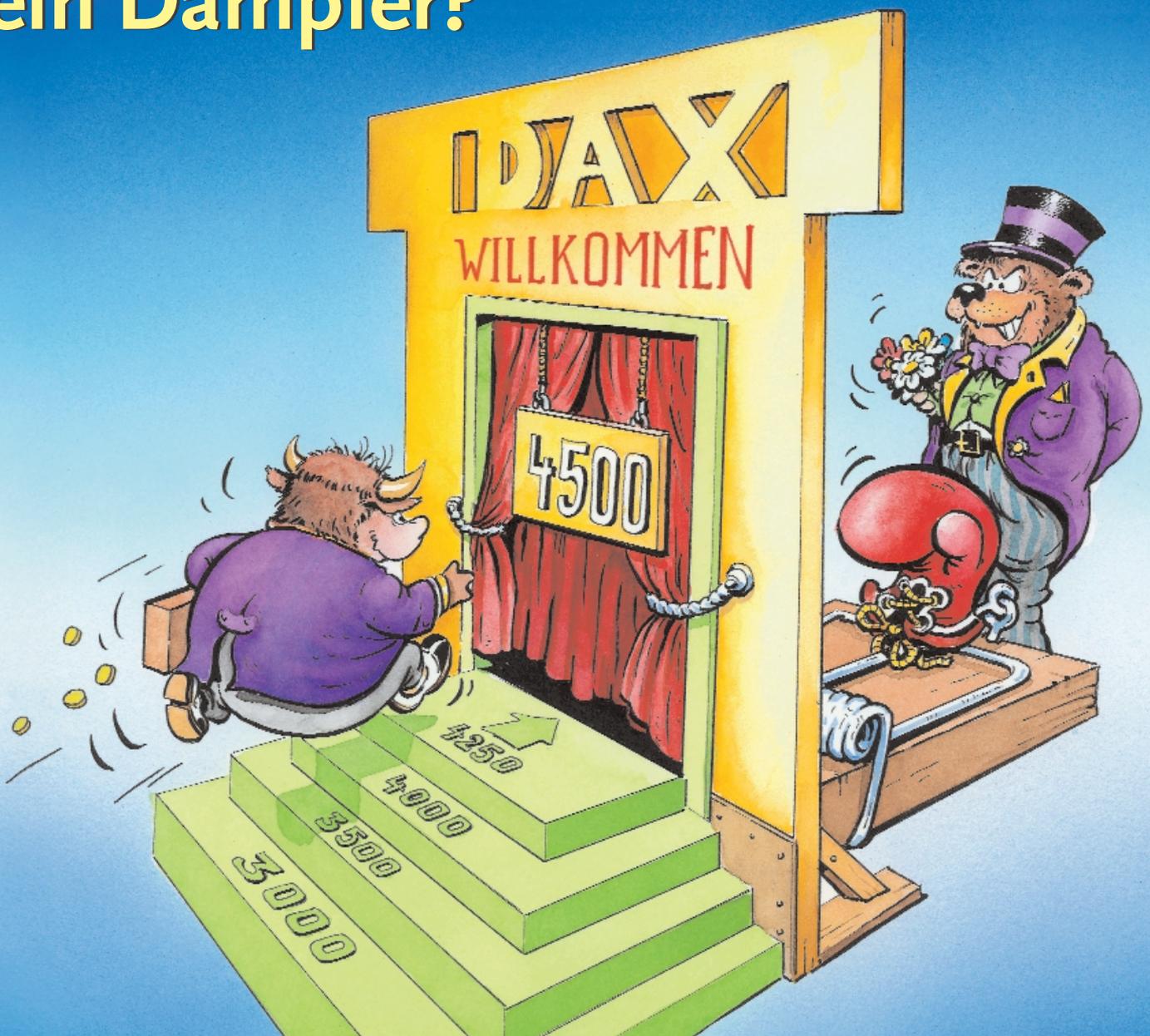


# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

## Droht dem Dax demnächst ein Dämpfer?



**PALLADIUM:**  
Die Zukunft des  
weißen Metalls

**NACHHALTIGKEIT:**  
Guter Zweck –  
saubere Rendite

**US-IMPERIALISMUS:**  
Wohin steuert  
Amerika?

## Editorial

# Differenziert, schonungslos, konträr – eben anders



Ralf Flierl,  
Chefredakteur

Viele Investoren interessieren sich nicht wirklich für die Märkte und schon gar nicht für die Wirtschaft. Oftmals reizt sie nur das Geld, welches man bei Börsengeschäften verdienen kann. Konsequenterweise ist diese Kategorie von Anlegern nur an einfachen Handlungsanweisungen interessiert und nicht an differenzierten Darstellungen von Unternehmen oder gar ökonomischen Sachverhalten. Das Ganze gipfelt dann in solch unsäglichen Mitteilungen wie z.B. „Diese Rakete zündet bald! 0190/1234567“, welche es zuhauf im Teletext von TV-Sendern zu lesen gibt. Scheinbar besteht also ein Markt für diese plumpen Botschaften. Ohne nun überheblich sein zu wollen, sieht sich Smart Investor doch genau am anderen Ende des Börsenmedien-Spektrums.

Es ist zwar nicht unser Bestreben, Ihnen möglichst viele Themen pro Ausgabe näher zu bringen. Bei den Themen aber, die wir für wert erachten, daß im Smart Investor darüber berichtet wird, versuchen wir sehr gründlich und differenziert vorzugehen. Allerdings kann es dann schon einmal vorkommen, daß wir uns vor lauter vielschichtiger Betrachtung nicht auf ein eindeutiges Fazit festlegen können. Ein Bei-

spiel dafür ist die diesmalige Abhandlung zum Edelmetall Palladium (S. 6 bis 9). Weiterhin ist es möglich, daß wir aufgrund unserer Analyse einem Großteil der Finanzpresse widersprechen müssen wie beispielsweise bei der statistischen Interpretation des Januar-Effektes (S. 20/21), oder aber daß wir Wahrheiten aussprechen, die man in dieser schonungslosen Offenheit in Börsenblättern