12

Smart Investor

Dezember 2003 / 5,00 €

www.smartinvestor.de

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Anlagestrategien im Vergleich

GOLD UND SILBER:
Die langfristigen Aussichten

MARC FABER:
Über Amerikas Ende und Asiens Anfang

BÖRSENPLÄTZE:
Harter Kampf um die Anlegergunst

4 396197 805006 12

Editorial

Quergedacht und Klartext gesprochen

Ralf Flierl,
Chefredakteur

Die Wirtschaftspresse produziert Tag für Tag Unmengen von nutzlosen und weichgespülten Informationen. Geschrieben wird oftmals das, was sich gut verkauft oder aber was gut vermarktbar ist. Selbstredend kann es auf dieser Basis kaum unvoreingenommene Analysen noch besonders zutreffende Prognosen geben. Smart Investor läßt daher gerne Experten zu Wort kommen, die die Dinge anders beurteilen als es der Mainstream tut. Hier ist z.B. der Artikel von Folker Hellmeyer über seine Zweifel an der amerikanischen Wirtschaftsstatistik im letzten Heft zu nennen, welcher – dem Feedback nach zu urteilen – doch einige Leser wachgerüttelt haben muß. Für die vorliegende Ausgabe haben wir zwei der scharfsinnigsten und kritischsten Marktbeobachter, nämlich Marc Faber und Fredmund Malik, für Interviews gewinnen können. Beide, welche mit Fug und Recht als Querdenker bezeichnet werden können, analysieren Märkte und Wirtschaft unvoreingenommen und haben vor allem keine Scheu, unangenehme Wahrheiten zu benennen bzw. Klartext zu sprechen.

Neben der kritischen Herangehensweise an Wirtschafts- und Börsenthemen sind wir aber auch immer um Mehr- und vor allem Nutzwert für unsere Leser bemüht. In diesem Zusammenhang möchte ich Sie auf die diesmalige Titelstory hinweisen, in der verschiedene Analyse-Ansätze unter die statistische Lupe genommen werden. Aber auch unsere Geschichte über die unterschiedlichen Handelsplattformen an den deutschen Börsen dürfte für Sie als aktiven Investor einiges an wertvollen Informationen bringen. Der für diese Ausgabe geplante Hintergrundartikel über Hedgefonds mußte aus technischen Gründen leider auf nächsten Monat verschoben werden.

Im Mai dieses Jahres ist Smart Investor als neues Anlegermagazin gestartet. Jetzt, wo sich das Jahr dem Ende neigt, halten wir es für an der Zeit, Ihre Meinung zum Smart Investor einzuholen. In der Leser-Umfrage auf S. 23 wollen wir Ihnen die Möglichkeit geben, sich kritisch zu äußern und Anregungen zu geben. Die Ergebnisse aus der Umfrage werden im kommenden Smart Investor präsentiert. Ich bitte Sie ganz herzlich, daran teilzunehmen, denn: Ihre Meinung ist uns wichtig.

Ab dieser Ausgabe finden Sie im Heftteil „Research“ mit „Turnaround“ eine neue Rubrik, in der regelmäßig über Unternehmen berichtet wird, bei denen der Verdacht auf eine Wende zum Positiven besteht. Daß dabei großen Chancen auch große Risiken gegenüberstehen, versteht sich von selbst. Und schließlich möchte ich noch darauf hinweisen, daß Smart Investor erstmalig als Medienpartner einer Veranstaltung fungiert. Es handelt sich dabei um das 2. Goldbriefseminar am 29. November in München.

Viel Spaß und Erkenntnisse beim Lesen wünscht Ihnen

GoingPublic Forschungsreihe

Band 4

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

NEU

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 .....

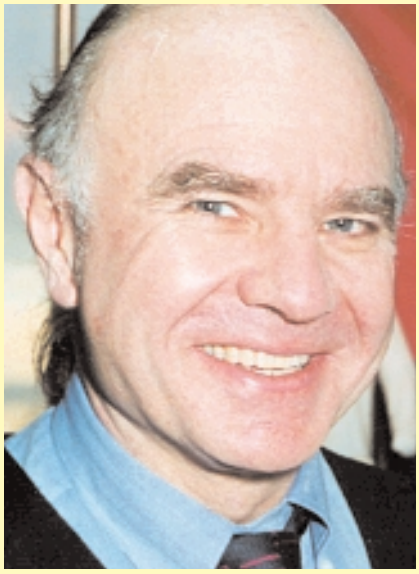
Bitte Coupon einsenden an:
GoingPublic Bookshop
GoingPublic Media AG
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen
Tel. 0 8171-419650
www.goingpublic.de/buecher

FAX-ORDER
08171-419656

SI 10/03

Titelstory:
Anlagestrategien im Vergleich

Der einzige Weg, fundierte Anlagestrategien zu entwickeln und sich von ihrem Erfolg zu vergewissern, besteht darin, Kurszeitreihen auszuwerten. Dies hat James P. O'Shaughnessy zur Genüge getan. Welche Strategien demnach den besten Ertrag versprechen, das erfahren Sie in unserer Titelstory auf den Seiten 14 bis 17.



Interview mit dem Investment-Experten Marc Faber

Als langjähriger Börsenbeobachter hat sich Dr. Marc Faber als „Mr. Doom" einen Namen gemacht. Und tatsächlich: Er erläutert, warum die USA ihren Machtzenit bereits überschritten haben und was das für die Weltwirtschaft bedeutet. Asien und Rohstoffe hat er als Zukunftsthemen herauskristallisiert. Seiten 9 bis 11.

Interview mit Fredmund Malik, Leiter des Management Zentrum St. Gallen

Der US-Führung und der Fed wirft Prof. Dr. Malik die Anwendung falscher statistischer Verfahren und gezielte Desinformation vor. Die Realität der US-Wirtschaft entspreche daher keinesfalls dem Bild, das durch die Berichterstattung geschaffen wird. Was hat das für Auswirkungen? – dies lesen Sie auf den Seiten 12/13.

Märkte

6 Gold und Silber: Die langfristigen Aussichten

9 „In Amerika ist die Stimmung hyperoptimistisch", Interview mit Investmentprofi Dr. Marc Faber

12 „Sein Vermögen zu erhalten muß die Maxime sein", Interview mit Prof. Fredmund Malik, Leiter des Management Zentrum St. Gallen

Hintergrund

14 **Titelstory:** Aktienmarktstrategien im Visier der Statistik

18 Eine Frage des Standpunktes – Fundamentale versus Technische Analyse, von Jack Schwager

20 Neues Mischungsverhältnis – Deutsche Regionalbörsen verwöhnen den Privatanleger

23 Leserbefragung: Ihre Meinung ist gefragt!

26 **Derivate:** Frankfurter Offensive mit „Deutsche Börse Smart Trading"

28 **Prinzipien des Marktes:** Mean-Reverse-Verhalten

Research

30 **Das große Bild:** Die Meister haben gesprochen

31 **Relative Stärke:** Moskau: Volle Kraft zurück!?

32 **Sentimenttechnik:** animusX

33 **Aktie im Blickpunkt:** Perilya Limited – Zukünftige Cash Cow im Stall

34 **Externe Analyse:** Deutsche Börse AG – Drei Unsicherheiten lasten auf dem Kurs; von Peter Barkow, HSBC Trinkaus & Burkhardt

36 **MoneyTalk:** Prof. Dr. Bernd R. Seizinger, CEO der GPC Biotech AG

37 **Buy & Good Bye:** Sartorius Vz. und Aixtron

38 **Turnaround:** Schaltbau Holding – Die zweite Chance?

40 **Musterdepot:** Wenig Licht und etwas mehr Schatten

Potpourri

41 **Interview mit einem Investor:** „Weiter steigende Kurse in den nächsten Monaten", Matthias Bussemer von der Deka Investment

43 **Kolumne:** „Es lohnt sich antizyklisch zu handeln..." von Dr. Dirk Schellenberger

44 **Buchbesprechung:** „Zukunftsmarkt Asien" von Marc Faber

46 **Zitate:** Über Versicherungen und die Milliarden-Dollar-Frage: Was ist prognostizierbar und was nicht?

---

45 **Unternehmensindex**
Vorschau *Smart Investor* 1/2004
Impressum

Gold und Silber: Die langfristigen Aussichten

Von Markus Mezger, Volkswirt bei der Baden-Württembergischen Bank und dort zuständig für Strategie, Aktien- und Rohstoffmärkte, und Christoph Eibl, zuständig für den Edelmetall-Handel beim selben Institut

Gold – seit Jahrtausenden eine stabile Währung

„Das Gold aber, der Leib der Götter, ist nicht Eure Sache!“ Mit diesen Worten forderte Pharao Sethos I vor mehr als 3.000 Jahren den größten Teil der Fördermenge einer Goldmine am Roten Meer für seinen Osiris Tempel in Abydos. Der König der Metalle war traditionell das Metall der Könige. Dank seiner überragenden Geldeigenschaften der Teilbarkeit, Homogenität und des Luxusguts ist Gold die älteste Währung der Welt, die heute noch über alle nationalen Grenzen und Gesellschaftsschichten anerkannt ist. Da Gold von keiner Zentralbank gedruckt werden kann, konnte es seinen Währungscharakter auch nach dem Zusammenbruch des Festpreissystems von Bretton Woods anno 1973 erhalten. Das gelbe Edelmetall ist bis heute ein zuverlässiger Gradmesser für die Qualität der Weltleitwährung US-Dollar. Daß es um diese angesichts von Rekordzwillingsdefiziten in Leistungs- und Fiskalbilanz nicht zum Besten gestellt sein kann, zeigen auch die Alternativwährungen Schweizer Franken und Euro.

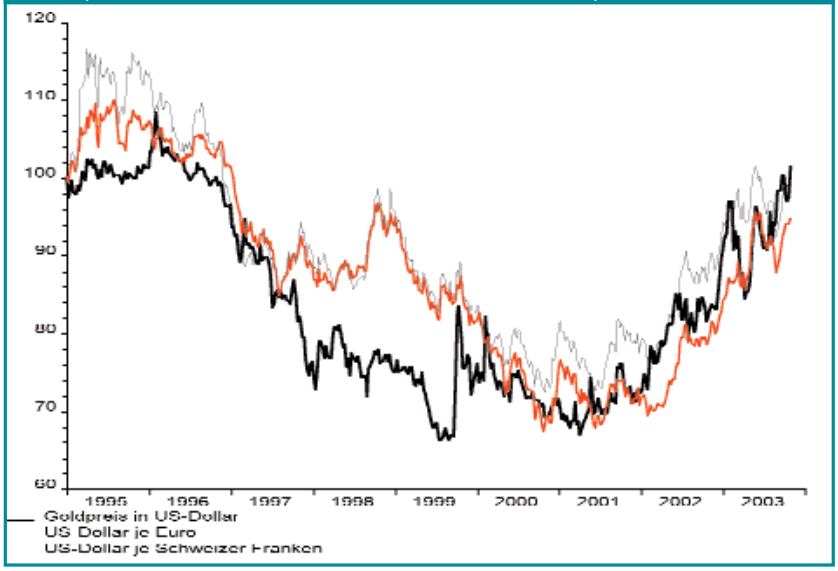
Markus Mezger

Christoph Eibl

Können die europäischen Währungen mit Gold Schritt halten?

Dies dürfte nur der Fall sein, solange die Inflationsvorzeichen für Euroland von den Märkten als nicht kritisch eingestuft werden. Tatsächlich steht die EZB jedoch wenig besser da als die amerikanische Notenbank. Zwar wurde in Relation zum Bruttosozialprodukt in den letzten zehn Jahren weniger Geld gedruckt als im Land der unbegrenzten Möglichkeiten. Die schleichende Aushöhlung des EWU-Stabilitätspaktes durch die größten Marktteilnehmer Deutschland und Frankreich sowie die von vielen Politik- und Lobbygruppen vorgetragenen Forderungen nach weiteren Leitzinssenkungen haben allerdings bei der EZB ebenfalls Wirkung gezeigt. In dem Maße wie die Finanzmärkte den Focus darauf richten, daß Euroland im internationalen Vergleich keineswegs ein Hort geldpolitischer und fiskalpolitischer Stabilität ist, dürfte sich der Goldpreis vom Euro abheben.

Abb. 1: Hohe Korrelation zwischen Gold-Stärke und Dollar-Schwäche (Dollar-Schwäche = Euro- bzw. Franken-Stärke)



Quelle: DATASTREAM

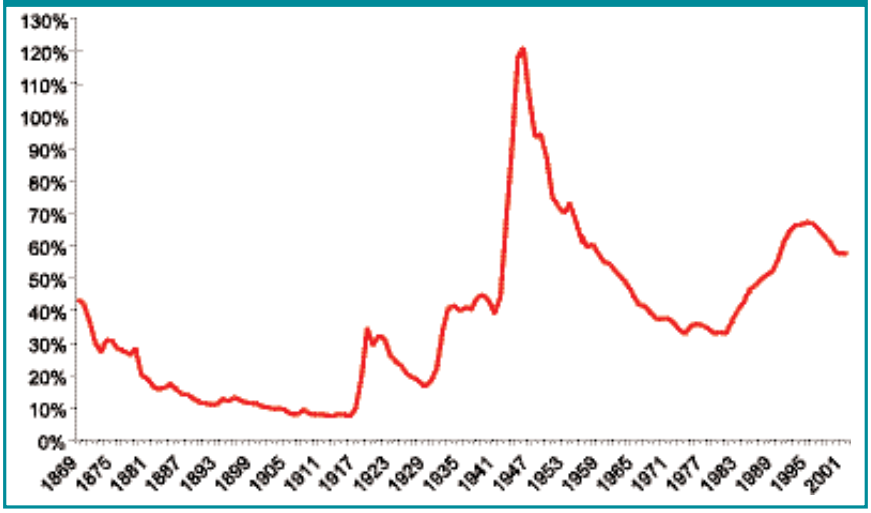
Überschuldung – das Dilemma der Wirtschaftspolitik

Zumal die Notenbanken angesichts der privaten Überschuldung vor einem unlösbaren Dilemma stehen. Aus der Schuldenfalle gibt es nur zwei Auswege: Deflation oder Inflation. In der ersten Variante läßt die Politik den Zusammenbruch hoch verschuldeter Marktteilnehmer zu. Die Forderungsgläubiger müßten in diesem Fall den Verlust tragen. In den hoch geleveragten Kreditsystemen unserer Zeit besteht die Gefahr, daß einzelne Marktteilnehmer, die Forderungsausfälle zu verkraften haben, ebenfalls insolvent werden. Es kann also zu einer Deflationsspirale kommen, bei der immer mehr private Schulden wegen Insolvenz ausgebucht werden. Diese Variante durchlitt die amerikanische Volkswirtschaft in der Großen Depression von 1930-1933, als Geldmengen und Konsumgüterpreise um mehr als 25 % fielen. Gold hingegen wertete in den 30er Jahren sogar um rund 50 % zum Dollar auf und erwies sich als perfekter Schutz vor den systemischen Risiken der Finanzbranche.

Inflation als eleganter Ausweg

Viel eleganter ist jedoch die zweite Variante der Entschuldung. Hier läßt der Staat den Zusammenbruch großer Schuldner nicht zu. Durch umfangreiche Bail-out-Programme werden die Schulden von den Privaten auf das staatliche Schuldenbuch genommen. In den USA äußert sich eine derartige Politik in freizügigen Steuergeschenken an die Bürger, die durch eine staatliche Kreditaufnahme finanziert werden. Ein Blick auf die Staatsschuldenquote der USA verrät, daß im historischen Kontext noch viel Spielraum besteht, die Staatsverschuldung weiter auszudehnen. Eine derartige Politik wird in den USA flankiert von einer extrem expansiven Geldpolitik, die unablässig Liquidität, sprich Zentralbankgeld, in das Finanzsystem pumpt. Damit ist ziemlich genau die Übersetzung des lateinischen Wortes „inflare“ wiedergegeben. Wachsende Geldmengen stehen einer stagnierenden oder gar schrumpfenden realen Wirtschaftsleistung und einem begrenzten Angebot an Rohstoffen gegenüber, der klassische Fall einer staatlich herbeigeführten Stagflation. Ob Inflations- oder Deflationsschocks – Gold ist eine der besten Versicherungen gegen die Wechselfälle des Geldes, denn sein Wert besteht unabhängig vom Zahlungsversprechen Dritter.

Abb. 2: US-Staatsschuldenquote in % des BSP von 1869-2003



Quellen: US-Treasury Bureau of the Public Debt, Global Financial Data

Kurzfristig ist der Goldmarkt überhitzt

So glänzend die langfristigen Aussichten des gelben Edelmetalls sind, kurzfristig könnte dem Goldmarkt eine empfindliche Abkühlung bevorstehen. Durch den jüngsten Preisanstieg wird mehr altes Gold eingeschmolzen. Das zusätzlich recycelte Gold dürfte in den kommenden Jahren rund 200 Tonnen betragen. Gleichzeitig haben die wichtigsten europäischen Notenbanken, die ihre Goldverkäufe im Rahmen des Washington Agreement bis Herbst 2004 auf 400 Tonnen pro Jahr beschränkt haben, bereits durchblicken lassen, daß sie sich eine Neuauflage des Abkommens mit einer höheren Verkaufsmenge durchaus vorstellen können. Wir rechnen mit einem zusätzlichen Angebot von 100 Tonnen jährlich, die aber durch Käufe asiatischer Zentralbanken ab Mitte 2004 mehr als ausgeglichen werden. Als kritischer Faktor könnte sich kurzfristig auch das nachlassende Interesse der Goldminen erweisen, bereits über die Terminmärkte verkauftes Gold wieder zurückzuerwerben. Dieses sogenannte Dehedging dürfte in diesem Jahr noch zu einer Gesamtnachfrage von 600 Tonnen führen. Im nächsten Jahr rechnen wir von Seite der Goldproduzenten jedoch nur noch mit einer Nachfrage von 300 Tonnen.

Hedge Fonds spekulieren aggressiv auf einen steigenden Goldpreis

Der Goldpreis wurde trotz dieser kurzfristig leicht negativen Aussichten von Hedgefonds oben gehalten. Wie kaum zuvor haben sie sich an der amerikanischen Terminbörse Comex auf der Long-Seite positioniert. Auf Termin wurden in den letzten Monaten knapp 300 Tonnen gekauft. Da ein Großteil dieser Menge unserer Ansicht nach aus kurzfristigen technischen Gesichtspunkten erworben wurde, könnte eine unerwartete plötzliche Marktbewegung Stop Loss-Verkäufe auslösen, die den Goldmarkt kurzfristig bis auf ein Niveau von 340 US-$ drücken könnten. Die überhitzte Marktverfassung zeigt auch die steile Aufwärtsbewegung vieler Goldminenaktien, die in einzelnen Fällen zu markanten Überbewertungen gegenüber dem Metall geführt hat. So ist nach unseren Berechnungen im Kurs von Newmont Mining, dem größten Goldförderer der Welt, bereits ein Kursanstieg des Goldes auf über 460 US-$ enthalten.

Abb. 3: Goldangebot und -nachfrage von 1998 bis 2003

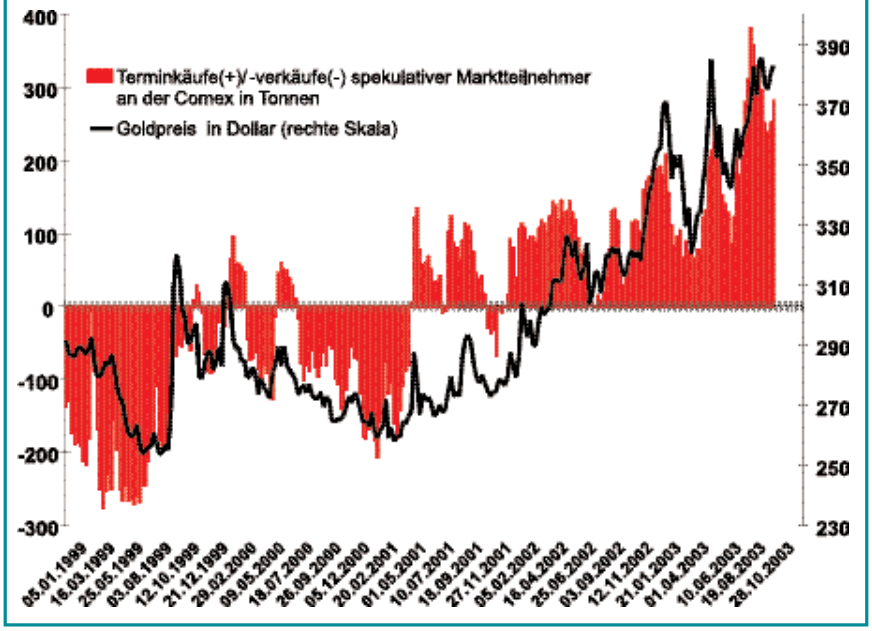
Angebot (in Tonnen)	1998	1999	2000	2001	2002	1. Hj. 2003
Goldproduktion	2.555	2.568	2.580	2.604	2.587	1.252
Zentralbankverkäufe	412	464	471	504	556	279
Recycling	1.098	616	608	706	835	479
Leerverkäufe (netto)	58	506	-15	-147	-423	-329
Summe Angebot	4.123	4.154	3.644	3.667	3.555	1.681
Nachfrage (in Tonnen)	1998	1999	2000	2001	2002	1. Hj. 2003
Industrie	3.709	3.744	3.752	3.483	3.175	1.508
- davon Schmuck	3.145	3.149	3.188	2.995	2.689	1.234
- davon sonstige	564	595	564	487	486	274
Goldbarren und Münzen	155	240	214	232	252	73
Portfolioinvestment	260	170	-322	-53	128	101
Summe Nachfrage	4.124	4.154	3.644	3.662	3.555	1.682

Quelle: Gold Fields Mineral Services

Goldhandel – ein Markt mit vielen Facetten

Die Preisfindung am Goldmarkt einschließlich der komplexen Wechselwirkung zwischen Kassa- und Terminmärkten wird auch durch die Strukturen, die Historien und die Zeitzonen der Handelsplätze für Gold mit beeinflußt. London ist historisch zum Zentrum des Goldhandels gewachsen. Das täglich zweimal stattfindende Fixing, das im Verbund der Mitglieder der LBMA (London Bullion Market Association) stattfindet, dient dazu, größere Positionen zu einem festen Preis zu handeln. Obwohl London und Zürich traditionell den größten physischen Handelsumschlag verzeichnen können, wird der Gold-Spot bilateral und „Over-the-Counter“ (OTC) gehandelt und nicht über eine Börse institutionalisiert. Handelsvolumen und Handelsflüsse sind so nur schwer transparent. Termine

Abb. 4: Comex-Positionen und Goldpreis seit dem 1.1.1999



Quelle: Baden-Württembergische Bank

werden in Europa nur über OTC oder seit jüngerer Zeit auch über die Istanbul Gold Exchange (IGE) gehandelt. Istanbul als Kontaktstelle in den Orient hat zwar historische Bedeutung, ist jedoch im internationalen Handelsgeschehen eher auf den hinteren Rängen anzusiedeln. Die volumenmäßig größten Nachfrager sind bekanntlich die Goldschmuck liebenden Inder. Deren physische Ware kommt zum größten Teil direkt aus Südafrika, aber auch über das Dubai Metals and Commodities Center (DMCC). Im physischen Handel sind des weiteren noch Hong Kong, Tokio mit der TOCOM und jüngst erst China mit der Shanghai Gold and Silver Exchange (SGSE) von Bedeutung.

Termin oder Kasse – wer macht den Preis?

Die Tatsache, daß der Goldhandel an verschiedenen Orten mit unterschiedlichen Prämissen stattfindet, läßt die Frage zu, welcher Markt den Preis bestimmt. In New York findet der größte Derivateumsatz an der COMEX (Commodity Exchange) statt. Absicherungsgeschäfte, Spekulationen und Vorwärtsverkäufe sind hier zu sehen. Um den 24 Stunden-Handel zu sichern, werden Futures und Optionen in Japan institutionalisiert durch die TOCOM gehandelt. Der Termin- und Kassamarkt ist so gesehen global eine Einheit. Spot und Termin greifen ineinander über. Obwohl der Derivatemarkt volumenmäßig größer sein dürfte, so sind immer wieder Marktphasen zu beobachten, in denen weniger der Terminmarkt, sondern vielmehr der Spot-Preis den Marktpreis bestimmt. Beispielsweise seien hier die 1.300 Tonnen Zentralbankverkäufe der Schweiz oder die 400 Tonnen der Zentralbankverkäufe Großbritanniens genannt, die physisch durch den Markt absorbiert wurden. Die Frage nach den preisbestimmenden Determinanten kann somit nur im Bezug auf regionale Gegebenheiten einerseits und auf die jeweiligen Marktphasen andererseits beantwortet werden. Verschiedene Handelszentren haben zu verschiedenen Ereignissen und Zeitpunkten eben unterschiedliche Bedeutung. Aktuell bestimmt der Terminmarkt, voran die Comex, die Fahrt des Goldes. Spekulationsgeschäfte in New York bewegen gegenwärtig den Preis und werden diesen entsprechend auch über die nächsten Wochen dirigieren.

Größeres Kurspotential bei Silber

Für Silber sind die Perspektiven noch glänzender, da es im Gegensatz zu Gold ein Multitalent in der Industrie ist. Während Gold nahezu ausschließlich von der Schmuckindustrie nachgefragt wird, reichen die industriellen Anwendungen Silbers von der Photoindustrie, der Batterieherstellung über die Solarenergie bis hin zum dynamisch wachsenden Einsatz des Metalls in der Wasseraufbereitung. Der vielerorts prognostizierte Siegeszug der digitalen Photographie wird im Bereich der Bildentwicklung und der Papierfilmherstellung nur zu sehr geringen Nachfrageeinbußen führen, die durch die wachsende Verwendung von Silber in anderen Industriebereichen mehr als ausgeglichen werden. Dank seiner einzigartigen Leit- und Reflexionseigenschaften kann die Industrie selbst bei einem schnell steigenden Preis des weißlichen Edelmetalls kaum auf andere Metalle ausweichen. Im Gegensatz zu Gold sind die überirdischen Bestände, die bei einem starken Preisanstieg auf den Markt kommen könnten, weitgehend abgebaut. So verfügen die Zentralbanken mit Ausnahme Chinas über keine nennenswerten Reserven mehr. Die chinesische Notenbank dürfte bei gleichbleibenden Verkäufen von rund 60 Mio. Unzen jährlich ihre Reserven in 5 bis 6 Jahren komplett ausgeschöpft haben. Edelmetallhändler und Warehouses weisen noch Bestände von etwas mehr als 370 Mio. Unzen aus. Mit anderen Worten: rund 4 Mrd. US-$ reichen aus, um die gesamten offiziellen Bestände von knapp 800 Mio Unzen* zu gegenwärtigen Marktpreisen vom Markt zu nehmen. Das sind rund 5 % des geschätzten Vermögens der Walton-Familie (Wal-Mart). Sollte das „Gold des kleinen Mannes“, das seine monetäre Funktion in den letzten Jahrezehnten komplett eingebüßt hat, für die Portfolioanlage wiederentdeckt werden, dann kann es leicht zu einer Verfünffachung des Silberpreises kommen.

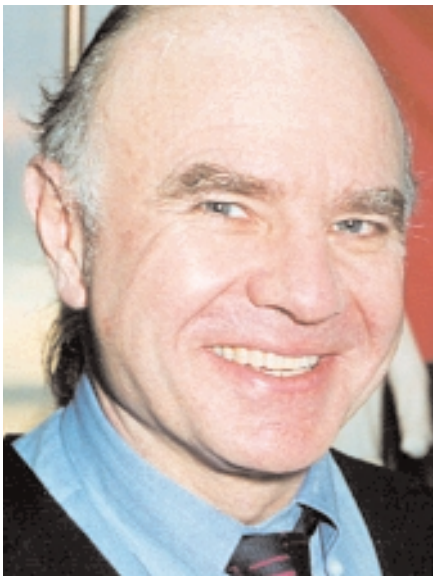
Fazit

Obwohl wir aufgrund der großen Aktivitäten von Hedge Fonds kurzfristig eine Korrektur am Goldmarkt erwarten, bleibt unsere langfristige Einschätzung positiv. Der Markt hat unserer Ansicht nach bis 2006 ein Kurspotential von 600 bis 800 US-$. Privatinvestoren sollten ihr Portfolio dementsprechend diversifizieren: 5 bis 10 % sollte der Anteil in Gold ausmachen, wobei hiervon etwa 50 % in physisches Gold und Silber investiert werden sollten. Zu beachten ist die Mehrwertsteuer, die beim Kauf von Silber anfällt. Standard Kilo-Barren, Gold- und Silbermünzen halten wir für die bevorzugten Anlagevarianten im physischen Bereich. Die andere Hälfte der Edelmetallanlage kann über die Metallproduzenten abgebildet werden, da diese oft einen Hebel gegenüber dem direkten Investment aufweisen. Beim Kauf sollte man jedoch darauf achten, daß das Unternehmen seine Produktion nicht in hohem Maße über Termin verkauft hat (Hedging). Der Investor partizipiert in diesem Fall nicht voll an einem Goldpreisanstieg. Zudem sollte das Portfolio über mehrere Werte gestreut sein. Hier bieten sich auch Goldminenbaskets an, die sich auf Goldproduzenten ohne Absicherungsgeschäfte konzentrieren.

