit einem Abstand von etwa drei bis vier Jahren eine zweite Blase folgt. Dieses Verhalten läßt sich am Chart des japanischen Aktienmarkts im Jahr 1993/1994 (sh. Abb. 1) und des Goldmarktes in den Jahren 1992/1993 beobachten. Diesen Märkten ging es dabei wie einem Betrunknenen, der „am Tag danach“ aufgrund der Alkoholrückstände im Körper einen abermaligen Rausch – wenngleich deutlich geringerer Intensität – erlebt.

Pit Bull

Diese jetzige zweite Blase, von der hier die Rede ist, erkannten wir schon frühzeitig und bezeichneten sie bereits in der ersten Ausgabe des *Smart Investor* im April dieses Jahres als „Pit Bull Market“, womit eine Aufwärtsbewegung gemeint ist, die sehr heftig vonstatten geht, und während der in relativ kurzer Zeit viel Kurshöhe überwunden wird. Genau dies ist auch eingetreten. Der Pit Bull hatte sogar mehr Kraft bzw. Ausdauer als wir ursprünglich für möglich hielten. Die von uns prognostizierte Korrektur innerhalb des „Pit Bull Markets“ kam zwar im September zustande (Kursrückgang von 3.670 bis auf 3.200 Dax-Punkte), allerdings deutlich später als von uns vermutet (wir waren schon ab Juli vorsichtig) und verglichen mit unserer Erwartung deutlich weniger ausgeprägt (unsere Prognose für das Dax-Tief lautete auf „unter 3.000 Punkte“).

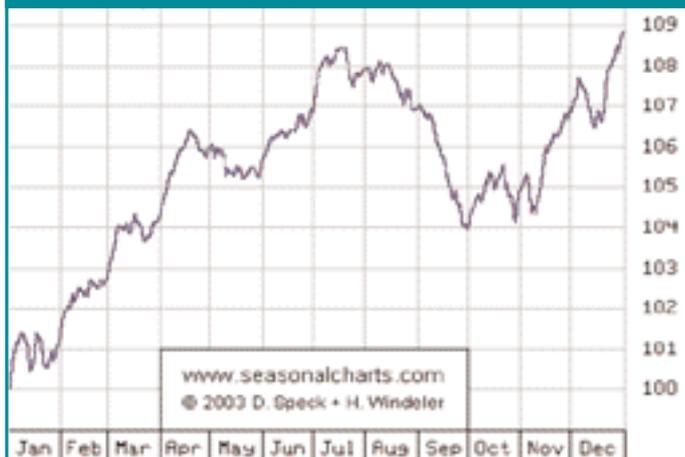
Staatseingriffe

Was sind nun die Gründe für das Entstehen dieser zweiten Blase? Abgesehen von chart- und sentimenttechnischen Gründen sehen wir hier vor allem einen ganz entscheidenden Punkt, näm-

2. GOLDBRIEF-SEMINAR

Am 29. November 2003 findet in München das 2. Goldbrief-Seminar statt. Wie schon beim 1. Goldbrief-Seminar im Januar dieses Jahres garantiert die Rednerliste auch dieses Mal wieder eine hervorragende Veranstaltung. Ein Themenschwerpunkt werden die asiatischen Märkte sein, was alleine schon die Wahl des Hauptredners Marc Faber andeutet. Daneben wird es aber auch selbstverständlich wieder um die großen Finanz-Trends in den kommenden Jahren gehen. Weitere Redner sind Roland Leuschel, Johann Saiger und Uwe Bergold. Als Abonnent des *Smart Investor* können Sie die Veranstaltung zum verbilligten Preis von 250 Euro besuchen (regulär: 290 Euro). Ihre Anmeldung oder Frage richten Sie bitte an goldbrief-seminar@web.de, Tel.: ++49 174 / 8458147, Herr Thomas Hühler.

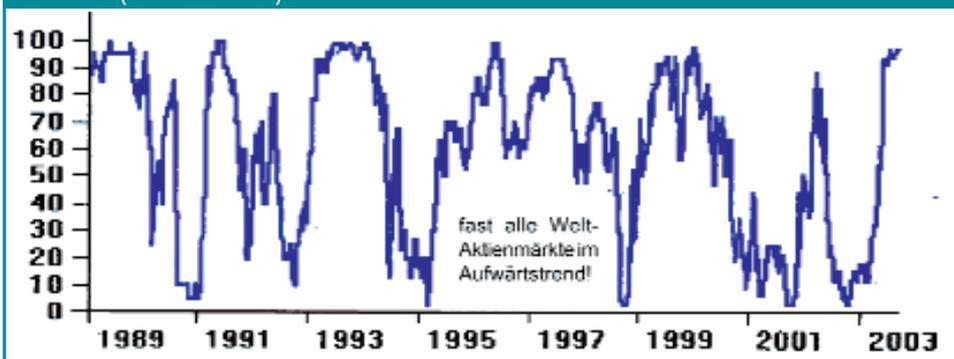
ABB 2: JAHRESZEITLICHER VERLAUF DES DAX, GEMITTELT VON 1974-2002



Quelle: www.seasonalcharts.com, Smart Investor 6/2003

lich die Eingriffe des Staates in die Wirtschaft. Dies erfolgt einerseits durch eine Politik des leichten Geldes vor allem in den USA (lesen Sie hierzu auch die Kolumne von Klaus Vogt zum Vorgehen von Alan Greenspan). Weiterhin betreiben die westlichen Staaten dieser Welt eine aggressive Fiskalpolitik. Man denke nur an die sich ständig ausweitenden und inzwischen groteske Größenordnungen annehmenden Budgetdefizite in den USA. Wie Folker Hellmeyer in seinem Artikel auf S. 24 belegt, ist rund die Hälfte des US-Wachstums im zweiten Quartal auf die Steigerung der Rüstungsausgaben zurückzuführen. Und die andere Hälfte läßt sich weitestgehend mit statistischen Tricks erklären. Dies belegt, wie sehr der Staat interveniert, um ein Abgleiten in die Rezession zu verhindern. Wie die jüngsten Enthüllungen demonstrieren, war der Irakkrieg von langer Hand geplant (vielleicht teilweise sogar als Konjunkturstütze?). Die ursprünglich vorgebrachten Kriegsgründe sind schließlich inzwischen alle als nichtig entlarvt. Andererseits sehen sich die Öffentlichen Hände jenseits wie diesseits des Atlantiks mehr und mehr zu Eingriffen gezwungen, um die Auswirkungen von Verfehlungen der letzten Jahre nicht zur Existenzbedrohung für ganze Sektoren werden zu lassen. Man denke hier nur an die US-Stahlzölle und die jüngste unsägliche Geschichte mit Steuergeschenken für die deutschen Lebensversicherungsgesellschaften. All dies wirkt kurzfristig positiv für Börse und Konjunktur, mittelfristig inflationär und führt langfristig nur zu einer Verschlimmerung der Probleme.

ABB 3: ANZAHL INDICES ÜBER 200-TAGE-DURCHSCHNITT SEIT 1989 (AKTUELL 97 %)



Quelle: Börsensignale

„Pit Bull“-Ende erst im kommenden Jahr

Nun wissen wir also, daß wir es zumindest im Technologiesektor mit einer neuerlichen Aktienblase zu tun haben. Dies bedeutet aber nicht, daß ab nun die Märkte fallen müssen. Ganz im Gegenteil: Wie man aus Erinnerung an die Zeit von vor drei bis vier Jahren weiß, führen Blasen meist weiter nach oben als man sich vorstellen kann. Auch prognostizieren wir schon seit dem ersten *Smart Investor*-Heft, daß das Ende des Pit Bull Markets vermutlich in das zweite Quartal 2004 fallen wird. Diesen Schluß ziehen wir in erster Linie aus den Vergleichen mit früheren zweiten Aktienblasen. Wie aus Abb. 2 hervorgeht (welche schon im *Smart Investor* 6/2003 gezeigt wurde), spricht auch das saisonale Börsenmuster im Dax dafür, daß spätestens ab Mitte November die Aktienkurse weiter nach oben gehen.

Positive Marktstruktur

Überhaupt deutet derzeit – anders als die fundamentale Bewertung vieler Aktien und Sektoren – eine stattliche Anzahl verschiedener technischer Indikatoren eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an, so z.B. ein sehr aussagefähiger Marktstruktur-Indikator, der regelmäßig im Börsenbrief „Börsensignale“ veröffentlicht wird (sh. Abb. 3). Der dahinterstehende Grundgedanke ist folgender: Aktien bzw. Indices, welche oberhalb ihres 200-Tage-Durchschnitts notieren, befinden sich – grob gesprochen – im mittelfristigen Aufwärtstrend. Momentan liegen gemäß diesem Chart 97 % aller größeren Aktienindices im Aufwärtsmodus. Daraus läßt sich eine gesunde Marktstruktur ableiten, welche zumindest unter kurzfristigen Gesichtspunkten gegen einen Crash spricht. Wie sich zeigt, bildet dieser Indikator nur etwa alle ein bis zwei Jahre ein Hoch oder ein Tief aus und gibt daher seltene, aber meist gute Signale. Auch daß viele Aktien momentan auf Mehrjahres-Hochs notieren (New Highs/New Lows-Indikator) weist in die gleiche Richtung, nämlich daß die westlichen Aktienmärkte noch „technisch gesund“ sind (wenngleich fundamental sehr krank).

Fazit

Obwohl wir uns sicher sind, daß es sich bei der momentanen Aufwärtsbewegung an den westlichen Aktienmärkten um eine zweite Blase handelt, gehen wir aufgrund zyklischer, saisonaler und anderer technischer Überlegungen dennoch davon aus, daß sich die Rally weiter fortsetzen wird, vermutlich bis ins zweite Quartal 2004. Mit unserer frühzeitigen Ausrichtung auf die Themen Asien und Rohstoffe/Edelmetalle liegen wir im wahrsten Sinne des Wortes „goldrichtig“. Wenn überhaupt, dann werden sich langandauernde Aufwärtstrends dort bilden. Aktuelle Einschätzungen zu den Geschehnissen an den Märkten finden Sie wie immer jeden Dienstag nachmittag (ab ca. 17.00 Uhr) im Online-Newsletter *Smart Investor Weekly* unter www.smartinvestor.de

Ralf Flierl

Relative Stärke

Der Lockruf des Ostens

Während sich die Märkte des näheren und fernerer Ostens an die Spitze der Rangliste setzten, wartet der Dax bislang vergeblich auf sein „Wunder von Bern“.

„Altes Europa“ und „Neues Amerika“ Hand in Hand

Auch im abgelaufenen Monat war der Dax selbst für Anleger mit einem ausgeprägten „home bias“ – also der Bevorzugung von inländischen Werten – kein sonderlich attraktives Spielfeld. Er verlor erneut drei Ränge und landete mit Rang 14 direkt vor Frankreich. Damit konnte sich allerdings das „alte Europa“ immerhin einmal mehr vor dem „neuen Amerika“ des George W. Bush (Ränge 18 und 19) plazieren. Stabil blieb der in der letzten Ausgabe beschriebene Abstand deutscher Technologieaktien zu Standardwerten – Rang 7 für den TecDax.