so nicht zu lesen bekommt wie im Falle unseres Artikels über den US-Imperialismus (S. 18/19). Und weil eben Geld nicht alles ist, versuchen wir auch die Mehrdimensionalität der Kapitalanlage herauszuarbeiten, wie die vier Beiträge zum Thema Nachhaltigkeit (S. 10 bis 15 und S. 42/43) zeigen. Schließlich kann es sein, daß Sie bei uns genau das Gegenteil dessen erfahren, was in vielen anderen Börsenpublikationen steht. Beispiel Cover: Während die Titelblätter von immer mehr Zeitschriften derzeit bullische Botschaften enthalten, bekommt bei uns der Bulle vom Bären dieses Mal eins übergeben.

Liebe Leser, besuchen Sie unseren Stand auf der Invest 2004, Deutschlands größter Finanzmesse vom 5. bis 7. März (Stand-Nr.: 5.0.103). Verpassen Sie dabei nicht das von uns veranstaltete Medtech-Symposium am Samstag, den 6. März, um 12.00 Uhr. Ich freue mich auf Ihren Besuch sowie einen interessanten Gedankenaustausch und wünsche Ihnen noch

viel Lesespaß und Erfolg an der Börse

Herzlichst

### HINWEIS:

Die Redaktion des Smart Investor beurteilt einmal wöchentlich die Geschehnisse an den Märkten. Diese können im Online-Newsletter Smart Investor Weekly unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) abgefragt werden, welcher jeden Dienstag ab ca. 17.00 Uhr erscheint.

**GodmodeTrader**

**ERFOLGREICHE TRADING SERVICES FÜR**

- OS/Knock Outs: + 57% Performance
- Small, Midcaps, Dax: dreistellige Jahresperformance
- Futures Trading: + 97% in wenigen Monaten
- Trading US – Aktien u.v.m.
- Umfassender Trading Service zu Top Preisen für Jedermann !

Die **PROFESSIONELLEN** Trading Services von [www.Godmode-Trader.de](http://www.Godmode-Trader.de) – der größten Trading Info Plattform im deutschsprachigen Raum.

Ein Service der BörseGo GmbH

[www.godmode-trader.de](http://www.godmode-trader.de)



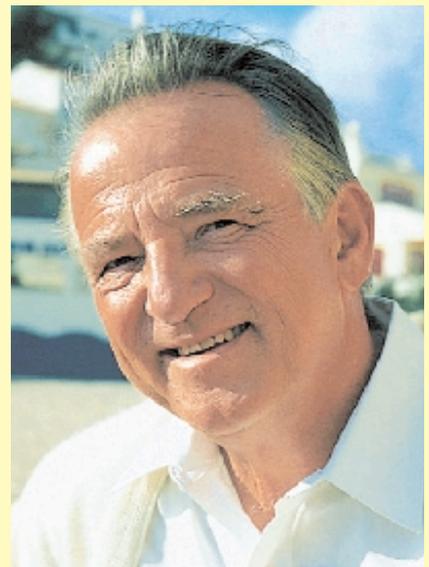
Titelstory/Das große Bild: Droht dem Dax demnächst ein Dämpfer?