*) Das World Silver Institute errechnet eine Ziffer von 737 Mio. Unzen identifizierbare überirdische Silberbestände. Vgl. World Silver Survey 2003, S. 31.

„In Amerika ist die Stimmung hyperoptimistisch“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Marc Faber, dem Herausgeber des monatlich erscheinenden „Gloom, Boom & Doom Report“, über den Niedergang Amerikas, Greenspans Geldpolitik und den Aufstieg Asiens.



Dr. Marc Faber

Smart Investor: Ist die weltweite Aktienbaisse Ihrer Meinung nach bereits zu Ende gegangen oder ist die zu beobachtende Rally nur eine temporäre Erscheinung?
Dr. Faber: Es ist sehr unwahrscheinlich, daß die Börsen in der westlichen Welt, also Westeuropa und Amerika, neue Höchststände erreichen, die über denen aus dem Jahre 2000 liegen werden. Ich halte es für durchaus möglich, daß die Börsen noch etwas nach oben gehen können, aber grundsätzlich gehe ich davon aus, daß diese Märkte wieder deutlich fallen werden.

Smart Investor: Sie schreiben in Ihrem neuen Buch „Zukunftsmarkt Asien“, daß die USA in wirtschaftlicher Hinsicht den Zenith bereits überschritten haben. Gibt es hierfür historische Parallelen?
Dr. Faber: Ja, Länder wie England Anfang des 20. Jahrhunderts oder das römische Reich und auch das spanische Reich sind gute Beispiele. Das hat es schon immer gegeben, daß sich bestimmte Länder wirtschaftlich und auch machtmäßig gut entwickelt haben, und dann wurde ihnen der Platz an der Sonne abspenstig gemacht, weil andere Länder sie überholt haben.

Smart Investor: Läßt sich der Niedergang an zwei, drei markanten Punkten festmachen?
Dr. Faber: Die USA hatten in den 50er Jahren einen Riesenvorsprung in fast jeder Industriesparte und jedem Bereich des Wirtschaftgeschehens gegenüber anderen Ländern. Heute wächst die Industrieproduktion in Amerika nicht mehr, es gibt viele Industrien, die aus den USA abgewandert sind, und viele US-Gesellschaften, welche über viele Jahrzehnte hinweg eine dominante Stellung in ihrem jeweiligen Markt hatten; diese kommen heutzutage mehr und mehr unter Beschuß von neuen Industrien und Gesellschaften aus Südostasien, Indien und China. Also ist die wirtschaftliche Hegemonie der Vereinigten Staaten vorbei. Amerika hat noch eine Hegemonie im Geldausgeben, also beim Kauf von Konsumgütern, aber nicht mehr in der Produktion. Das führt dann eben dazu, daß die Amerikaner diese großen Handels- und Leistungsbilanzdefizite haben.

Smart Investor: Widersprechen denn aber nicht die kürzlich gemeldeten US-Wachstumsraten für das dritte Quartal in Höhe von über 7 % Ihrer These?
Dr. Faber: Nein! Warren Buffett hat sich dazu so geäußert: „Leihe mir tausend Milliarden Dollar, und ich veranstalte auch eine schöne Party.“ Das Wachstum kommt weitgehend von geborgtem Geld und es ist getrieben vom Konsum, aber nicht von der Produktion.

Smart Investor: Militärisch dürfte Amerika auf jeden Fall noch sehr lange Zeit dominant sein. Wie werten Sie diesen Umstand vor dem Hintergrund des wirtschaftlichen Niedergangs? Ergibt sich daraus nicht automatisch Konfliktpotential?
Dr. Faber: Die militärische Dominanz gilt ja nur in der Luft, am Boden versagen die Amerikaner doch kläglich. Natürlich hat Bush darauf spekuliert, den Irak schnell zu besiegen und dann mit dem dortigen Öl diesen Krieg zu finanzieren. Aber bis jetzt geht seine Rechnung nicht ganz auf.

Smart Investor: Die USA betreiben eine sehr lockere Geldpolitik und eine äußerst expansive Fiskalpolitik. Ist in einem solchen Umfeld Deflation überhaupt möglich?
Dr. Faber: Im momentanen Umfeld ist Deflation höchst unwahrscheinlich. Wobei es durchaus möglich ist, daß die Deflation im

Dr. Marc Faber

Der gebürtige Schweizer Marc Faber, Autor, Fondsmanager und Herausgeber des monatlich erscheinenden „Gloom, Boom & Doom Report“, leitet seit 1990 das Unternehmen Marc Faber Limited. Er schreibt regelmäßig Beiträge für weltweit führende Finanzpublikationen und hält Referate an führenden Universitäten.

Marc Faber, seit 1973 in Hongkong wohnhaft, war zwischen 1978 und 1990 Managing Director bei Drexel Burnham Lambert (HK). Zwischen 1970 und 1978 war er bei White Weld & Company in New York, Zürich und Hong Kong tätig. Er studierte an der Universität von Zürich und erlangte schon im Alter von 24 Jahren den Doktortitel in Wirtschaft. Sein neues Buch „Zukunftsmarkt Asien“ (engl.: „Tomorrow’s Gold“) ist soeben im FinanzBuch Verlag erschienen (sh. auch S. 44).

Produktionsbereich noch weiter anhält, aufgrund der Billiglohnländer wie Indien. Aber dann gibt es eben inflationäre Bereiche wie den Immobiliensektor. Am besten definiert man Inflation als steigende Geldmenge. Versteht man diese als Ursache, so lassen sich steigende Immobilien- oder Konsumgüterpreise als Wirkung bzw. Symptome dieses Geldmengenanstiegs verstehen.

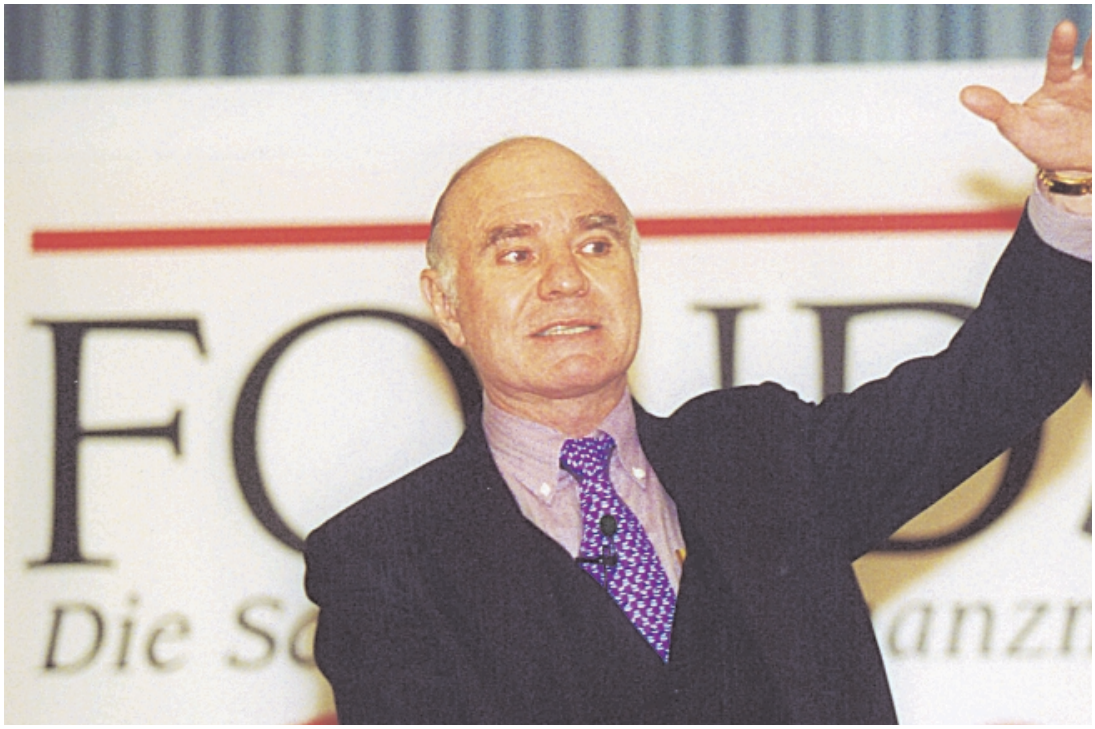
Smart Investor: Alan Greenspan wird für seine Geldpolitik von vielen Seiten immer noch hoch angesehen. Sind Sie auch einer seiner Verehrer?
Dr. Faber: Ganz bestimmt nicht! Greenspan verfolgt die Geldpolitik eines Desperados, wobei jedes Problem der letzten zehn Jahre durch das Gelddrucken gelöst wurde, was aber dann später zu einer noch größeren Krise geführt hat. Greenspan ist der „Bubblemaker" par excellence. Ich glaube, daß er in einigen Jahren von den Finanzhistorikern sehr kritisch beurteilt werden wird.

Smart Investor: Noch überwiegen aber die Befürworter der Greenspan'schen Politik.
Dr. Faber: Ja, der einzelne Amerikaner fühlt sich noch relativ wohl. Schließlich hat er ein Häuschen, welches – zumindest auf dem Papier – im Wert ständig zunimmt, und dabei bemerkt er nicht, daß der Schuldenberg der USA laufend größer wird. Und aufgrund der ständigen Leistungsbilanzdefizite gehört ein immer größerer Teil Amerikas den Ausländern. Die Vermögensverschiebung geht von den USA in erster Linie nach Asien.

Smart Investor: Sie beschreiben in Ihrem Buch sehr deutlich, daß die besten Investmentchancen von der Allgemeinheit immer erst dann erkannt werden, wenn es eigentlich schon zu spät ist. Warum ist das so?
Dr. Faber: Das Publikum ist eben immer an dem am meisten interessiert, was man in der Zeitung lesen kann. Die tatsächlich lukrativsten Anlagethemen sind aber diejenigen, über die niemand spricht und die somit bisher vernachlässigt wurden. Daher sind sie tief bewertet und haben folglich ein großes Potential. Was jedoch im Rampenlicht steht, was Mode ist, das ist bereits erkannt und deshalb relativ hoch bewertet. Und in dieser Beziehung ist es erstaunlich, wie wahnsinnig optimistisch die Anleger inzwischen wieder sind, dahingehend, daß das Schlimmste bereits vorbei ist und daß man jetzt wieder investiert sein muß, überall auf der Welt. Überall, wo ich hinreise – und ich reise wirklich viel – hat jemand einen „hot tip" parat. Vor allem in Amerika ist die Stimmung unter den Anlegern hyperoptimistisch.

Smart Investor: Damit es uns nicht geht wie der Allgemeinheit, verraten Sie uns doch bitte: Wo ist die nächste große unentdeckte Chance?
Dr. Faber: Grundsätzlich sind die großen Chancen – wenn man jetzt einmal langfristig denkt – vermutlich im Rohstoffbereich und in Asien zu sehen, aber: Seit ich mein Buch fertiggeschrieben habe, haben sich die Rohstoffe inzwischen sehr weit nach oben bewegt, vor allem wegen der hohen Nachfrage aus China. Allerdings nehme ich an, daß es in China in den kommenden sechs Monaten zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums kommen wird. Und wenn hier gewisse Enttäuschungen auftreten, dann können die Rohstoffe ohne weiteres ziemlich große Rückschläge erleiden. Und deshalb wäre ich jetzt etwas vorsichtig. Aber auch wenn die asiatischen Aktien und Rohstoffe demnächst irgendwann einmal korrigieren werden, so sind diese Märkte aus meiner Sicht doch erst in einer ersten Phase eines großen Bullmarkets; in Amerika dagegen scheint es mir eher, daß es sich dort momentan um eine Erholung innerhalb eines Bearmarkets handelt, wobei ich mir nicht ganz sicher bin, wie tief die dortige Börse schlimmstenfalls noch fallen kann.

Smart Investor: Sie leben in Hongkong und bereisen regelmäßig andere asiatische Länder. Können Sie uns ein paar wirtschaftlich relevante Unterschiede zwischen dieser Region und Europa bzw. den USA beschreiben?



Dr. Faber: Die Asiaten sind bescheidener als die Europäer und Amerikaner und sind vor allem auch bereit, härter zu arbeiten. Nehmen wir beispielsweise die Inder, die aus den technischen Hochschulen kommen. Die sind bereit, sieben Tage in der Woche zu arbeiten, zwölf Stunden am Tag, weil die Konkurrenz dort einfach riesig ist. Wenn ich das mit der Generation meiner Tochter vergleiche, dann frage ich mich schon manchmal, wohin das hier in Europa führen soll. Die haben jedes Wochenende frei und überarbeiten sich auch unter der Woche nicht.

Smart Investor: Momentan wird China oftmals als die große Investmentchance betrachtet. Können Sie dem uneingeschränkt zustimmen?
Dr. Faber: Ich bin schon seit Jahren sehr positiv für die chinesische Wirtschaft eingestellt. Allerdings bezweifle ich, daß die Ausländer sehr viel Geld in China verdienen werden. Natürlich fällt mir auf, daß China in der Wirtschaftspresse weltweit momentan sehr stark genannt wird, und daß plötzlich alle Anleger in der Welt glauben, sie müßten jetzt in China investieren. Das finde ich bedenklich. Die Bewertungen sind nämlich nicht mehr so tief und wie ich bereits gesagt habe: Ich rechne mit einer Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik in diesem Land. Langfristig gehe ich schon davon aus, daß Asien – also z.B. China, Indien oder Vietnam, wo derzeit Wachstumsraten von 6 bis 10 % herrschen – schon sehr interessant für Investoren sein wird, so daß man sich als Investor auf jeden Fall mit dieser Region beschäftigen muß. Ich sage lediglich, daß momentan wahrscheinlich kein idealer Zeitpunkt für einen Einstieg ist. Ich rate daher, eher auf Rückschläge zu warten.

Smart Investor: Was sollte ein europäischer Investor beachten, der am Aufstieg Asiens partizipieren möchte?
Dr. Faber: Es gibt auch in diesen Schwellenländern große Wirtschafts- und Börsenzyklen, und die Märkte dort sind sehr volatil. Man sollte auf keinen Fall etwas kaufen, wenn es am Höhepunkt der Popularität steht, sondern nur dann, wenn es vernachlässigt ist oder wenn die Stimmung für ein Land sehr schlecht ist. Anleger, die gar nichts von Asien wissen, sollten keine Aktien, sondern nur Fonds kaufen. Am Aufschwung der dortigen Region läßt sich aber auch mit Rohstoff-Investments partizipieren, wie z.B. mit den Aktien Inco oder BHP. Aber wie gesagt, auch diese Aktien sind zuletzt sehr stark gestiegen.

Smart Investor: Können Sie in wenigen Worten beschreiben, wie sich Ihrer Meinung nach die Märkte in den kommenden zehn Jahren entwickeln werden?
Dr. Faber: Grundsätzlich dürften die Rohstoffpreise in zehn Jahren höher stehen als heute, ebenso die asiatischen Aktien,

auch die japanischen. Bei der amerikanischen Börse bin ich mir da allerdings nicht so sicher. Dies würde ich von der Entwicklung des US-Dollars abhängig machen. Angenommen, der US-Dollar fällt bis dahin um 90 %, dann ist ein deutlicher Anstieg der US-Börse natürlich schon möglich. Aber was Sie dann als europäischer Investor verdient haben, werden Sie über die Währung wieder verlieren. Real, also inflationsbereinigt, kann ich mir nicht vorstellen, daß US-Aktien in zehn Jahren höher stehen werden als heute. Die Zinsen werden in zehn Jahren deutlich höher sein. Das ist mein langfristiger Ausblick.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Ralf Flierl

Anzeige

financial.de

Information you can trust

115.438 Leser beziehen börsentäglich Finanznachrichten, Unternehmensstudien und Anlageempfehlungen per E-Mail von financial.de. Registrieren Sie sich jetzt kostenlos: www.financial.de.

„Sein Vermögen zu erhalten muß die Maxime sein“

Smart Investor im Gespräch mit Prof. Fredmund Malik, Leiter des Management Zentrum St. Gallen, über falsche Wirtschaftsstatistiken, die Elliott-Wellen-Theorie und die langfristigen Aussichten für die Aktienbörsen.

Prof. Fredmund Malik

Smart Investor: Herr Prof. Malik, Sie warfen der US-Administration und der Fed in den vergangenen Jahren die Anwendung falscher statistischer Verfahren wie das Hedonic Price Indexing und gezielte Desinformation vor. Haben sich die Verhältnisse nach dem Platzen der Spekulationsblase verbessert oder handelt es sich noch immer um ein Land der unbegrenzten Märchen?
Prof. Malik: Es hat sich nichts geändert an der Art der Berichterstattung. Die Realität der US-Wirtschaft entspricht nicht dem Bild, das durch die Berichterstattung geschaffen wird. Die amerikanische Wirtschaft ist in einem wesentlich schlechteren Zustand. Daher gibt es auch keinen Grund, amerikanische Wirtschaftpolitik oder amerikanische Management-Vorstellungen zu kopieren. Im Gegenteil sind es gerade diese Vorstellungen, die zur desaströsen Lage von heute geführt haben. Das scheint noch längst nicht in seiner ganzen Tragweite erfaßt zu werden.

Smart Investor: Wenn die USA in den 90er Jahren gemäß Ihrer Theorie eigentlich ein Nullwachstum hatten, woran liegt es dann, daß die US-Indices seit ihren Hochs im Jahre 2000 weitaus weniger eingebüßt haben als das Gros der europäischen Indices?
Prof. Malik: Die Einbußen sind stark genug, aber sie sind – da haben Sie Recht – geringer als in Europa. Es liegt erstens an genau diesen falschen Informationen. Man glaubt, die US-Wirtschaft sei besser, während man sich über die anderen Wirtschaften keine Illusionen machen kann. Es liegt aber auch daran, daß sich die Anleger außerhalb Amerikas viel rascher an die neue Lage angepaßt haben. Man glaubt außerhalb der USA nicht an das Märchen vom mühelosen Reichtum über ewig steigende Kurse. Die Leute haben bei uns die Lektion gelernt und die Abschreibungen vorgenommen. Sie operieren nun sehr vorsichtig. In den USA ist mit der Erholung noch größere Euphorie eingekehrt als sie zu Zeiten der All-time-Highs bestand. Der durchschnittliche US-Investor ist naiv. Er glaubt an die Sirenenklänge der Wallstreet-Werbung.

Smart Investor: Wie bewerten Sie die expansive Geld- und Fiskalpolitik in den USA vor dem Hintergrund des riesigen Schuldenberges, der sich als Konsequenz dahinter auftürmt?
Prof. Malik: Es ist der Weg ins Desaster. Die Geld- und Steuerpolitik waren so expansiv wie noch nie zuvor; ihre Wirkung ist so gut wie Null. Man kann bestenfalls argumentieren, daß dadurch der Niedergang von Wirtschaft und Börse etwas aufgehalten wurde. Was wird man jetzt tun, nachdem die gesamte Munition verschossen ist?

Smart Investor: Sehen Sie Zusammenhänge zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA und den politischen Tendenzen unter George W. Bush?
Prof. Malik: Ja, mir scheint, daß die Bush-Regierung verzweifelt und in untauglicher Weise versucht, von der wirtschaftlichen Misere abzulenken. Mir scheint, daß sie weitgehend desorientiert ist.

Smart Investor: In den vergangenen Monaten erwarteten Sie einen Anstieg des Dollars gegenüber den großen anderen Währungen. Der Markt zeigt ein gegensätzliches Bild. Haben Sie die Rechnung ohne die Notenbanken gemacht?
Prof. Malik: Nachdem ich vorher zutreffend den Sinkflug des Dollars vorhergesagt hatte, ist die Erholung genau zu dem Zeitpunkt eingetreten, zu dem ich sie erwartet habe. Sie war aber weniger ausgeprägt als ich dachte. Meine jeweils aktuellen Meinungen sind auf unserer Homepage nachzulesen (www.mzsg.ch/mom/aktuell/index.shtml; Anm. d. Red.). Auf längere Sicht wird der Dollar sehr schwach sein, und es ist gut möglich, ja wahrscheinlich, daß er seine Rolle als Weltleitwährung rasch einbüßen wird. Das hängt auch von Europa und seiner Einigkeit ab. Es wird aber immer wieder Erholungen geben, die handelbar sind.

Prof. Fredmund Malik

Prof. Dr. Malik vereinigt wissenschaftliche Fundiertheit mit langjähriger praktischer Erfahrung. Der gebürtige Österreicher ist ein anerkannter Vordenker des ganzheitlichen Managements und steht als Unternehmer hinter dem langjährigen Erfolg des renommierten Management Zentrum St. Gallen mit rund 140 Mitarbeitern. Seit über 25 Jahren berät er als Management Consultant und Management Educator zahlreiche in- und ausländische Unternehmen aller Größenordnungen. Er hat Tausende von Führungskräften aller Stufen, Sektoren und Branchen ausgebildet. Als Autor veröffentliche er bislang rund 300 Publikationen, unter anderem den Bestseller „Führen – Leisten – Leben – Wirksames Management für eine neue Zeit“.

Smart Investor: Sie vertreten die Auffassung, daß wir uns gegenwärtig erst am Beginn eines langjährigen Bärenmarktes befinden. Was macht Sie da so sicher und welche Konsequenzen sollte ein smarter Investor daraus ziehen?
Prof. Malik: Die wirklich smarten Investoren haben sich längst von ihren Beständen getrennt oder sind – wenn Sie das Short-Trading beherrschen – short. Das zeigen alle relevanten Indikatoren; vor allem die Insider sind konsequent auf der Verkäuferseite. Was mich so sicher macht? Es gibt keine Sicherheiten an den Märkten, nur Wahrscheinlichkeiten. Dauer, Verlauf und Ausmaß des vorherigen Bullenmarktes und die mit ihm verbundenen Begleiterscheinungen der allgemeinen Verschuldung führen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem lange dauernden und weitgehenden Bearmarket. Meine Sicherheit ist – das ist für die Leser wichtig – eine relative: Es sind Ereignisse denkbar, bei deren Eintreten ich meine Meinung ändern würde. Ich sage also: Man muß sich auf einen Bearmarket einstellen – und das heißt, man muß aufhören, naiv daran zu glauben, daß Aktienmärkte immer nur steigen. Das Gegenteil ist historische Wahrheit: Zur Hausse gehört die Baisse.

St. Gallen, Schweiz

Smart Investor: Im Dezember 2002 äußerten Sie sich bezüglich der Entwicklung des Goldpreises sehr negativ. Damals nannten Sie ein Kursziel von 200 US-$. Hat sich Ihre Meinung heute geändert?
Prof. Malik: Nein, bisher nicht, aber ich habe auch immer dazu gesagt, daß ich unter Umständen meine Auffassung rasch ändern werde. Ich bin mir bezüglich des Goldes am wenigsten sicher, setze vorläufig aber auf sinkende Preise.

Smart Investor: Auch Bob Prechter, der bekannteste Vertreter der Elliott-Wellen-Theorie, hatte ein Kursziel von 200 US-$ angegeben. Sind Sie ein Anhänger dieser Theorie?
Prof. Malik: Was die Börse betrifft, hänge ich überhaupt keiner Theorie an. Der Markt ist es, der immer Recht hat, nicht die Theorie. Ich habe mich aber jahrelang mit Elliott befaßt und glaube, seine Theorie recht profund zu kennen. Es ist einer der interessantesten Ansätze, aber er ist nicht so leicht anzuwenden. Ich kenne die Bücher Prechters. Ich halte ihn für einen der besten Köpfe, was nicht heißt, daß er immer Recht hat. Aber er hat eine klare und gut argumentierte Sicht, was eine Seltenheit ist. Er steht zu seinen Meinungen, auch wenn sie sich gelegentlich als falsch erweisen.

Smart Investor: Weiterhin prognostizieren Sie ein langfristig steigendes Zinsniveau bei gleichzeitig deflationärer Wirtschaftsentwicklung. Auf den ersten Blick ein Widerspruch...
Prof. Malik: Es ist kein Widerspruch. In der deflationären Depression der 1930er Jahre ist genau das geschehen. Der Grund ist einfach: Eine Deflation setzt vorgängige Verschuldung voraus. Schulden müssen verzinst und getilgt werden. Dazu braucht es Liquidität. Diese muß man sich beschaffen, weil man sonst wirtschaftlich untergeht. Weil es eine Massenerscheinung ist, ist Liquidität knapp, egal was die Notenbanken tun, und daher teuer. Die Schuldner müssen bereit sein, jeden Zins zu bezahlen, der gefordert wird.

Smart Investor: Sie sind Leiter des Management Zentrums St. Gallen in der Schweiz. Inwiefern hat sich durch den Zusammenbruch der „New Economy“ neben dem Vertrauensverlust in die Wirtschaft im Allgemeinen und in die verantwortlichen Personen im Speziellen auch die Einstellung der Manager in Bezug auf die Kapitalmärkte verändert?
Prof. Malik: Das Vertrauen ist nachhaltig gestört, bei vielen Menschen zerstört. Es wird Jahre dauern – oder einen gewaltigen Wachstumsschub erfordern – bis diese Schäden repariert oder vergessen sind. Als ich in meinem Buch über „Corporate Governance“ schon 1997 vor einer Vertrauenskrise gewarnt habe, wurde das nur von wenigen verstanden. Viele Manager haben das Vertrauen auch zu sich selbst verloren, vor allem aber zu den diversen Consultants, Wirtschaftsprüferfirmen, Investmentbanken usw., weil sie jetzt erleben, daß so gut wie nichts von deren Empfehlungen stimmt, und daß die mit zum Teil „religiösem“ Eifer vorgetragenen Dogmen schlichtweg falsch sind.

Smart Investor: Welche Schlußfolgerungen muß der Investor daraus ziehen?
Prof. Malik: Die Börse ist nicht, wie man weismachen wollte, der Ort, wo es leicht ist, reich zu werden. Genau darin bestand ja die Irreführung. Die Börse ist der schwierigste Ort dafür. Es ist eine alte Erfahrung, daß der Prozentsatz der nachhaltigen Gewinner sich im einstelligen Prozentbereich bewegt. Für die nächsten Jahre wird es nicht auf Return on Investment ankommen, sondern auf Return of Investment. Sein Vermögen zu erhalten muß die Maxime sein; ob man es mehren kann, ist zweifelhaft.

Smart Investor: Bob Prechter skizzierte in einem Interview in der Ausgabe 7/2003 des Smart Investor, basierend auf den Überlegungen der Elliott-Wellen-Theorie, einen drastischen Kursverfall an den Weltbörsen. Wie würde Ihre Skizze für die kommenden zwanzig Jahre aussehen?
Prof. Malik: Ich weiß nicht, wie die nächsten zwanzig Jahre sein werden, aber man tut gut daran, sich auf einen langen und schweren wirtschaftlichen „Winter“ einzustellen. Es ist leicht möglich, daß Prechter Recht bekommen wird. Wenn es dann glimpflicher kommt, um so besser. So gesehen ist die Kunst nicht so sehr die Prognose als die mentale und wirtschaftliche Vorbereitung. Die richtige Strategiefrage lautet nicht: Wie wird die Zukunft? Sondern: Was muß ich tun, um unter allen denkbaren Bedingungen gut über die Runden zu kommen und die in allen Situationen steckenden Chancen zu erkennen und zu nützen? Mit Managern trainiere ich vor allem die Fähigkeit, geistig und wirtschaftlich flexibel und anpassungsfähig zu sein und überall nach Chancen zu suchen. Es ist natürlich nicht so, daß es sie in jeder Problemstellung gibt. Aber falls es Chancen gibt, wird nur der sie entdecken, der danach sucht.

Smart Investor: Herr Prof. Malik, herzlichen Dank für das Interview.

Interview: Stephan Glatz

Titelstory

Aktienmarktstrategien im Visier der Statistik

Bauchentscheidungen versprechen an der Börse keinen dauerhaften Erfolg. Ziel eines jeden Investors muß es deshalb sein, Anlagestrategien umzusetzen, bei denen langfristig von einer Outperformance des Marktes auszugehen ist. Einfach gesagt, doch welche sind dies?

Langfristige Betrachtung erforderlich

Der einzige Weg, entsprechende Strategien zu entwickeln bzw. sich von ihrem Erfolg zu vergewissern, besteht zweifellos darin, Aktienkurszeitreihen der Vergangenheit auszuwerten. Bereits praktiziert wird dies u. a. von Fondsgesellschaften, die uns Anleger regelmäßig mit neu aufgelegten Aktienfonds beglücken, die auf z. T. hochkomplexen Strategien beruhen und mit denen der Markt in der Vergangenheit „nachweislich" deutlich outperformt worden wäre. In der realen Umsetzung bleiben die Erfolge dann allerdings meist aus und ihre Performance hinter der Benchmark zurück. Zurückführen läßt sich dies u. a. auf zu kurz gewählte Analysezeiträume, die vielfach bei weniger als zehn, teilweise sogar unterhalb von fünf Jahren liegen und damit bestenfalls einen Wirtschaftszyklus abdecken können. Statistisch sinnvolle Aussagen über die langfristigen Erfolgschancen einer Strategie sind bei derart kurzer Betrachtung natürlich nicht möglich. Hierfür erforderlich scheinen vielmehr Perioden oberhalb von 20 Jahren, wobei sich die Validität der Aussagen mit darüber hinaus gehender Dauer weiter erhöht. Zudem reduziert sich bei längeren Betrachtungszeiträumen auch die Bedeutung individuell bestimmbarer Komponenten, deren Wahl andernfalls nicht selten zur „bewußten Optimierung eines gewünschten Untersuchungsergebnisses" eingesetzt wird.