Nicht nur die Rente, auch Rententitel bereiten Sorgen

Absolut und relativ neigten die inländischen Renten erneut zur Schwäche. Nachdem die Hochs des Jahres 1999 in 2003 nur kurz überboten werden konnten, bildete sich hier eine fast lehrbuchmäßige Schulter-Kopf-Schulter-Formation mit entsprechenden negativen Implikationen heraus. Angesichts des erreichten niedrigen und damit unattraktiven Renditeniveaus und der zumindest nicht gänzlich auszuschließenden Möglichkeit einer konjunkturellen Belebung fällt es schwer, Argumente für einen Einstieg in Rententitel zu finden. Was ausgerechnet Rententiteln den Nimbus des „Save Haven“ einbrachte, erscheint ohnehin ebensowenig nachvollziehbar wie im Bezug auf die Altersrente („Eins ist sicher: die Rente“). Handelt es sich doch regelmäßig lediglich um ungesicherte Zahlungsverprechen eines Dritten, stets abhängig von dessen Zahlungswillen und Zahlungsfähigkeit. Und wie wohl selbst marode Geldhäuser ganz selbstverständlich von Ihnen erwarten, daß Sie deren Inhaberschuldverschreibungen erwerben, käme dort niemand auf die Idee, Ihnen in vergleichbarer Situation Geld ohne mehrfache Absicherung zu borgen, schon gar nicht zu den angebotenen Zinssätzen. Wie niedrig mitunter selbst staatliche (Zahlungs-)Versprechen im Kurs stehen, können die Inhaber von Argentinien-Bonds ihren Depotauszügen entnehmen; die anderen informieren sich bitte anhand der täglichen Nachrichtensendungen über die aktuelle Haushaltsdisziplin unseres eigenen Staatswesens.

Der Osten brummt

Während über Deutschland ein regelrechter „Ostalgie“-Tsunami hinwegschwappte, ist man im Lande der einstigen kommunistischen Führungsmacht nicht ganz so rückwärtsgewandt und schickt sich an, seinen Führungsanspruch nunmehr im erzkapitalistischen Börsenumfeld umzusetzen – Rang 1 für Moskau! Auch unser Dauerfavorit Indien konnte sich weiter verbessern. Der von uns noch vor wenigen Monaten als „schlafender Riese“ bezeichnete Markt ist inzwischen aufgewacht und putzmunter. Auf den Rängen 3 und 4 folgen mit Thailand und Japan ebenfalls Asiaten, welche sich auf der Favoriten-Liste von *Smart Investor* befinden.

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

| Index | Land | RS | RS | RS | RS | RS |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 17.10. | 03.10. | 19.09. | 05.09. | 22.08. |
| RTX | Rus | 1 | 3 | 7 | 5 | 5 |
| Sensex | Indien | 2 | 1 | 5 | 4 | 3 |
| S.E.T. | Thai | 3 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| Nikkei 225 | J | 4 | 4 | 3 | 6 | 7 |
| Merval | Arg | 5 | 8 | 8 | 13 | 20 |
| HUI** | USA | 6 | 5 | 1 | 1 | 2 |
| TecDAX | D | 7 | 6 | 4 | 3 | 4 |
| Hang Seng | HK | 8 | 7 | 12 | 9 | 11 |
| MDAX | D | 9 | 9 | 6 | 8 | 8 |
| PTX | Polen | 10 | 11 | 14 | 12 | 9 |
| All Ord. | Aus | 11 | 12 | 16 | 16 | 13 |
| KOSPI | Korea | 12 | 14 | 9 | 7 | 6 |
| NASDAQ 100 | USA | 13 | 10 | 10 | 11 | 12 |
| DAX | D | 14 | 13 | 11 | 10 | 10 |
| CAC 40 | F | 15 | 15 | 15 | 14 | 14 |
| FTSE 100 | GB | 16 | 18 | 21 | 22 | 21 |
| SMI | CH | 17 | 17 | 13 | 15 | 15 |
| DJIA 30 | USA | 18 | 19 | 18 | 17 | 16 |
| S&P 500 | USA | 19 | 20 | 20 | 18 | 18 |
| IBEX 35 | E | 20 | 22 | 22 | 20 | 17 |
| Gold | | 21 | 16 | 19 | 19 | 22 |
| Rohöl | | 22 | 23 | 25 | 24 | 23 |
| Silber | | 23 | 21 | 17 | 21 | 19 |
| REXP 10* | D | 24 | 24 | 23 | 23 | 24 |
| Shenzen | China | 25 | 25 | 24 | 25 | 25 |

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

Prügelstrafe für Gold und Silber?

Ein besonderes Lehrstück lieferten die Edelmetallmärkte. Noch am 25. September, als selbst das Börsenfernsehen nicht umhin konnte, ausführlich über das 7-Jahres-Hoch im Goldpreis zu berichten, erlitt das „barbarische Relikt“ einen ersten Schwächeanfall. Kein anderer Markt kippt so übergangslos aus dem Zustand der Euphorie in tiefe Betrübniß ab. Ein ganz erstaunliches Wirken der Massenpsychologie, so erstaunlich, daß einige Beobachter zu dem Schluß kommen, daß für Gold die Prügelstrafe nie wirklich abgeschafft wurde, zumal wenn es droht, entscheidende Chartmarken (400 US-\$) zu überwinden. Wir bleiben bei unserer Einschätzung der mittelfristigen Attraktivität der Edelmetalle und empfehlen Zukäufe stets dann, wenn der Markt kurzfristig in den „Panik-Modus“ übergeht – das klassische „Buy on dips“ also.

Ralph Malisch

Der Einführungsartikel zu dieser Rubrik kann unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen werden.

Sentimenttechnik

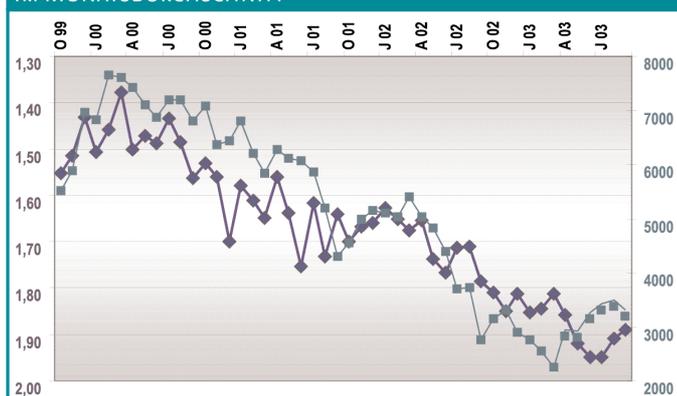
NOTES: Stimmungswende, aber keine Spur von Euphorie

Von Manfred Schumacher (www.schumachers.net)

Die lang erwartete Konsolidierung der Kursgewinne seit März hat zwar eingesetzt, zu einer dramatischen Verbesserung im Stimmungsbild der Finanzgemeinde hat dies noch nicht geführt. Immerhin wurde die Wende im Dax-Sentiment – gemessen nach Notes – im September bestätigt. Die Monatsnote verbesserte sich bei Auswertung von 1.206 Empfehlungen zwar nur leicht von 1,91 auf 1,89, die Zahl der Upgrades von Kurszielen und Anlageurteilen nimmt indes weiterhin zu. Im letzten Monat zählte Notes 84 Heraufstufungen nach 74 im August, wobei sich vor allem die Deutsche Bank, CSFB, Commerzbank und Sal. Oppenheim aktiv zeigten. Die Zahl der Downgrades ging demgegenüber merklich zurück. Wie stark sich das Dax-Sentiment der wichtigsten Investmentbanken in den letzten zwei Monaten verändert hat, ersehen Sie in der Tabelle.

Viel Raum für Interpretationen der erheblichen Zeitverzögerung, mit der die Sentimentindikatoren auf den Kursanstieg reagieren, bleibt eigentlich nicht. Ganz offensichtlich sind viele Investmentbanken, deren Anlagestrategie sich in den Urteilen ihrer Analysten widerspiegeln sollte, nach wie vor unterinvestiert. Was wiederum nur bedeuten kann, daß sie den laufenden Kursaufschwung lediglich für eine vorübergehende Erscheinung im Bärenmarkt halten. Für den antizyklisch denkenden und handelnden Investor ist das

**GEWICHTETE NOTES* FÜR DIE DAX-AKTIE
IM MONATSDURCHSCHNITT**



Blau = gewichtete Monatsnoten für die 30 Dax-Titel
Grün = Monatsschlusskurse des Dax

eigentlich eine gute Nachricht, weil sie viel Raum für höhere Bewertungen läßt. Die Finanzpresse ist im übrigen schon seit längerem optimistisch, was nicht nur die Notes belegen, sondern auch der steigende Saldo der Analystenzitate in der Wirtschaftspresse, wie er wöchentlich vom Bonner Medien-Tenor erhoben wird.

Die linke Tabelle zeigt die NOTES für alle Titel des Dax. Während momentan Altana von Seiten der Analysten am meisten Kurspotential eingeräumt wird, sind sie für die Aktie HypoVereinsbank am skeptischsten. Gemäß dem Contrary Opinion-Ansatz dürfte man bei den Werten tendenziell die größten positiven Überraschungen erwarten, die am unteren Ende der Rangliste notieren. Schließlich dürfte hier das meiste an Negativem bereits in den Kursen enthalten sein. Und in der Tat: Sowohl HypoVereinsbank wie auch Commerzbank zählten zu den besten Performern der letzten Wochen.

DIE ANALYSTEN-NOTES FÜR ALLE TITEL DES DAX

| RANG | AKTIE | NOTE SEP. | NOTE AUG. | VERÄND. |
|------|------------------|-----------|-----------|---------|
| 1 | ALTANA | 1,36 | 1,49 | 0,13 |
| 2 | CONTINENTAL | 1,41 | 1,31 | -0,09 |
| 3 | SIEMENS | 1,50 | 1,42 | -0,08 |
| 4 | E.ON | 1,50 | 1,57 | 0,07 |
| 5 | DEUTSCHE BÖRSE | 1,51 | 1,69 | 0,18 |
| 6 | BMW | 1,54 | 1,54 | 0,00 |
| 7 | ADIDAS-SALOMON | 1,59 | 1,62 | 0,03 |
| 8 | DEUTSCHE TELEKOM | 1,63 | 1,57 | -0,06 |
| 9 | FMC | 1,63 | 1,80 | 0,17 |
| 10 | LUFTHANSA | 1,63 | 1,78 | 0,14 |
| 11 | HENKEL | 1,66 | 1,77 | 0,11 |
| 12 | INFINEON | 1,68 | 1,74 | 0,06 |
| 13 | BASF | 1,69 | 1,77 | 0,09 |
| 14 | RWE GROUP | 1,81 | 1,78 | -0,03 |
| 15 | SCHERING | 1,88 | 1,98 | 0,10 |
| 16 | MAN | 1,91 | 1,74 | -0,17 |
| 17 | VW | 1,92 | 2,06 | 0,14 |
| 18 | DEUTSCHE POST | 1,93 | 1,72 | -0,22 |
| 19 | METRO | 1,94 | 1,77 | -0,16 |
| 20 | MÜNCHENER RÜCK | 1,95 | 2,03 | 0,07 |
| 21 | THYSSENKRUPP | 1,99 | 2,10 | 0,11 |
| 22 | BAYER | 2,05 | 2,24 | 0,18 |
| 23 | DEUTSCHE BANK | 2,06 | 2,19 | 0,13 |
| 24 | SAP | 2,07 | 2,16 | 0,09 |
| 25 | ALLIANZ | 2,17 | 1,78 | -0,39 |
| 26 | LINDE | 2,19 | 2,23 | 0,05 |
| 27 | DAIMLERCHRYSLER | 2,31 | 2,32 | 0,01 |
| 28 | TUI | 2,35 | 2,72 | 0,36 |
| 29 | COMMERZBANK | 2,64 | 2,69 | 0,05 |
| 30 | HVB GROUP | 2,71 | 2,78 | 0,06 |

BANKEN MIT DEUTLICH STEIGENDEM DAX-SENTIMENT SEIT JULI 2003

| INSTITUT | SEPT | JULI | VER. |
|------------------|------|------|------|
| BAYERISCHE LB | 1,77 | 2,10 | 0,33 |
| UBS | 1,83 | 2,11 | 0,28 |
| COMMERZBANK | 1,55 | 1,78 | 0,23 |
| ING | 1,56 | 1,74 | 0,18 |
| J.P. MORGAN | 1,73 | 1,90 | 0,18 |
| SG SECURITIES | 1,90 | 2,05 | 0,15 |
| BERENBERG BANK | 1,77 | 1,91 | 0,14 |
| HSBC | 1,92 | 2,03 | 0,11 |
| CSFB | 1,79 | 1,90 | 0,11 |
| M.M.WARBURG | 1,45 | 1,55 | 0,10 |
| BANKHAUS METZLER | 1,80 | 1,90 | 0,10 |
| DEUTSCHE BANK | 1,59 | 1,65 | 0,06 |

Noten ungewichtet, mit einer Coverage von mind. 20 Werten

Der Einführungsartikel zum NOTES-Indikator kann unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/ nachgelesen werden.