Dem Dax droht zusammen mit den anderen Aktienmärkten in Kürze ein „Schlag ins Gesicht“. Davon sollten sich die Börsen jedoch bis zum Sommer allerdings wieder erholen, um ihre Rally fortzusetzen. Lesen Sie ab S. 26 die Einschätzung des Smart Investor zur nahen und entfernteren Zukunft an den Märkten.



Nachhaltige Investments – ein guter Zweck und eine saubere Rendite

Mit den eigenen Geldanlagen etwas bewirken, wurde in den letzten Jahren mehr und mehr zu einem Motiv bei Investmententscheidungen. Daß die Rendite darunter leiden, ist nur eine Vermutung, die sich aber nicht halten läßt. Lesen Sie hierzu die Beiträge auf den Seiten 12 bis 16 sowie ein Interview mit Andreas Knörzer auf S. 42/43.



Interview mit Roland Leuschel (Bild) und Claus Vogt

Roland Leuschel, Kolumnist und Ehren-Direktor der Banque Bruxelles Lambert, und Claus Vogt, Leiter des Researchs bei der Berliner Effektenbank, erläutern im Interview auf S. 22 die wichtigsten Punkte ihres gemeinsam verfaßten neuen Buches „Das Greenspan Dossier“.

#### Märkte

- 6** Pt-Metalle nicht nur für „Uncle Sam“
- 8** Weißmetalle im Focus – Intransparenz, Mystik und oligopolartige Marktconstellation; von Christoph Eibl, Händler bei der BW-Bank
- 10** Nachhaltigkeits-Aktien – Am Anfang steht die Idee

#### Hintergrund

- 12** Nachhaltige Investments erweitern das magische Rendite-Dreieck
- 14** Ethisches Investment – Vorteile sowohl für Unternehmen wie auch für Anleger; von Max Deml, Chefredakteur von ÖKO-INVEST
- 16** **Derivate:** Nicht jede Idee ergibt auch Sinn
- 18** US-Imperialismus: Wohin steuert Amerika?
- 20** Von Sportereignissen und anderen Aktienmarktindikatoren

- 22** „Nur kurzfristiges Krisenmanagement“, Interview mit Roland Leuschel und Claus Vogt
- 24** **Prinzipien des Marktes:** Die Philosophie des Verlustes

#### Research

- 26** **Titelstory/Das große Bild:** Droht dem Dax demnächst ein Dämpfer?
- 30** **Relative Stärke:** Zuwachs aus China
- 31** **Sentimenttechnik:** Ich bin (vielleicht?) ein Bulle – Laßt mich hier raus!
- 32** **Aktie im Blickpunkt:** BayWa AG – Der stille Riese
- 34** **Externe Analyse:** Centrotec – Erfolgreiche Akquisitionspolitik
- 36** **MoneyTalk:** Jürgen Baltes, Alleinvorstand der ABIT AG
- 37** **Buy & Good Bye:** SAP und Ericsson

- 38** **Musterdepot:** In Hab-Acht-Stellung
- 40** **Turnaround:** Elephant Seven AG – Eine typische Geschichte des Neuen Marktes

#### Potpourri

- 41** **Kolumne:** „Es geht noch lange Zeit seitwärts“ von Jochen Steffens
  - 42** **Interview mit einem Investor:** „Nachhaltigkeit kostet nichts“; Andreas Knörzer, Leiter des Bereichs nachhaltige Geldanlagen bei der Schweizer Bank Sarasin
  - 44** **Buchbesprechung:** „Das Greenspan Dossier“ von Roland Leuschel und Claus Vogt
  - 46** **Zitate:** Verlust und Niederlage
- 
- 45** **Unternehmensindex**  
Vorschau *Smart Investor* 4/2004  
Impressum

# Pt-Metalle nicht nur für „Uncle Sam“

*Platin und Palladium genießen bei Schmuckliebhabern den Nimbus der Exklusivität, stehen aber bei den meisten Anlegern kaum im Focus des Interesses. Platinmetalle (Pt-Metalle) besitzen in ihrer Eigenschaft als unverzichtbare Industrierohstoffe eine sprichwörtlich glänzende Zukunft.*