Die Regeln des Spiels

Anders bei den Untersuchungen von James P. O'Shaughnessy, bekannt als „Pionier der quantitativen Analyse" und Autor des US-Bestsellers „What works on Wall Street". Seinen empirischen Auswertungen unterschiedlicher Handelsstrategien, die sich von Ende 1951 bis Ende 1996, insgesamt also über 45 Jahre erstrecken, liegen die Aktienkurszeitreihen sämtlicher in der „Standard & Poor's Compustat Active and Research Database" enthaltenen Werte oberhalb einer bestimmten Marktkapitalisierung zugrunde. Zunächst waren dies 560 Titel, bis zum Jahr 1996 stieg ihre Anzahl auf 9.326 Werte an. Sämtliche von O'Shaughnessy getesteten Modelle beruhen auf klar definierten Regeln ohne subjektive Entscheidungsspielräume und Interpretationsbedarf. Beim Portfolioaufbau wurde stets nur auf bereits veröffentlichte Informationen, nicht aber auf Schätzungen zukünftiger Daten, wie Gewinnerwartungen oder Dividendenprognosen, zurückgegriffen. Alle Aktien wurden jeweils gleich stark gewichtet, wobei eine jährliche Anpassung erfolgte, Dividenden wurden am Jahresende reinvestiert. Da O'Shaughnessy alle Regeln genauestens publiziert hat, können die Ergebnisse von jedem Anleger nachvollzogen und – sicherlich noch wichtiger – die Strategien zumindest theoretisch eins zu eins nachgebildet werden.

Verbreitetes Vorurteil durch Statistik entlarvt

Kaum eine Strategie hat sicherlich einen so guten Ruf wie die Investition in Werte mit niedrigem Kurs/Gewinn-Verhältnis, ist diese Kennzahl doch die beliebteste Maßzahl zur Bestimmung, ob eine Aktie relativ zu anderen Papieren teuer oder billig ist. Hätte ein Anleger Ende 1951 10.000 US-$ in die 50 Aktien mit dem höchsten KGV investiert und sein Depot Jahr für Jahr entsprechend umgeschichtet, um zu Jahresbeginn wiederum eine Gleichgewichtung der vom KGV her teuersten Aktien zu erhalten, wäre der Wert des Depots in den folgenden 45 Jahren bis auf 558.065 US-$ angestiegen, was einer durchschnittlichen jährlichen Rendi-

James P. O'Shaughnessy

James P. O'Shaughnessy

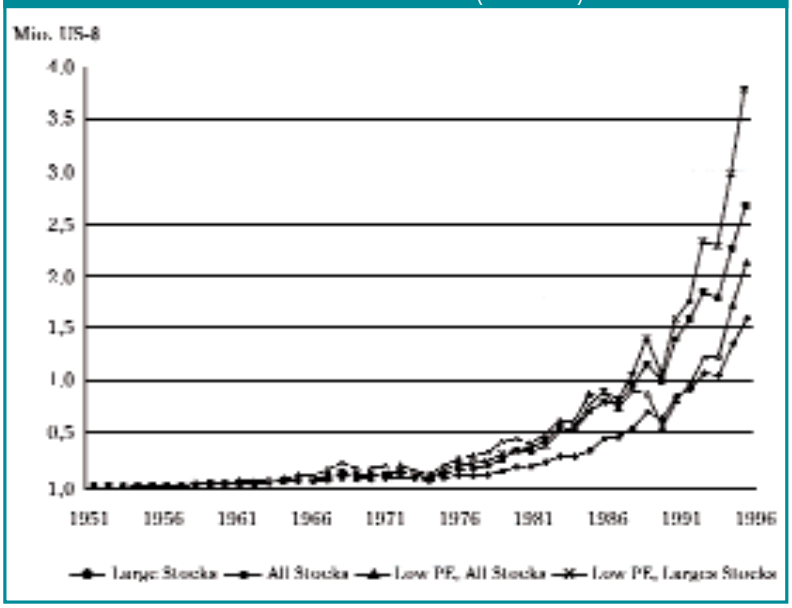
James P. O'Shaughnessy, CEO des US-amerikanischen Vermögensverwalters Netfolio.com und Fondsmanager verschiedener Investmentfonds, gilt bereits seit geraumer Zeit als einer der führenden amerikanischen Finanzexperten und Vorreiter der quantitativen Aktienanalyse. Renommierte Medien wie das Wirtschaftsmagazin Barron's bezeichnen ihn als „Weltweiten Top-Performer" und „Statistik-Guru". Im Gegensatz zu anderen Experten teilt er seine Ergebnisse in Büchern wie „Invest like the Best" oder „What works on Wall Street", dem US-Bestseller, aus dem auch die hier dargestellten Untersuchungsergebnisse stammen, einer breiten Leserschaft mit und ermöglicht auf diese Weise die Nachahmung seiner Strategien.

te von 9,35 % entspricht. Ein Depot aus den 50 Werten mit dem jeweils niedrigsten KGV hat im selben Zeitraum dagegen eine Performance von 12,65 % p.a. erzielt. Der zunächst nicht besonders hoch erscheinende Renditeunterschied schlägt über den gesamten Betrachtungszeitraum jedoch mit einer Differenz von über 1,5 Mio. US-$ zu Buche. Erstaunlicherweise fällt diese Gruppe allerdings immer noch hinter den Gesamtmarkt zurück, der zwischen 1951 und 1996 im Durchschnitt um 13,23 % p.a. zulegen konnte. Ein weitverbreitetes Vorurteil, daß mit niedrigem KGV besser als der Gesamtmarkt performen, konnte durch die Untersuchungen von O'Shaughnessy somit nicht bestätigt werden.

Bei hoher Marktkapitalisierung ist alles anders

Anders stellen sich die Ergebnisse allerdings dar, wenn statt des Gesamtmarktes nur die Blue Chips, definiert als Aktien mit überdurchschnittlicher Börsenkapitalisierung, betrachtet werden. Zwar bleibt ihr Renditezuwachs mit jährlich 11,92 % im Durchschnitt knapp hinter dem Gesamtmarkt zurück, eine Auswahl nach dem niedrigsten KGV macht innerhalb dieser Gruppe jedoch durchaus Sinn. So wuchs das Ursprungsinvestment von 10.000 US-$ innerhalb von 45 Jahren auf die stattliche Summe von 3.787.460 US-$ an (14,10 % p.a.). Das Endvermögen fiel damit mehr als doppelt so hoch wie ohne Berücksichtigung des KGVs als Selektionskriterium aus. Dabei relativiert sich das hervorragende Ergebnis der Gruppe großer, niedrig bewerteter Aktien nur marginal, sofern das Risiko, ausgedrückt durch ein Sharpe-

Abb. 1: Die Bedeutung eines niedrigen KGV (engl.: PE)



Nominelle Entwicklung eines Anfangsinvestments von 10.000 US-$ zwischen 1951 und 1996 mit niedrigem KGV als Unterscheidungskriterium.
Quelle: Die besten Anlagestrategien aller Zeiten, S. 86.©

Anzeige

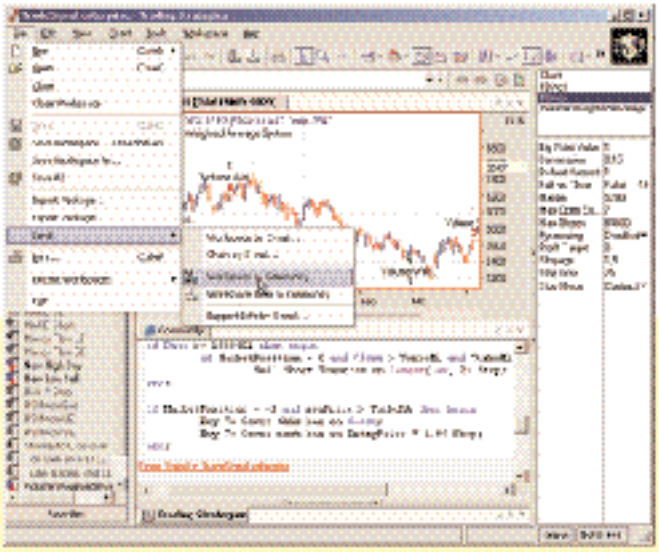
Profitable Handelsstrategien
entwickeln, testen und optimieren

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/



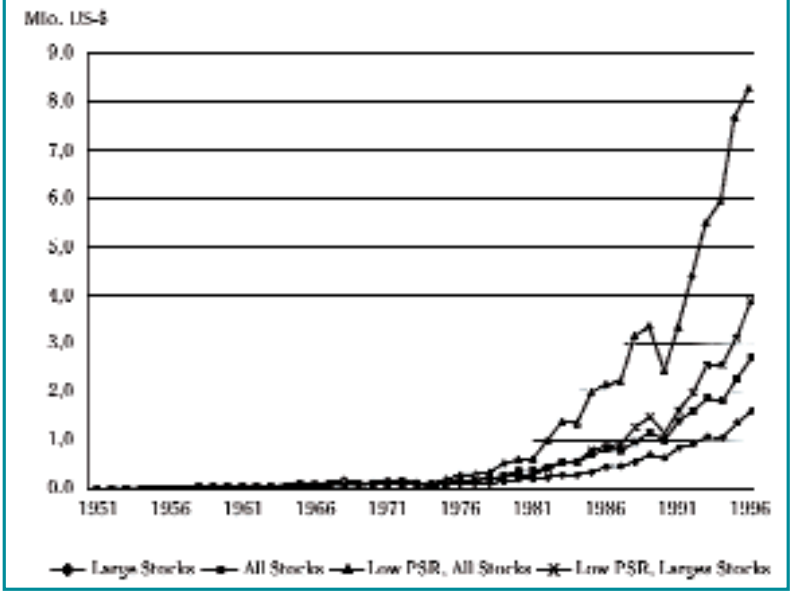
Erstellen, testen und optimieren Sie jetzt schnell und einfach Ihre Handelsstrategien mit Equilla - the trader's language.

tradesignal enterprise

EasyLanguage und TradeStation sind eingetragene Warenzeichen der TradeStation Technologies Corporation.

Risiko von 50 gegenüber 48 bei der Gesamtgruppe, in die Betrachtung mit einbezogen wird. Selbst die Anzahl gewonnener Perioden hat keinen Zufallscharakter mehr, lagen die jeweils 50 Aktien mit dem niedrigsten Kurs/Gewinn-Verhältnis doch in 86 % aller rollierenden Zehnjahresperioden vorne. Während sich ein niedriges KGV bei kleinen Gesellschaften somit allein betrachtet nicht als Auswahlkriterium eignet, sind bei einem Investment in Blue Chips geringe Werte hier eindeutig zu bevorzugen. Was zunächst paradox erscheint, leuchtet bei genauerer Betrachtung durchaus ein: So können kleine Werte auf ihrem Weg zu einer großen Gesellschaft spektakuläre Gewinnanstiege aufweisen, wodurch ein höheres KGV gerechtfertigt ist. Ein allzu niedriger Wert weist dagegen – zum Teil wohl zu recht – auf mangelndes Vertrauen in das jeweilige Management hin.

Abb. 2: Die Bedeutung eines niedrigen KUV (engl.: PSR)



Nominelle Entwicklung eines Anfangsinvestments von 10.000 US-$ zwischen 1951 und 1996 mit niedrigem KUV als Unterscheidungskriterium.
Quelle: Die besten Anlagestrategien aller Zeiten, S. 166.©

Der Kauf von Erträgen

Fast analoge Ergebnisse ergeben sich, wenn statt eines niedrigen KGVs eine möglichst hohe Dividendenrendite als Auswahlkriterium herangezogen wird. Begründet wurde diese Strategie bereits 1938 von John Burr in seinem Werk „The Theory of Investment Value". Benjamin Graham führte sie später in die Fundamentalanalyse ein. Auch hier hängt die Schlagkraft der Strategie fast gänzlich von der Größe der betreffenden Gesellschaften ab. Während es den 50 Werten mit der insgesamt höchsten Dividendenrendite trotz höheren Risikos nicht gelingt, die durchschnittliche Wertentwicklung der gesamten Gruppe zu schlagen (11,99 % statt 13,23 % p.a.), stellt sich das Ergebnis für die dividendenstärksten Titel aus der Gruppe mit überdurchschnittlicher Marktkapitalisierung signifikant besser dar. Aus 10.000 Euro wurden zwischen 1951 und 1996 bei vergleichbarem Risiko annähernd 2,9 Mio. US-$ (13,43 % p.a.) und damit fast doppelt so viel wie bei der Gruppe aller „Großen Aktien" im entsprechenden Zeitraum.

Substanz als sinnvoller Auswahlfaktor

Eine andere Strategie schlägt nach O'Shaughnessy dagegen nicht nur bei Aktien mit hoher Marktkapitalisierung, sondern bei sämtlichen Werten an und übertrumpft dabei die bisher dargestellten Anlageergebnisse nochmals deutlich. So hätten sich die ursprünglichen 10.000 US-$ in den 45 Jahren bis Ende 1996 auf 5.490.122 US-$ vermehrt, wenn aus allen Aktien jeweils in die 50 Werte mit dem niedrigsten Kurs/Buchwert-Verhältnis investiert worden wäre. Im Durchschnitt entspricht dies einer jährlichen Performance von 15,05 %. Wäre die Auswahl statt dessen lediglich aus den Werten mit der höchsten Marktkapitalisierung getroffen worden, hätte der Endwert des Portfolios zwar „nur" bei etwas über 5 Mio. US-$ gelegen (14,82 % p.a.), dies allerdings bei deutlich reduziertem Risiko. Wenig überraschend fiel die Entwicklung der Aktiengruppen mit hohem Kurs/Buchwert-Verhältnis in den betrachteten 45 Jahren mit durchschnittlich 8,42 % p.a. (alle Aktien) bzw. 10,5 % p.a. (hohe Marktkapitalisierung) erheblich bescheidener aus.

Der König der wertorientierten Kennzahlen

Von den Einzelkennziffern her am besten schneidet jedoch die Aktienselektion nach dem niedrigsten Kurs/Umsatz-Verhältnis ab, wobei dies allerdings nur für die Gruppe „Alle Aktien" gilt. Eine Investition in die entsprechenden 50 Dividendenwerte hätte das Anfangsvermögen innerhalb des untersuchten Zeitraums auf 8.252.734 US-$ erhöht. Die Rendite hätte bei durchschnittlich 16,09 % p.a. gelegen. Bessere Ergebnisse wären nur bei der Kombination mehrerer Auswahlfaktoren, wie beispielsweise „KUV < 1, hohe relative Stärke" oder „Dividendenrendite > 5, hohe relative Stärke" möglich gewesen. Bei den großen Aktien fällt ein niedriges KUV als Auswahlkriterium mit einem Wertzuwachs von „lediglich" 14,15 % p.a. hinter andere Strategien, wie beispielsweise die Auswahl nach dem Kurs/Buchwert-Verhältnis oder auch dem Kurs/Cashflow-Verhältnis dagegen zurück.

Von der Theorie in die Praxis

Nun lassen sich die genannten Auswahlmethoden für viele Anleger allerdings insofern nicht oder nur sehr unbefriedigend umsetzen, als sie den Erwerb von mindestens 50 Aktien pro verfolgter Strategie erfordern, was über die erforderliche Streuung mancher Wertpapierdepots bereits hinausgeht. Neben anfallenden Gebühren sind dabei auch Opportunitätskosten im Zusammenhang mit der Datenbeschaffung und -auswertung – beides zweifellos mit hohem zeitlichen Aufwand verbunden – in die Überlegungen mit einzubeziehen. Sinnvoll erscheint es deshalb, sich zwar an den von O'Shaughnessy auf breiter Datenbasis herausgefilterten „Aktienwerttreibern" zu orientieren, diese jedoch

statt auf den Gesamtmarkt auf eine kleinere Gruppe klar definierter Werte zu übertragen. Gerade bei den Strategien, die sich insbesondere bei Werten mit hoher Marktkapitalisierung positiv auswirken, bieten sich dafür Aktienindices wie der Dow Jones oder auch der Dax an.

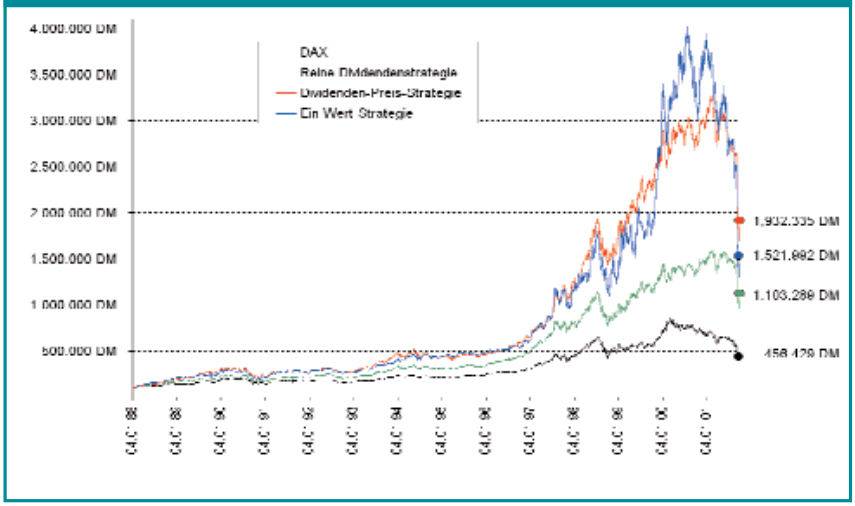
Dogs of the Dow

So konnte ein Portfolio aus den zehn Dow-Werten mit der jeweils höchsten Dividendenrendite den Index nach einer Untersuchung des US-Brokers Prudential Bache in den 21 Jahren zwischen 1975 und 1995 16 mal schlagen, wobei die Outperformance über den gesamten Zeitraum im Durchschnitt bei 4 % p.a. lag. Weiter optimiert wurde die Dividendenstrategie u.a. von Michael B. O'Higgins. Unter dem Namen „Dogs of the Dow" investierte er lediglich in die fünf Werte mit den niedrigsten Kursen innerhalb der 10 dividendenstärksten Titel. Legte der Dow zwischen 1968 und Ende September 1998 um durchschnittlich 11,66 % p.a. zu, lag das Ergebnis der von O'Higgins praktizierten Dividenden-Preis-Strategie bei 18,03 % jährlich. Statt auf 266.684 US-$ wäre ein ursprünglich eingesetztes Startkapital von 10.000 US-$ mit dieser Investitionsmethode innerhalb der betrachteten 30 Jahre auf 1.389.406 US-$ angestiegen. Zumindest für nur schwach risikoaverse Anleger läßt sich das mit der Konzentration auf weniger Werte verbundene Risiko dabei sicherlich leicht verschmerzen.

Auf deutschen Markt übertragbar

Sowohl die reine Dividendenstrategie als auch die Dividenden-Preis-Strategie lassen sich technisch natürlich ohne Probleme auf den Dax übertragen, wobei die bereits erstaunlich guten Ergebnisse auf dem US-Markt nochmals deutlich übertroffen werden. Legte das wichtigste deutsche Aktienmarktbarometer zwischen Anfang 1988 und September 2001 im Durchschnitt jährlich um 11,46 % zu, wäre nach Berechnungen von Claus Deininger und Jens-Uwe Penquitt von der Universität Würzburg mit der Dividendenstrategie eine durchschnittliche Performance von 18,71 % möglich gewesen. Bei Konzentration auf die fünf Werte mit dem niedrigsten Preis aus dieser Gruppe hätte sich sogar eine jährliche Rendite von durchschnittlich 23,84 % p.a. ergeben. Aus 100.000 DM wären im entsprechenden Zeitraum somit fast 2 Mio. DM geworden. Mit einem Endbetrag von rund 1,5 Mio. DM und einer durchschnittlichen Performance von 21,47 % p.a. nicht ganz so gut schneidet die ebenfalls von O'Higgins entwickelte Ein-Wert-Strategie ab, bei der der gesamte Anlagebetrag in die zweitbilligste Aktie aus dem oben beschriebenen Fünfer-Portfolio investiert wird. Aber auch aufgrund des extrem hohen Risikos ist von dieser Methode natürlich dringend abzuraten. Bei sämtlichen Ergebnissen ist zudem zu beachten, daß der Untersuchungszeitraum mit knapp 14 Jahren im Vergleich zu den von O'Shaughnessy betrachteten 45 Jahren recht kurz ausfällt.

Abb. 4: Dax-Portfolio versus Strategie-Portfolios



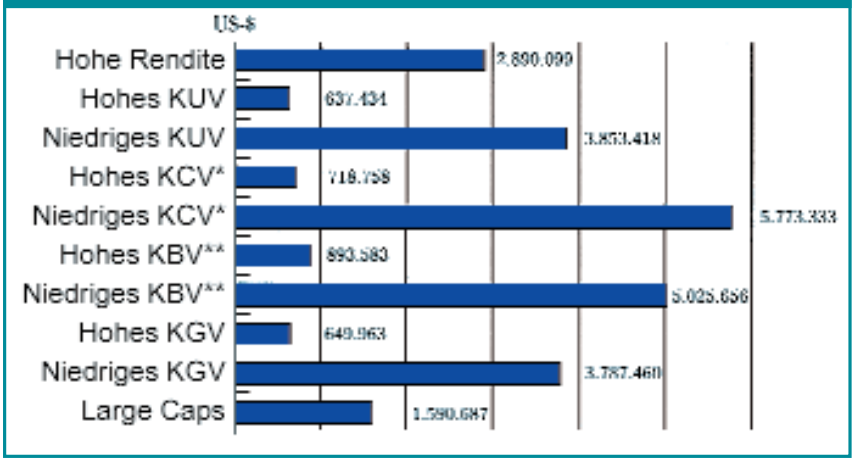
Nominelle Entwicklung von Dax-Portfolio versus Strategie-Portfolio bei einem Anfangsinvestment von 100.000 DM zwischen 1988 und September 2001.
Quelle: Deininger/Penquitt „Beating the Dax", unveröffentlichte Studie.

Den Markt schlagen – so einfach und doch so schwer

Bleibt abschließend zu klären, warum es trotz der hier dargestellten und allgemein bekannten Zusammenhänge acht von zehn aktiv agierenden Portfoliomanagern nicht gelingt, ihren Vergleichsindex zu schlagen. O'Higgins führt dies insbesondere darauf zurück, daß Fonds aufgrund ihres Anlagevolumens sowie von Anlagerestriktionen nicht in der Lage sind, seine Anlageempfehlungen auch tatsächlich umzusetzen. Gänzlich erklären kann dieses Argument das beobachtete Phänomen allerdings nicht. O'Shaughnessy nennt als Hauptgrund für das schlechte Abschneiden der Profis deshalb ihre mangelnde Disziplin, eine einmal definierte und als sinnvoll erkannte Strategie auch tatsächlich über Jahre hinweg durchzuhalten. Unter diesem Aspekt sollte es Privatanlegern eigentlich ein Leichtes sein, die hochbezahlten Vermögensverwalter zu schlagen – oder haben Sie sich etwa auch schon dabei erwischt, einmal gefaßte, ausgiebig durchdachte Investitionsvorsätze aufgrund von Bauchentscheidungen kurzfristig wieder über Bord zu werfen?

Dr. Martin Ahlers

Abb. 3: Die Bedeutung wertorientierter Kennzahlen



Nominelle Entwicklung eines Anfangsinvestments von 10.000 US-$ zwischen 1951 und 1996 für Aktien mit überdurchschnittlicher Marktkapitalisierung bei unterschiedlichen Auswahlkriterien.
*) KCV = Kurs/Cash Flow-Verhältnis, **) KBV = Kurs/Buchwert-Verhältnis
Quelle: Die besten Anlagestrategien aller Zeiten, S. 190.©

„Die besten Anlagestrategien aller Zeiten", deutsche Ausgabe des US-Bestsellers „What works on Wall Street" von James P. O'Shaughnessy, ist erschienen im verlag moderne industrie (ISBN 3-478-36580-5), Preis: 69 Euro. © Copyright: mi verlag moderne Industrie.

Eine Frage des Standpunktes

Fundamentale versus Technische Analyse

Von Jack D. Schwager

Fundi
Die meisten Spekulanten, besonders diejenigen, die in erster Linie mit Aktien handeln, sind daran gewöhnt, von einer fundamentalen Perspektive aus zu operieren. Die Fundamentalanalyse beinhaltet die Nutzung wirtschaftlicher Daten – beispielsweise Kurs/Gewinn-Verhältnisse oder Buchwerte im Fall von Aktien, oder Ernteberichte bzw. Import/Export-Zahlen im Fall von Warenterminkontrakten – um Kurse zu prognostizieren oder um herauszufinden, ob ein Markt über- oder unterbewertet ist.

Techno
Im Vergleich dazu ist die Technische Analyse die Untersuchung von Kursbewegungen – genauer gesagt, von Kursmustern –, um günstige Trading-Gelegenheiten zu identifizieren. Die logische Basis dieses Ansatzes hat zwei wesentliche Elemente. Erstens: Der Kurs einer bestimmten Aktie, eines Rohstoffes oder eines Finanzterminkontrakts reflektiert alle bekannten Informationen, die diesen Handelsgegenstand zu irgendeiner Zeit betreffen und die Meinungen aller Marktteilnehmer bezüglich dieser Informationen. Zweitens: Die fundamentalen Informationen und Marktmeinungen, die durch den Kurs reflektiert werden, resultieren in wiederkehrenden Kursmustern, die Hinweise für mögliche zukünftige Kursbewegungen enthalten. Durch die Analyse historischer Kursmuster hält der Technische Analyst Ausschau nach Kursbewegungen, die auf einen möglichen Beginn, ein Ende oder eine Fortsetzung eines Trends hindeuten.

Jack D. Schwager

Der Amerikaner Jack D. Schwager gründete „Wizard Trading", ein Unternehmen, mit dem er methodische und computerbasierte Handelssysteme entwickelt. Er war lange Zeit Direktor des Futures Research bei Prudential Securities Inc. und blickt auf eine 22-jährige Erfahrung in Research-Abteilungen zurück.

Jack Schwager ist Autor der viel beachteten Reihe „Schwager on Futures" mit den Büchern Technische Analyse und Fundamentale Analyse, beide im FinanzBuch Verlag erschienen, und den Bestsellern *Market Wizards* und *The New Market Wizards*. Er schreibt für zahlreiche anerkannte Zeitungen und Zeitschriften, wie The New York Times und Forbes. Außerdem ist Jack Schwager ein gefragter Redner, denn seine Vorträge decken die ganze Palette des analytischen Bereichs ab, mit einem besonderen Schwerpunkt auf Themen wie Methoden des erfolgreichen Tradings, technische Analyse sowie Entwicklung und Auswertung von Handelssystemen. Die deutsche Fassung seines aktuellen Buches „Schwager über Technische Analyse" ist vor kurzem im FinanzBuch Verlag erschienen.

Geteilte Meinung
Welche Methode – Fundamentalanalyse oder Technische Analyse – ist besser? Diese Frage ist Gegenstand einer großen Debatte. Interessanterweise sind die Experten in diesem Punkt nicht weniger geteilter Meinung als die Anfänger. In drei Büchern, in denen ich einige der weltbesten Trader interviewte, wurde ich durch extrem divergierende Ansichten in Bezug auf diese Debatte überrascht.

Jack D. Schwager

Jim Rogers' Meinung
Jim Rogers war charakteristisch für die eine Extremseite des Spektrums. In den 70er Jahren waren Jim Rogers und George Soros die zwei Geschäftsführer des Quantum-Fonds, des vielleicht erfolgreichsten Wallstreet-Investmentfonds jener Tage. 1980 verließ Rogers den Fonds, um den Verantwortungen eines Managers zu entfliehen und um sich vollzeitlich seinen eigenen Investments zu widmen – ein Unternehmen, bei dem er sich wiederum als äußerst erfolgreich erwies (der Quantum-Fonds behielt seine ausgezeichnete Wertentwicklung unter George Soros' Leitung bei). Über die Jahre wurde Rogers durch einen hohen Prozentsatz zutreffender Marktprognosen bekannt. Um nur ein Beispiel zu nennen: In meinem 1988 mit ihm durchgeführten Interview prognostizierte Rogers völlig korrekt sowohl den massiven Kollaps im japanischen Aktienmarkt als auch den noch viele Jahre weitergehenden Abwärtstrend im Goldpreis. Es ist klar, daß Jim Rogers ein Mann ist, dessen Meinungen große Aufmerksamkeit genießen. Als ich Rogers um seine Meinung über das Lesen von Charts (die klassische Methode der Technischen Analyse) bat, antwortete er: „Ich habe nie einen reichen Techniker getroffen. Außer natürlich solche Techniker, die ihre Dienstleistungen verkaufen und damit eine Menge Geld machen." Diese zynische Antwort faßte Rogers' Ansicht über die Technische Analyse in sehr kurzer Form zusammen.