Aktie im Blickpunkt

ARQUES AG

Nur eine Beteiligungsgesellschaft?

Kennen Sie die erfolgreichste deutsche Aktie der letzten Monate? Wahrscheinlich nicht, denn der rasante Kursanstieg der im Freiverkehr notierten ARQUES AG vollzog sich fast unter Ausschluß der Öffentlichkeit. Dabei hat das Unternehmen, dessen Wert sich innerhalb eines Jahres mehr als verzehnfacht hat, erst in diesem Sommer seine Geschäftstätigkeit aufgenommen und dementsprechend noch keine Geschäftszahlen vorgelegt. Angesichts dieser erstaunlichen Entwicklung ist es sicherlich wert zu fragen, was an diesem Unternehmen die Phantasie einiger Anleger derart zu beflügeln vermag.

Die Geschäftsidee

Obwohl es sich bei der ARQUES AG vordergründig nur um eine auf mittelständische Industrieunternehmen spezialisierte Beteiligungsgesellschaft handelt, ist sie aufgrund ihrer einzigartigen Focussierung kaum mit anderen Beteiligungsgesellschaften zu vergleichen: Denn ihr Zielsegment liegt gerade bei jenen Unternehmen, die aufgrund von ungelösten Nachfolgeproblemen, Mißmanagement und Überschuldung in Insolvenzgefahr geraten sind und deswegen von „normalen“ Beteiligungsgesellschaften nicht angefaßt werden. Der Branchenschwerpunkt liegt hierbei eindeutig bei mittelständischen Industrieunternehmen (Umsatz zwischen 10 und 150 Mio. Euro) und sanierungsbedürftigen Konzernabspaltungen derselben Größenklasse. Die eingegangenen Beteiligungen werden anschließend durch die Bereitstellung von Investitionsmitteln, vor allem aber durch den Einsatz von eigenem Management-Know-how saniert und als rentable Unternehmen mittelfristig wieder veräußert. Als Zielmarke wird hierbei das Erreichen einer Umsatzrendite von über 10 % in einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren genannt.



Die Wertschöpfung

Um den Erfolg der Sanierungsbemühungen sicherzustellen, verfolgt das Starnberger Unternehmen eine zweigleisige Strategie. Zum einen wird eine sogenannte TaskForce aus mehreren hochqualifizierten Mitarbeitern der ARQUES AG in das Tochterunternehmen mit der Aufgabe entsandt, sämtliche Unternehmensfunktionen von der Buchhaltung über Organisation, Controlling und Produktion bis zu Materialwirtschaft und Vertrieb auf ihre Funktionsfähigkeit zu überprüfen und gegebenenfalls komplett zu restrukturieren. Zum anderen wird versucht, sowohl die Kreditgeber und Lieferanten wie auch – wenn nötig – die Beschäftigten zu Zugeständnissen zu bewegen. Da die Alternative in der Regel Insolvenz und damit Totalverlust lautet, dürfte die erforderliche Verzichtsbereitschaft normalerweise vorhanden sein. Kommt es zu einer Einigung, nimmt die „Intensivpflege“ mehrere Monate in Anspruch, nach deren Ablauf sich die Holding aus dem operativen Geschäft immer mehr zurückzieht, um schließlich die Position eines passiven Mehrheitseigentümers einzunehmen.

Die Köpfe

Erfolgsentscheidend dürfte in diesem Geschäft die Qualität der Mitarbeiter sein. Und hier scheint auch das wichtigste Asset der Gesellschaft zu liegen. Denn der Mitarbeiterstab setzt sich aus 16 hochqualifizierten Personen zusammen, die größtenteils über beeindruckende Referenzen sowie über umfangreiche Erfahrungen in punkto Unternehmensführung und -restrukturierung verfügen. Besonders hervorzuheben ist sicherlich der Vorstandsvorsitzende und größte Einzelaktionär, Dr. Peter Löw, der in den letzten zwölf Jahren mehr als 40 Unternehmen bei ihrer Sanierung begleitet hat. Bemerkenswert ist darüber hinaus der Umfang und die Zusammensetzung des Aufsichtsrates, dessen Mitglieder vielfach über langjährige Erfahrung in führenden Positionen namhafter Banken und Investmentgesellschaften verfügen.

| ARQUES AG | | | |
|------------------------|--------------------------|-----------------------|-------|
| BRANCHE | BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT | | |
| WKN | 515 600 | AKTIENZAHL (MIO.) | 1,60 |
| GJ-ENDE | 31.12. | KURS AM 20.10. (EURO) | 15,50 |
| MITARBEITER (01.10.03) | 16 (AG) | MCAP (MIO. EURO) | 24,8 |
| | 364 (BETEILIGUNGEN) | | |

| | 2003E | 2004E |
|--------------------|-------|---------|
| UMSATZ (MIO. EURO) | 105,0 | 200,0 |
| % GGÜ. VJ. | | +90,5 % |
| EPS (EURO) | 0,00 | 1,70 |
| % GGÜ. VJ. | | - |
| KUV | 0,24 | 0,12 |
| KGV | | 9,1 |

Die AG

Mit dem Ziel, durch einen erhöhten Bekanntheitsgrad sowie durch größere Transparenz sowohl die Berührungsängste bei potentiellen Übernahmen abzubauen wie auch die eigene Eigenkapitalbeschaffung zu erleichtern, wurde beschlossen, das bis dato in der ARQUES Executive GmbH angesiedelte Geschäft in eine börsennotierte Aktiengesellschaft zu transferieren. Hierfür wurde im letzten Jahr ein Börsenmantel (AG Bad Salzschlirf) erworben und in die ARQUES AG umbenannt. Um dabei einen möglichst transparenten Schnitt zu vollziehen, blieben die alten Beteiligungen (darunter Vetsatel Deutschland und MAF Verpackungstechnik GmbH) jedoch in der ARQUES Executive GmbH, so daß die ARQUES AG im Frühsommer dieses Jahres ihre Tätigkeit „bei Null“ aufnehmen konnte.

Das Portfolio

Ihren ersten Abschluß konnte die Gesellschaft am 27. August bekanntgeben, als die Übernahme von vier Tochtergesellschaften der Schweizer Swisslog vollzogen wurde. Die nun in einer neuen Holding unter dem Namen Schierholz-Translift zusammengefaßten Unternehmen sind als Maschinenbauer alle auf dem Gebiet der Automatisierung des innerbetrieblichen Materialflusses (z.B. Transportbänder) tätig und haben zur Zeit 364 Mitarbeiter. Der summierte Umsatz von Schierholz-Translift belief sich letztes Jahr auf 85 Mio. Euro und soll nach Aussage des Vorstands im laufenden Jahr 105 Mio. Euro betragen. Weitere Beteiligungen gibt es im Augenblick zwar noch nicht, doch der Abschluß weiterer Geschäfte noch in diesem Jahr sei nicht unwahrscheinlich, so der Vorstand.



Die Perspektiven

An Beteiligungsmöglichkeiten scheint es nicht zu mangeln. Nach Unternehmensangaben werden pro Jahr zwischen 300 und 500 Unternehmen gesichtet, wobei die Zahl der Kandidaten infolge der andauernden Konjunkturschwäche und der steigenden Insolvenzzahlen weiterhin stark zunimmt. Gleichzeitig fördern die sich häufenden Kreditausfälle die Bereitschaft der Banken, Teilschuldenerlasse zur Sicherung der restlichen Verbindlichkeiten zu akzeptieren. Das ARQUES-Management sieht jedoch vor allem längerfristige Trends wie die zunehmende Generationswechselproblematik an der Spitze vieler Mittelständler sowie die Tendenz zum Outsourcing bei großen Konzernen als wesentliche Wachstumstreiber. Sollte zudem die vielerorts geäußerte Befürchtung, die Basel II-Vorschriften könnten zahlreiche im Grunde wirtschaftlich gesunde Unternehmen in Schwierigkeiten bringen, wahr werden, so würde dies weitere, sehr attraktive Beteiligungsmöglichkeiten für die Bayern eröffnen.

Die Aktie

Wie anfangs erwähnt, hat die Aktie der ARQUES AG in den letzten Monaten eine beeindruckende Performance hingelegt. Nachdem sie bereits zwischen Januar und August von 1,30 Euro auf 2,20 Euro gestiegen war, löste die Meldung über die Schierholz-Translift-Übernahme eine wahre Kursexplosion aus, was die Ak-

tie bis Mitte Oktober auf fast 16 Euro beförderte. Multipliziert mit der Aktienzahl von 1,6 Mio. ergibt das eine Marktkapitalisierung von 25 Mio. Euro, der ein für 2004 erwarteter Umsatz von 200 Mio. Euro gegenüber steht. Während der Umsatz hauptsächlich durch neue Akquisitionen wachsen soll, werden die diesjährigen Übernahmen laut Planung bereits im nächsten Jahr für einen Gewinn von 1,70 Euro pro Aktie sorgen. Beim aktuellen Kurs würde dies ein KGV bezogen auf das Jahr 2004 von 9 bedeuten.

Die Risiken

Als das mit Abstand größte Manko muß die äußerst dünne Informationsdecke genannt werden. Da die ARQUES AG ihre Geschäftstätigkeit erst dieses Jahr aufgenommen hat, liegt noch kein einziger Geschäftsabschluß vor, an dem sich die Nachhaltigkeit der Planung und die Solidität der Geschäftsführung objektiv überprüfen ließe. Auch die Fragen der Liquiditätsversorgung

und der künftigen Kapitalausstattung sind noch offen. Da bislang keine Eigenkapitalzuführungen für die AG bekanntgegeben wurden, ist zu vermuten, daß die Gesellschaft im Moment noch über keine eigenen Mittel verfügt. Kurzfristig ist das angesichts der dahinter stehenden ARQUES Group sicherlich kein Problem – auch die Übernahme von Schierholz-Translift konnte offenbar mühelos finanziert werden – doch früher oder später wird eine massive Kapitalerhöhung unvermeidlich sein. Für das Unternehmen spricht, daß die genannten Probleme erkannt werden. So ist geplant, eine regelmäßige Quartalberichterstattung einzuführen und bereits im November den ersten Bericht vorzulegen. Darüber

hinaus wurde noch für dieses Jahr eine Hauptversammlung angekündigt, auf der Details zu dem Mantelgeschäft sowie zu den anvisierten Kapitalmaßnahmen vorgestellt werden sollen.