## Platin – vom Kultgegenstand zum Rüstungsgut

Unerkannt wurde um das Jahr 700 v. Chr. im alten Ägypten Platin verarbeitet. Davon zeugen die Platin-Hieroglyphen in der Urkundenschatulle der Priesterfürstin Schepenupet. In der Neuzeit schöpften spanische Konquistadoren erstmals 1590 „silberne“ Nuggets aus den Flüssen Ecuadors. Sie nannten diese Findlinge „Platina“ (Silberchen), so die abgeleitete und auch heute noch gültige Bezeichnung für das grauweiße Edelmetall Platin. Dieses „weiße Gold“ wurde erst 1750 durch W. Watson als selbständiges Element Platin erkannt. Bis ins 18. Jahrhundert kannte die Alte Welt jedoch nur den Schmuckwert des Platins. Das änderte sich durch die erste technische Nutzung: 1795 wurden Maße und Gewichte international genormt, man suchte nach einem unveränderlichen Material für die metrischen Standards Urkilogramm und Urmeter und erfand deshalb die Platin-Iridium-Legierung. Mit zunehmender Industrialisierung wuchsen die technischen Anwendungsbereiche, etwa als Thermolement zum Messen hoher Temperaturen, als hochfeste Spindüse für Glasfasern, als Schmelztiegel oder als elektrischer Kontakt. Der Platinbedarf stieg bis zum Ersten Weltkrieg auf insgesamt etwa 200 Tonnen an. Im Zweiten Weltkrieg war es gar verboten, Platin zu Schmuck zu verarbeiten; es wurde ausschließlich zu Rüstungszwecken verwendet.

## Steckbrief der Pt-Familie

Mit etwa 3 Milligramm/Tonne in der Erdkruste ist Platin seltener als Gold. Erst im 19. Jahrhundert wurde Rohplatin chemisch genauer erschlossen. Das führte zu einer kuriosen Entdeckung: Im Platinerz verbirgt sich eine sechsköpfige Platinfamilie: die drei Leichtgewichte Ruthenium, Rhodium und Palladium sowie die Schwergewichte Iridium, Platin und Osmium. Zur Trennung dieser Pt-Metalle sind mehr als 14 komplizierte Arbeitsgänge erforderlich.



Schmuckdesign: Bunz Collection, Dobel, Platinringe mit Farbsteinen  
Quelle: Platin Gilde International

derlich. Das stark vereinfachte Grundprinzip der Raffination reicht vom Abtrennen der begleitenden Nickel- oder Kupfermetalle über das Anreichern in einer Legierung mit Blei, das später durch oxydative Verfahren entfernt wird. Schließlich wird das gewonnene rohe Platinmetallgemisch chemisch in die einzelnen Pt-Bestandteile zerlegt. Fünf Monate dauert es vom Erz bis zur fertigen Platin-Unze, für die jeweils zehn Tonnen Platinerz aufbereitet

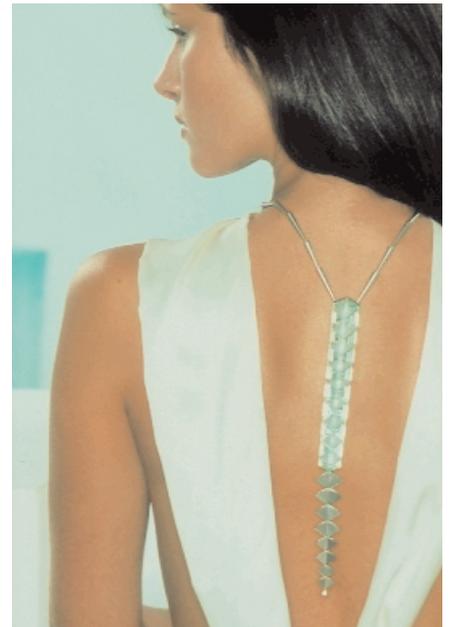
werden müssen. Die jährliche Platinproduktion (etwa 4 % derjenigen von Gold) liegt bei 180 Tonnen – ein gedanklicher Würfel von nur etwa 2 Metern Kantenlänge.