Marty Schwartz' Meinung
Marty Schwartz ist ein Trader, der am entgegengesetzten Ende des Spektrums angesiedelt ist. Zur Zeit unseres Interviews war Schwartz ein unabhängiger Trader von Aktien-Terminkontrakten und erwog die Verwaltung fremden Vermögens. In Verbindung mit diesem Plan hatte er gerade seinen persönlichen Track Record (= Erfolgsbilanz) prüfen lassen, und er gab mir Einblick

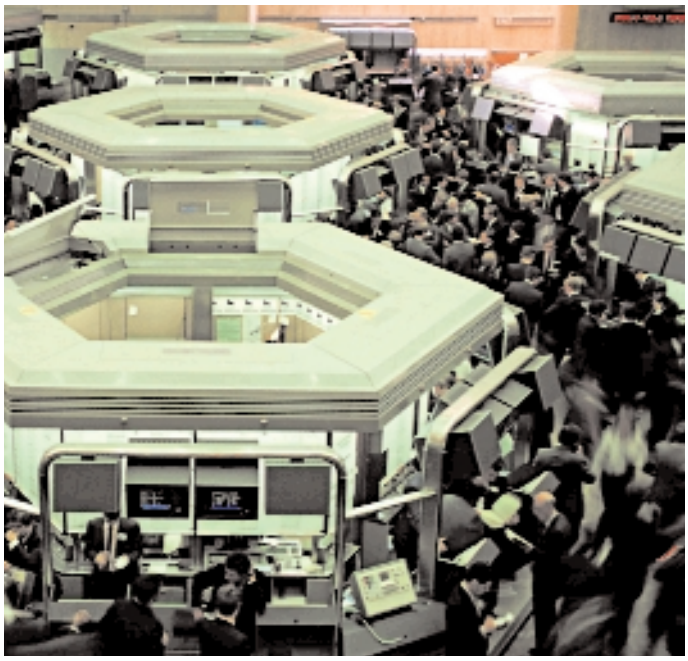
in die Resultate. Innerhalb der vorangegangenen 10-Jahres-Periode erzielte er einen durchschnittlichen Gewinn von 25 % – pro Monat! Ähnlich eindrucksvoll ist die Tatsache, daß er innerhalb dieser 120 Monate nur zwei Verlustmonate erlitt – mit minimalen Verlusten von 2 % und 3 %. Auch Schwartz ist ein Mann, dessen Marktmeinung respektiert wird. Als ich ihn fragte, ob er eine vollständige Wandlung von einem Fundamentalanalysten zu einem Technischen Analysten vollzogen hatte (Schwartz startete seine Karriere als Aktienanalyst), erwähnte ich nicht Rogers' Kommentar. Trotzdem klang seine Antwort fast wie eine direkte Entgegnung auf Jim Rogers. „Klarer Fall. Ich lache immer, wenn die Leute sagen: „Ich habe noch nie einen reichen Techniker getroffen." Ich liebe das! Es ist eine so arrogante, unsensible Entgegnung. Ich benutzte die Fundamentalanalyse neun Jahre lang und wurde als Techniker reich."

Fundi versus Techno

Hier haben Sie es. Zwei außerordentlich erfolgreiche Marktteilnehmer, die diametral entgegengesetzte Ansichten hinsichtlich der Effizienz von Fundamentalanalyse versus Technischer Analyse haben. Wem glauben Sie? Nach meiner Ansicht enthalten beide Standpunkte Elemente der Wahrheit. Es ist möglich, als Trader erfolgreich zu sein, wenn man ein reiner Fundamentalist ist, ein reiner Techniker oder eine Mischung von beidem. Natürlich schließen sich die beiden Methoden nicht gegenseitig aus. Tatsächlich verwenden viele der erfolgreichsten Trader der Welt die Fundamentalanalyse, um die Richtung des Marktes zu bestimmen in dem man tradet, und die Technische Analyse, um den Zeitpunkt des Einstiegs und des Ausstiegs aus diesen Trades zu bestimmen.

Universeller Grundsatz

Bei erfolgreichen Tradern fand ich einen praktisch universellen Grundsatz: Sie wurden zu einem Ansatz hingezogen, der am besten ihrer Persönlichkeit entsprach. Einige Trader bevorzugen sehr langfristige Ansätze, während sich andere lieber dem Day-Trading widmen. Während sich die einen Trader nur wohl



fühlen, wenn sie automatischen, computergenerierten Handelssignalen folgen, finden andere solche mechanischen Methoden unmöglich; einige Trader gedeihen in der elektrisierenden Atmosphäre des Börsenparketts, während andere nur dann Erfolg haben, wenn sie ihre Entscheidungen in der Stille eines abgeschiedenen Büros treffen; und manche Trader empfinden die Fundamentalanalyse als natürlichen Ansatz, während sich andere instinktiv auf die technischen Methoden stützen, und wieder andere ein Kombinationsmodell fahren.

Warum und wann?

Die Wahrheit ist, daß Technische Analyse und Fundamentalanalyse – obwohl sie als Gegensätze behandelt werden – im Prinzip viel enger miteinander verknüpft sind als die meisten Protagonisten jedes Lagers glauben würden. Die meisten Techniker bezweifeln nicht die Relevanz von fundamentalen Faktoren; sie glauben nur einfach, daß die Kursdaten diese Faktoren bereits verkörpern und reflektieren, und daß der beste Weg, ihren Einfluß auf das Marktverhalten zu verstehen, die Analyse von Kursbewegungen darstellt. Der primäre Unterschied zwischen den beiden Ansätzen besteht darin, daß sich die Fundamentalanalyse damit beschäftigt, *warum* ein bestimmtes Marktverhalten auftritt, während sich die Technische Analyse mehr mit dem *Wann* beschäftigt.

Fazit

Natürlich gibt es keine universelle Antwort auf die Frage, welche Methode besser ist: Fundamentalanalyse oder Technische Analyse? Es liegt einfach an jedem Einzelnen. Für die einen liefert die Fundamentalanalyse den bequemsten und effektivsten Ansatz; für andere ist die Technische Analyse die bevorzugte Methode; und für wieder andere ist die Kombination der beiden Methoden das optimale Verfahren. Tatsächlich kann die Kombination der Fundamentalanalyse mit der Technischen Analyse einen besonders effektiven Ansatz darstellen und ist tatsächlich die generelle Methode, die von einigen der erfolgreichsten Trader der Welt angewendet wird. Jedes Individuum muß den seiner Natur entsprechenden Ansatz bestimmen.

Neues Mischungsverhältnis – Deutsche Regionalbörsen verwöhnen den Privatanleger

Für die einen geht es „nur" um Marktanteile, für andere ums schlichte Überleben: Die deutschen Regionalbörsen wittern Morgenluft, und das nicht erst, seit der Xetra-Handel seit Anfang November bereits wieder um 17.30 Uhr endet. Etwa eine Rechnung ohne den Wirt?

Friedliche Koexistenz in Deutschland?

Preis- und Liquiditätsgarantien, Bestausführungsprinzip, spreadloser Handel, Realtime-Kurse und offene Orderbücher sind nur einige der Leistungen, mit denen die deutschen Regionalbörsen den Kampf gegen den scheinbar übermächtigen Gegner Xetra aufgenommen haben. Im Blickpunkt des Interesses steht der Privatanleger – institutionelle Adressen halten sich aufgrund ihrer Ordergrößen ohnehin ausschließlich an den vollelektronischen Handel der Frankfurter, über den nicht weniger als 95 % der Umsätze in Dax- und ca. 47 % in ausländischen Aktien laufen. Innovationsreichtum tut Not, will man Anlegern den Handel über die eigene Regionalbörse schmackhaft machen: Mut zur Nische also. Konkurrenz belebt das Geschäft. Aber zuviel Konkurrenz trübt die Übersicht und verwirrt die Zielgruppe, wenn man die Anleger über die Vorzüge des jeweiligen Systems nicht oder nur ungenügend informiert. So endete der Auftritt der Nasdaq Deutschland nach nur einem halben Jahr mit einem kapitalen Fehlschlag. Sowohl die ambitionierte Markteinführung wie auch der rasche Rückzug zeugen von einer gewissen Kurzsichtigkeit bei der Betreibergesellschaft, einer Gemeinschaftsunternehmung der Börse Berlin-Bremen, der Nasdaq sowie comdirect bank, Commerzbank und Dresdner Bank. Ohne Liquidität geht nichts, wie die Verantwortlichen sehr bald und sehr schmerzlich feststellen mußten. Die eigens dazu zusammengeschlossene Börse Berlin-Bremen (Focus: internationale Aktien) steht vor einem Scherbenhaufen und dürfte neben Hamburg und Hannover (die eine gemeinsame Trägerplattform besitzen) am ehesten stark existenzgefährdet dastehen. Die Terminbörse Eurex wiederum plant die Expansion in die USA, was nach dem mißglückten Nasdaq-Standversuch hier in Deutschland als interessantes Signal gilt. „Eurex-US" mit Sitz in Chicago soll schon im Februar starten, könnte aber noch von wichtigen US-Adressen blockiert werden.

Kurzsichtigkeit oder Ignoranz

Apropos Kurzsichtigkeit: Gerade jetzt also, nachdem die Nasdaq Deutschland bereits wieder das Feld geräumt hat, Regionalbörsen wie zum Beispiel München mit MAX-ONE jedoch kräftig nachgerüstet haben, wurde der Xetra-Handel auf 17.30 Uhr reduziert. Es ist noch gar nicht so lange her, da hatte man beabsichtigt, bis 22 oder gar 24 Uhr zu öffnen – das waren aber noch andere Zeiten. Daher stellt sich natürlich die berechtigte Frage, ob sich die Deutsche Börse AG diesen furchtlosen und der Konkurrenz in die Hände spielenden Schritt tatsächlich ohne weiteres leisten kann. Die Erfahrungen der ersten Tage seit Bestehen der neuen Regelung (seit dem 3. November

Quelle: Deutsche Börse

2003) lassen sich zwar noch nicht hochrechnen, zeigen aber einen sprunghaften Anstieg der Orders im Abendhandel an den Regionalbörsen.

Schwer überschaubare Artenvielfalt

Nun existiert aber vor allem ein Problem: Damit Privatanleger von den Vorteilen regionaler Börsenplätze profitieren können, müßten sie zuallererst einmal über diese Vorteile informiert werden. Das ist keine Selbstverständlichkeit: Marketing kostet viel Geld. Geld, über das die zersplitterte deutsche Börsenlandschaft nicht im Überfluß verfügt. Nur wenige Privatanleger wissen beispielsweise überhaupt, daß mit Quotrix der Börse Düsseldorf schon seit längerem ein weiteres vollelektronisches Handelssystem parallel zu Xetra existiert. Die Münchner wiederum haben mit MAX-ONE im Mai ihre Form einer neu konzipierten Handelsplattform ins Rennen geschickt. Stuttgart hingegen, die derzeit größte deutsche Regionalbörse, hat sich vor allem als bevorzugter Börsenplatz für Optionsscheine und Zertifikate einen Namen gemacht, Frankfurt hält seit Ende September mit „Smart Trading" auf dem bisherigen Hoheitsgebiet der Stuttgarter kräftig dagegen. Anlegern steht in der Tat eine reiche Auswahl an Systemen der sieben Regionalbörsen (plus Xetra) mit spezifischen Vor- und Nachteilen zur Verfügung. Die generelle Gebührenstruktur der Börsenplätze ist im übrigen kein Kriterium, da die entscheidenden Preise am an-

dere Ende der Leitung gemacht werden: bei Ihrer Hausbank oder Ihrem Direct Broker. Welche Börse wäre nun also für den Durchschnitts-Privatanleger (70 % aller Orders liegen unter 5.000 Euro, 95 % liegen unter 20.000 Euro) erste Wahl?

„Frankfurt schließt, München handelt“

So war in einer Pressemitteilung der Börse München zu lesen, als der Beschluß über die neuen Handelszeiten feststand. Natürlich handelt nicht nur München abends weiter, sondern auch Berlin, Bremen, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, Stuttgart sowie der Frankfurter Parketthandel. Nur 7 % bis 10 % des Tagesvolumens liefen durchschnittlich in den Abendstunden, in denen unsere europäischen Nachbarn allerdings längst ihre Pforten geschlossen haben. Zu viel Aufwand und zu wenig Verdienst für Banken und Fondsmanager: Der Aufwand für sie rechnet sich in keiner Beziehung für diese zusätzlichen 2 1/2 Stunden. Bei Einführung im Sommer 2000 sah das Orderaufkommen natürlich auch noch ganz anders aus. Weil sich die Deutsche Börse AG der Auswirkungen ihres Rückzugs aber offenkundig auch nicht ganz sicher ist, gilt der verkürzte Handel zunächst für sechs Monate und soll dann nochmals geprüft werden. Bei der Gelegenheit wird zweifellos auch das leidige Thema des Feiertaghandels wieder aktuell werden – ebenfalls eine umstrittene Innovation aus den Boomzeiten des Jahres 2000. Diesbezüglich kommen von den Regionalbörsen bereits erste Signale: Die Münchner Börse stellt zumindest den Handel an den gesamtdeutschen Feiertagen in Frage, so Christine Bortenlänger, Geschäftsführerin der Börse München.

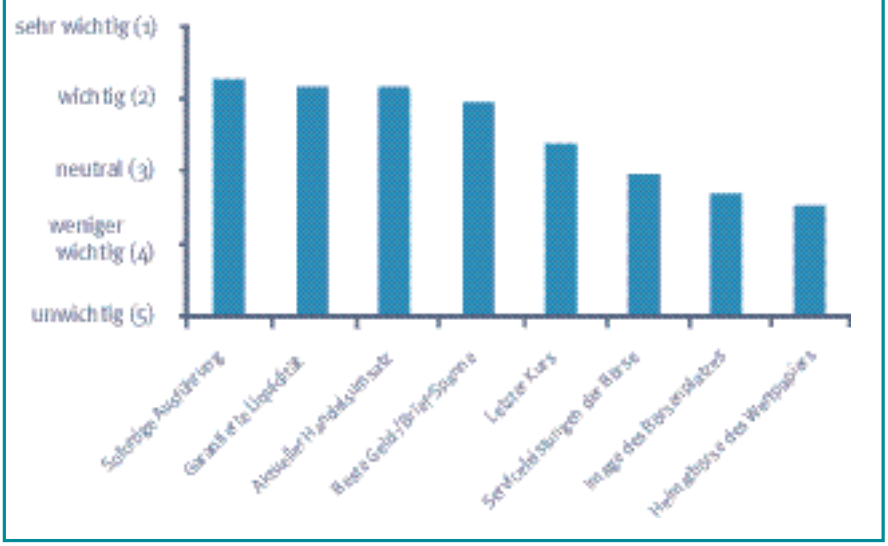
Emerging Market München

Und die Bajuwaren können nicht nur für das vakant gewordene Betätigungsfeld des Abendhandels gewichtige Faktoren in den Kampf um die Anlegergunst werfen: An der Börse München gilt das Bestausführungsprinzip, was bedeutet, daß eine Order grundsätzlich zum besten verfügbaren Preis und damit mindestens so gut wie am liquidesten Referenzmarkt (i.d.R. also Xetra bzw. die Heimatbörsen der ausländischen Werte) ausgeführt wird. Den von Frankfurt für den Abendhandel veran-

Quelle: Börse München

schlagten Maximal-Spread (Differenz zwischen Geld- und Briefkurs) von 0,5 % für die Standardaktien unterbieten die Betreiber von MAX-ONE mit 0,4 %. Diese Bestausführung ist eingebettet in die sogenannte Spezialistengarantie, die innerhalb einer festen Spanne eine sofortige Ausführung der plazierten Order garantiert. Dies gilt verständlicherweise nur bis zu einer vordefinierten Höchstgrenze, die etwa für Dow-Titel bei 5.000 Euro und für Dax-Werte bei 50.000 Euro liegt. Nicht zuletzt dürfte die Vermeidung von lästigen Teilausführungen und damit unliebsamen Zusatzkosten für den Auftraggeber einer Order ein weiteres ganz wichtiges Kriterium zugunsten von MAX-ONE sein, wo eine für den Börsenplatz München aufgegebene Order automatisch landet. Über 3.500 nationale und internationale Aktien (deren Kurse im übrigen im Push-Verfahren auf der Website der Börse München realtime zur Verfügung stehen) und 1.800 Rentenpapiere lassen sich somit über MAX-ONE im beliebiger Stückzahl – und eben ohne die bekannten Risiken fehlender Liquidität und drohender Teilausführung – ordern. Und dieses Konzept findet offensichtlich Anklang. Seit dem Start im Mai dieses Jahres wurde der Aktienumsatz um 272 % gesteigert, während die anderen deutschen Börsen gerade mal ein Plus von 27 % verzeichnen konnten, was sicherlich auf die aufgehellte Börsenstimmung zurückgehen dürfte. Das Ziel, dank Privatanlegerfreundlichkeit „Xetra zu ärgern“ und den Vorsprung von Stuttgart zu vermindern oder gar die Schwaben zu überholen, scheint aufzugehen.

Abb. 1: Nach welchen Kriterien werden Börsenplätze bei der Orderaufgabe ausgesucht?



Quelle: „Erfolgsfaktoren für das Wertpapiergeschäft von morgen“, Studie der Börse München in Zusammenarbeit mit der European Business School und der Verlagsgruppe Handelsblatt

Fehlende Akzeptanz von Quotrix

Die Idee mit den Preisgarantien ist nun auch nicht mehr so ganz neu. Sowohl Stuttgart wie auch Düsseldorf bieten diesen Service schon seit längerem. Das Düsseldorfer vollelektronische Handelssystem Quotrix liefert ebenfalls Liquiditäts- und Preisgarantien (als Referenz i.d.R. auch Xetra) und steht börsentäglich von 8 bis 23 Uhr zur Verfügung. Doch zwei erhebliche Nachteile sorgten bislang dafür, daß das quotegetriebene System, das von der Form her an den außerbörslichen Derivatehandel erinnert, bei Privatanlegern praktisch unbekannt ist: Es können nur ca. 600 Titel gehandelt werden, und dies auch nur über wenige angeschlossene Direktbanken. Seit Einführung von Quotrix hat sich an diesem Zustand leider auch nichts mehr geändert. Angesichts dieser Einschränkungen kann man das System als – zumindest in dieser Form – nicht unbedingt konkurrenzfähig bezeichnen.

Licht und Schatten in Stuttgart

Die erwähnte Best Price-Garantie war ursprünglich eine Stuttgarter Erfindung. Zwar ist auch der Handel der Schwaben computergestützt, aber eben doch ein Parketthandel. Die Skontroführer sammeln die Orders (Limit- und Market-Orders) und führen sie zu einem Gemeinschaftskurs zusammen, was sie von Market Makern unterscheidet, die ihre eigenen An- und Verkaufskurse stellen und damit für Liquidität in den Titeln sorgen. Aufgrund der Orientierung am Referenzmarkt sowie am Best Price-Prinzip sind Stuttgarts skontroführende Makler in ihrer Bewegungsfreiheit eingeschränkt, der Handel bleibt klassisch ordergetrieben. Die Ausführungen an der Stuttgarter Börse erfolgen angesichts dieses Parketthandel-Charakteristikums natürlich weit weniger zügig wie bei den vollelektronischen Systemen (Xetra, Quotrix) bzw. dem hybriden, teilelektronischen MAX-ONE. Der spreadlose Handel in Dax-Werten ist zwar ein Plus, dürfte jedoch nur eine Randgruppe besonders aktiver Trader ansprechen, abgesehen davon, daß es sich dabei nur um eine Indikation handelt, die nicht verbindlich ist. Eines der Hauptmankos Stuttgarts ist darüber hinaus die Verbindung mit der skontroführenden Euwax, an der man schließlich 85 % hält. Bedenken hinsichtlich der Unabhängigkeit der Handelsüberwachung sind also sicher nicht ganz von der Hand zu weisen.

BEST besser als Xetra-„Normal“?

Mit Xetra-BEST wiederum schuf sich die Deutsche Börse vor einem Jahr Konkurrenz im eigenen Hause. Die sogenannte Internalisierungsfunktion bedeutet nichts anderes, als daß die partizipierenden Banken Kundenorders zuerst im eigenen Haus gegeneinander zusammenführen (matchen) können, bevor sie „offiziell“ werden. Ziel ist natürlich, durch eine hausinterne Abwicklung die Eigenkosten zu senken. Banken und Intermediäre stellen dabei An- und Verkaufspreise. Die anvisierten Vorteile – sofortige Vollausführung und besserer Preis als über Xetra-„Normal“ – kommen deshalb nur bei unlimitierten Orders zum Tragen, da limitierte Aufträge in den herkömmlichen Xetra-Handel geleitet werden. Etwaige Kostenvorteile dieser Internalisierung kommen nur teilweise dem Kunden zugute, in erster Linie reduzieren die teilnehmenden Banken (u.a. Commerzbank und comdirect bank, HypoVereinsbank) ihren eigenen Aufwand. Der von Kritikern befürchtete Abzug von Liquidität aus dem Xetra-System hat sich indes nicht eingestellt. Das börsentägliche „BEST“-Volumen beschränkt sich auf einen hohen einstelligen oder niedrigen zweistelligen Millionenbetrag. Hinzu kommt, daß derartige Internalisierungsbestrebungen wie bei Xetra-BEST oder der Deutschen Bank – und wie sie bei einigen anderen Geldhäusern ursprünglich geplant waren – nach Einführung des neuen Finanzmarktgesetzes generell zur Disposition stehen werden. Dazu müßten wohl die Orderbücher komplett offengelegt werden, was nicht allen Betreibern zupaß käme.

Quelle: Euwax

Fazit & Ausblick

Das Buhlen um den Kleinanleger geht in eine neue Runde. Mit Wegfall des Abendhandels über Xetra werden die Karten – zumindest ein Teil davon – völlig neu gemischt. Daß sich Privatanleger mit den unbestreitbaren Vorteilen, die beispielsweise die Münchner mit MAX-ONE bieten, über kurz oder lang anfreunden und an eine Orderaufgabe an eine Regionalbörse gewöhnen können, ist sehr wahrscheinlich. Von daher dürften die Regionalbörsen in den kommenden Monaten ihre Umsätze spürbar steigern. In bester Ausgangsposition scheint dabei die Börse München, die mit ihrem teilelektronischen System und explizit auf den Privatanleger zugeschnittenen Angebot die Lücke ausfüllen kann, die die Verabschiedung von Xetra aus dem Späthandel gerissen hat. Mittel- bis langfristig aber ist eine Konsolidierung der deutschen Handelssysteme und Börsenplätze zu erwarten, bei der die schwächsten Parteien ihre Eigenständigkeit verlieren werden. Und die „Claims“ werden gerade neu abgesteckt.

Falko Bozicevic

Vergleich der vier wichtigsten Börsenplätze Deutschlands*

	Xetra	München	Stuttgart	Düsseldorf
Schnelligkeit	+	+	-	+
Teilausführungen	-	+	0	-
Liquidität in Nebenwerten	0	+	0	-
Anlegerschutz, Handelsüberwachung	0	+	-	0
Zusatzinfos (Orderbuch, Kurse)	+	+	+	0

*) Die Bewertungen+/- bzw. 0 (neutral) beziehen sich jeweils auf einen Vergleich zu den Konkurrenten und aus Sicht eines Privatanlegers

Ihre Meinung ist gefragt!

Liebe Smart Investor-Leserinnen und -Leser,

wir freuen uns über das reichhaltige Feedback, welches wir via eMail, Fax oder Post von Ihnen erhalten, und sind stets bemüht, auf Ihre Vorschläge und Anregungen einzugehen. Um diese auch richtig einordnen zu können, möchten wir mittels dieser kurzen Leserbefragung Ihre Anregungen und Eindrücke bündeln und auswerten. In Ausgabe 1/2004 werden wir Ihnen die Auswertung der Umfrage präsentieren.

Wir möchten Sie also bitten, sich ein paar Minuten Zeit zu nehmen und an der Verbesserung unseres Angebots aktiv mitzuwirken: am Magazin Smart Investor und am Online-Newsletter Smart Investor Weekly. Diese Leserumfrage haben wir anonym gehalten, so daß Sie weder Namen noch Adresse anzugeben brauchen, für das Ausfüllen der demographischen Fragen wären wir Ihnen aber gleichwohl sehr verbunden. Umgekehrt können wir ohne Adressenangabe auch keine Honorierung Ihrer Teilnahme ausloben – vielleicht reicht Ihnen ja unsere Zusage, daß wir sämtliche Einsendungen sehr ernst nehmen werden und so, gemeinsam, zu einem verbesserten Angebot gelangen. Mit anderen Worten: Jede Stimme zählt, also machen Sie bitte von dieser Möglichkeit Gebrauch!

Bitte senden Sie den ausgefüllten Fragebogen (bitte knappe Antworten) bis spätestens 5. Dezember 2003 per Fax an 08171-41 96 56 oder per Post an Smart Investor Media GmbH, Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen.

Demographische Angaben

Geschlecht: _____ Alter: _____

Bildung: _____ Beruf: _____

monatl. Haushalts-Nettoeinkommen: _____

Haben Sie Internetzugang? _____

Persönliche Angaben

Wie sind Sie auf Smart Investor aufmerksam geworden?

Als welchen Anlegertyp würden Sie sich selbst bezeichnen?

Wie schätzen Sie Ihren Anlagehorizont ein?

Woher beziehen Sie Ihre sonstigen Anlageinformationen?

Welche anderen Finanzpublikationen beziehen Sie noch außer Smart Investor?

Layout/Redaktionelles

Wie gefällt Ihnen das äußere Erscheinungsbild (Titel etc.) von Smart Investor?

Wie gefällt Ihnen das Layout im Innern des Heftes?

Was ist Ihrer Ansicht nach bezüglich des Layouts am meisten verbesserungsbedürftig?

Wieviel Prozent einer Smart Investor-Ausgabe lesen Sie durchschnittlich? _____

Wie viele Personen außer Ihnen lesen noch in demjenigen Heft, das auch Ihnen zur Verfügung steht? _____

Archivieren Sie die Smart Investor-Ausgaben? _____

Sollte das Heft mehr als 48 Seiten umfassen? _____

Halten Sie den Heftpreis für angemessen? _____

Sollte Smart Investor auch am Kiosk erhältlich sein? _____

Welche Rubriken liegen Ihnen besonders am Herzen?

Und welche sagen Ihnen überhaupt nicht zu oder wären aus Ihrer Sicht überflüssig?

Welchen Artikel fanden Sie bislang am interessantesten/eindrucksvollsten?

Welche Themen vermissen Sie im Smart Investor?

Bitte beurteilen Sie die einzelnen Rubriken des Smart Investor, indem Sie Noten von 1 (= sehr gut) bis 6 (= ungenügend) verteilen, k = keine Meinung

Prinzipien des Marktes	___	MoneyTalk	___
Derivate	___	Buy & Good Bye	___
Das große Bild	___	Musterdepot	___
Relative Stärke	___	Interview m. e. Investor	___
Sentimenttechnik	___	Kolumne	___
Aktie im Blickpunkt	___	Buchbesprechung	___
Externe Analyse	___	Zitate	___

Bei den folgenden Fragen vergeben Sie bitte Noten von 1 (= sehr zutreffend) bis 6 (= überhaupt nicht zutreffend), k = keine Meinung

Halten Sie unsere Musterdepot-Strategie für transparent genug? _____

Ist die Anzahl der Empfehlungen in einer Ausgabe ausreichend? _____

Sind Sie zufrieden mit den gegebenen Aktien-Empfehlungen? _____

Spielt Smart Investor bei Ihren persönlichen Anlageentscheidungen eine Rolle? _____

Smart Investor Weekly (SIW)

Sofern Sie unseren eMail-Dienst Smart Investor Weekly beziehen:

Wie beurteilen Sie das Layout?

...die Aktualität?

...die Transparenz der Dispositionen und/oder Empfehlungen?

...Was sollten wir am Smart Investor Weekly ändern?

Smart Investor Mission Statement

In der ersten Ausgabe des Smart Investor (SI) haben wir Ihnen im Rahmen unseres Mission Statements zehn zentrale Punkte vorgestellt, an denen wir uns messen lassen wollen. Bitte beurteilen Sie im Folgenden, inwieweit es uns bis dato gelungen ist, diesen Vorgaben gerecht zu werden (von 1=voll zutreffend bis 6=gar nicht zutreffend; k=keine Meinung hierzu).