Fazit

Bei der ARQUES AG handelt es sich zweifelsohne um ein sehr interessantes, aber auch riskantes Unternehmen. Da die Zielobjekte nur selten ohne Grund in Existenzkrisen geraten sind, bewegen sich die Starnberger allein durch ihr Geschäftskonzept in einem sehr schwierigen Markt. Die Gefahr von Fehleinschätzungen ist hoch und deren Auswirkungen gerade in Umbruchsituationen gravierend. Auf der anderen Seite läßt das geballte Know-how des Managements die Vermutung nicht ganz abwegig erscheinen, daß es sein Geschäft versteht. Die Gesellschaft mag ein unbeschriebenes Blatt sein, die involvierten Personen sind es nicht. Und sollten sich die Pläne tatsächlich als realisierbar erweisen, so wäre die Aktie trotz ihres fulminanten Höhenflugs immer noch moderat bewertet. Es bleibt auf jeden Fall spannend.

Aufgrund des sehr geringen Handelsvolumens sollten Orders nur limitiert erfolgen (Börse Stuttgart).

Adam Jakubowski, Holger Steffen

Externe Analyse

British Petroleum (BP)

Bringt Rußland eine Trendwende für die Aktie?

Von Andy Sommer, HSH Nordbank AG

BP ist gemessen an den Fördervolumina der derzeit drittgrößte börsennotierte Öl- und Gaskonzern der Welt. Als erstes westliches Unternehmen der Branche hat BP in diesem Jahr einen großen Schritt nach Rußland gewagt. Im Rahmen der Strategie, die gesamten Produktionskapazitäten um 3 % p.a. auszuweiten und die Konzernrentabilität zu erhöhen, soll Rußland einen Großteil zur Erfüllung dieser Ziele beitragen.

Der TNK-Deal

BP und die russische AAR gründeten im Februar ein Joint Venture namens TNK-BP, in dem beide Seiten ihre Rußland-Aktivitäten bündeln. BP zahlt für seinen 50 %-Anteil einen Betrag von insgesamt 7,7 Mrd. US-\$. Diesem Joint Venture gehören Produktionsstandorte in West-Sibirien und im Ural sowie sieben Raffinerien und knapp 2.700 Tankstellen in Rußland und der Ukraine an. Gemessen an der Ölproduktion von etwa 1,36 Mio. Barrel pro Tag (bpd) rückt TNK-BP auf den dritten Platz unter den russischen Energiekonzernen vor. BP selbst wird mittelfristig Royal Dutch von der zweiten Position weltweit ablösen.



Ziele

BP hat sich für TNK mehrere Ziele gesetzt: Mittels Technologietransfers und der Restrukturierung alter Produktionsfelder soll aus der Ölförderung unter der Voraussetzung „normaler“ Marktkonditionen ein Gewinn von einmalig 2 Mrd. US-\$ resultieren. Weitere 2 Mrd. US-\$ erhofft sich das Joint Venture langfristig aus der Inbetriebnahme neuer Produktionsstätten. Zusätzlich bezifferte TNK die Ziele für Kosteneinsparungen und Synergieeffekte auf insgesamt 1,5 Mrd. US-\$. Schlußendlich möchte das Unternehmen durch einen höheren Exportanteil den derzeitigen Abschlag der realisierten Ölpreise zu den Weltmarktnotierungen für Ural-Öl verringern und damit seine Rentabilität steigern. Im

vergangenen Jahr mußte BP 41 % des Fördervolumens zu deutlich geringeren Inlandspreisen absetzen.

Chancen und Risiken

Während bisher nur 2 % der Gesamtproduktion BPs aus Rußland kamen, wird die Region im kommenden Jahr für über 17 % des Outputs stehen. Damit erhöht sich das Risikoprofil beträchtlich. Die wichtigsten Risiken sind unserer Einschätzung nach:



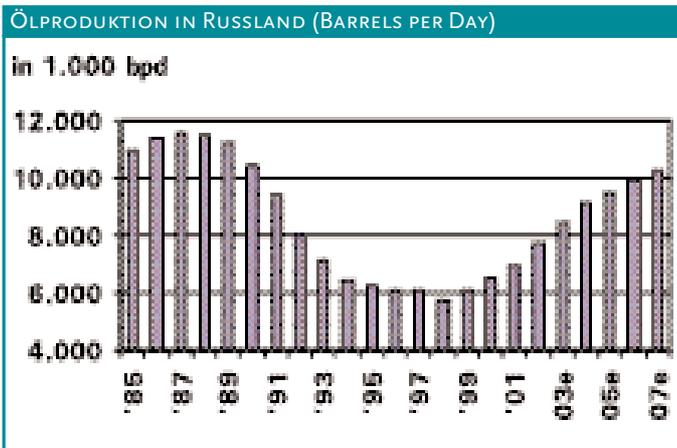
Andy Sommer

- ◆ Die Politik, v.a. mögliche Änderungen im russischen Steuersystem: Die Ölbranche spielt in der russischen Volkswirtschaft eine wesentliche Rolle. Eine Erhöhung der Export- und Produktionssteuern zur Finanzierung des öffentlichen Haushaltes kann im Falle geringerer Rohstoffpreise nicht ausgeschlossen werden, da ein rückläufiger Ölpreis den Außenhandelsüberschuß Rußlands negativ beeinflussen würde.
- ◆ Der Export: Das schlecht ausgebaute und teilweise marode Pipeline-System des staatlichen Monopolisten Transneft behindert die Exportabsichten der russischen Ölindustrie. Um dieses Problem zu beseitigen, sind derzeit mehrere neue Pipelines und Ausbauten der bestehenden Strecken in Planung bzw. im Bau. Das Hauptrisiko für die Realisierung dieser Projekte ist das politische Genehmigungsverfahren. So stehen die endgültigen Entscheidungen über den Bau der Druzhba-Adrija-Pipeline und der China-Pipeline bereits seit Monaten aus.

Neben den Risiken bieten sich für BP in Rußland aber auch beträchtliche Chancen:

- ◆ Niedrige Produktionskosten: Die Ölförderung ist in der Region deutlich günstiger als z.B. in Großbritannien oder den USA. Der Transfer von Managementenerfahrung und modernerer Technologie aus westlichen Staaten dürfte diesen Vorteil u.E. auch in Zukunft fortbestehen lassen.
- ◆ Hohes Produktionswachstum: Obwohl die Wachstumsrate des russischen Fördervolumens in den kommenden Jahren kapazitätsbedingt rückläufig sein dürfte, wird das Land auch

in Zukunft der am stärksten wachsende Ölproduzent weltweit sein. Zudem wird Rußland nicht durch OPEC-Restriktionen beeinflusst.



Quelle: Morgan Stanley, HSH Nordbank

Bewertung der Transaktion

Mit dem Schritt nach Rußland eröffnet sich für BP eine wichtige Region für zukünftiges Wachstum. Auf Basis der Annahme, daß die russische Pipeline-Infrastruktur zügig ausgebaut wird, dürfte sich die Transaktion bereits ab dem laufenden Jahr positiv in den Produktions- und damit auch den Ertragszahlen niederschlagen. Wir halten dabei die Ziele TNKs durchaus für realisierbar. Bislang brachliegende Kapazitäten könnten relativ kurzfristig reaktiviert werden. Dies bestätigen die jüngsten Produktionszahlen, die im vergangenen Jahr um 6,8 % und in den ersten vier Monaten 2003 sogar um 11,9 % gestiegen sind. Über den Umfang der Öl- und Gasreserven gibt es weit auseinanderreichende Schätzungen. Während die Consulting-Firma Miller & Lents mit vorhandenen 8,6 Mrd. Barrel (ohne die jüngste 50 %-Beteiligung an Slavneft) rechnet, geht BP nur von 5,2 Mrd. Barrel aus. Durch Slavneft erhöhen sich die Reserven nach BP-Schätzungen nochmals um 1,6 Mrd. Barrel. Für unsere nachfolgenden Berechnungen unterstellen wir die konservativeren Reservenschätzungen von BP.

| RESERVEN TNK-BP | BP | MILLER & LENTZ* |
|------------------------------------|-----|-----------------|
| GESCHÄTZTE RESERVEN IN MRD. BARREL | 6,8 | 8,6 |
| EV/RESERVEN IN US-\$ | 2,9 | 2,0 |

*ohne Slavneft; Quelle:HSH Nordbank

Tatsächlich zu viel bezahlt?

Auf der Grundlage dieser Angaben hat BP für seinen Anteil an TNK 2,94 US-\$ pro Barrel bezahlt. Im Vergleich zur Bewertung anderer großer Ölkonzerne Rußlands wie Yukos und Sibneft ist das ein Aufschlag von 100 bzw. 40 %. Angesichts der Tatsache, daß diese beiden Unternehmen (vor ihrer geplanten Fusion) in den nächsten Jahren sowohl höhere Wachstumsraten als auch höhere Rentabilitätskennziffern ausweisen werden als TNK-BP, halten wir den Aufschlag für sehr hoch. Positiv werten wir dagegen, daß sich die Briten durch den Deal umfangreiche Reserven und Synergiepotentiale erschließen. Zusätzlich sehen wir in der Tatsache, daß TNK-BP nach britischem Recht firmiert und mit dem Vorstandsvorsitzenden und dem Finanzvorstand die beiden wichtigsten Führungskräfte durch BP gestellt werden, eine Min-

derung des Investitionsrisikos für BP. Aus diesen Gründen halten wir eine Prämie für berechtigt. Wir schätzen den Deal dennoch insgesamt für zu teuer ein.

Produktion auf Konzernebene

Mehrere wenig rentable Aktivitäten wurden zuletzt konsequent verkauft. Insgesamt erzielte BP so einen Veräußerungserlös von knapp 6 Mrd. US-\$. Die Verkäufe von Produktionsstätten werden im laufenden Jahr das Produktionsvolumen BPs um etwa 0,14 Mio. bpd reduzieren. Die anteilige Einbeziehung der Förderung TNK-BPs in den letzten vier Monaten 2003 dürften diese Einbußen jedoch ausgleichen. Wir rechnen für 2004 mit einem Anstieg des Fördervolumens um knapp 15 %. Von 2005 bis 2007 dürfte das Produktionswachstum im Durchschnitt bei etwa 3,5 % p.a. liegen.

Marktumfeld

Die anziehende Konjunktur und der Winter auf der Nordhalbkugel werden in den kommenden Monaten für eine weltweit ansteigende Nachfrage nach Öl und Gas sorgen. Diese dürfte jedoch von den zuletzt wieder erhöhten Lagerbeständen und der aktuellen Produktion abgedeckt sein. Zusätzlich gehen wir davon aus, daß sich die Sicherheitslage im Irak entspannt und die Ölexporte ausgeweitet werden. Ob die Vorkriegs-Produktionsvolumina des Irak bereits im 1. Quartal 2004 erreicht werden können, wie von der Übergangsregierung angestrebt, bleibt jedoch abzuwarten. Auf jeden Fall ist im kommenden Jahr eine deutliche Angebotsausweitung des arabischen Staates zu erwarten. Zudem wird auch die russische Ölindustrie weiterhin stark wachsen, so daß wir für 2004 insgesamt mit einem Angebotsüberschuß auf den Rohstoffmärkten rechnen. Wir gehen daher von einem Rückgang des Ölpreises auf durchschnittlich 23 US-\$ aus.



Bewertung

Insgesamt wird die TNK-Akquisition in den kommenden Jahren einen positiven Effekt auf die Gewinne BPs haben. Vor allem der starke Produktionssprung in 2004 dürfte den negativen Einfluß eines sinkenden Ölpreises mindern und BP nur einen geringen Ertragsrückgang bescheren. Trotz dieser mittelfristig positiven Aussichten halten wir die BP-Aktie mit einem KGV von 16,6 für angemessen bewertet. Dies wird auch durch den EV/EBITDA-Multiplikator bestätigt. Da wir demzufolge kurzfristig kein ausreichendes Kurspotential sehen, lautet unser Rating Verkaufen.

Disclaimer
 Die in dieser Analyse veröffentlichten Informationen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die geäußerten Meinungen über Märkte und Produkte sind unverbindlich. Sie stellen keine Aufforderung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf dar. Die Lektüre dieser Publikation kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die HSH Nordbank kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesem Dokument stehen.

MoneyTalk

„Begehrlichkeiten hervorrufen“

Smart Investor im Gespräch mit Klaus R. Leineweber, Finanzvorstand der Girindus AG, über die Konsolidierung in der Biotech-Branche, Wachstumsmärkte und die Wertschöpfung für Aktionäre



Klaus R. Leineweber

Smart Investor: Girindus bezeichnet sich selbst als Hersteller innovativer Wirkstoffe. Was können Sie denn, das andere Unternehmen nicht leisten?

Leineweber: Wir sind kein Wirkstoffforscher. Die von uns produzierten Wirkstoffe erforschen wir nicht für uns selbst, um sie im eigenen Namen an Endkunden zu verkaufen, vielmehr entwickeln wir Verfahren für die Biotech- und Pharma-Industrie und produzieren für sie diese Wirkstoffe. Unser Ziel ist also keineswegs, irgendwann ein eigenes Medi-

kament auf den Markt zu bringen. Girindus erhält Entwicklungsaufträge aus der Industrie und geht dann an die Arbeit, beginnend mit der präklinischen über die klinische Phase usw. Wenn der Auftraggeber positive Zwischenresultate verzeichnet, durchläuft der Entwicklungsprozeß derart Phase um Phase bis zum Antrag für die Marktzulassung.

Smart Investor: Was tut sich derzeit auf dem Gebiet gegen die schweren Krankheiten der Menschheit, zum Beispiel Aids?

Leineweber: Der momentan erfolversprechendste Ansatz liegt im Bereich der Oligonukleotide. Genau da ist auch Girindus sehr stark engagiert. Wir haben auf diesem Gebiet bereits einige Aufträge bekommen und können heute relativ stolz feststellen, daß Girindus eines von noch nicht so besonders vielen in der Oligonukleotid-Herstellung involvierten Unternehmen ist. Ein großer Teil der Hoffnung zur Bekämpfung der schwerwiegenden Krankheiten wie Krebs und Aids beruht nicht auf der Linderung der Symptome, sondern der aktiven Bekämpfung der Ursachen. Mit Oligonukleotiden geht man an den Ursprung. So können die fehlgeschalteten Proteine blockiert, die Krankheiten gestoppt und im besten Fall verhindert werden, daß sie überhaupt ausbrechen.

Smart Investor: Das klingt allerdings auch sehr forschungs- und damit wohl auch reichlich kostenintensiv.

Leineweber: Das ist richtig, aber Girindus muß die gesuchten Wirkstoffe wie gesagt nicht selbst erfinden, sondern arbeitet an den Verfahren und Abläufen, mit denen dann die Substanzen produziert werden können. Derzeit gibt es nicht viele Oligonukleotid-Hersteller, aber der weltweite Bedarf an Wirkstoffen bzw. deren Herstellungsprozessen ist mittelfristig ungleich größer.

Smart Investor: Wo und wie will Girindus wachsen, organisch oder anorganisch?

Leineweber: Wir sehen mit unserem Stammgeschäft sowie mit unserem neuen Geschäftsbereich Oligonukleotide gutes organisches Wachstum. Wenn sich die Gelegenheit bietet, werden wir natürlich auch die Möglichkeiten anorganischen Wachstums kritisch prüfen.

Smart Investor: ...zumal Girindus mit 15 Mio. Euro an liquiden Mitteln relativ komfortabel dasteht. Was planen Sie mit dem Geld?

Leineweber: Das wirtschaftliche Umfeld ist weiterhin schwierig. Das veranlaßt uns, mit diesem Geld auch entsprechend vorsichtig umzugehen. Sie haben völlig recht: Wenn sich eine Gelegenheit ergibt, sind wir in der Lage, auch einen Deal zu machen, aber das sehe ich momentan einfach noch nicht. Daher lassen wir diese Summe erst einmal dort, wo sie jetzt ist.

Smart Investor: Wie sieht Ihre Zukunftsvision aus, wo und wie sehen Sie Girindus in fünf Jahren?

Leineweber: Wir werden auf jeden Fall profitabel sein. Unser Ziel ist eine EBIT-Marge von 20 %. Das haben andere Unternehmen aus der Branche vor uns schon vorgeführt, also können auch wir dieses Ziel erreichen. Sicherlich wird die Konsolidierung im Markt weiter fortschreiten – Übernahmen oder Pleiten –, dies wird aber nicht Girindus betreffen. Aber ich kann mir vorstellen, daß Girindus in dieser Vision auch bei dem einen oder anderen Unternehmen Begehrlichkeiten hervorrufft.

Smart Investor: Heißt das etwa, Sie liebäugeln damit, gegebenenfalls übernommen zu werden, wenn Girindus es aus eigener Kraft nicht schafft und halten sich so ein Hintertürchen offen?

Leineweber: Das ist nicht unser Ziel. Man darf da aber nicht eitel sein, das ist alles eine Frage der Möglichkeiten und Chancen der daran Beteiligten. Wenn sich gemeinsam vernünftige Perspektiven bieten, muß man sicherlich auch über ein Zusammengehen nachdenken. Die Aktionäre muß man dabei natürlich immer im Auge behalten.

Interview: Falko Bozicevic

Buy or Good Bye

Buy: Tri-Valley Corporation

Einen interessanten Small Cap eines börsennotierten Erdöl- und Erdgasunternehmens stellt Tri-Valley dar. Die schon seit über 30 Jahren bestehende Gesellschaft mit Sitz in Kalifornien ging Ende der 90er aus der Insolvenzmasse eines ehemals führenden Explorationsunternehmens hervor. Die unbarmherzige Konsolidierung im US-Markt – von einst 13.000 Unternehmen blieben nur 200 übrig – haben die Kalifornier zum stringenten Um- und Neuaufbau genutzt. Zu Zeiten niedriger Öl- und Gaspreise hat man gezielt Land- und Bohrrechte erworben. Die Besonderheit: Der Wert des Unternehmens basiert auf teils bestätigten, größtenteils aber noch unbestätigten Öl- und Gasvorkommen sowie auf geologischen Daten und Karten über mögliche Vorkommen. Die Explorationsziele identifiziert Tri-Valley mittels einer exklusiv erworbenen Datenbank. Die eigentliche operative Tätigkeit steht also erst noch bevor.

Die Erfolgsaussichten stehen jedoch sehr gut. Die Bohrergebnisse rund um das kalifornische Bakersfield weisen eine historische Erfolgsquote von über 30 % aus. Tri-Valley würde sogar mit 10 % hervorragend dastehen. Mit dem Erfolg in Oil Creek hat Tri-Valley ein erstes Signal gesetzt. Die Vorkommen dürften um etwa ein Drittel höher ausfallen als bisher vermutet, entsprechend positiv reagierte schon der Aktienkurs. Aber es kommt noch besser: Tri-Valley verfügt zusätzlich über Edelmetallressourcen, die immerhin so lukrativ sein müssen, daß ein großer, noch nicht ge-

nannter Partner zwecks gemeinsamem Abbau einsteigen wird. Tri-Valley stellt ein deutlich spekulativeres Investment im Rohstoffbereich dar als etwa unsere Musterdepotwerte Canadian Natural Resources oder Banpu. Nachrichten über Erfolge oder Mißerfolge werden den Kursverlauf regelmäßig durchschütteln. Da Tri-Valley ein AMEX-Listing avisiert, darf eine gewisse Marktkapitalisierung künftig nicht mehr unterschritten werden. Das Unternehmen bietet unter dem Strich erhebliches Überraschungspotential bei vertretbarem Risiko.



Buy: Stada Arzneimittel

Erst eine umfangreiche Kapitalerhöhung hat den Aufwärtstrend des Generikaherstellers unterbrochen. Im Zuge dessen plazierte der Anbieter von Nachahmerpräparaten, immerhin auch der viertgrößte Anbieter von frei verkäuflichen Medikamenten in Deutschland, bis Mitte Oktober bereits seine zweite und letzte Tranche marktschonend vor allem bei institutionellen Investoren inner- und außerhalb der EU. Dabei nutzte das Unternehmen aus dem hessischen Bad Vilbel geschickt das vorherige Allzeithoch des Aktienkurses in Folge der gerade erst gemeldeten Rekordergebnisse, so daß der Kurs trotz der nicht unerheblichen Verwässerung durch die Kapitalerhöhung auch jetzt nicht mal 20 % unter dem High notiert.

Für das erste Halbjahr legte Stada einmal mehr Rekordzahlen vor. Demnach stieg der Umsatz um 16 % auf 358,6 Mio. Euro, in den von Generika dominierten Kernsegmenten sogar um 28 %. Der Konzerngewinn erreichte mit einem Anstieg von 17 % auf 23,2 Mio. Euro ebenfalls neue Bestmarken. Sowohl für das laufende wie auch das nächste Jahr rechnen die Hessen damit, bei Umsatz und Ertrag zweistellig prozentual zu wachsen. Letzteres ist deshalb nicht ganz selbstverständlich, weil die geplante Gesundheitsreform in Deutschland die Pharmaunternehmen unbestreitbar belasten wird. Die wachsende weltweite Nachfrage nach Billigpräparaten ist jedoch ungebrochen stark. Ein weiterer Plus-

punkt ist die Haltung der US-Zulassungsbehörde FDA, Medikamente und eben auch Nachahmerpräparate durch beschleunigte Genehmigungsverfahren zügiger durch den komplexen Zulassungsapparat zu schleusen. Der seit einigen Quartalen zu beobachtende Höhenflug der Biotechbranche ist nicht zuletzt auf diesen Umstand zurückzuführen. Angesichts der breiten Produktpalette – anders als Schwarz Pharma mit nur einem Blockbuster – ist Stada hervorragend aufgestellt. Wir empfehlen Abstauberlimits bei ca. 43 Euro, wo eine massive Unterstützung verläuft.



Musterdepot

Spezialthemen dominieren

Im Vergleich zum Vormonat verzeichnete unser Musterdepot eine geringe Einbuße von 2,4 %. Diese geht fast ausschließlich auf das Konto unseres stark übergewichteten Edelmetallsektors, der in den letzten Wochen auf hohem Niveau konsolidierte.

Problemfeld Südafrika: endlich die Rand-Wende?

Und hier wiederum traf es unseren im letzten Monat noch schwersten Musterdepotwert, Durban Roodepoort Deep, am deutlichsten. Im Vergleich zu Ende September gab der Kurs von 2,95 auf 2,25 Euro doch ziemlich massiv nach. Hintergrund ist der anhaltend starke Südafrikanische Rand, der die Ertragssituation der heimischen Goldminen vehement unter Druck bringt. Der Harmony-Kurs allerdings hat dagegen längst nicht so deutlich nachgegeben – weswegen wir auch immer wieder betont haben, daß Durban Deep unter den Goldminengesellschaften eines der spekulativsten Plays darstellt und der Hebel in beide Richtungen wirken kann. In den letzten Tagen deutete sich jedoch eine klare Entspannung an, indem der Rand von 6,80 auf 7,20 zum US-\$ spürbar schwächer wurde. Handlungsbedarf ist weiterhin nicht gegeben. Kurzfristige Schwankungen dieser Art müssen verkraftet werden, wenn man wie wir von den langfristigen Perspektiven der Edelmetallminen überzeugt ist. Das gleiche gilt unverändert auch für unsere anderen Spezialthemen, Rohstoffe und Asien. Der thailändische Energieversorger Banpu fällt gleich in beiden Kategorien, und prompt legte dessen Kurs auch gleich doppelt stark zu und glänzt inzwischen mit einer Performance von über 100 %.