SI ist eine Zeitschrift, die hilft, Entscheidungen zu treffen, aber auch anregt und unterhält. _____

SI beleuchtet explizit längerfristige Perspektiven und schlägt Brücken zwischen ganz verschiedenen Themen. _____

Die Beiträge im SI liefern echten Mehrwert. _____

SI stellt auch bewährte Börsenregeln in Frage. _____

SI hängt nicht einem Zwang zum Optimismus an. _____

SI bietet ein in sich schlüssiges Gesamtkonzept. _____

SI ist bemüht, Denkscheuklappen abzulegen, so daß das Ergebnis einer Analyse nicht schon vorab feststeht. _____

SI vermittelt aufgrund der monatlichen Erscheinungsweise vor allem Hintergrundwissen. _____

Das Musterdepot setzt die besprochenen Strategien nachvollziehbar um. _____

SI ist für mich eine Hilfestellung zur Kapitalvermehrung bzw. -erhalt. _____

Derivate

Frankfurter Offensive

Unter den deutschen Regionalbörsen läuft der Konkurrenzkampf auf vollen Touren. Auch der Teilmarkt für verbriefte Derivate scheint für die Finanz-Hauptstädter attraktiv genug, mit „Smart Trading" eine neue Offensive in Richtung der Stuttgarter Euwax vom Stapel laufen zu lassen.

Aus der Vergangenheit gelernt?

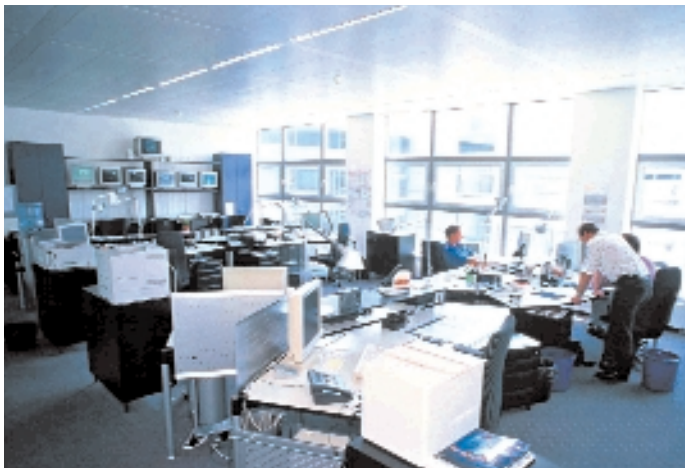
Es ist im übrigen nicht der erste Versuch des Börsenplatzes Frankfurt, Stuttgart als der deutschen Leitbörse in Sachen Optionsschein- und Zertifikate-Handel Marktanteile abspenstig zu machen. Die Schwaben dominieren unangefochten in dieser Kategorie; eine Marktstellung, die sie sich dank der 1999 eingeführten, entscheidenden Innovation der Ausführungsgarantie erwarben. Im Prinzip war das Revier damit ein für alle Mal markiert – aber doch nur scheinbar, denn bereits vor drei Jahren startete Frankfurt einen Versuch, in Stuttgarts Hoheitsgebiet einzudringen. Der Handel mit Optionsscheinen über das vollelektronische Xetra-System wurde jedoch zu einem kapitalen Flop, unter anderem deshalb, weil wichtige Emittenten sich dem System nicht anschlossen – eine Totgeburt schon beim Start also.

Smart und schnell

Die Voraussetzungen, mit dem neuen Frankfurter Handelssystem „Smart Trading" nun aber mehr als einen Wirkungstreffer zu landen, sind ungleich besser als vor drei Jahren. 14 Emittenten, darunter alle wesentlichen bezüglich der Marktanteile, sind mit von der Partie. Es gelten Mindestquotierungsvolumina von 3.000 Euro für Hebelprodukte (Knock-outs und Optionsscheine) sowie von 10.000 Euro für Anlageprodukte, wozu Partizipations- und Discountzertifikate zählen. Die Quotes der Emittenten sind in Echtzeit abrufbar und, wen es interessiert, auch historische Kurse. Der wichtigste Punkt aber ist die Geschwindigkeit: Während an der Stuttgarter Euwax die Makler zwischengeschaltet sind, werden Orders über „Smart Trading" direkt auf die vollelektronische Handelsplattform geroutet. Im Rahmen des „Smart Commitment" (Verpflichtung) garantiert Frankfurt die Ausführung innerhalb von maximal 30 Sekunden. Die Deutsche Börse fungiert als neutraler Marktorganisator, während die Handelsüberwachungsstelle den Handel kontrolliert. Ein Interessenkonflikt, wie er bei einer Doppelfunktion als Marktorganisator und Makler zwangsläufig auftreten muß, besteht also nicht.

Gleich oder besser

Beim Frankfurter System nimmt der Skontroführer das Geschäft innerhalb der 30 Sekunden dauernden Ausführungsgarantie an. Anschließend versucht er eine passende Kontrahentenorder zu finden, oder aber, was der Normalfall für 95 % der Orders ist, er wickelt über den Emittenten ab. Damit erhält ein Anleger die Order auf jeden Fall zum gerade gültigen Emittentenpreis oder aber besser. Da der Skontroführer eben nicht im Eigeninteresse handelt (wie ein Kursmakler dies tut), muß er sich mit der Courtage



Teamraum Deutsche Börse AG

begnügen. Eine faire und marktgerechte Preisfeststellung haben sich natürlich auch die Stuttgarter auf die Fahnen geschrieben. Nicht umsonst betont man auch eine „persönliche Verantwortung und Betreuung" der Händler, wohlwissend jedoch, daß 85 % der Euwax-Anteile der Börse Stuttgart gehören. Das Stuttgarter System ist ein hybrides Modell, das heißt, der Makler (bzw. Skontroführer) wird durch Computerhandel unterstützt. Dadurch werden börsliche Auktions- und außerbörsliche Quotes-Merkmale miteinander kombiniert. In puncto Ausführungsgeschwindigkeit ziehen die Schwaben damit klar den Kürzeren gegenüber Frankfurt.

Fazit

Hohe Ausführungsgeschwindigkeit und Handelstransparenz sind die Pluspunkte, die Frankfurt mit „Smart Trading" ins Rennen führt. Im Gegensatz zum Jahr 2000 wurde dieses Mal kein marktfremdes Modell eingeführt, sondern eines, das aufgrund der genannten Punkte sogar überlegen erscheint. Jedoch: Die Stuttgarter verfügen mit der Euwax über einen seit Jahren etablierten Markennamen, was keinesfalls unterschätzt werden sollte. Und in der Tat: Nach etwas mehr als einem Monat seit Einführung von „Smart Trading" Ende September blieb Stuttgarts Marktanteil bei Anlagezertifikaten unverändert bei 61 %. Die Chancen stehen deshalb gut, daß Frankfurt, um sein System bekannter und „schmackhafter" zu machen, z.B. an der Preisschraube dreht und die Gebührenstruktur absenkt. Anleger haben bei diesem Konkurrenzkampf hinter den Kulissen nichts zu verlieren, sondern nur zu gewinnen.

Falko Bozicevic

„Letztlich entscheidet der Anleger über den Erfolg“

Smart Investor sprach mit Rainer Riess, Head of Stock Market Business Development der Deutschen Börse AG, über die Aussichten von „Smart Trading“, Stuttgarts Euwax vom Platz an der Sonne zu verdrängen.

Smart Investor: Herr Riess, „Smart Trading“ führt angeblich überlegene Technik und neue Transparenzrichtlinien ins Rennen. Ist Ihr neues System ein Selbstläufer?
Riess: Mit „Smart Trading“ machen wir Privatanlegern ein ausgesprochen attraktives Angebot für den Zertifikate- und Optionsscheinhandel, Produkte, die besonders stark von privaten Investoren nachgefragt werden. Dabei profitieren Anleger von der Fairness und Transparenz bei Handel und Preisbildung. Diese Vorteile sind sicherlich auch für Anleger interessant, die bislang noch nicht diese Produkte in ihrem Portfolio haben.

Smart Investor: Womit rechnen Sie, wie Stuttgart reagieren wird – eine Strategie der „ruhigen Hand“ oder eine Gegenoffensive?
Riess: Für uns zählt, wie die Investoren reagieren werden. Und für diese haben wir mit den Neuerungen im Rahmen von „Smart Trading“ sehr interessante Standards geschaffen, die speziell auf die Wünsche der Privatanleger zugeschnitten sind: Zum Beispiel haben wir die garantierte Orderausführung innerhalb von 30 Sekunden und Mindestquotierungsvolumina von 10.000 Euro für Anlageprodukte eingeführt.

Rainer Riess

Smart Investor: Was sind Ihre Zielvorgaben für „Smart Trading“ – ist die Marktführerschaft tatsächlich ein realistischer Ausblick?
Riess: Unser Ziel ist es, den Markt für Zertifikate und Optionsscheine am Finanzplatz Frankfurt nachhaltig im Sinne der Privatanleger zu verbessern. „Smart Trading“ überzeugt durch seine konsequente Ausrichtung auf die Bedürfnisse der Retailkunden im Handel mit diesen Wertpapieren. Letztlich entscheidet der Anleger über den Erfolg eines Angebots.

Interview: Falko Bozicevic

„Smart Trading ist nicht mehr als eine Kopie“

Smart Investor im Gespräch mit Harald Schnabel, Vorstandsvorsitzender der Euwax AG, über den zweiten Versuch der Frankfurter, auf Stuttgarts Hoheitsgebiet des Derivatehandels einzudringen

Smart Investor: Herr Schnabel, „Smart Trading“ führt angeblich überlegene Technik und neue Transparenzrichtlinien ins Rennen. Grund genug für Stuttgart, sich Sorgen zu machen?
Schnabel: Wenn die größte Börse in Deutschland wieder als Wettbewerber auftritt, muß man sich schon Gedanken machen. Euwax ist aber seit vielen Jahren etabliert. Bei Transparenzrichtlinien, Realtime-Kursversorgung, Best-Price-Prinzip etc. waren wir diejenigen, die es eingeführt haben. Des weiteren wurde an der Euwax eine klare Segmentierung der Produkte vollzogen. Diese Unterteilung findet sich heute in vielen Teilen des Derivatemarktes wieder. Von daher sehe ich bei „Smart Trading“ nicht mehr als eine Kopie, teilweise sogar in abgespeckter Version.

Smart Investor: Was plant Stuttgart als Antwort auf die Frankfurter Offensive, oder gilt die Strategie der „ruhigen Hand“?
Schnabel: Letzteres, und wir arbeiten eher im Hintergrund, z.B. in puncto Ausführungsgeschwindigkeit. Wir wickeln über 50 % der Orders innerhalb von 10 Sekunden ab. Die 30 Sekunden von Frankfurt sind angesichts doch immer wieder auftretender technischer Mängel von Seiten der Emittenten sogar problematisch. Die Euwax AG, als einziger Skontroführer, deckt dagegen alle Werte ab, auch können wir flexibler mit unseren Händlern auf Orderstaus und Leerlaufzeiten reagieren.

Harald Schnabel

Smart Investor: Wie realistisch war die Marktführerschaft damals, als die Euwax eingeführt wurde? Wie realistisch ist dieses Ziel jetzt für die Frankfurter?
Schnabel: Unsere Marktführerschaft stellt sich zwangsläufig aufgrund überlegener Technik und letztendlich auch der hervorragenden Qualifikation unserer Händler ein. Unsere Richtlinien sind auch jetzt noch privatanlegerfreundlicher als bei „Smart Trading“, z.B. hinsichtlich der Misstraderegeln. In Frankfurt können Emittenten schon ab einem Schadensfall von 500 Euro eine Rückabwicklung beantragen, bei uns liegt die Grenze beim Doppelten. Die Zielerreichung von Frankfurt ist aus meiner Sicht unrealistisch, vor allem weil ich keine technischen oder sonstigen Vorteile gegenüber der Euwax erkennen kann.

Interview: Falko Bozicevic

Prinzipien des Marktes

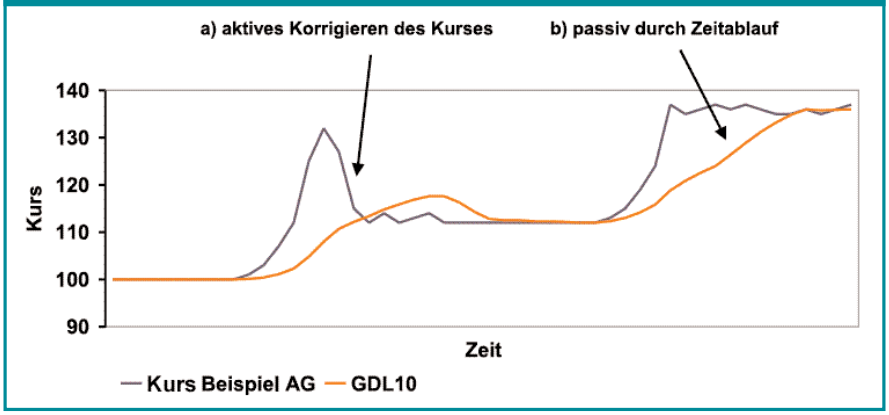
Mean-Reverse-Verhalten: Die Rückkehr zum Mittelwert

In den Köpfen vieler Anleger herrscht die Idee vor, daß sich extreme Kursentwicklungen zwangsläufig wieder normalisieren müßten. Ob sie dies tatsächlich tun und wie man gegebenenfalls davon profitieren kann, soll im Folgenden untersucht werden.

Die goldene Mitte

Viele Marktteilnehmer tragen unausgesprochene Vorstellungen über ein idealtypisches Marktverhalten mit sich herum, und obwohl sich nur wenige der Betroffenen dieser impliziten Konzepte bewußt sind, haben sie dennoch unmittelbaren Einfluß auf ihr Handeln. Die Annahme, Kurse würden immer wieder zu einer Art Mittelwert zurückstreben, ist eine derartige Vorstellung, die uns in der Praxis durchaus auch ernsthafte Schwierigkeiten bereiten kann. Dennoch ist das Denken hin zur „goldenen Mitte" tief in uns verwurzelt, und für den einzelnen dürfte diese Disposition ihren Ursprung bereits weit vor seiner bewußten Beschäftigung mit dem Thema „Börse" haben. Zum einen sind hier diffuse Vorstellungen von einer „ausgleichenden Gerechtigkeit" am Werke – man weiß zwar nicht genau, wie diese funktionieren soll, glaubt aber trotzdem daran. Zum anderen werden wir bereits von Kindesbeinen an darauf geeicht, dem „goldenen Mittelweg" als einem besonders erstrebenswerten, ja natürlichen Pfad zu folgen. Wie tief dieses Denken in unserem kollektiven (Unter-)Bewußtsein verankert ist, zeigt die Ikarus-Sage des römischen Dichters Ovid. Der Erde entrückt, kam er der Sonne zu nah und fand den Tod – wie glücklich können sich da Anleger schätzen, die lediglich ums finanzielle Überleben kämpfen. Die Botschaft findet ihren Nachhall durch die Jahrhunderte, und noch heute warnt uns Neil Diamond in seinem Song *Stargazer*: „The higher the top, the longer the drop."

Abb. 1: Kurs und GDL-Varianten erneuter Annäherung



Verhält sich der Markt natürlich?

Konkret auf die Börse bezogen hat sich das intuitiv nachvollziehbare und oft zitierte Bild von den Bäumen eingebürgert, die nicht in den Himmel wachsen. Wie weit sich allerdings die Börsenentwicklung phasenweise von natürlichen Wachstumsprozessen entfernt und wie sehr das Denken in solchen Analogien in die Irre führen kann, belegt ein Blick auf die Boomzeiten des Neuen Marktes: Hier schossen die Kurse seinerzeit förmlich in den Himmel, um sich in der Folge nahezu „ungespitzt in den Boden zu bohren". Natürliches Wachstum ist aber auch außerhalb solcher Exzesse eher die Ausnahme. Selbst die an sich richtige Erwartung des notwendigen Absturzes eines solcherart hochfliegenden „Ikarus-Marktes" dürfte praktisch kaum umsetzbar gewesen sein. Spätestens nach einigen erfolglosen Versuchen, den weit enteilten Markt an vermeintlichen Gipfeln (leer) zu verkaufen, dürften die Anleger „gelernt" haben, daß dieser Markt „nie wieder schwach" werde, und am eigentlichen Gipfel die Trendwende verpaßt haben.

„Übergekauft" und „überverkauft"

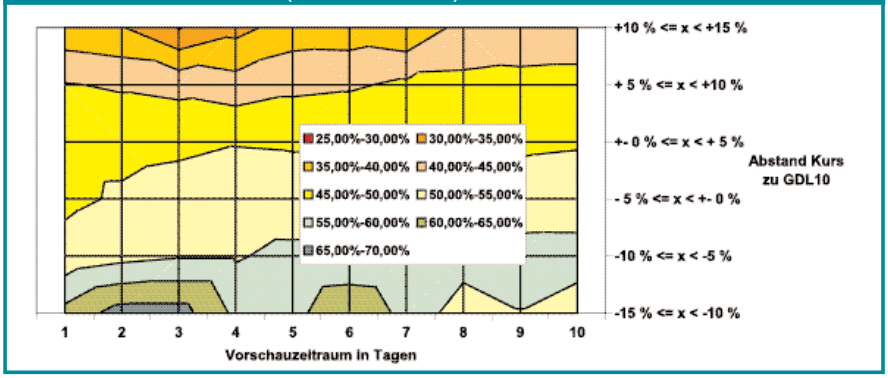
Wir plädieren dafür, die Abfolge von Boom und Zusammenbruch nicht als Rückkehr zum Mittel- bzw. Ausgangswert zu interpretieren. Sowohl die zeitliche als auch wertmäßige Ausdehnung großer Trends übertrifft regelmäßig nicht nur kühle Kalkulation, sondern auch kühne Visionen. Die Begriffe „übergekauft" und „überverkauft" dürften in diesem Zusammenhang zu den kostspieligsten Vokabeln im Repertoire eines Börsianers gehören. In der Vorsilbe „über-" findet die Annahme eines „Zuviel" mit der impliziten Erwartung einer Korrektur oder Rückkehr zum Mittelwert ihren Ausdruck. Diese Erwartung ist es auch, die uns nach einem schnellen Gewinn verkaufen läßt, während wir nach einem schnellen Verlust eisern an unserer Position festhalten. Im ersten Fall fürchten wir die Gegenbewegung, im zweiten erhoffen wir sie. Gerade bei jungen Trends sind extreme Bewegungen in Richtung des Trends aber nichts Ungewöhnliches, und es kann nur davor gewarnt werden, hier vorschnell von einem übergekauften oder überverkauften Zustand auszugehen. Eine unkritische Anwendung dieser Konzepte verleitet uns, die wesentlich bedeutsamere Frage nach dem übergeordneten Trend und dessen Beharrungsvermögen zum eigenen Schaden zu vernachlässigen. Mit der Logik, mit der ein übergekaufter Titel in einem boomenden Markt aggressiv leer verkauft wird, könnte man sich auch in der Hoffung vor einen fahrenden Zug stellen, daß dieser allein deshalb stoppen werde, weil er gerade besonders schnell unterwegs ist.

Der Kurs und seine GDL

Während also für den reinen Kursverlauf häufig zu unrecht ein Mean-Reverse-Verhalten erwartet wird, ist es beispielsweise im Verhältnis zwischen Kurs und Gleitenden Durchschnittslinien (GDLs) bereits mathematisch vorgezeichnet. Da die GDL ein Mittelwert der Kurse der letzten n Tage ist

(n wird auch als Spannweite bezeichnet), umspielt der beweglichere Kurs die trägere GDL fast zwangsläufig. Je kleiner dabei die Spannweite ist, desto häufiger treffen Kurs und GDL tendenziell aufeinander. Enteilt der Kurs seiner GDL, dann kann man davon ausgehen, daß er über kurz oder lang wieder von dieser „eingefangen" wird. Offen ist aber, ob dies durch ein aktives Korrigieren des Kurses in Richtung GDL oder durch den rein mathematischen Nachzieheffekt der GDL im Zeitablauf erfolgt, wobei der Kurs passiv bleibt, was für Anlagezwecke kaum nutzbar wäre (vgl. Abb. 1).

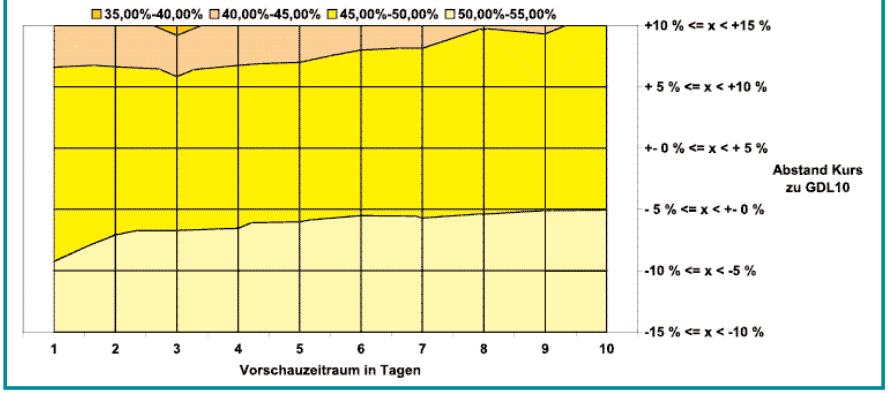
Abb. 3: Trefferwahrscheinlichkeit für ansteigende Kurse mit Trendinformation (Aufwärtstrend)



Empirische Untersuchung

Was liegt also näher als zu testen, ob der Abstand des Kurses von seiner GDL eine Tendenzaussage über künftige Kursbewegungen zuläßt? Diese Frage wurde für die 30 Dax-Werte (heutige Zusammensetzung) anhand einer gleichgewichteten GDL mit einer Spannweite von 10 Tagen (GDL10) für den Zeitraum Januar 1998 bis November 2003 untersucht. Der Wert von 10 Tagen ist lediglich beispielhaft; andere Spannweiten im Bereich von 5 bis 20 Tagen bestätigen im wesentlichen die gefundenen Ergebnisse. Der Abstand des Kurses von der GDL10 wird hier aus Gründen der Übersichtlichkeit in Prozent gemessen (alternativ: in Standardabweichungen), wobei im statistisch aussagefähigen Bereich von +15 % bis -15 % insgesamt sechs Intervalle mit einer Größe von jeweils 5 Prozentpunkten gebildet werden (vgl. Abb. 2, y-Achse). Der Vorschauzeitraum beträgt 1 bis 10 Tage (Abb. 2, x-Achse). Dargestellt ist hier die Trefferwahrscheinlichkeit, also der prozentuale Anteil ansteigender Kursverläufe, nachdem sich der Kurs in einem bestimmten Abstandsintervall aufgehalten hat. Der gelbe Bereich kennzeichnet dabei neutrale Trefferwahrscheinlichkeiten von 45 % bis 55 % – neutral deshalb, da die Wahrscheinlichkeit für ansteigende Kurse nach jedem x-beliebigen Datenpunkt auch ca. 50 % beträgt. Das Ergebnis ist jedoch ernüchternd. Gäbe es ein nennenswertes aktives Rückkehrverhalten des Kurses, sollten nach einem großen negativen Abstand vermehrt steigende Kurse (= hohe Trefferwahrscheinlichkeit für steigende Kurse, grüne Färbung, hier nicht vorhanden), nach einem großen positiven Abstand entsprechend vermehrt fallende Kurse (= geringe Trefferwahrscheinlichkeit für steigende Kurse, rot-orange Färbung) auftreten.

Abb. 2: Trefferwahrscheinlichkeit für ansteigende Kurse ohne Trendinformation



Trend und Zyklus

Im ersten Durchgang wurde lediglich das zyklische Verhalten der Titel untersucht, während das Vorliegen von übergeordneten Trends nicht berücksichtigt wurde. Etliche der registrierten negativen Abstände sind daher schlicht Ausdruck eines abwärts gerichteten Trends mit entsprechend negativen Implikationen für die weitere Kursentwicklung. In einem zweiten Durchgang wird daher ein einfaches Trendkriterium eingeführt. Demnach sollen nur solche Aktien für Long-Engagements berücksichtigt werden, deren Gleitende-120-Tage-Durchschnittslinie (GDL120) steigt. Auch dieser Wert ist lediglich exemplarisch und entspricht in etwa dem Halbjahrestrend. Das Ergebnis ist in Abb. 3 dargestellt und deutlich ansprechender. So liegt beispielsweise die Wahrscheinlichkeit, daß der Kurs 3 Tage nachdem er sich im Intervall -10 % bis -15 % aufgehalten hat angestiegen ist, bei satten 67 % (dunkelgrüner Bereich). Auch der in diesem 3-Tages-Zeitraum durchschnittlich erzielte Gewinn liegt deutlich über dem Durchschnitt (hier nicht dargestellt). Mit zunehmendem zeitlichem Abstand verwaschen sich allerdings diese Ergebnisse; ein Effekt, der im wesentlichen auf den Prognosehorizont der verwendeten GDL10 zurückzuführen ist. Verblüffend ist, daß ein Test des Trendkriteriums (GDL120 ansteigend) für sich alleine genommen ebenso unspektakulär verliefe wie der des Mean-Reverse-Kriteriums in Abb. 2. Erst das Zusammenspiel beider führt zu den Ergebnissen der Abb. 3 – ein echter Fall von Synergie also, der zugleich den Ansatz „Buy on Dips" im übergeordneten Aufwärtstrend bestätigt. Vor einer tatsächlichen Umsetzung bedürfen diese Regeln allerdings der Ausformulierung und Verfeinerung zu einer echten Handelsstrategie.

Fazit

Weder erscheint das Mean-Reverse-Verhalten geeignet, die Umkehrpunkte großer Trends zu bestimmen, noch ist es für sich allein betrachtet besonders aussagefähig. Erst im Zusammenspiel mit übergeordneten Trendinformationen entwickelt es seine Stärke: Wie am Beispiel des Verhältnisses von Kurs zu kurzfristigem Gleitenden Durchschnitt demonstriert, ist der Ansatz „Buy on Dips" in einem etablierten übergeordneten Aufwärtstrend eine sinnvolle Strategie mit einem überdurchschnittlichen Chance-/Risiko-Verhältnis.

Ralph Malisch

Das große Bild

Die Meister haben gesprochen

Den Ausführungen von Marc Faber und Fredmund Malik in den Interviews auf den Seiten 9 bis 13 ist kaum noch etwas hinzuzufügen. Die Deckungsgleichheit mit der im Smart Investor immer wieder geäußerten Meinung ist derart groß, daß wir uns nur noch auf eine kurze Zusammenfassung der vorgebrachten Thesen beschränken wollen.

Nach bester Hollywood-Manier

Wir geben Fredmund Malik recht, wenn er die Güte amerikanischer Wirtschaftsstatistiken, aber auch der Unternehmensbilanzen bemängelt. Ein Wirtschaftswachstum im dritten Quartal von 7,2 % für ein solch großes Land wie die USA wäre tatsachlich atemberaubend. Der Schönheitsfehler dabei ist: Diese Wachstumszahl ist eine rein statistische Größe, die mit den tatsächlichen Gegebenheiten nicht sehr viel zu tun hat. Echte Wachstumsimpulse kommen derzeit fast ausschließlich aus dem Rüstungssektor, und der ist nun einmal durch die Administration beeinflußbar. Darüber hinaus sind es aber vor allem die Annualisierung von Quartalsergebnissen, die Herabsetzung des Deflators oder die Verwendung des Hedonischen Preisindex, welche zu einem solch hohen Wachstum auf dem Papier geführt haben. Und das ganze wird dann obendrein noch mit Tiefstzinsen und enormen Geldmengenausweitungen garniert. Zu deutsch: Bush und Greenspan ziehen eine Show nach bester Hollywood-Manier ab, aber: Wir bleiben bei unserer Meinung, daß all diese Maßnahmen zusammen der US-Börse, deren Bewertung schon wieder himmelschreiend hoch ist, durchaus noch für einige Monate Auftrieb geben können. Allerdings werden die exzessiven Aktienbewertungen und die Verschuldungsorgie der US-Administration irgendwann ihren bitteren Tribut fordern. Dies sollten wir im Hinterkopf behalten.