Öl & Rußland oder kurz: Rußlands Öl

Mit Einkauf des russischen Ölunternehmens Tatneft (Order über *Smart Investor Weekly* am 14.10.) haben wir uns auf einem weiteren Emerging Market engagiert. Der russische Index erreicht Woche um Woche neue Fünfjahreshöchststände, so daß die Dynamik hier zu einem Engagement geradezu einlädt. Die künftige Entwicklung dürfte nicht zuletzt durch den Umstand beeinflusst werden, daß eine der bei-

den großen Rating-Agenturen Rußland überraschend zwei Noten nach oben auf Investment-Grad belobigt hat. Ansonsten verweisen wir bezüglich Tatneft und des russischen Ölmarktes noch auf die Titelstory „Öl – Die Zukunft des Schwarzen Goldes“ ab Seite 6. Mit Tri-Valley versuchen wir ein weiteres vielversprechendes Unternehmen aus dem Ölgeschäft ins Musterdepot zu holen – sehen Sie hierzu bitte „Buy & Good Bye“ auf Seite 39 sowie ebenfalls die Titelstory.

Mittendrin statt ... außen vor

Nachdem die Korrektur an den Finanzmärkten weniger deutlich ausfiel als von uns antizipiert, sind wir nunmehr bereit, einen Gutteil unserer hohen Liquidität (über 41 % im Vormonat) abzubauen und in ausgewählte Unternehmen zu investieren – wie bisher auch also. Unseren Put auf Citigroup veräußerten wir schließlich am 14.10. zu 0,07 Euro, da die Position von Beginn an gegen uns lief und keinerlei Besserung mehr zu erkennen war. Aufgrund des stark volatilen Handels – zumal es sich teilweise um marktenge Titel handelt – können wir jetzt zum Redaktionsschluß dieser Ausgabe allerdings noch keine definitiven

Kauflimits für unsere neuen Dispositionen benennen, sondern möchten lediglich grobe Anhaltspunkte bieten. Bitte verfolgen Sie daher unbedingt unseren jeden Dienstag nachmittag erscheinenden kostenlosen eMail-Service *Smart Investor Weekly*, wo wir die Limits gegebenenfalls konkretisieren und anpassen werden. Sicherlich werden auch nach einer Anpassung nur einige der Limits zum Tragen kommen, doch rechnen wir damit, daß sich unsere Liquiditätsquote von 35 % durchaus halbieren könnte. Nur beim anvisierten Kauf von Highlight würde es sich um eine Trading-Position handeln, alle anderen Titel sollen bzw. können – so denn der Preis stimmt – unter den üblichen langfristigen Gesichtspunkten in unser Depot rücken.

| LISTE DER KAUFLIMITS | | | | | |
|------------------------|---------|-------|--------------|------------|-----------|
| TITEL | WKN | STÜCK | KAUFLIMIT | KURS AKT.* | KAUFSUMME |
| BAYWA | 519 406 | 700 | <10,50 | 10,18 | 7.350,00 |
| VALUE-HOLDINGS | 760 040 | 2.500 | <2,90 | 3,15 | 5.800,00 |
| FERNHEIZWERKE NEUKÖLLN | 576 790 | 300 | 14,80 | 16,20 | 4.440,00 |
| ARQUES | 515 600 | 200 | <16,00 (STU) | 15,50 | 3.200,00 |
| STADA ARZNEIMITTEL | 725 180 | 100 | <43,00 | 46,67 | 4.300,00 |
| ENERGIEKONTOR | 531 350 | 2.000 | <2,25 | 2,12 | 4.450,00 |
| TRI-VALLEY | 911 919 | 750 | 3,80 | 4,00 | 2.925,00 |
| HIGHLIGHT COMM. | 920 299 | 2.000 | <2,50 | 2,60 | 5.000,00 |
| | | | | | 37.465,00 |

* am 20.10.2003; in Euro

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)

PERFORMANCE: +31,8 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +39,1 %); -2,4 % GG. VORMONAT (DAX: +3,2 %)

| TITEL | WKN | STÜCK | KAUFDATUM | KAUF ZU | KURS AKT.* | WERT* | VERÄND.** |
|---------------------------------|---------|--------|-----------|---------|------------|------------|-----------|
| BANPU | 882 131 | 5.000 | 02.06.03 | 0,82 | 1,75 | 8.750,00 | +113,4 % |
| SILVER STANDARD | 858 840 | 1.000 | 02.06.03 | 3,90 | 5,77 | 5.770,00 | +47,9 % |
| CROESUS MINING | 871 679 | 15.000 | 02.06.03 | 0,30 | 0,42 | 6.300,00 | +40,0 % |
| CANON | 853 055 | 300 | 31.03.03 | 32,50 | 42,70 | 12.810,00 | +31,4 % |
| HARMONY MINING | 864 439 | 800 | 15.07.03 | 10,00 | 12,55 | 10.040,00 | +25,5 % |
| TOM.COM | 935 147 | 20.000 | 29.07.03 | 0,23 | 0,28 | 5.600,00 | +21,7 % |
| HUANENG POWER | 892 647 | 150 | 08.08.03 | 44,80 | 51,50 | 7.725,00 | +15,0 % |
| CNR | 865 114 | 150 | 18.09.03 | 34,00 | 37,10 | 5.565,00 | +9,1 % |
| DURBAN DEEP*** | 865 260 | 5.000 | 27.03.03 | 2,13 | 2,25 | 11.250,00 | +5,6 % |
| TATNEFT | 904 282 | 500 | 14.10.03 | 22,10 | 23,20 | 11.600,00 | +5,0 % |
| LIQUIDITÄT UND LIQUIDITÄTSQUOTE | | | | | | 46.413,00 | (35,2 %) |
| GESAMTWERT | | | | | | 131.823,00 | |

* am 20.10.2003; in Euro; ***) sortiert nach Performance; ***) Datum entspricht erstem Kauf und der Kurs dem Mittelwert

Interview mit einem Investor

„Alte Dax-Höchststände in den nächsten Jahren“

Smart Investor im Gespräch mit Fondsmanager Manfred Piontke von der FPM Frankfurt Performance Management AG über Stockpicking, Fundamentalanalyse und das mögliche Wiedererstarben deutscher Unternehmen

Smart Investor: Herr Piontke, schon der Name Ihres Fonds signalisiert eine hohe Anspruchshaltung. Was bieten Sie denn Ihren Investoren?

Piontke: Unsere Anlageentscheidungen werden auf Basis von tiefgreifenden fundamentalen Erkenntnissen getroffen. Das ergibt sich allein schon aus dem Werdegang von Herrn Wirth, meinem Geschäftspartner bei PFM, und mir. Wir waren beide zwölf Jahre lang Unternehmensanalysten bei großen Investmentbanken. In dieser Zeit haben wir praktisch alle deutschen Unternehmen oder Branchen gecovert. Auch dürften wir so alle modernen und weniger modernen Bewertungsansätze kennengelernt haben.

Smart Investor: Wodurch unterscheiden Sie sich von anderen Fonds-Anbietern, sind die etwa nicht Performance-orientiert?

Piontke: Wir orientieren uns am absoluten Return, nicht an einer Benchmark. Außerdem sind wir stark auch mit unserem eigenen Geld in dem Fonds investiert. Schließlich, auch das ist nicht unwesentlich, haben wir nur einen Fonds laufen, um den wir uns kümmern müssen. Auf diese Weise bleibt die Focussierung erhalten. Unsere niedrige fixe Management-Fee ist in Verbindung mit einer Performance-Fee für einen aktiv gemanagten Fonds ebenfalls ein nennenswertes Unterscheidungskriterium.

Smart Investor: Ihr Credo ist die Maximierung der Performance. Wie genau erreichen Sie diese denn?

Piontke: Wir haben ungefähr 500 deutsche Unternehmen im Focus. Daraus suchen wir uns die 30 bis 35 besten Performance-Chancen aus, d.h. Unternehmen, die nach unseren Maßstäben unterbewertet sind. Wir investieren also nicht in bereits fair be-

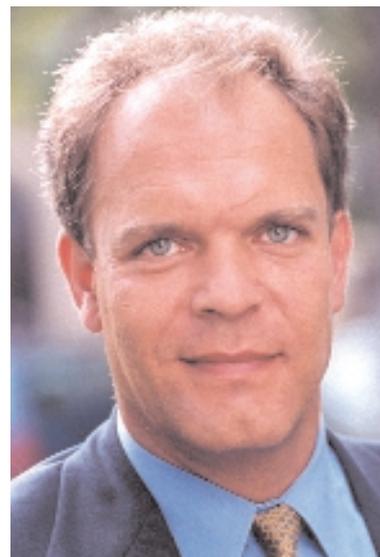
wertete Titel. Wichtig ist, daß wir das Business-Modell und seine ökonomische Einbettung vollständig nachvollziehen können. Die Bewertung orientiert sich dann an ganz verschiedenen Größen, z.B. an der Kapitalintensität, dem freien Cash Flow usw. Mit den Vorständen der von uns ausgesuchten Firmen unterhalten wir uns mindestens zweimal im Jahr.

Smart Investor: Und wie kam es zur Gründung der FPM Frankfurt Performance Management AG – wie sieht Ihr persönlicher Werdegang aus?

Piontke: Das resultierte aus unserem Werdegang ganz zwangsläufig. Die Arbeit in einer Bank unterscheidet sich doch ganz erheblich von unserer jetzigen Tätigkeit. Wenn Sie für eine Bank arbeiten, müssen Sie zahlreiche Coverages verfassen, selbst wenn diese dann gar nichts mehr mit Anlageentscheidungen zu tun haben. Ein Großteil ist schlichtweg Marketing-Tätigkeit. Bei der FPM AG sind wir völlig unabhängig und, wie der Name schon sagt, rein Performance-orientiert.

Smart Investor: Man sagt ja, verkaufen sei viel schwieriger als kaufen: Wann fällt ein Titel denn aus Ihrem Depot heraus?

Piontke: Da gibt es mehrere Anlässe. Entweder das Unternehmen enttäuscht wirklich schwerwiegend, es ergibt sich eine signifikante Veränderung in der Wettbewerbssituation, oder aber die Aktie hat ihr faires Niveau schon erreicht und überschritten. Dann warten wir das Momentum noch ab und verkaufen nach Möglichkeit in die Stärke hinein. In unserem Stockpicking-Investmentansatz findet man sowohl den Growth- wie auch den Value-Stil wieder, beide unterscheiden sich im Prinzip nur durch das Chance/Risiko-Verhältnis. Wir versuchen immer in den Titeln mit dem günstigeren Chancen/Risiko-Verhältnis investiert zu sein. Dies kann auch mal dazu führen, daß wir den Trends vorauslaufen. In der Tat haben wir 2002 zu früh wieder in Growth-Titel umgeschichtet, was sich dann jedoch 2003 ausgezahlt hat. Aber es kommt eben nicht auf die ersten oder letzten 10 % an Kursperformance an.



Manfred Piontke



Smart Investor: Welche Barreserven halten Sie derzeit bzw. normalerweise?

Piontke: Wir sind, wie auch jetzt, normalerweise voll investiert. Nur zweimal hatten wir eine größere Cash-Position, und das war zu Zeiten, als wir uns in einer sehr emotionalen Börse befanden: nach den 9/11-Anschlägen und direkt vor dem Irak-Krieg. Wir hatten intern vor dem Irak-Feldzug eine Entscheidung getroffen: Am Tag, an dem die Inspektoren aus dem Irak abgezogen werden, müssen wir investieren. Daran haben wir uns dann auch gehalten.

Smart Investor: Sie sind also fundamental orientiert, aber pochen nicht darauf, Recht zu behalten?

Piontke: Ganz genau, wir wollten in diesen emotionalen Börsenlagen keinesfalls die Helden spielen. Wir behaupten gar nicht, daß ein fundamentaler Ansatz das einzig Wahre ist. Wir anerkennen, daß es – verstärkt in den letzten beiden Jahren – geopolitische Rahmenbedingungen gibt, denen man sich beugen muß. Das waren speziell die beiden angesprochenen Situationen, in denen fundamentale Faktoren kurzfristig außer Kraft gesetzt waren. Wenn wir tatsächlich feststellen, daß einzelne Investments einer kritischen Überprüfung bedürfen, gehen wir unseren gesamten Entscheidungsprozeß nochmals durch, drehen noch mehr Steine um und kommen dann zu einem Ergebnis.

Smart Investor: Mit welcher Philosophie gehen Sie an die Märkte heran, ist es mehr Kunst oder mehr Wissenschaft, was ist Ihr persönliches Leitmotiv?

Piontke: Es ist vor allem Disziplin. Ich habe mit 12 Jahren meine erste Aktie gekauft und habe heute die Gewißheit, daß ich immer noch nicht ausgelernt habe. Recht hat immer nur der Markt, und dem muß ich mich unterordnen. Ich bin täglich bemüht, Neues zu lernen, und meine Ambition ist es, jeden Fehler nur einmal zu machen.

Smart Investor: Wie gehen Sie persönlich mit Fehlentscheidungen um, wenn denn welche auftreten?

Piontke: Zunächst, Fehler sind für uns, wenn wir zum Beispiel zu früh auf eine Aktie aufspringen, wenn wir also dazu neigen, unseren normalen, ausführlichen Investitionsprozeß abzukürzen. Das sind Fehler, die wir uns selbst ankreiden müssen. Ende 2002 und Anfang 2003 haben wir natürlich ganz generell auch schon mal Zweifel an unserem Investmentansatz gehegt. In solchen Situationen stellen wir uns auch ganz kritisch die Frage, ob wir denn in den letzten 20 Jahren nichts gelernt haben.

Smart Investor: Bei welchem Titel haben Sie völlig danebengegriffen, was nicht auf makroökonomische Umstände zurückzuführen war?

Piontke: Einer unserer Fehler dieser Kategorie war zum Beispiel Biodata. Hier haben wir uns offenbar von der allgemeinen Stimmung anstecken lassen und unseren normalen Entscheidungs-

prozeß übergangen. Als dann das Kartenhaus irgendwann zusammenbrach, sind wir zum Glück wenigstens zügig ausgestiegen.

Smart Investor: Wie schätzen Sie die derzeitige wirtschaftliche Situation ein?

Piontke: Die aktuelle konjunkturelle Lage ist für unseren Fonds nicht so relevant, da wir Zykliker aus unseren Anlageentscheidungen heraushalten, unser Depot also möglichst konjunkturresistent aufbauen. Wir gehen davon aus, daß sich die Konjunktur bis zum Ende des Jahres seitwärts entwickelt, und das führt zu Schwankungen an der Börse. Die Unternehmen machen einfach ihre Hausaufgaben, es wird ganz stark auf Rentabilität geachtet. Vor diesem Hintergrund sind die Dax-Titel inzwischen niedrig bewertet. Langfristig bin ich durchaus optimistisch gestimmt, denn diese Entwicklungen in der

Krise bedeuten nichts anderes als eine betriebswirtschaftliche Optimierung. Das heißt, daß die Unternehmen für den wirtschaftlichen Aufschwung – wann immer der nun auch kommen mag – bedeutend besser aufgestellt sein werden als in der Vergangenheit. Wir werden Kapitalrenditen von den Unternehmen bekommen, die deutlich höher ausfallen als früher. Ceteris paribus haben wir dann auch spürbar höhere Aktienkurse. In der logischen Konsequenz heißt das, daß wir in den nächsten Jahren die alten Dax-Höchststände wiedersehen.

Smart Investor: Wo sehen Sie in den kommenden Jahren große Chancen bzw. Risiken, mit denen man sich besser jetzt schon vertraut machen sollte?

Piontke: Ich sehe gute Chancen das Thema Verschuldung betreffend. Wir registrieren derzeit eine extreme Vermögensumverteilung hin zu verschuldeten Unternehmen. Gesellschaften wie die Deutsche Telekom oder RWE können ungeheure Werte im Sinne von freiem Cash Flow generieren, weil die Kapitalkosten so niedrig sind. Verschuldungsabbau ist bei diesen niedrigen Zinsen eigentlich kompletter Unsinn. Die Chance liegt also darin, Verschuldung nicht als Schimpfwort zu betrachten, sondern als Steuerungsgröße und Leverage-Element im Unternehmensgeschäft zum Zwecke der optimierten Gewinnerzielung. Risiken sind sicher die hohen Volatilitäten, auf die sich alle Börsenteilnehmer einstellen sollten. Hedge-Fonds schießen derzeit überall aus dem Boden – doch wie viele erfolgreiche Hedge-Fonds-Manager gibt es denn in Deutschland überhaupt? Hier sehe ich große Risiken, wenn in den kommenden Jahren viele dieser Manager ihr Glück an den Märkten versuchen. Dies wird die Schwankungsfreude des Marktes, vor allem natürlich in Krisen, nochmals deutlich verstärken.

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

Interview: Falko Bozicevic



Kolumne

Das große Experiment des Dr. Greenspan

Von Claus Vogt*

Grob gesprochen gibt es zwei widerstreitende Erklärungen für die traumatische Wirtschaftskrise, die auf den großen Aktien-crash von 1929 folgte. Die Mainstream-Variante besagt, daß die massiven geld- und fiskalpolitischen Eingriffe des Staates, die in den 1930ern vorgenommen wurden, zwar prinzipiell richtig waren, aber zu spät erfolgten und nicht ausreichend dimensioniert waren. Der vorangegangene kreditfinanzierte Boom der 20er Jahre spielt bei dieser Argumentation keine Rolle. Ganz anders hingegen sieht das die von Vertretern der Österreichischen Wirtschaftstheorie vorgebrachte Außenseitermeinung. Sie sieht in dem durch eine falsche Notenbankpolitik angestoßenen Boom der 1920er die eigentliche Ursache für die folgende Katastrophe. Der Boom führte zu Fehlinvestitionen und ökonomischen Ungleichgewichten, deren notwendige Korrektur eine Rezession herbeiführte. Die daraufhin eingeleiteten massiven staatlichen Interventionen, deren gut gemeintes Ziel es gewesen sein mag „gegenzusteuern“, verschlimmerten nach dieser Lesart die Situation erheblich, verhinderten die notwendigen Anpassungsprozesse und verursachten zusätzliche Ungleichgewichte. Erst aufgrund dieser staatlichen Interventionen habe sich aus einer notwendigen Anpassungsrezession eine langanhaltende schwere Depression entwickelt.

Im Unterschied zu den Naturwissenschaften leiden die Wirtschaftswissenschaften unter einem den Erkenntnisfortschritt hemmenden Mangel. Es lassen sich kaum Experimente durchführen, um ihre Theorien zu testen. Dank Alan Greenspan, dem Präsidenten der US-Zentralbank, wurde dieser Malus hinsichtlich der oben beschriebenen Fragestellung beseitigt. Er hat uns die gewissermaßen experimentelle Wiederholung der 1920/30er Jahre beschert. Seine expansive Geldpolitik ermöglichte einen gewaltigen kreditfinanzierten Boom mit der dazugehörigen Spekulationsblase.



Nach deren Platzen wurden und werden in den USA weiterhin alle konjunktursteuernden Register zügig und beherzt gezogen. Schnelle und deutliche Zinssenkungen auf der geldpolitischen Seite werden flankiert von einer ausufernden Neuverschuldung. Selbst die von uns jederzeit favorisierten und im-

mer freudig begrüßten Steuersenkungen kommen hinzu, wenn auch in vergleichsweise bescheidenem Umfang. Damit ist der Aufbau des Experiments abgeschlossen und sicher gestellt, daß das Argument „zu spät und zu wenig“ dieses Mal nicht vorgebracht werden kann. Es besteht also endlich die Möglichkeit einer Entscheidung in diesem Streit der Schulen. Jetzt heißt es nur noch warten auf das Ergebnis.

Lassen wir den großen Experimentator höchstpersönlich zu Wort kommen:

„It is too soon to judge the final outcome of the strategy we adopted. (...) If the postmortem of recent monetary policy shows that the results of addressing the bubble only after it bursts are unsatisfactory, we would be left with less-appealing choices for the future.“

(Es ist zu früh, um das endgültige Ergebnis der von uns umgesetzten Strategie zu beurteilen. Wenn sich später herausstellen sollte, daß unsere Geldpolitik, die die Spekulationsblase erst adressierte nachdem sie geplatzt war, unbefriedigende Ergebnisse zeigt, dann würden uns in Zukunft weniger ansprechende Optionen verbleiben.)

Da auch ich maßgeblich und unaufhaltsam durch faustische Neugier durchs Leben getrieben werde, kann ich die Bedeutung und Schönheit dieses Experiments durchaus nachvollziehen und auch den Genuß, den der Meister dabei empfinden mag. Ich würde mich allerdings erheblich wohler fühlen, wenn lediglich die arme Seele des Experimentators aufs Spiel gesetzt worden wäre statt unser aller ökonomischen Wohlergehens. Sollte die Sichtweise der Österreichischen Schule die richtige sein, und davon bin ich überzeugt, dann werden die geld- und fiskalpolitischen „Ankurbelungsmaßnahmen“ den notwendigen und leider schmerzhaften ökonomischen Anpassungsprozeß lediglich hinausschieben und die bereits bestehenden Ungleichgewichte noch vergrößern. Geld drucken und Schulden machen sind die Ursachen der Probleme und nicht deren Lösung.



Claus Vogt

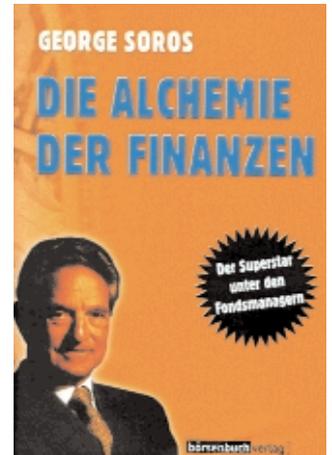
* Claus Vogt ist Leiter des Research bei der Berliner Effektenbank, Kontakt: cvogt@effektenbank.de

Buchbesprechung

Alchemie der Finanzen

Der in Budapest geborene Finanzexperte und Philanthrop George Soros wurde berühmt durch seine Spekulation gegen das Britische Pfund, was ihm einen sagenhaften Trading-Gewinn von 1 Mrd. US-\$ bescherte. Weniger geläufig ist den meisten, daß er bereits zuvor lange Jahre überaus erfolgreich als Hedgefonds-Manager agierte. Sein Quantum-Fonds gilt als das beste Investment-Vehikel aller Zeiten mit einer durchschnittlichen jährlichen Performance von 31 %. In das aktive Management dieses Fonds gewährt Soros durch dieses erstmals 1987 erschienene Buch in Form tagebuchähnlicher Mitschriften einen tiefen und erhellenden Einblick. Der Ungar selbst nennt es ein „Realtime-Experiment“, an dem er den Leser teilhaben läßt, während das Buch noch in der Entstehung begriffen ist. Dieser zentrale Aspekt seines Werkes wird eingebettet in einen für Soros typischen philosophischen Kontext mit sowohl aufschlußreichen Einblicken in „sein“ Weltbild der Finanzen wie auch mit konkreten Vorschlägen, die systeminhärenten Mängel des Finanzkapitalismus zum Positiven zu verändern. In jedem einzelnen Kapitel, praktisch fast auf jeder Seite findet der Leser Anhaltspunkte, über die es innezuhalten und nachzudenken gebührt. Die vorliegende deutsche 1998er Ausgabe wurde um ein Kapitel erweitert,

auch erörtert Soros hierin sein Konzept der Reflexivität der Märkte nochmals ausführlich und überarbeitet Unzulänglichkeiten – nach seinem Selbstverständnis – der vorherigen Auflagen. Die neueren Ausgaben bieten somit einen echten mehrwertschaffenden Bonus. Der scharfsinnigen Analyse von George Soros wird man sich kaum entziehen können, doch das spannendste dürfte sein, daß die Rahmenbedingungen seines Realtime-Experiments Mitte der 80er den derzeitigen Gegebenheiten erstaunlich ähnlich scheinen. Der Kaufpreis von 41 Euro dürfte sich für jeden Wißbegierigen als eine der besten Investmententscheidungen erweisen.