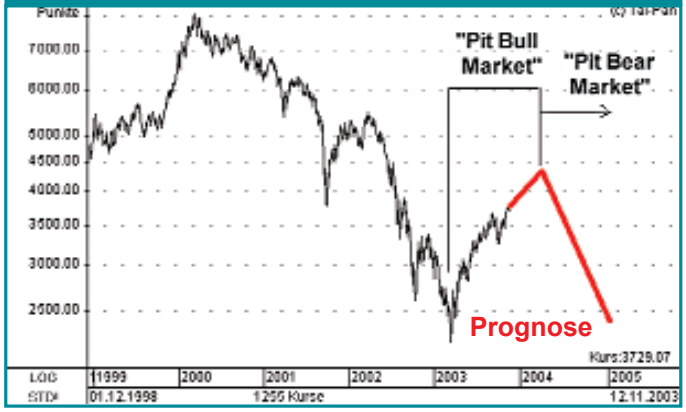
Hinweis auf Veranstaltungen

Am 29. November 2003 findet das **2. Goldbrief-Seminar** in München statt. Redner werden dort unter anderem sein: Marc Faber, Roland Leuschel und Harry Schultz.
Kontakt: Herr Thomas Hühler, Tel.: 0174 / 8458 147, goldbrief-seminar@web.de

Am 24. Januar 2004 veranstaltet der FinanzBuch Verlag in Frankfurt ein **Trading-Seminar** für Privatanleger unter der Leitung von Uwe Wagner, der bei der Deutschen Bank für die technische Analyse und den Einsatz technischer Handelssysteme zuständig ist.
Kontakt: FinanzBuch Verlag, Tel.: 089 / 65 12 85 0, www.traden-wie-ein-profi.de

Am 20. und 21. Januar 2004 findet in Zürich die **19. Kapitalanlegertagung 2004** statt (Veranstalter: ZfU). Die Referenten werden unter anderem sein: Kenneth Fisher (Fisher Investments, sh. Smart Investor 6/2003), Thomas McManus (Bank of America), Kenneth Rogoff (Ökonomie-Professor in Harvard), Norbert Walter (Deutsche Bank), Felix Zulauf (Zulauf Asset Management) und viele andere.
Kontakt: Barbara Emch (ZfU), Tel.: ++ 41-1-722 85 42, barbara.emch@zfu.ch

Abb. 1: „Pit Bull Market" und „Pit Bear market"



Pit Bull und Pit Bear

Nach Ansicht von Marc Faber werden die kommenden großen Investmentthemen „Rohstoffe" und „Asien" lauten. Dies dürfte für unsere Leser nichts neues sein, zumal wir genau dieses seit Bestehen des Smart Investor immer wieder proklamieren. Wir wollen auch gar nicht leugnen, daß unsere analytische Ausrichtung stark durch Marc Fabers Theorien beeinflußt wurde. Und auch seiner kurzfristigen Einschätzung, wonach die Börsen – auch Rohstoff- und Asientitel – ihre Aufwärtsbewegungen innerhalb der nächsten Zeit zunächst einmal beenden könnten, wollen wir uns anschließen. Gemäß dem hier schon des Öfteren geäußerten „Pit Bull Market"-Szenario erwarten wir bekanntlich eine Fortsetzung der momentanen Rally bis in den Zeitraum März/April/Mai 2004 hinein (bei abgeschwächtem Momentum) und anschließend einen heftigen Einbruch, der vor allem an den amerikanischen und europäischen Märkten deutliche Spuren hinterlassen dürfte – konsequenterweise müßte man dann vom „Pit Bear Market" sprechen. Diese grobe Vorhersage wird durch die nebenstehende Abbildung verdeutlicht.

Fazit

Wir bleiben bei unserer Einschätzung bezüglich der Märkte, d.h. für die kommenden drei bis fünf Monate erwarten wir per Saldo steigende Kurse, danach einen dramatischen Einbruch. Vor diesem Hintergrund haben wir an unserer langfristigen Investment-Ausrichtung, welche auf den drei Themen Rohstoffe/Energie, Asien und Spezialsituationen in Europa basiert, nichts zu ändern. Aktuelle Marktkommentare finden Sie jeden Dienstag nachmittag im Online-Börsenbrief Smart Investor Weekly, den Sie sich auch per eMail zuschicken lassen können.

Ralf Flierl

Relative Stärke

Moskau: Volle Kraft zurück!?

Kalte Dusche für Aktionäre in Rußland – „Konjunkturwunder" in den USA.

Reformerland

Ganz Deutschland scheint mittlerweile ein Volk zumindest verbaler Reformer geworden zu sein. Es vergeht kaum eine Woche, in der nicht neue revolutionäre Ideen für den Umbau des Sozialversicherungs- oder Steuersystems präsentiert werden. Solange man allerdings dem Muster „Reformvorschlag – Beifall – Ablage" treu bleibt, wird der vom ehemaligen Bundespräsidenten Herzog angemahnte „Ruck" wohl noch auf sich warten lassen. Immerhin hat der Dax eine gewisse Resistenz gegenüber negativen Nachrichten entwickelt, wie die ausgebliebene Reaktion auf die jüngsten Ereignisse in Rußland zeigt. Neben Gold konnte der Dax die meisten Ränge gutmachen und landete auf Platz 8.

Abenteuerland

Verwundert rieben sich Beobachter die Augen, als erste Meldungen von der Verhaftung des (mittlerweile ehemaligen) YUKOS-Chefs Chodorowski über die Ticker liefen. Ganz sicher ist der tiefe Sturz des reichsten Russen nicht dem Amoklauf einer untergeordneten Instanz zuzuschreiben. Offenbar hatte Chodorowski mit seinen ersten Gehversuchen auf dem politischen Parkett eine unsichtbare Linie überschritten, und so wurde der möglicherweise kommende Konkurrent um das höchste Amt im Staate in bester KGB-Manier abserviert – gelernt ist eben gelernt. Alles natürlich ganz rechtsstaatlich, wie der Amtsinhaber und neue Friedensfreund Deutschlands der Welt versicherte. Im übrigen verbitte man sich aber jede Einmischung. Es scheint, als würden rechtsstaatliche Prinzipien in den einzelnen Zimmern des gemeinsamen Hauses Europa durchaus unterschiedlich interpretiert. Wie also soll man sich im schon wieder ehemaligen kapitalistischen Musterländle weiter verhalten? Markttechnisch reizt ein derartig harter Einbruch natürlich zur Spekulation auf eine Korrektur, zumal es sich um den bis dahin führenden Trendmarkt handelte. Andererseits findet die Technik dort ihre Grenzen, wo Spielregeln über Nacht geändert werden, und Vertrauen ist bekanntlich sehr viel schneller verspielt als zurückgewonnen. Abenteurer versuchen ihr Glück mit begrenzten Mitteln, ansonsten dürfte der in Vergessenheit geratene Beruf des Kreml-Astrologen wieder Zukunft haben.

Wunderland

Börsianer sind schon ein undankbares Völkchen. Da vermelden die USA für das 3. Quartal ein Wachstum ihres Bruttoinlandsproduktes von märchenhaften 7,2 % und die Börse... fällt. War etwa alles schon wieder einmal „eingepreist"? Oder fürchtet man gar, die Zahlen seien womöglich zu märchenhaft, um tatsächlich wahr zu sein? Zumindest in dieser Beziehung kann man die Börsianer beruhigen, denn ein genauerer Blick würde offenbaren, daß die Quellen des Wachstums höchst irdische sind. Folker Hellmeyer verdeutlichte dies bereits in der letzten Ausgabe des Smart Investor für die Wachstumszahlen des zweiten Quartals. Der Vorteil der Statistik besteht eben darin, daß man einen gewünschten, wenn auch falschen Eindruck erzeugen kann, ohne direkt lügen zu müssen. Wenn derartige „Erfolgsmeldungen" dann aber vollkommen unkritisch im Publikum verbreitet werden, muß die Frage erlaubt sein, ob von der Konjunkturfront mittlerweile auch überwiegend „embedded correspondents" berichten. Zudem sollte man wissen, daß 7,2 % Wachstum nach US-Lesart nichts anderes sind als ein Quartalswachstum von 1,8 %, das einfach mit vier multipliziert wurde – vornehm nennt man dies „annualisieren". Würden wir den Dezember in gleicher Weise „annualisieren", könnten wir 12 mal im Jahr Weihnachten feiern – aber wer will das schon? Es bleibt bei Rang 18 für den Index aus dem Wunderland.

Ralph Malisch

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

Index	Land	RS 11.11.	RS 31.10.	RS 17.10.	RS 03.10.	RS 19.09.
S.E.T.	Thai	1	1	3	2	2
Sensex	Indien	2	2	2	1	5
Merval	Arg	3	4	5	8	8
HUI *	USA	4	3	6	5	1
TecDAX	D	5	5	7	6	4
Hang Seng	HK	6	6	8	7	12
MDAX	D	7	7	9	9	6
DAX	D	8	10	14	13	11
Nikkei 225	J	9	8	4	4	3
KOSPI	Korea	10	12	12	14	9
All Ord.	Aus	11	9	11	12	16
NASDAQ 100	USA	12	11	13	10	10
RTX	Rus	13	18	1	3	7
CAC 40	F	14	14	15	15	15
Gold		15	16	21	16	19
FTSE 100	GB	16	13	16	18	21
PTX	Polen	17	22	10	11	14
DJIA 30	USA	18	15	18	19	18
S&P 500	USA	19	17	19	20	20
IBEX 35	E	20	21	20	22	22
Silber		21	19	23	21	17
SMI	CH	22	20	17	17	13
Rohöl		23	24	22	23	25
REXP 10 *	D	24	23	24	24	23
Shenzen	China	25	25	25	25	24

grün: Verbesserung rot: Verschlechterung schwarz: unverändert

* REXP 10: Index der 10jährigen Anleihen; HUI: Goldminen-Index

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

Sentimenttechnik

animusX

Erwarteter Jahresendstand beim Dax: zwischen 3.900 und 4.100 Punkte

Von Thomas Theuerzeit (www.animusx.de)*

Viele Analysten sind der Meinung, daß Sentimentanalyse nur in Verbindung mit der Technischen Analyse brauchbare Signale generiert. Andere dagegen verwenden für ihre Prognose der Kapitalmärkte ausschließlich die Sentimentanalyse. Sie glauben, die Antworten auf ihre Fragen nur durch Stimmungsbefragung der Investoren zu finden. Insbesondere Anhänger der Behavioral Finance verweigern sich immer mehr den Methoden der Technischen Analyse und beschränken sich auf den neuen Ansatz.

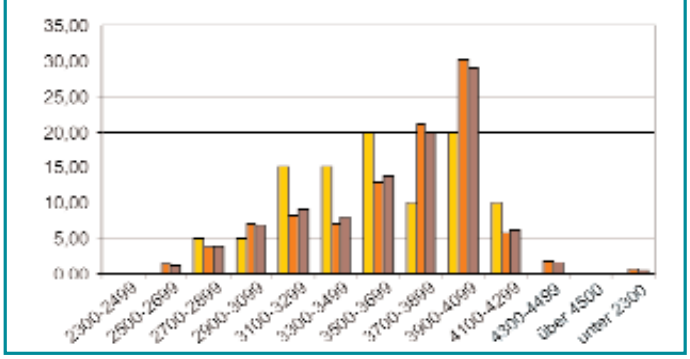
Die Kombination aus beidem ist unschlagbar

Dabei liefert meiner Meinung nach die Sentimentanalyse in Verbindung mit den Lehren der Technischen Analyse weit mehr als nur gute Signale. Alleine die Tatsache, daß sich die Stimmung der Marktteilnehmer aufgrund einfacher Trendlinienbrüche, Überwindung von Widerständen, Unterschreiten von Unterstützungen oder aber durch die Auflösung von Umkehrformationen deutlich verändert, zeigt die scheinbaren kausalen Zusammenhänge zwischen Stimmung und Technik. Aus diesem Umstand wurde die Idee geboren, eine Stimmungsumfrage zu entwickeln, die die kausalen Zusammenhänge zwischen klassischer Technischer Analyse und Sentimentanalyse miteinander verbindet.

animusX – die etwas andere Sentimentanalyse

animusX ist eine Stimmungsumfrage, die sich im Gegensatz zu herkömmlichen Methoden auf mögliche Einstiegs- beziehungsweise Ausstiegsmarken der Finanzmarktteilnehmer konzentriert. Es wird ermittelt, auf welchem Niveau die Finanzmarktteilnehmer bereit sind, den Deutschen Aktienindex (Dax) zu kaufen oder zu verkaufen. Die gewonnenen Ergebnisse lassen somit auf mögliche Unterstützungen oder Widerstände beziehungsweise deren Signifikanz im Markt schließen und werden durch die animusX-Ratios dokumentiert. Weiterhin kann mittels dieser Umfrage festgestellt werden, ob die Marktteilnehmer an ihren Niveaus festhalten oder ob sie ihre Ein- oder Ausstiegsniveaus von Umfrage zu Umfrage verändern. In Verbindung mit dem animusX-Sentiment werden somit wichtige Erkenntnisse für zukünftige Kursverläufe ermittelt.

Abb. 1: Wo sehen Sie den Dax Ende 2003? – Umfrage in der 44. KW



Quelle: www.animusx.de

Thomas Theuerzeit

Frischer Optimismus ohne Übertreibung

Die jüngste Auswertung zeigt im animusX-Sentiment eine Zunahme an Optimismus. Das Sentiment notiert erstmals seit 17 Wochen wieder oberhalb der 50er Marke und damit oberhalb der Grenze zwischen Bullen und Bären. Es scheint, als seien die hervorragenden Kursgewinne im Dax überwiegend unter Ängsten bei den Marktteilnehmern entstanden. Eine – gemäß der Theorie – gute und gesunde Basis. Eine Trendwende geht nur mit erheblichen Ängsten einher, da zunächst keiner dem Braten so recht traut. Weiterhin ist nach wie vor kein überschwenglicher Optimismus zu erkennen, der Grund zur Sorge bereiten würde. Von dieser Seite stehen dem Dax keine nennenswerten Hürden im Weg.

Verschiebung der Angebotsüberhänge

Aber auch die animusX-Ratios dokumentieren durch ihre Verschiebungen bereits den erwähnten Optimismus. Die erwarteten Angebotsüberhänge haben sich in den letzten Wochen von Umfrage zu Umfrage kontinuierlich auf höhere Niveaus verschoben. Dies signalisiert, daß die Marktteilnehmer offensichtlich noch Potential im Dax vermuten und ihre Verkaufsabsichten demzufolge auf immer höhere Niveaus und damit spätere Zeitpunkte verschieben. Die nächsten signifikanten Hürden sind demnach erst ab 3.930 Punkten im Dax zu erwarten.

Komfortable Ausgangslage für das Jahresende

Zusätzlich belegt eine Sonderumfrage in der 44. Kalenderwoche (sh. Abb.), daß die Marktteilnehmer zum Jahresende einen Dax-Stand zwischen 3.900 und 4.100 Punkten erwarten. Alles in allem eine recht komfortable Situation: Anstieg unter Ängsten, nächste signifikante Hürden ab 3.930 Punkten und ein erwarteter Jahresendstand im Dax zwischen 3.900 und 4.100 Punkten.

*) Thomas Theuerzeit ist der Initiator der Internet-Kapitalmarkt-Umfrage animusX.

Aktie im Blickpunkt

Perilya Limited

Zukünftige Cash Cow im Stall

Durch geschickte Zukäufe hat sich Perilya zu einem der größten australischen Produzenten von Zink, Blei und Silber aufgeschwungen. Das Unternehmen formte sich im Laufe der letzten Jahre zu einer diversifizierten Minengesellschaft mit Aktivitäten, die sowohl Basiselemente abdecken als auch – in geringerem Umfang – Gold und Silber. Durch eine 36 %-Beteiligung an der nicht börsennotierten Strike Oil wirkt Perilya sogar im Ölgeschäft mit. Haupt-Asset ist jedoch die Broken Hill-Mine, die Perilya im Mai 2002 von Pasminco übernahm. Nach fast 120 Jahren Minentätigkeit sah der Verkäufer die Werthaltigkeit schwinden, zumal der Zinkpreis im letzten Jahr auf für alle Minen unprofitable 0,30 US-$/lbs (lbs = Pfund) eingebrochen war. Der vollkommen antizyklische Kauf erwies sich für Perilya als Glücksgriff, denn eine umfangreiche Machbarkeitsstudie zeigte, daß der Mine sobald noch kein Ende beschieden ist. Je nach Abbaurate werden mindestens weitere zehn Jahre Minentätigkeit (Zink, Blei und Silber) möglich sein. Mit u.a. der Flinders-Mine (nur Zink; zu 85 % im Unternehmensbesitz), Potosi (Zink, Blei, Silber; 100 %) und Moyagee (Zink und Gold; 49 %) hat Perilya weitere, wenn auch weit kleinere Projekte in der Hinterhand. Der Wert an Cash (abzüglich Schulden) und an gelisteten und ungelisteten Investments liegt allein bei etwa 0,20 Euro je Anteil.

Extremer Gewinnhebel

Der entscheidende Punkt ist aber der unglaubliche Hebel, mit dem Perilya ab sofort Cash Flow und Erträge kräftig steigert. Dabei geht es in erster Linie um den Abbau von Zink. Die derzeitigen Förderkosten liegen relativ konstant bei 0,35 US-$/lbs, während der Verkaufspreis für das erste Halbjahr 2003 noch bei 0,36 US-$ lag. Unter dem Strich also kein wirklich lukratives Geschäft für Zinkproduzenten. Nun kündigen sich aber – nicht nur bei Zink, sondern auch bei Nickel sowie einigen anderen Basismetallen – absehbare Lieferengpässe für die nächsten Jahre an. Im letzten Quartal, dem ersten des neuen Geschäftsjahrs, konnte bereits ein Zinkpreis von 0,42 US-$/lbs realisiert werden. Bis 2005 dürfte er auf über 0,50 US-$/lbs anziehen. Gleichzeitig senkt Perilya mit der angehenden Vollauslastung von Broken Hill die Förderkosten einige Cent pro Einheit ab.

Perilya Limited			
Branche	Minenbetreiber		
WKN	876 505	Aktienzahl (Mio.)*	159,40
GJ-Ende	30.06.	Kurs am 12.11.03 (Euro)	0,67
Land	Australien	MCap (Mio. Euro)	106,8

	2002/03	2003/04E	2004/05E
Umsatz (Mio. Euro)	124,8	230,0	280,0
% ggü. Vj.		+84,3 %	+21,7 %
EPS (Euro)	-0,01	0,13	0,25
% ggü. Vj.		-	+92,3 %
KUV	0,86	0,46	0,38
KGV	-67,0	5,2	2,7

*) Durch Ausübung von Mitarbeiteroptionen können bis 2007 weitere knapp 10 Mio. Aktien in Umlauf kommen.
Quelle: Eigene Schätzungen

Macht in der Differenz, konservativ gerechnet, mindestens 15 Cent operativen Cash Flow pro Einheit Zink – statt wie bisher nahe Null. Bei prognostizierten 170.000 Tonnen Abbau zinkhaltigen Erzes pro Jahr beläuft sich der geschätzte operative Gewinn (vor neuen Investitionen etc.) für 2005 auf über 50 Mio. US-$. Angesichts einer Marktkapitalisierung von derzeit 123 Mio. US-$ ergibt sich ein operatives Kurs/Cash-Flow-Verhältnis von 2,5 nur aus der Zinkproduktion. Der Abbau von Blei wie auch von Kupfer, Silber bzw. Gold findet in geringerem Umfang statt, hier sind zudem die Verkaufspreise nicht verläßlich zu prognostizieren. Perilya wird daher auf seinen Status als der größte börsennotierte Zinkproduzent Australiens reduziert, während die Randaktivitäten nur für weitere lukrative Nebeneinkünfte sorgen.

Aussichten

Mit dem ab dem laufenden Geschäftsjahr 2003/04 explodierenden Cash Flow (erwarteter Zinkpreis durchschnittlich ca. 0,43 US-$/lbs) werden bestehende Verbindlichkeiten zurückgeführt sowie neue Projekte, vor allem Ausweitungen der bisherigen Minen, angeschoben. Perilya ist ungehedged gegenüber den Metallpreisen, aber bis zu einem gewissen Grad abgesichert gegen einen zu starken australischen Dollar. Die Gesamtreserven und -ressourcen belaufen sich auf 2,7 Mio. Tonnen zinkhaltiges Erz, so daß bei konstantem Abbau von knapp 0,2 Mio. Tonnen p.a. eine Minentätigkeit allein im Haupt-Asset Broken Hill von deutlich über zehn Jahren gewährleistet sein sollte. Ab 2006 könnte der Zinkpreis allerdings wieder leicht nachgeben, da dann neue Minen verstärkt in die Produktion kommen. Bis dahin aber wird Perilya zwei Jahre lang seine Position dermaßen gestärkt haben können, daß weitere Projekte – Übernahmen oder neue Explorationen – losgelöst von finanziellen Restriktionen forciert werden können. Eine angemessene Dividende dürfte ab 2005 ebenfalls fällig werden. Selbst nach dem fulminanten Anstieg der letzten Monate spiegelt der Kurs unserer Ansicht nach das Potential von Perilya noch nicht hinreichend wider.

Falko Bozicevic

Externe Analyse

Deutsche Börse AG

HSBC Trinkaus & Burkhardt
Bank seit 1785

Drei Unsicherheiten lasten auf dem Kurs

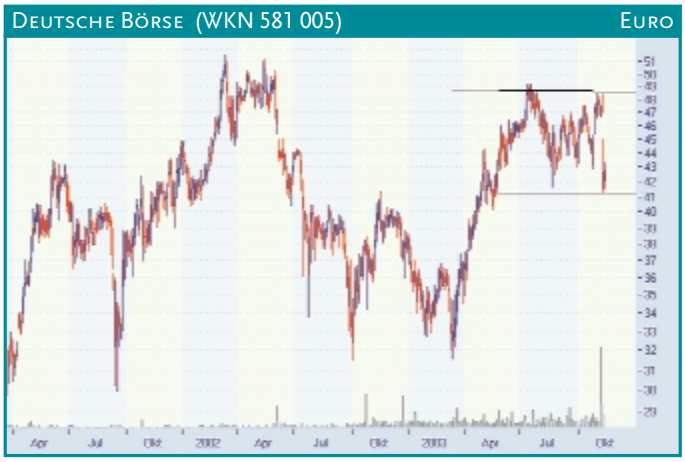
Von Peter Barkow, Analyst bei HSBC Trinkaus & Burkhardt

Im Schatten der USA

Der Aktienkurs der Deutschen Börse geriet jüngst mit den Verlautbarungen zur geplanten US-Expansion in Bewegung. Als Ergebnistreiber dürften sich 2004 jedoch Clearstream und Xetra erweisen. Die Deutsche Börse betreibt mit Eurex die mit Abstand größte Derivatehandelsplattform der Welt. Des weiteren besitzt sie mit Xetra und dem Frankfurter Parketthandel eine dominante Stellung im deutschen Kassahandel mit einem Marktanteil von zuletzt weit über 90 %. Nach Umsatz und Ertrag stellt die Deutsche Börse die größte Börsenorganisation der Welt dar – noch vor den amerikanischen Börsenbetreibern Nasdaq und NYSE. Aufgrund der Abdeckung der kompletten Wertschöpfungskette des Aktien- und Derivatehandels sowie angrenzender Aktivitäten ist die Abhängigkeit von einzelnen Kapitalmärkten relativ gering. Mit einem 250-Tage-Beta von 0,29 ist die Deutsche Börse die stabilste Aktie im Dax. Mit einem KGV von 13,2 (2004e) ist das Unternehmen mit einem deutlichen Abschlag gegenüber vergleichbaren Unternehmen bewertet und stellt unseres Erachtens sowohl kurz- wie auch langfristig eine überdurchschnittlich interessante Anlage dar.

Deutsche Börse – Aktie im Bann der Eurex-US-Expansion

Die Deutsche Börse ist mit 50 % an Eurex beteiligt, der mit Abstand größten Derivatebörse der Welt mit 800 Millionen gehandelten Kontrakten in 2002. Aufgrund des Vertrages mit dem Joint Venture-Partner Schweizer Börse partizipiert sie ab 2005 mit 85 % (derzeit noch 80 %) an Umsatz und Ertrag. Aufgrund des dynamischen Wachstums des Derivatehandels und der langanhaltenden Dominanz des Bären am Kassamarkt in den vergangenen Jahren hat sich die Eurex zum wichtigsten Ertragslieferanten der Deutschen Börse entwickelt. Im zweiten Quartal stammte mit 52 % mehr als die Hälfte des Gruppen-EBIT aus dem Derivatesegment. Die EBIT-Marge der Eurex lag im ersten Halbjahr knapp unter 60 %. Insofern erklärt sich die hohe Bedeutung des Derivatearms für die Deutsche Börse und ihren Aktienkurs.



Herkunft des Gewinns vor Zinsen und Steuern (EBIT) bei der Deutsche Börse AG	
	2003e
Xetra	11%
Eurex	46%
Clearstream	29%
Systems	13%
IP	11%
Other	-10%
Summe	100%

Quelle: HSBC Trinkaus & Burkhardt

Eurex versus CBOT – Showdown in Chicago

Obwohl auch US-Kunden die Eurex als Handelsplattform benutzen, ist der Eurexhandel derzeit auf europäische Produkte begrenzt. In den USA ist die Eurex momentan nur mit der elektronischen Handelsplattform a/c/e (Alliance/CBOT/Eurex) zusammen mit dem Kooperationspartner Chicago Board of Trade präsent. Die Zusammenarbeit der beiden Derivatebörsenbetreiber war trotz des mittlerweile großen Erfolges der a/c/e-Plattform von Beginn an problematisch und gipfelte in der temporären Weigerung der CBOT, die vereinbarten Lizenzgebühren an die Deutsche Börse respektive Eurex abzuführen. Eine vereinbarte und für die Eurex potentiell sehr lukrative Produkterweiterung fand nie statt. Daher entschlossen sich die Partner im vergangenen Jahr, die Zusammenarbeit mit Wirkung Ende 2003 zu beenden. Für die neue elektronische Handelsplattform eCBOT hat CBOT in der Zwischenzeit Euronext.Liffe als Systemlieferanten beauftragt. Durch die vorzeitige Auflösung der Kooperation ist die Eurex nun aber ihrerseits in der Lage, eine US-Börse zu gründen und damit in Wettbewerb zur CBOT zu treten. Eurex plant derzeit den Start der US-Börse im Februar 2004. Zunächst wird man sich auf langfristige Zinsprodukte (Futures auf T-Bond und T-Notes) konzentrieren und damit die CBOT in ihrem mit Abstand wichtigsten Handelssegment attackieren.

Ambitionierter Zeitplan

Eurex wird die komplette Infrastruktur von a/c/e weiter nutzen und hat sich zur Sicherstellung einer Clearinglösung mit 15 % an der amerikanischen The Clearing Corporation beteiligt. Die Erteilung der Börsenlizenz seitens der CFTC (Commodity Futures Trading Commission) stellt damit gegenwärtig die wesentliche verbliebene Hürde dar. Nach massivem Lobbying seitens der Chicagoer Börsen änderte die CFTC das ursprünglich beschleunigte Zulassungsverfahren (60 Tage) in ein normales Verfahren, so daß eine Entscheidung bis Mitte März 2004 dauern kann. Unseres Erachtens sind die Chancen für eine Lizenzerteilung jedoch vielversprechend, da das bestehende identische Handels-

system a/c/e seinerzeit ebenfalls das Einvernehmen der CFTC gefunden hatte. Letztlich handelt es sich bei der CFTC-Entscheidung um ein Politikum, in das auch der deutsche Finanzminister Hans Eichel involviert ist, und dessen Ausgang schwer vorherzusehen ist.

Wachstum durch Xetra und Clearstream

Zugegeben, die US-Expansion ist spannend. Sie stellt zudem eine interessante Option auf zusätzliches mittel- bis langfristiges Wachstum dar, die der Investor derzeit kostenlos erhält, da wir – wie die Mehrheit der Analysten – in unserem Bewertungsmodell die kompletten Kosten berücksichtigt haben, allerdings nur sehr moderate Umsätze aus den USA. Selbst im Falle eines kompletten Scheiterns der US-Börse wären die finanziellen Folgen innerhalb unseres Prognosezeitraums vernachlässigbar. Neben dem Medienrummel um die Eurex-US-Expansion sollten Anleger die u.E. kurzfristig wichtigeren Ergebnistreiber allerdings nicht außer acht lassen: Dies sind im nächsten Jahr vor allem Clearstream und Xetra.

Clearstream: Sinkender Integrationsaufwand bei steigenden Synergien

Anfang 2002 hat die Deutsche Börse die restlichen 50 % an Clearstream von den CEDEL-Eigentümern erworben und ist seitdem alleiniger Eigentümer des Abwicklungshauses. Die wesentliche Logik der Akquisition ist die Reduzierung der Kosten durch die vertikale Clearstream-Integration in die Deutsche Börse Gruppe. Obwohl durch diverse Änderungen in der Rechnungslegung und Berichterstattung nur noch schwer nachvollziehbar ist, inwieweit sich die Kostenreduzierung im Plan befindet, gehen wir für das laufende Jahr von einer zusätzlichen Kostenreduzierung von ca. 40 Mio. Euro aus. Auf der anderen Seite erwarten wir für 2004 stark rückläufige Integrationsaufwendungen, so daß sich auch hieraus eine Verbesserung des EBIT um ca. 20 Mio. Euro ergibt. Damit ist Clearstream unseres Erachtens der wesentliche Treiber für eine positive Entwicklung der Deutschen Börse.

Firmenzentrale der Deutsche Börse AG im Frankfurter Stadtteil Hausen

Xetra: Höhere Umsätze und sinkende Kosten

Die Kassamärkte waren in den vergangenen Jahren eine große Enttäuschung. Die stark rückläufigen Aktienumsätze an deutschen Märkten sowie höhere Kosten durch zusätzliche Projekte wie die zentrale Gegenpartei (CCP) und Xetra BEST haben eine deutliche Spur im Ergebnis hinterlassen. Im vierten Quartal des vergangenen Jahres konnte so nur noch mit Mühe ein Breakeven im Xetra-Segment erreicht werden. Mit der Einführung einer neuen Gebührenstruktur, einer zusätzlichen Clearingfunktionalität durch den CCP, einer deutlichen Reduzierung der Kosten sowie einer Erholung der Aktienmärkte rechnen wir im dritten Quartal wieder mit einer signifikanten Verbesserung des EBIT. Diese Entwicklung sollte sich auch im kommenden Jahr fortsetzen und für eine Verbesserung des operativen Ergebnisses um 30-40 Mio. Euro ermöglichen. Die Entwicklung an den Aktienmärkten sowie die Nachhaltigkeit der Preiserhöhungen stellen jedoch nicht zu unterschätzende Restrisiken in unseren Planungen dar.

Auch Eurex Europa könnte überraschen

Derzeit geht unser Modell von einem sehr konservativen Wachstum von ca. 4 % des Kerngeschäftes der Eurex aus. Verglichen mit den Zuwächsen der Vergangenheit von bis zu 50 % per annum halten wir den sekulären Wachstumstrend für stärker. Wir sind derzeit jedoch noch skeptisch bezüglich des zyklischen Wachstumselements, namentlich der Volatilität an den Kapitalmärkten, die auch 2003 wieder sehr hoch ausfiel. Sollte die Volatilität auch 2004 auf hohem Niveau verbleiben, könnte sich unsere Wachstumsannahme als zu konservativ herausstellen und zusätzliches Ergebnispotential bedeuten. Derzeit gehen unsere Planungen wegen der US-Expansionskosten nur von einem konstanten EBIT bei der Eurex aus.

Bewertung erscheint attraktiv

Aufgrund der durchwachsenen Nachrichtenlage aus den USA hat sich die Aktie in den letzten Monaten gegenüber dem Dax und anderen gelisteten Börsen unterdurchschnittlich entwickelt. Unsere derzeitigen Planungen, die wir als realistisch bis konservativ erachten, ergeben für die Deutsche Börse ein KGV von 13,2 in 2004, was bei einem unterstellten fundamentalen Beta von 0,8 (das historische 250 Tage-Beta liegt wie oben erwähnt noch darunter) kein nennenswertes Ergebniswachstum impliziert. Gegenüber Vergleichsunternehmen ergibt sich derzeit ein Bewertungsabschlag von ca. 25 %, den wir als übertrieben ansehen. Für einen Zeitraum von sechs bis zwölf Monaten erachten wir die Deutsche Börse daher als überdurchschnittlich attraktives Investment aufgrund der oben dargestellten positiven Katalysatoren. Bis dahin sollte sich auch die Nachrichtenlage aus den USA entspannt haben und der Kurs sich wieder an fundamentalen Kriterien orientieren.

Disclaimer/Disclosure

HSBC Trinkaus & Burkhardt oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist oder war in den letzten fünf Jahren an einem Konsortium für die Emission von Wertpapieren der Deutsche Börse AG beteiligt. HSBC Trinkaus & Burkhardt und die mit ihr verbundenen Unternehmen handeln regelmäßig Aktien der Deutsche Börse AG.

MoneyTalk

„Mit Abstand stärkste finanzielle Position in Deutschland“

Smart Investor im Gespräch mit Prof. Dr. Bernd R. Seizinger, CEO der GPC Biotech AG, über potentielle Blockbuster, die Wirkstoffpipeline von GPC und das „Mastermind“ hinter der Medikamentenentwicklung

Smart Investor: In den letzten Monaten gab es gleich mehrere erfreuliche Meldungen aus dem Hause GPC Biotech. Vielleicht könnten Sie uns einen kurzen Überblick verschaffen.
Prof. Seizinger: Die wichtigste Nachricht betraf sicherlich den Status von Satraplatin, unserem am weitesten fortgeschrittenen Onkologie-Medikament. Es hat jetzt offiziell die Phase-III-Zulassungsstudie erreicht. Bereits im Juni konnten wir Ergebnisse einer wichtigen klinischen Studie vorlegen, bei der Satraplatin in einer Gruppe mit 50 an hormonresistentem Prostatakrebs erkrankten Patienten hervorragende Ergebnisse zeigte. Der Zeitraum bis zum Eintritt neuen Tumorwachstums ließ sich mehr als verdoppeln, und Sie können sich sicher vorstellen, was das für die Betroffenen bedeutet.

Smart Investor: Das klingt vielversprechend, aber ist Satraplatin denn konkurrenzlos, wenn es auf den Markt kommt?
Prof. Seizinger: Eine sehr wichtige Frage: Satraplatin wird das erste Produkt dieser Wirkstoffgruppe, der sogenannten Platinumanaloge, sein, das Wirksamkeit bei hormonresistentem Prostatakrebs gezeigt hat. Vor allem wird es das erste, welches oral verabreicht werden kann. Dies ist ganz wichtig für Patienten mit Prostatakrebs, da sich diese Zielgruppe in der Regel ja nicht in Spezialkliniken aufhält, sondern ambulant beim Urologen behandelt wird. Zum medizinischen kommt bei Satraplatin also auch der ökonomische Vorteil. Wir haben eine relativ konservative Marktstudie angefertigt und sind zu dem Ergebnis gekommen, daß Satraplatin jährliche Spitzenumsätze von deutlich über 500 Mio. US-$ erreichen kann.

Smart Investor: Was kommt denn nach Satraplatin, was hat GPC Biotech sonst noch in der Pipeline?
Prof. Seizinger: Wir rechnen damit, daß Satraplatin im übrigen auch noch bei einer Reihe anderer Krebsarten eingesetzt werden kann, so zum Beispiel beim kleinzelligen Lungenkarzinom oder Eierstockkrebs. Weitere kleinere Studien bei anderen Tumorarten und in verschiedenen Kombinationen mit diversen Medikamenten sind geplant. Und, ganz wichtig, wir glauben auch, daß Satraplatin sehr gut in Kombination mit einer Bestrahlungstherapie zum Einsatz gebracht werden kann. Auch hier wiederum ist die orale Einnahme von ganz entscheidender Bedeutung. Das volle Marktpotential – bis hin vielleicht zu einem Blockbuster-Präparat (Medikament mit mehr als 1 Mrd. US-$ jährlichem Umsatz; Anm. d. Red.) kann sicher nur in Verbindung mit einem starken Vertriebspartner ausgeschöpft werden. Ferner haben wir mit einem monoklonalen Antikörper signifikante Fortschritte bei diversen Blutkrebsarten erzielen können. In Verbindung mit dem Blockbuster Rituxan von Roche/Genentech zeigte unser monoklonaler Antikörper dort vielversprechende Synergien, was ebenfalls für ein sehr hohes Marktpotential sprechen könnte. Wir haben vor einer Weile mit einem halben Dutzend neuer Medikamententdeckungsprogramme begonnen, so daß ich durchaus behaupten kann: Unsere Pipeline füllt sich langsam.

Prof. Dr. Bernd R. Seizinger

Smart Investor: Sie verfügen über hohe liquide Mittel, doch auch die Forschung und Entwicklung verschlingt derzeit noch Unsummen. Wie geht es in dieser Hinsicht weiter?
Prof. Seizinger: Wir befinden uns in Deutschland mit Abstand in der stärksten Position in dieser Beziehung, und selbst auf Europa bezogen sind wir hier in der Spitzengruppe. Zum letzten Stichtag hatte GPC noch rund 97 Mio. Euro an liquiden Mitteln. Zugleich möchte ich aber hervorheben, daß üblicherweise bereits vor der eigentlichen Markteinführung eines Medikaments bedeutende Geldsummen im Rahmen einer Marketingallianz fließen. Zur Risikodiversifizierung versuchen wir natürlich mehrere Pferde ins Rennen zu schicken, bei Satraplatin sind wir aber zu Recht überaus optimistisch. Phase II ist die mit Abstand schwierigste, die meisten Onkologiepräparate scheitern in Phase II, sozusagen dem „Friedhof der Onkologiepräparate“, wo erstmals die Wirksamkeit bewiesen werden muß. Und diese entscheidende Hürde haben wir mit Satraplatin bereits genommen.

Smart Investor: Herr Prof. Seizinger, vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic

Buy or Good Bye

Buy: Sartorius Vz.

Der Göttinger Spezialist für Labortechnik sowie Bio- und Umwelttechnologie hat fast abseits der öffentlichen Wahrnehmung eine umfassende Transformation hin zu einem integrierten Prozeßtechnologie-Anbieter vollzogen. Drei Viertel der Umsätze generiert Sartorius jetzt als eines der Top 3-Unternehmen in der jeweiligen Sparte: In der sogenannten Mechatronik (z.B. Laborwaagen) ist man die Nummer 2 mit 30 % Weltmarktanteil, in der Kalibrierung, Wartung & Instandhaltung von Laborprodukten sowie bei Gleitlagern für schnellaufende Maschinen im Spitzentrio. Mit dem neuen Werk in China kann Sartorius durch Vor-Ort-Präsenz die Wachstumsmärkte Rußland und Asien „ausrüsten". In zwei der am schnellsten wachsenden Teilmärkte, Impfstoffe und Zellkulturen, verfügen die Niedersachsen auch jeweils über mehr als 20 % Marktanteil. Im Bereich Proteomics darf der Konzern völlig zu recht auf überdurchschnittliche Wachstumspotentiale zählen, gleichzeitig gelten hier hohe Markteintrittsbarrieren.

Derzeit leidet aber auch Sartorius unter der schleppenden weltwirtschaftlichen Erholung. Noch werden zahlreiche Projekte von Kundenseite ins nächste Jahr verschoben. Dies zeichnete sich zuletzt auch im Subsegment Biotechnologie ab, wo der Umsatz in den ersten neun Monaten um 10 % auf 166 Mio. Euro deutlich zurückging. Das ursprüngliche Ziel, auch 2003 noch eine konzernweite Gesamtumsatzsteigerung zu realisieren, wurde inzwischen aufgegeben. Auf EBITDA-Basis war nach drei Quartalen ein Rückgang um 15 % auf 16,6 Mio. Euro zu beklagen, das EBIT rutschte sogar ins Minus. Aufgrund der Bewertung (beispielsweise mit einem KUV von nur etwa 0,3 bei 430 Mio. Euro Umsatz), die für ein weltweit führendes Unternehmen sehr moderat erscheint, wäre Sartorius eine Versuchung wert. Ein Malus ist jedoch der vergleichsweise hohe Schuldendienst (bei Nettoschulden von 110,7 Mio. Euro), der pro Quartal mit knapp 1,5 Mio. Euro am Ergebnis zehrt. Für einen günstigeren Einstieg bietet sich nach der Kursrally der letzten Monate vorzugsweise ein Test des mittelfristigen Aufwärtstrends an, vielleicht bei ca. 5 Euro mit einem Abstauberlimit.

Good Bye: Aixtron

Die Bewertung von Aixtron war zwar schon immer hoch, aber früher konnten sich Anleger wenigstens damit zu beruhigen versuchen, daß der Spezialmaschinenbauer ein Wachstumsunternehmen par excellence darstellte. Davon kann heute leider keine Rede mehr sein. Der Hersteller von Anlagen zur Produktion von Verbindungshalbleitern verzeichnete im Jahr 2001 einen Spitzenumsatz von über 240 Mio. Euro bei einer traumhaften EBIT-Marge von 22 %. Seitdem geht es schneller bergab als man die Geschäftsaussichten anzupassen in der Lage ist. Im letzten Jahr waren es noch 150 Mio. Umsatz, in diesem Jahr sollen es nur noch 90 bis 95 Mio. Euro werden – Tendenz weiter fallend bis leicht stabilisiert, wenn man es halbwegs positiv interpretiert. Nach drei Quartalen jedenfalls hatten die Aachener ein hohes EBIT-Minus von 23,7 Mio. Euro auszuweisen, nach einem Plus von noch 20,3 Mio. Euro vor einem Jahr.

Der Auftragseingang verharrte bei 22,6 Mio. Euro zwar auf Höhe des Vorjahreszeitraums, doch waren das immerhin 40 % mehr als im zweiten Quartal, worauf Aixtron explizit hinweist. Nun war Q2 aber gerade auch vom SARS-Ausbruch in Asien überschattet, wo Aixtron inzwischen mehr als 70 % seines Umsatzes erzielt. Der Auftragsbestand von 58,4 Mio. Euro gegenüber 143 Mio. Euro vor einem Jahr spricht also Bände. Damit kann Aixtron gerade einmal zwei Quartale überbrücken, bevor die Marketing-Abteilung vehement nachlegen muß, wenn nicht schon bald die nächste Umsatzwarnung fällig werden soll. Daß Aixtrons Weltmarktanteil im laufenden Jahr weiter gestiegen ist, könnte man begrüßen, wenn der Margendruck nicht dermaßen gewachsen wäre, daß am Ende des Jahres ein satter Fehlbetrag in zweistelliger Millionenhöhe resultieren dürfte. Vom Tief im März hat sich der Kurs verdreifacht, während die Ertragserwartungen komplett in sich zusammenbrachen, was die Bewertungsschere weiter öffnet: mangels Gewinnen kein KGV mehr bei einem KUV von rund 4. Das Problem ist, daß sich die Perspektiven für 2004 und 2005 – wahrscheinlich – verbessern, allerdings ist die Mißrelation dermaßen eklatant, daß Anleger sich hier auf lange Sicht nur die Finger verbrennen können.

Turnaround

Schaltbau Holding AG

Die zweite Chance?

Die Leidensgeschichte der Münchner Schaltbau Holding AG ist schnell erzählt. Im Vertrauen auf anhaltende Expansion der Zielmärkte und im Bestreben, daran überproportional zu partizipieren, wurden zwischen 1979 und 1997 unter Inkaufnahme von rasch steigender Verschuldung Anteile an insgesamt 10 Unternehmen erworben. Doch wie so oft stellte sich im Nachhinein heraus, daß weder die Zukunftsaussichten der Neuerwerbungen noch die eigene Integrationsfähigkeit den Erwartungen gerecht wurden. Die Konsequenz: ein riesiger Schuldenberg und operative Probleme in nahezu sämtlichen Unternehmensbereichen. Als 1999 endgültig klar wurde, daß sich die Gesellschaft mit ihrer Strategie übernommen hatte, wurde ein Umstrukturierungsprozeß eingeleitet, der das Unternehmen heute noch prägt und dessen Ausgang nach wie vor ungewiß ist.

Der Tragödie erster...

In Folge der expansiven Firmenpolitik hatte das Unternehmen bis 1998 Bankkredite über 158 Mio. Euro angehäuft. Hinzu kamen die operativen Verluste der Tochterunternehmen, die sich allein 1999 auf 14 Mio. Euro summierten. Als erste Notbremsung wurde die 1993 erworbene Beteiligung PFA verkauft und das übrige Geschäft neu geordnet. Nach anfänglichen Erfolgen in den Jahren 2000 und 2001 stürzten jedoch erneute operative Probleme sowie die anhaltende Konjunkturschwäche die 1929 gegründete Gesellschaft endgültig in Existenznöte. Insbesondere das größte Tochterunternehmen Bode (Umsatz 2002: 85,2 Mio. Euro), ein Hersteller von Türsystemen für Busse und Bahnen, hatte neben der Marktflaute im Busbereich mit erheblichen Anlaufschwierigkeiten beim Ausbau seines neuen Schienenfahrzeuggeschäfts zu kämpfen. Der sich abzeichnende Millionenfehlbetrag und Bankschulden von immer noch 139 Mio. Euro erhöhten den Handlungsdruck für die Unternehmensleitung.

Schaltbau Holding AG			
Branche	Verkehrstechnik		
WKN	717 030	Aktienzahl (Mio.)	1,20
GJ-Ende	31.12.	Kurs am 12.11. (Euro)	5,40
Mitarbeiter (30.06.03)	1.627	MCap (Mio. Euro)	6,5

	2002*	2003e	2004e
Umsatz (Mio. Euro)	211,0	220,0	225,0
% ggü. Vj.		+4,3 %	+2,3 %
EPS (Euro)	-20,50	-8,33	1,67
% ggü. Vj.		+59,4 %	
KUV	0,03	0,03	0,03
KGV	-	-	3,2

*) bereinigt um Unternehmensverkäufe

...und zweiter Teil

Um Spielraum für die Sanierung von Bode zu bekommen, verstärkte das Unternehmen die Refocussierung auf das Kerngeschäft und bereinigte die Beteiligungsstruktur. Verkauft wurde neben einigen kleineren Beteiligungen auch die Mehrheitsbeteiligung an Kiepe Elektronik, dem zuvor mit einem Umsatz von 71,6 Mio. Euro zweitgrößten Konzernunternehmen. Die Verbindlichkeiten bei Kreditinstituten konnten dadurch bis Ende 2002 um 50,9 Mio. auf 88,5 Mio. Euro zurückgeführt werden. Da jedoch die parallel durchgeführten Bilanzkorrekturen auf Konzernebene in Form von Firmenwert- und Vorratsabschreibungen sowie die operativen Verluste zu einem Fehlbetrag von 24,6 Mio. Euro führten, war das Eigenkapital im Konzernabschluß zum Jahresende vollkommen aufgezehrt. Obwohl die Holding im für das Insolvenzrecht maßgeblichen Einzelabschluß immer noch über 18,5 Mio. Euro Eigenkapital verfügt, dürfte die Abhängigkeit der Gesellschaft vom Wohlwollen der Banken mit diesen Konzernzahlen noch einmal deutlich gestiegen sein.

Das Geschäft

Bislang begleiten diese die Sanierungsbemühungen sehr konstruktiv und ermöglichen durch einen teilweisen Forderungsverzicht und die Stundung fälliger Tilgungsraten die Fortführung der Unternehmenstätigkeit. Das verbliebene Geschäft wurde im Zuge der Restrukturierung fünf verschiedenen Töchtern zugeteilt, die in drei verschiedenen Sparten agieren. In der größten Sparte Mobile Verkehrstechnik betätigt sich neben Bode auch die Schaltbau GmbH, ein Hersteller von Bahnverkehrstechnik (Energieversorgungssysteme und Schalter), die mit einem Umsatz von 51,8 Mio. Euro rund 25 % des Konzernumsatzes erlöst. Die im Bereich Stationäre Verkehrstechnik angesiedelte Pintsch-Gruppe ist mit Erlösen von 57,5 Mio. Euro nach dem Kiepe-Verkauf die zweitgrößte Konzerneinheit und erwirtschaftet mit Weichenheizungssystemen sowie Bahnübergangssignalen und -sicherungen derzeit die höchsten Margen im Verbund. Die klein-

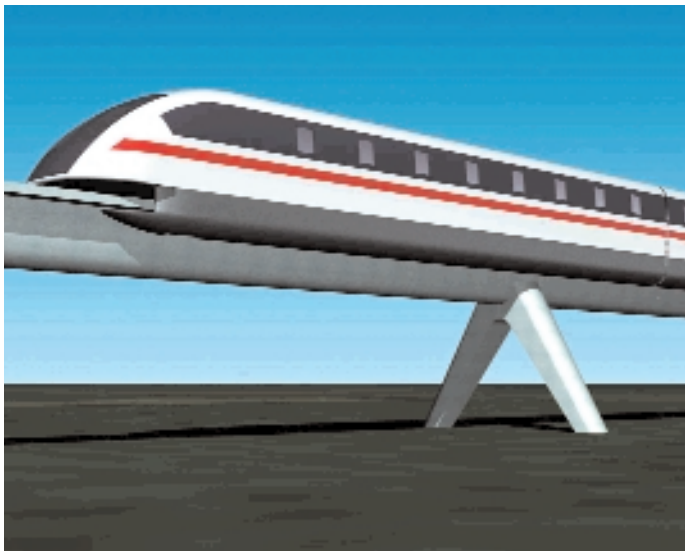
ste Konzernsparte Informationssysteme mit der Tochter Infosystems ist dagegen selbst ein schwerer Sanierungsfall: Aus 16,3 Mio. Euro Umsatz mit Ansagen- und Anzeigensystemen für den öffentlichen Nah- und Fernverkehr resultierte im vergangenen Jahr ein Spartenverlust von 8 Mio. Euro.

Turnaround?

Insgesamt haben die Töchter 2002 einen um Unternehmensverkäufe korrigierten Umsatz von 211 Mio. Euro erzielt und mußten dabei ein EBIT von -28,5 Mio. Euro hinnehmen. Da zudem der Auftragseingang der Unternehmen kaum über den erzielten Umsätzen lag, war zur Jahreswende das Überleben des Konglomerats mehr als fraglich. Trotz dieser belastenden Umstände konnte sich der Schaltbau-Konzern im ersten Halbjahr 2003 überraschend deutlich verbessern. Während der Umsatz gegenüber dem bereinigten Vorjahreswert um beachtliche 19 % auf 112 Mio. Euro zulegte, drehte das operative Ergebnis mit 0,3 Mio. Euro in positives Terrain. Aufkeimende Hoffnungen auf die Wende erhielten allerdings Anfang dieses Novembers einen Dämpfer: Ein besonders schlechtes drittes Quartal bei der Tochter Infosystems führte dazu, daß nach weiteren außerordentlichen Firmenwertabschreibungen nun auch im Einzelabschluß der Holding das Grundkapital zu mehr als 50 % aufgezehrt wurde.

Konkurrierende Sanierungskonzepte

In Folge dessen mußte das Management für Dezember 2003 eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen. Dort soll ein mit den Kreditinstituten abgestimmtes Sanierungskonzept verabschiedet werden, das einen Umtausch von 12 Mio. Euro Bankverbindlichkeiten in 10 Mio. Euro eigenkapitalähnliche Genußrechte vorsieht. Zusätzlich würde den Banken nach einem Kapitalschnitt von 7:1 die Option für den Erwerb von etwa 30 % der Gesellschaft zum Nennwert einräumt. Der neue Großaktionär Arques (sh. Smart Investor 11/03), der im Oktober 29,9 % vom vormaligen Mehrheitsaktionär AdCapital übernommen hat, zeigte sich im Gespräch mit Smart Investor wenig zufrieden mit den präsentierten Vorschlägen und will deswegen ein eigenes Konzept vorlegen. Da die Starnberger Beteiligungsgesellschaft den Plan des Managements mit ihren Stimmen blockieren kann, für alternative Schritte gleichwohl aber die Unterstützung der Banken benötigt, ist der weitere Kurs bei Schaltbau derzeit unklar.



Chancen

Können sich die Sanierungsspezialisten auf der Hauptversammlung durchsetzen, dürfte die Gesellschaft rasch und schonungslos auf Profitabiliät getrimmt werden. Es bleibt zu vermuten, daß der Einsatz der erfahrenen Arques Task-Force erhebliche Rationalisierungspotentiale offen legen würde. Einen immensen Hebeleffekt könnte darüber hinaus eine mögliche Konjunkturbelebung ausüben. Insbesondere ein Aufschwung im darbenden Bussektor hätte sehr positive Auswirkungen auf das Geschäft von Bode. Im Geschäft mit dem Großkunden Deutsche Bahn sind die Prognosen auch ohne konjunkturelle Impulse günstig, da der Staatskonzern ein mehrjähriges Investitionsprogramm angekündigt hat, bei dem bis 2007 Aufträge über 8,3 Mrd. Euro vergeben werden.

Hauptrisiko: Bilanzstruktur

Das stärkste Hemmnis für den Turnaround stellen eindeutig die hohen Kreditverbindlichkeiten dar. Da die notwendigen Mittel für fällige Kredittilgungsraten aus dem operativen Geschäft derzeit nicht erwirtschaftet werden, muß das Unternehmen von Quartal zu Quartal um die überlebensnotwendige Stundung verhandeln. Das vom Management vorgestellte Sanierungskonzept belegt die starke Verhandlungsposition der Banken. Denn die Gesellschaft erhielte trotz der massiven Opfer seitens der Anteilseigner nicht den dringend erforderlichen bilanziellen und finanziellen Spielraum, um eventuelle weitere Rückschläge selbständig zu überstehen.

Fazit

Der weitere Verlauf der Sanierung bei der Schaltbau ist offen. Die Sanierungsvorschläge des Managements bergen große Nachteile und sind für Aktionäre kaum akzeptabel. Der interessierte Turnaroundspekulant sollte abwarten, ob die Arques AG für ein Alternativkonzept ausreichend Rückhalt findet, insbesondere bei den Kreditgebern. In diesem Falle könnte sich das mit nur noch rund 8 Mio. Euro bewertete Unternehmen als Schnäppchen herausstellen. Aufgrund des hohen Risikos eignet sich Schaltbau selbst dann lediglich als Depotbeimischung und sollte grundsätzlich nur mit engen Limits geordert und mit Stop Loss abgesichert werden.

Holger Steffen, Adam Jakubowski

Musterdepot

Wenig Licht und etwas mehr Schatten

Verglichen mit der letzten Ausgabe büßte unser Musterdepot knapp 1 % ein, während die Weltbörsen insgesamt weiter zulegten. In diesem Monat war es der Einbruch am russischen Markt, der unserer Performance zusetzte.

Ein Hauptübeltäter

Man kann die Veränderung zum Vormonat im Prinzip auf einen einzigen Titel festmachen: Der Abschlag bei Tatneft in Höhe von über 26 % machte sich deutlich bemerkbar. Da wir aber bereits mit unserer maximal vertretbaren Positionsgröße in Tatneft investiert waren, verbietet sich leider ein Zukauf auf den derzeitig niedrigen Niveaus. Es ist schwer zu prognostizieren, wie lange die Börse in Moskau politisch geprägt sein wird oder ob die Putin-Offensive auch langfristige Implikationen haben wird – so oder so: Anleger müssen bei Rußland-Engagements derartige Verwerfungen einkalkulieren. Nicht umsonst sind russische Aktien deutlich günstiger als ihre ausländischen Peer-Unternehmen, und wie der letzte Monat gezeigt hat, werden Investoren daran von Zeit zu Zeit erinnert. Im Sommer gab es schon einmal eine „politische Börse", doch nach einem kurzen Schreck nahm die Moskauer Börse wieder Fahrt auf. Der jetzige Fall scheint von außen betrachtet ernster zu liegen, so daß wir nur Anlegern mit sehr guten Nerven ein neues bzw. zusätzliches Engagement auf gedrücktem Kursniveau anraten würden. Tatneft gehört bei uns in Kategorie R (siehe Tabelle) unserer Strategieklassifikation und sollte daher langfristig im Depot bleiben.

Lang- und Kurzfristiges

Wir hatten also Pech mit dem Timing bei Tatneft, jedoch viel Glück mit dem Timing bei Arques. An einem vereinzelten schwachen Tag, dem 27.10., brach der Kurs unvermittelt auf 16 Euro in Stuttgart ein, so daß nicht nur unser Limit griff und der Titel zum Schlußkurs von 16,00 Euro ins Depot wanderte. Der Arques-Kurs schwankt aufgrund des dünnen Handels sehr stark, weshalb interessierte Anleger unbedingt streng limitieren sollten (Börsenplatz Stuttgart). Des weiteren ergatterten wir mit unseren gesetzten Abstauberlimits BayWa, Highlight und Energiekontor. Während BayWa als unterbewerteter Titel genau wie Arques unter längerfristigen Gesichtspunkten ins Depot rückte, handelt es sich bei den beiden Ex-Neuer-Markt-Unternehmen um kurzfristige Spekulationen, mit denen wir den laufenden Pit Bull-Markt ausnutzen wollen.

Sinnvolle Ergänzungen – wenn der Preis stimmt

Das drückt sich mittlerweile auch in unserer Liquidität aus. Diese hat sich inzwischen auf nur noch etwas mehr als 20 % reduziert. Als Folge davon nehmen wir sowohl Value Holdings wie auch Fernheizwerke Neukölln von der Kaufliste, um Platz zu schaffen für unsere beiden neuen Empfehlungen. Bei Tri-Valley und Stada wurden unsere Limits bislang knapp verfehlt, wir lassen sie aber bestehen. Neu kommen der australische Zinkförderer Perilya (S. 33) und unsere Turnaround-Spekulation Schaltbau Holding (S. 38/39) hinzu. Perilya halten wir für deutlich unterbewertet, sofern der Zinkpreis dem erwarteten Verlauf weiter folgt – wonach es zumindest derzeit aussieht. Schaltbau stellt zwar eine riskante Spekulation dar, doch überwiegen auch hier unseres Erachtens die Chancen. Einem Totalverlust steht eine mögliche Kursvervielfachung gegenüber. Bitte beachten Sie unbedingt den Smart Investor Weekly, über den wir wie üblich kurzfristige Dispositionen vornehmen bzw. Limits konkretisieren werden.