„Alchemie der Finanzen“, von George Soros; 1998 Börsenmedien AG, 398 Seiten, 41 Euro

Anzeige

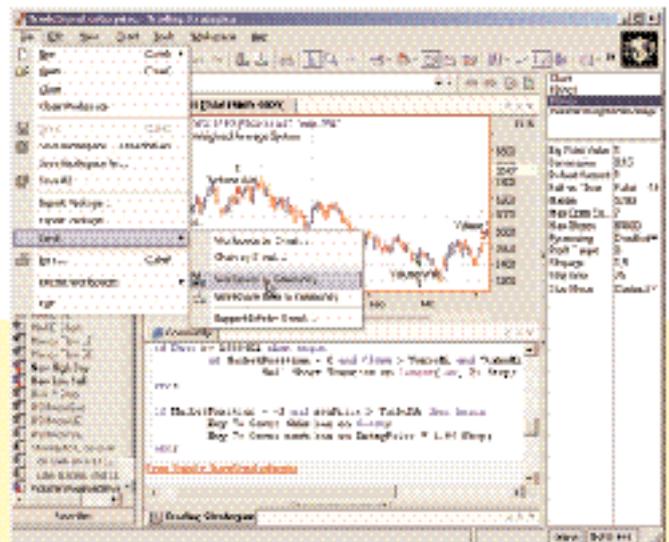
Profitable Handelsstrategien entwickeln, testen und optimieren

Erstellen und testen Sie Ihre Handelsstrategien ab sofort mit TradeSignal enterprise und der Formelsprache Equilla. Finden Sie jetzt die profitablen Ein- und Ausstiegszeitpunkte noch bevor Sie auch nur einen Euro investieren. Prüfen Sie, welche Candlestick-, Bar Chart- oder Point & Figure-Formationen welchen Ertrag bringen. Verwenden Sie selbstgeschriebene Indikatoren in Ihren Strategien.

Der integrierte Optimizer unterstützt Sie bei der Verbesserung Ihrer Trading-Ideen. Ein umfassender Performance Report mit über 30 Beurteilungskriterien wie Net Profit, Maximum Drawdown oder Profit Ratio sagt Ihnen, ob Ihre Strategie konstante Gewinne erwirtschaftet hat.

Equilla „versteht“ nahezu vollständig den Befehlssatz der EasyLanguage™ von TradeStation™. Der Einstieg in das Thema „Strategieentwicklung“ wird dadurch für Anfänger sehr einfach, denn es muss keine neue Sprache erlernt werden. Profis, die bereits mit diesem Produkt Strategien erstellt haben, können diese weiter nutzen und mit Equilla ausbauen.

Testen Sie jetzt TradeSignal enterprise mit Equilla – the traders language. Weitere Informationen und Download im Internet unter <http://www.technical-investor.de/tse/>



Erstellen, testen und optimieren Sie jetzt schnell und einfach Ihre Handelsstrategien mit Equilla - the trader's language.



UNTERNEHMEN VON A-Z

| | | |
|-------------------------|---------|-----------|
| ARQUES | 515 600 | 34 |
| BALLARD POWER | 890 704 | 9 |
| BANPU | 882 131 | 9, 20, 40 |
| BIODATA | 542 270 | 42 |
| BMW | 519 000 | 13, 17 |
| BP | 850 517 | 17, 36 |
| CHINA MERCHANTS HOLDING | 889 626 | 19 |
| CHINA MOBILE | 909 571 | 19 |
| CITIGROUP | 871 904 | 17, 40 |
| CNOOC | 626 532 | 19 |
| CNR | 865 114 | 9, 40 |
| DAIMLERCHRYSLER | 710 000 | 13 |
| DEUTSCHE TELEKOM | 555 750 | 42 |
| ENERGIEKONTOR | 531 350 | 15 |
| EXELON | 852 011 | 9 |
| GIRINDUS | 588 040 | 38 |
| HALLIBURTON | 853 986 | 9 |
| HANG SENG BANK | 862 271 | 20 |
| HUANENG | 892 647 | 9, 19, 40 |
| LUKOIL | 899 954 | 9 |
| NORDEX | 587 357 | 14 |
| PETROCHINA | 936 537 | 19 |
| PLAMBECK | 691 032 | 15 |
| PORSCHE | 693 773 | 13 |
| REPOWER SYSTEMS | 617 703 | 15, 17 |
| STADA ARZNEIMITTEL | 725 180 | 38, 40 |
| RWE | 703 712 | 17, 42 |
| STATOIL | 675 213 | 9 |
| TATNEFT | 904 282 | 9, 40 |
| TOM.COM | 935 147 | 19, 40 |
| TRI-VALLEY | 911 919 | 9, 38, 40 |
| TSINGTAO BREWERY | 887 044 | 19 |
| VOLKSWAGEN | 766 400 | 17 |
| WEDECO | 514 180 | 17 |

Vorschau

auf Smart Investor 12/2003

Börsenstrategien:

Was an der Börse funktioniert und was nicht

Hedgefonds:

Neue Freiheiten in Deutschland

Handelssysteme:

Die deutschen Börsen im Check-up

Edelmetalle:

Gold versus Silber

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

1. Jahrgang 2003, Nr. 11 (November)

Verlag:

Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656,
eMail: info@smartinvestor.de
Internet: www.smartinvestor.de

Preise:

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

Abonnementverwaltung:

Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656
eMail: abo@smartinvestor.de

Redaktion:

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

Freie Mitarbeiter:

Magdalena Brud, Adam Jakubowski,
Jerzy Janiszewski,
Alexander Kapfer, Stefan
Preuß, Holger Steffen, Kevin
Sternkopf, Johannes Sterzinger

Charts

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

Externe Autoren:

Horst Fugger, Folker
Hellmeyer, Manfred
Schumacher, Andy Sommer,
Claus Vogt

Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

Redaktionsanschrift:

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

Haftung und Hinweise:

Artikeln, 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.

Bildredaktion:

Andreas Potthoff

Titel:

Das Titelbild wurde freundli-
cherweise von der Deutsche
BP AG zur Verfügung gestellt.

Nachdruck:

© 2003 Smart Investor Media
GmbH, Wolfratshausen. Alle
Rechte, insbesondere das der
Übersetzung in fremde
Sprachen, vorbehalten. Ohne
schriftliche Genehmigung der
Smart Investor Media GmbH ist
es nicht gestattet, diese Zeit-
schrift oder Teile daraus auf pho-
tomechanischem Wege (Photo-
kopie, Mikrokopie) zu vervielfäl-
tigen. Unter dieses Verbot fallen
auch die Aufnahme in elektroni-
sche Datenbanken, Internet und
die Vervielfältigung auf CD-ROM.

Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die
Preisliste Nr. 1 vom 1. April 2003

Anzeigenleitung:

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

Erscheinungs- termine 2003:

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

VK B 61978
ISSN 1612-5479

Zitate

Über Glück und Zufall beim Versuch, an den Börsen dauerhaft Oberwasser zu behalten

„Ich bin froh, als Börsenhändler mir die Voreingenommenheiten der Menschen zunutze machen zu können, aber es macht mir Angst, in einer solchen Umgebung zu leben.“

Nassim N. Taleb, Autor des Buches „Narren des Zufalls“ über Börsianer und die Gesellschaft

„Könnte George Soros einen genetischen Defekt haben, der ihn bei der Entscheidungsfindung rational vorgehen läßt?“

Ernstgemeinte Frage eines nicht bekannten Anlegers nach Zufall in bezug auf Börsenerfolge und auf die Erkenntnis hin, daß rein rationales Verhalten bei Menschen von Forschern als Fehlfunktion eines Seitenventrikels im Gehirn entlarvt worden ist

„Je mehr man altert, desto mehr überzeugt man sich, daß Seine heilige Majestät der Zufall gut drei Viertel der Geschäfte dieses miserablen Universums besorgt.“

Friedrich II. der Große

„Oft kann man durch Zufall die glücklichsten Dummheiten begehen.“

Börsenaltmeister André Kostolany

„Je planmäßiger die Menschen vorgehen, desto wirksamer vermag sie der Zufall treffen.“

Friedrich Dürrenmatt

„Das, wobei unsere Berechnungen versagen, nennen wir Zufall.“

Albert Einstein

Nebenstehendes Zitat von Nassim Taleb, jahrelang erfolgreicher Derivatehändler und Buchautor von „Narren des Zufalls“, spiegelt seine Grundeinschätzung wider, die er sich im Laufe seines Lebens zu eigen gemacht hat: Der Mensch ist nicht dazu in der Lage, Zufälligkeiten zu erkennen. Statt dessen werden Muster herausgelesen, wo es gar keine gibt – oder auch mal umgekehrt. Dieses Phänomen drückt sich unter anderem dadurch aus, daß man im Nachhinein immer erklären kann, warum sich die Kurse in die und die Richtung entwickelt haben und nicht anders. Eine ganze Mediensparte, vor allem im erklärungs-hungrigen TV-Börsen-Business, lebt genau davon.

George Soros (siehe auch „Buchbesprechungen“ auf Seite 44) findet das ausdrückliche Lob von Taleb. Kein anderer Börsenprofi besitze eine dermaßen ausgeprägte „Pfadunabhängigkeit“ wie der gebürtige Ungar. Wenn Soros feststellt, daß sich dieses oder jenes geändert hat und im Widerspruch zu seiner bisherigen Auffassung stehen sollte, klammert er sich nicht an seine Meinung und geht nötigenfalls die genaue Gegenposition ein. Mit Glück haben seine Entscheidungen also rein gar nichts zu tun, im Gegenteil: Vielleicht leidet Soros sogar an einer obskuren Krankheit (siehe Zitat), Zufälligkeiten von Mustern unterscheiden zu können.

Daß nun aber nicht jeder Börsenerfolg auch wirklich auf überlegene Investmentstrategien zurückzuführen ist, hat wiederum Börsenaltmeister André Kostolany oft genug betont und – ganz wichtig – sich selbst hiervon natürlich nicht ausgenommen. Manchmal reicht es einfach, zur rechten Zeit am rechten Ort zu sein. Erst wenn die Kurse fallen, trennt sich schließlich die Spreu vom Weizen, oder, ebenfalls nach Kostolans Worten: „Wer gleich am Anfang gewinnt, hat wahrscheinlich für immer verloren“.