Liste der Kauflimits

Titel	WKN	Stück	Kauflimit	Kurs akt.*	Kaufsumme
Stada Arzneimittel	725 180	100	44,00	44,50	4.400,00
Tri-Valley	911 919	750	3,80	4,40	2.850,00
Schaltbau Holding	717 030	600	5,20	5,40	3.120,00
Perilya Limited	876 505	5.000	0,61	0,67	3.050,00
					13.420,00

*) am 12.11.2003; in Euro

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 Euro)
Performance: +30,6 % seit Depotstart (Dax: +46,5 %); -0,9 % gg. Vormonat (Dax: +5,3 %)

Titel (Land)	WKN	Strategie**	Stück	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs akt*	Wert akt*	Performance Vormonat	Performance seit Kauf
Banpu (Thai)	882 131	A	5.000	02.06.03	0,82	1,90	9.500,00	+8,6 %	+131,7 %
Silver Standard (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.03	3,90	6,65	6.650,00	+15,3 %	+70,5 %
Croesus Mining (AUS)	871 679	R	15.000	02.06.03	0,30	0,42	6.300,00	+0,0 %	+40,0 %
Harmony Mining (SA)	864 439	R	800	15.07.03	10,00	12,61	10.088,00	+0,5 %	+26,1 %
Canon (J)	853 055	A	300	31.03.03	32,50	39,46	11.838,00	-7,6 %	+21,4 %
Energiekontor (D)	531 350	S	2.000	28.10.03	2,25	2,53	5.060,00	-	+12,4 %
Huaneng Power (CHI)	892 647	A	150	08.08.03	44,80	50,15	7.522,50	-2,6 %	+11,9 %
Highlight (D)	920 299	S	2.000	28.10.03	2,58	2,84	5.680,00	-	+10,1 %
Durban Deep (SA)	865 260	R	5.000	27.03.03	2,13	2,33	11.650,00	+3,6 %	+9,4 %
Tom.com (CHI)	935 147	A	20.000	29.07.03	0,23	0,25	5.000,00	-10,7 %	+8,7 %
Arques (D)	515 600	S	200	27.10.03	16,00	17,00	3.400,00	-	+6,3 %
CNR (CAN)	865 114	R	150	18.09.03	34,00	36,03	5.404,50	-2,8 %	+6,0 %
BayWa (D)	519 406	S	700	28.10.03	9,50	10,01	7.007,00	-	+5,4 %
Tatneft (RUS)	904 282	R	500	14.10.03	22,10	17,25	8.625,00	-26,6 %	-21,9 %
Liquidität und Liquiditätsquote							26.893,00	(20,6 %)	
Gesamtwert							130.618,00		

*) am 12.11.2003; in Euro; **) Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A= Asien; S= Spezialsituationen)

Interview mit einem Investor

„Weiter steigende Kurse in den nächsten Monaten“

Smart Investor im Gespräch mit Matthias Bussemer, Chartered Financial Analyst (CFA), Fondsmanager bei der Deka Investment und im dortigen zehnköpfigen Small/MidCap-Team für schweizerische und nordeuropäische Werte verantwortlich, über Analystenprognosen, die wesentlichen Erfolgsfaktoren an der Börse und die Kurschancen der Aktien in den nächsten Monaten.

Smart Investor: Herr Bussemer, wie würden Sie Ihren Investment-Ansatz charakterisieren und wie unterscheidet sich dieser von demjenigen Ihrer Wettbewerber?
Bussemer: Bei unserem Investment-Ansatz geht es darum, das fundamentale Momentum eines Unternehmens herauszuarbeiten. Darunter verstehen wir Faktoren, die der Cash Flow-Entwicklung vorauseilen und einen Trigger, also ein frühzeitiges Signal für die Kursentwicklung darstellen. Solche Trigger können z.B. zunehmende Ordereingänge, Kostensenkungsprogramme, Pipelinefortschritte bei Biotechunternehmen oder auch ein Managementwechsel sein. Eine zu starke Focussierung auf die Unternehmensbewertung, wie sie oft stattfindet, ist ein viel zu engefaßtes und statisches Konzept und bei dynamischen Unternehmen, wie sie Small- oder MidCaps darstellen, wenig hilfreich.

Smart Investor: Könnten Sie Ihre Vorgehensweise bitte an einem Beispiel verdeutlichen?
Bussemer: Nehmen Sie beispielsweise die ABB-Aktie. ABB diversifizierte sich weit außerhalb seiner Kernkompetenzen. Dies machte das Unternehmen anfällig. Der Konjunktureinbruch und die Asbestklagen in den USA führten dann beinahe zum Konkurs. Trigger für den Turnaround der Aktie war hier der Managementwechsel im September 2002, als der Sanierer Dormann das Steuer übernahm.

Smart Investor: Wie stellen Sie sicher, daß Sie die „richtigen“ Faktoren ermitteln, also diejenigen, die tatsächlich den Kursverlauf bestimmen?
Bussemer: Da sprechen Sie einen sehr wichtigen Punkt an. Da es uns darum geht, Geld für unsere Anleger zu verdienen, ist es von großer Bedeutung, den Erfolg unserer Investitionsentscheidung, die wir anhand des von uns ermittelten Triggers getroffen haben, laufend zu überprüfen. Dazu benötigen wir ein Feedback vom Markt. Dieses Feedback geben uns die beiden Indikatoren relative Stärke und Momentum der Kursentwicklung. Abnehmendes Kursmomentum oder abnehmende relative Stärke einer Aktie sind ernstzunehmende Warnzeichen, die uns die Validität unserer Trigger hinterfragen lassen. Durch unseren Investmentprozeß stellen wir sicher, daß wir die wesentlichen Investment-Chancen, die sich unter den etwa 7.000 börsennotierten europäischen Small- und MidCaps finden lassen, nicht verpassen.

Smart Investor: Wieso ist für Sie die relative Stärke und das Momentum so wichtig? Was steckt hinter diesem Konzept?
Bussemer: Mit der fundamentalen Unternehmensanalyse lassen sich Qualität des Unternehmens und Anhaltspunkte für dessen Wachstumspotential ermitteln. Außerdem liefert uns diese Analyse den Trigger und damit eine wichtige Timingkomponente für den Kauf bzw. Verkauf. Ungleich schwieriger ist der Vergleich verschiedener attraktiver Unternehmen gegeneinander. Hierzu bedarf es zum einen einiger Erfahrung, zum anderen helfen gerade hier relative Stärke-Betrachtungen. Relative Stärke-Trends halten oftmals über viele Monate oder gar Jahre. Meistens werden sie erst durch wirklich signifikante Ereignisse durchbrochen, die den Investment-Case nachhaltig ändern. Relative Stärke und Momentum stellen einen guten Navigator im komplexen System Börse dar, da diese Indikatoren Zugang zum Wissen anderer und informierter Kreise verschaffen.

Matthias Bussemer

Smart Investor: Was ist für Ihre Anlageentscheidung wichtiger – die technische oder die fundamentale Verfassung einer Aktie?
Bussemer: Es gibt markttechnische Konzepte, mit denen sich systematisch Outperformance erzielen läßt. Die Chancen, die sich uns im Small-/MidCap-Bereich bieten, lassen sich damit aber nicht ausschöpfen. Entscheidend für unseren Anlageerfolg ist der Analysevorsprung, den wir uns erarbeiten. Hinzu kommt, daß sich unternehmensspezifische Risiken nur durch sorgfältige Fundamentalanalyse ermitteln lassen.

Smart Investor: Derzeit besteht eine große Diskrepanz zwischen den fundamentalen Rahmenbedingungen und den teilweise wieder sehr hohen Bewertungen vieler Aktien. Wie gehen Sie mit dieser Situation um?

Bussemer: Wer sagt denn, daß Aktien jetzt teuer sind? Auf Basis von Ertragskennzahlen wie dem KGV sehen einige Aktien tatsächlich optisch teuer aus, aber da viele Unternehmen im Jahr 2003 nach mehreren Krisenjahren erstmals wieder die Gewinnschwelle überschreiten, kann das ja gar nicht anders sein. In der Regel folgt die Realwirtschaft der Börsenentwicklung und nicht umgekehrt. Zu viele Menschen sind damit beschäftigt, den „fairen" Wert eines Unternehmens zu ermitteln. Um diesen zu erhalten, sind Prognosen über viele Jahre hinweg notwendig. Die Komplexität unserer Umwelt läßt aber meistens solche Prognosen schon nach kurzer Zeit zur Makulatur werden. Selbst wenn es jedoch möglich wäre, den fairen Wert einer Aktie genau zu ermitteln, hieße dies nicht automatisch, daß es uns helfen würde, Kursgewinne zu erzielen. Dies läßt sich recht einfach belegen: Einige Analysten machten sich die Arbeit, mit Hilfe von tatsächlich erwirtschafteten Cash Flows die faire Bewertung von Unternehmen und Aktienmärkten in der Vergangenheit zu ermitteln. Das Ergebnis war, daß faire Werte und Kurse über viele Jahre bis zu Jahrzehnten erheblich voneinander abwichen. Für die Navigation durch unser komplexes Börsenumfeld ist die Bewertung daher von untergeordneter Bedeutung. Erfolgversprechender ist die Konzentration auf die Dynamik der Geschäftsentwicklung der Unternehmen. Was zählt, sind Wachstum und Veränderung der Wachstumsraten.

Smart Investor: Sie gehen also davon aus, daß die Börse auch dieses Mal Recht hat und die Konjunktur sowie die Ertragsentwicklung der Unternehmen bald positiv überraschen werden?
Bussemer: Ja. Die Börse hatte schon immer den besten Riecher. Gehen Sie zurück ins Jahr 2000, als die Realwirtschaft noch gesund schien – die Börse aber bereits frühzeitig eingebrochen ist. Im Nachhinein hat sie Recht bekommen!

Smart Investor: Gibt es Börsenphasen, in denen Ihr Ansatz besonders gut bzw. schlecht funktioniert?
Bussemer: Unser Ansatz basiert auf der Ermittlung der relativ attraktivsten Unternehmen. Im Bear Market führte dies zu einer sehr deutlichen Untergewichtung von Technologieaktien in unserem Small Cap-Produkt – aus dem simplen Grund, daß scheinbar „langweilige" Unternehmen wie Lebensmittelproduzenten etc. mit einstelligen Gewinnwachstumsraten plötzlich mit der relativ gesehen höchsten Dynamik glänzten. So konnten wir nicht nur im Aufschwung des Jahres 1999 die Benchmark schlagen, sondern auch in den darauffolgenden Krisenjahren. Schwierigkeiten bereitete uns der massive Umschwung im März dieses Jahres. Die Trendumkehr riß auch Unternehmen mit nach oben, die aus fundamentaler Sicht keinen Kauf rechtfertigten oder die aus Liquiditätsgründen nicht investierbar waren.

Smart Investor: Worin sehen Sie die Gründe, daß die meisten Börsenprognosen fehlschlagen? Sind die Analysten ihr Geld nicht wert?
Bussemer: Ich glaube, daß Analysten besser sind als ihr angeschlagener Ruf. Sie leisten gute Arbeit, wenn es darum geht, ein Unternehmen in der Tiefe zu analysieren. Problematisch sind jedoch eher die Rückschlüsse, die teilweise aus der Analyse gezogen werden. Nur weil ein Unternehmen rein optisch billig ist, heißt das noch lange nicht, daß die Aktie besser als der Markt performen wird. Oftmals gibt es Gründe für eine billige Bewertung, die jedoch von dem einzelnen Analysten – noch – nicht erkannt werden. Darüber hinaus gibt es auch systematische Fehler, die soziale Ursachen haben, wie das sogenannte Herding. Analysten positionieren sich oft mit ihren Gewinnschätzungen regelmäßig in der Nähe derer ihrer Kollegen, um nicht das Risiko einzugehen, alleine falsch zu liegen. Ein schlechte Schätzung in der Nähe der Konsensus-Schätzung wird der Arbeitgeber bzw. Kunde eher verzeihen. Ein weiterer kritischer Punkt ist die Vergabe von sogenannten Kurszielen. Diese Punktprognosen von Aktienkursen müssen an der Komplexität der Umwelt scheitern! Wir nutzen das Know-how lokaler Analysten nur zur Informationsbeschaffung und -aufbereitung für unsere eigenen fundamentalen Momentumanalysen.

Smart Investor: Halten Sie die Kurssteigerungen der letzten Monate für gerechtfertigt? Wie schätzen Sie die aktuelle Situation an den Aktienmärkten ein?
Bussemer: Schauen Sie sich die jüngsten Zahlen zur Konjunkturentwicklung aus den USA an. Ein weiteres Indiz dafür, daß die Aktienmärkte den Fundamentaldaten vorauslaufen. Aus unserer Bottom-up-Sicht können wir das nur bestätigen. Wir erleben eine Wachstumsdynamik, wie wir sie seit Jahren nicht gesehen haben. Über die Nachhaltigkeit dieser Entwicklung läßt sich nur spekulieren. Die Fundamentaldaten und auch die Saisonalität, die immer wieder an den Börsen beobachtet werden kann, sprechen aber für eine positive Entwicklung in den nächsten Monaten. Wie es dann weitergehen wird, werden uns unsere Trigger-Signale rechtzeitig verraten. Ich kann mir jedoch nur schwerlich vorstellen, daß uns eine vergleichbare Hausse wie in den 80er und 90er Jahren bevorsteht.

Smart Investor: Rohstoffe und Edelmetalle stehen seit längerer Zeit in der Gunst der Anleger. Haben Sie diesen Trend rechtzeitig erkannt und wie sehen Sie die Zukunft in diesen Märkten?
Bussemer: Leider gibt es kaum interessante Rohstoffwerte in unserem europäischen Investmentuniversum. Während Rohstoffe stets Grundlage unserer Wirtschaft sein werden, wird es aber auch immer schneller wachsende Wirtschaftszweige geben, in denen sich sehr attraktive Aktieninvestments finden lassen.

Smart Investor: In welchen Sektoren sehen Sie momentan das größte Potential?
Bussemer: Aus unserer „Bottom-up-Sicht" erscheinen besonders frühzyklische und Technologieunternehmen interessant. Schon vor einiger Zeit haben wir uns beispielsweise bei Zulieferern für die Halbleiterindustrie engagiert. Außerdem kaufen wir verstärkt zyklische Konsumunternehmen wie beispielsweise die schweizerische Logitech. Grundsätzlich finden sich aber zur Zeit in fast allen Sektoren aussichtsreiche Kaufideen. Selbst im eher defensiven Medizintechnikbereich halten wir größere Positionen, wie beispielsweise Nobel Biocare, einen Hersteller von Zahnimplantaten.

Smart Investor: Herzlichen Dank für das aufschlußreiche Gespräch, Herr Bussemer.

Interview: Peter Kraus

Kolumne

Es lohnt sich, antizyklisch zu handeln...

*Von Dr. Dirk Schellenberger**

Dr. Dirk Schellenberger

Stellen Sie sich vor, Sie pendeln morgens zum Stadtrand und abends in die City, und mittags kaufen Sie Papiere, die keiner haben will, zu Tiefstkursen und verkaufen die Papiere, die jeder haben will, zu Höchstständen. Denken Sie einmal nach: Haben Sie Ihre Gartenmöbel im Herbst billig gekauft oder bekommen Sie beim Shoppen Samstag früh keinen freien Parkplatz? Antizyklisch handeln erfordert Mut, Überlegung und Differenzierung. Nur wer den Mut aufbringt, überlegt anders als seine Umwelt zu handeln, kann erfolgreich sein.

Der US-Investor Ralph Wagner beschreibt die Tendenz zum Herdentrieb an der Börse anschaulich. Portfolio-Manager vergleicht er mit einer Herde Zebras. Beide Gruppen wollen Belohnungen in Form von Performance bzw. frischem Gras. Sie scheuen das Risiko: Portfolio-Manager können gefeuert und Zebras von Löwen gefressen werden. Beide bewegen sich in Rudeln. Sie schauen gleich aus und bleiben dicht beieinander.

Wenn Sie ein Zebra sind und in einem Rudel leben, dann ist es zentral zu entscheiden, wo Sie sich im Verhältnis zu anderen Tieren bewegen. Wenn Sie davon ausgehen, daß die Bedingungen sicher sind, dann müssen Sie außerhalb der Herde grasen, wo das Gras am saftigsten ist, während das Gras in der Mitte halb aufgegessen oder niedergetrampelt ist. Das aggressive Zebra frißt außerhalb der Herde am besten. Doch andererseits gibt es auch Zeiten, in denen die Lage gefährlicher ist und die Zebras, die außerhalb grasen, von Löwen gefressen werden. Dann essen die mageren Zebras in der Mitte des Rudels zwar weniger, aber bleiben immerhin am Leben.

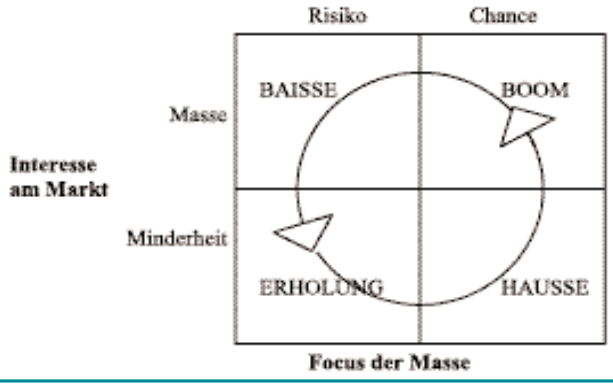
Somit können Portfolio-Manager es sich häufig nicht leisten, außerhalb der Herde zu grasen. Sie bleiben vielmehr immer in der Mitte der Herde. Denn nur wenn sie bekannte Werte kaufen, können sie selbst nicht Schuld sein, wenn gerade diese Werte fallen. Je stärker dieses Denken vorherrscht, desto größer sind die Investmentchancen.

Die entscheidenden Fragen, die der antizyklische Investor zuverlässig beantworten muß, lauten:

- Wo ist die Masse?
- Herrscht bei der Masse Angst oder Hoffnung vor?
- Wie ist der jeweilige Markt bzw. die Aktie bewertet?
- Vollzieht sich eine Trendwende zum Besseren/Schlechteren?

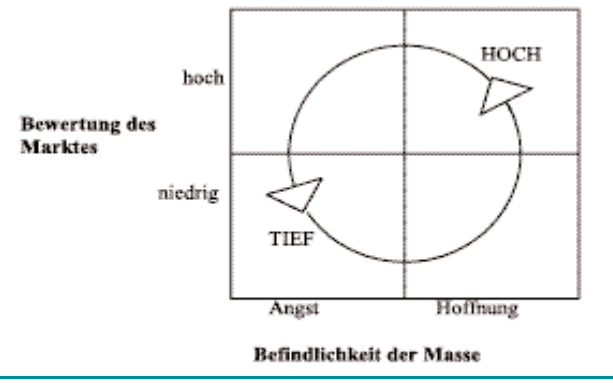
Diese Fragen richtig zu beantworten erfordert einiges an Erfahrung. Grundlage hierfür ist ein Verständnis der Psychologie der Märkte und der Fundamentalanalyse. Dabei unterstützen sich die Signale wechselseitig. Märkte sind meist dann ängstlich, wenn sie unterbewertet sind, und hoffnungsvoll, wenn sie überbewertet sind.

Abb. 1: Zusammenhang zwischen Focus der Masse und Interesse am Markt



Zugleich wechselt mit dem Interesse der Masse an den Märkten auch deren Risikobereitschaft. Im Tief besteht geringes Interesse der Masse an den Märkten bei besonderer Risikoaversion, während im Hoch großes Interesse der Masse und Chancenorientierung sich paaren.

Abb. 2: Zusammenhang zwischen Befindlichkeit der Masse und Bewertung des Marktes



Der Neue Markt begann 1997 als Minderheitenveranstaltung mit interessanten Bewertungen, die aber drei Jahre später als Massenveranstaltung aberwitzige Bewertungen aufwies. Das Emissions-KGV stieg von 1997/98 von rund 18 auf 30 im Jahr 2000. In der Spitze lagen die KGVs der Neuer Markt-Werte bei über 100. Heute hingegen ist die Partizipation bei Technologiewerten eher gering bei gemäßigten Bewertungen. In Japan verhält es sich nach jahrelanger Baisse ähnlich. Die Grundlage für eine Hausse scheint gelegt. Bedenkt man, daß US-Aktien sich während der Weltwirtschaftskrise (1932-1937) rund verfünffachten, erscheint in ausgebombten Märkten mit günstigen Bewertungen einiges möglich zu sein. Interessant sind dabei japanische Bankaktien.

Im Wahrnehmungszyklus entwickeln sich die Massen nach dem Platzen der Blase von Verdrängung („das ist nur eine Korrektur“) über Ärger („die haben mich betrogen“), Feilschen („schlimmer kann es nicht mehr werden“), Depression („es hat alles keinen Sinn mehr“) bis zur Akzeptanz („wir haben eine schwere Krise“), was letztendlich im Verkaufen zu Tiefeständen mündet und damit den Beginn eines neuen Aufwärtszyklus markiert. Dabei wird der Aufschwung der Märkte von den Massen erneut zunächst verdrängt („das ist nur eine Rally“), sich geärgert („keiner hat mir zum Kauf geraten“), gefeilscht („viel weiter kann es nicht mehr steigen“).

Solange die Bullen gegenwärtig mehr Angst als die Bären haben, werden sich die Märkte nach oben schieben. Die Chancen sind gut, daß eine Markträumung bei höheren Kursen erfolgt. Noch hat die Masse die Hausse nicht akzeptiert. Warum nicht über 4.000 Punkte im Dax? Die Märkte sind fundamental zwar nicht mehr günstig, bieten aber weiterhin – nicht zuletzt aufgrund ihrer hohen Liquidität – ausreichend Kaufpotential. Es gilt: „Angst kaufen, Hoffnung verkaufen.“

*) Dr. Dirk Schellenberger ist Vorstand der Birkert Wertpapierhandelshaus AG, Frankfurt, und der Deutsche Balaton AG, Heidelberg. Kontakt: d.schellenberger@birkert-ag.de.

Buchbesprechung

Zukunftsmarkt Asien – Die Wiederentdeckung der asiatischen Märkte

Auf der Suche nach dem „Gold von Morgen“ (so der Originaltitel „Tomorrow's Gold“) wird Investmentspezialist Marc Faber – man hätte es sich von ihm denken können – in Asien fündig. Sein anschauliches Bildnis von der Liquidität wie in einer Wasserschüssel zieht sich durch das gesamte Buch: Es gilt vorherzusagen, in welche Richtung das Wasser als nächstes schwappen wird. Das heißt aber auch, daß kein Investmentthema für alle Zeiten Gültigkeit besitzt, wie er an langfristigen Untersuchungen und historischen Beispielen eindrucksvoll untermauert. Dabei ist die Darstellung so detailliert, daß man sich teilweise des Eindrucks nicht erwehren kann, Faber wäre schon vor Jahrhunderten selbst mit dabei gewesen. Dem Leser das Verständnis für Lebens- und Konjunkturzyklen von Märkten und Ländern verständlich zu machen und auf die Vergänglichkeit eines jeden Börsenbooms hinzuweisen, ist das Hauptanliegen des Werkes. Doch wo schwappt die für einen Börsenaufschwung notwendige Liquidität nun als nächstes hin? Hier hat Faber – wohlbemerkt mittel- und langfristig – diverse asiatische Länder, die sich gerade am Beginn eines zyklischen Aufschwungs befinden, und das Thema Rohstoffe herauskristallisiert. Kurzfristig bereitet vor allem die (noch vorherrschende) Scheinblüte der US-Wirtschaft und die an zweifelhaften Zielen ausgerichtete Geldpolitik der Federal Reserve massive Sorgen, so daß der Autor nicht müßig wird, auf kurzfristig bestehende, große Unwägbarkeiten bei seiner Einschätzung aufmerksam zu machen. Doch Faber wäre nicht Faber, wenn er nicht doch eine konkrete Vorstellung von den Profiteuren des kommenden Booms hätte: Industrierohstoffproduzenten sowie Minenwerte, passenderweise in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Im Prinzip handelt es sich bei „Zukunftsmarkt Asien“ um ein detailliertes und spannendes Geschichtsbuch mit abgeleiteten Handlungsvorschlägen: In der Summe ein echter Faber eben, verständlich und fesselnd.

Zukunftsmarkt Asien“, von Marc Faber; 2003 FinanzBuch Verlag, 400 Seiten, 34,90 Euro

Unternehmen von A–Z

Aixtron	506 620	37
ABB	919 730	41
Arques	515 600	39, 40
Banpu	882 131	40
BayWa	519 406	40
BHP	873 981	11
Canon	853 055	40
Citigroup	871 904	40
Croesus Mining	871 679	40
Deutsche Börse	581 005	34, 27, 20
Durban Roodepoort	865 260	40
Energiekontor	531 350	40
Euwax	566 010	26, 27
Fernheizwerke Neukölln	576 790	40
Harmony	864 439	40
Highlight	920 299	40
Huaneng Power	892 647	40
Inco	851 411	11
Nobel Biocare	662 731	42
Perilya Limited	876 505	33
Sartorius Vz.	716 563	37
Schaltbau Holding	717 030	38
Silver Standard Res.	858 840	40
Stada	725 180	40
Tatneft	904 282	40
Tom.com	935 147	40
Tri-Valley	911 919	40
Value-Holdings	760 040	40
Wal-Mart	860 853	8
Yukos	632 319	31

Vorschau

auf Smart Investor 1/2004

Kapitalmarktausblick:
Wohin gehen die Märkte in 2004?

2. Goldbrief-Seminar:
Bericht und Interviews

Hedgefonds:
Neue Freiheiten in Deutschland

Prinzipien des Marktes:
Volatilität

Aktie im Blickpunkt:
Silver Standard Resources

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

1. Jahrgang 2003, Nr. 12 (Dezember)

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

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

Freie Mitarbeiter:
Magdalena Brud, Adam Jakubowski, Holger Steffen, Kevin Sternkopf

Externe Autoren:
Peter Barkow, Christoph Eibl, Markus Mezger, Dr. Dirk Schellenberger, Jack D. Schwager

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

Bildredaktion:
Andreas Potthoff

Titel:
Illustration Schuppler

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

Erscheinungstermine 2003:
21.11. (12/03), 20.12. (1/04)

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

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

Druck:
Offsetdruckerei Wende, Berlin

Haftung und Hinweise:
Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verläßlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

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 Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

VKZ B 61978
ISSN 1612-5479

Zitate

Über Versicherungen und die Milliarden-Dollar-Frage: Was ist prognostizierbar ist und was nicht?

„Man muß etwas unternehmen, wenn es einem gut geht."
Hilmar Kopper, Vorstandssprecher der Deutschen Bank

„Die Allianz hat einen Schuß frei gehabt, den hat sie jetzt gesetzt."
Brancheninsider anläßlich der umfangreichen Kapitalerhöhung der Allianz im Frühsommer

„Die Einführung einer Versicherungspflicht ist mit verfassungsrechtlichen Problemen verbunden. Dabei ist allerdings Grundvoraussetzung, daß der Staat als Rückversicherer beteiligt ist."
Ein Sprecher des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) zu Plänen einer Versicherungspflicht gegen Schäden aus Naturkatastrophen

„Die Versicherung von Windkraftanlagen ist mit den bisherigen Modellen nicht profitabel."
Stephan Zilkens, Leiter Firmenkunden Sachversicherungen bei der Gothaer Versicherung, bei der rund 25 % aller Hersteller und Betreiber von Windkraftanlagen versichert sind

Die Vehemenz, mit der Versicherungen in den letzten paar Jahren aus ihren Profitabilitätsträumen gerissen wurden, sucht ihresgleichen. Gleichgültig ob nun an erster Stelle die spätestens alle paar Jahre auftretenden „Jahrhundert"-Ereignisse zu nennen sind oder der einmal in Gang gesetzte „War on Terror". Vor drei Jahren verfügten die Versicherer weltweit über 700 Mrd. US-$ Risikokapital, davon wurden 30 % allein in den letzten beiden Jahren vernichtet – eben durch die bekannten Events, zu denen auch der Börsencrash zählt, auf dessen Konto allein 150 Mrd. US-$ gehen. Als Folge ist die Kapitalbasis heute drastisch reduziert, und die Beteuerungen der Versicherungsbranche, daß alles bestens sei und sich niemand Sorgen machen müsse, wirken angesichts der hochfrequenziösen und massiven Kapitalerhöhungen (erst Allianz, dann auch Münchener Rück) doch etwas verkrampft.

Der Staat solle sich möglichst aus allem raushalten, vieles könne privatwirtschaftlich besser und effizienter geregelt werden. Vergessen scheint bereits der September 2001: Plötzlich wurde deutlich, daß die Assekuranzen (zeitweise) nicht einmal die Fluggesellschaften versichern konnten und der Staat als „Lender of last resort" einspringen muß, wenn es hart auf hart kommt. Selbst die als Reaktion im Oktober 2002 eigens für Schwerstfälle gegründete „Extremus" bekommt schon nach der dritten Milliarde Schadenssumme Beistand von Seiten des Staats. Den Unternehmen wiederum sind die Prämien zu hoch, die sie berappen sollen – kein Wunder, wissen sie doch, auf wen sie sich im Zweifel verlassen können...

Verlassen von allen guten Geistern schienen in den Boomjahren die hauseigenen Prognostiker der Windenergiebranche: Die technischen Herausforderungen auch bei den hochkomplexen Offshore-Anlagen seien gelöst. Heute wissen wir: Nichts ist gelöst. Die Versicherungen reagieren prompt mit Änderungskündigungen auf die Störanfälligkeiten der Komponenten. Die Allianz beispielsweise hat ihre Prämien verdoppelt, die Selbstbeteiligung erhöht und neue Revisionsklauseln verabschiedet. Auch Anleger der in Mode gekommenen Windkraftfonds sind gegen derartige „Strömungsabrisse" der Windparkbetreiber nicht gefeit.