## Eigenschaften und Anwendungen der Pt-Metalle

Allen Platin-Metallen gemeinsam ist die enorme Unempfindlichkeit gegenüber Säuren, ihre extreme Hitzebeständigkeit, vor allem ihre katalytische Wirksamkeit in der Petrochemie, Automobilindustrie und bei der Düngemittelproduktion. Spuren von Platin (Cis-Platin) dienen in der Chemotherapie der Krebsbekämpfung. Dank der guten Organverträglichkeit wird Platin bei Herzschrittmachern, Gehirnsonden und in der Zahnmedizin eingesetzt. Goldzähne erhalten ihre Reißfestigkeit erst durch den Legierungsbestandteil Platin. Außer mit sich selbst (Platin, Palladium) sind die Pt-Metalle durch kein anderes Element zu substituieren. Selen ist das einzige Element, das Platin angreifen kann.

**Palladium** vermag das 2.800fache seines Volumens an gasförmigem Wasserstoff in seinem Metallgitter aufzunehmen. Das ist der Grund, warum es – wie auch Platin – als Katalysator in chemischen Prozessen eingesetzt wird.

**Iridium** ist chemisch noch widerstandsfähiger als Platin; es dient als Legierungszusatz (Injektionsnadeln, elektrische Kontakte, Füllfedern).



Schmuckdesign: Tom Munsteiner  
Quelle: Platin Gilde International

**Osmium** schmilzt erst bei 2.700°C. Legierungen mit dem spröden Superschwergewicht Osmium (22,7mal so schwer wie Wasser) sind besonders hart (Kugellager, z.B. in Panzern).

**Rhodium**, das seltenste Pt-Metall, dient in der Schmuckindustrie als korrosionsfester Galvanoüberzug; diese Überzüge rufen keine Allergien hervor. In speziellen Industriezweigen bietet Rhodium und seine Legierung mit Platin und Iridium extreme Resistenz gegen Umwelteinflüsse, vor allem bei strapazierten „Gütern“ der modernen Waffentechnik.

**Platin**, das grauweiße Oberhaupt der Pt-Familie, wandert zu etwa 40 % in die Schmuckindustrie, in erster Linie nach Japan. Zu Schmuckstücken wird es in der Regel mit nur 5 % anderen Metallen legiert; es heißt Pt 950. Als strategisches Metall hat Platin im wahrsten Sinne des Wortes explosive Bedeutung: Es ist zur Oxidation von Ammoniak zu Stickoxiden unentbehrlich, die zur Synthese von Salpetersäure benötigt werden. Eben diese bildet das Ausgangsprodukt aller chemischen Sprengstoffe. Die technische Nutzung des Platins als Katalysator ist mannigfaltig. Ohne sein Mitwirken könnten viele „friedliche“ chemische Verbindungen erst gar nicht in Gang gesetzt werden. Ohne Platin wären heute 18 % unserer Konsumgüter nicht denkbar.



Schmuckdesign: Tom Munsteiner  
Quelle: Platin Gilde International

**Nachfrage nach Pt-Metallen könnte explodieren**

Da die globalen kriegerischen Konflikte in letzter Zeit wieder zunehmen, scheint auch von dieser Seite die (steigende) Nachfra-

ge nach Pt-Metallen gesichert. Fakt ist, daß die Bush-Administration bereits von der Friedens- in eine Art Kriegswirtschaft umgesteuert hat. Mit Abstand den größten Posten im US-Haushalt 2004 bilden mit knapp über 400 Mrd. US-\$ die Rüstungsausgaben. Mit steigenden Rüstungsausgaben legen zwangsläufig auch der Platin- und Palladium-Verbrauch zu. Künftig erfahren die Pt-Metalle neue Applikationen, deren Tragweite sich heute nur erahnen läßt. Aus heutiger Sicht wären Brennstoffzellen (Fuel Cells) ohne die Katalysatormetalle Platin/Palladium nicht denkbar. Der Markt dafür ist erst im Entstehen, da die Entwicklung von Autos mit wasserstoffbetriebenen Aggregaten nach wie vor schleppend verläuft. Die Entwicklung könnte sich deutlich beschleunigen, wenn der Ölpreis weiter zulegt (siehe hierzu auch „Öl – die Zukunft des Schwarzen Goldes“ im Smart Investor Magazin 11/2003). Sollte durch etwaige externe Schocks oder die Eigenwilligkeit des OPEC-Kartells der Ölpreis über längere Zeit ein aus heutiger Sicht für die Weltwirtschaft schädliches Niveau erreichen, „könnte alles sehr schnell gehen“, so Prof. Zittel von der L-B-Systemtechnik GmbH im Interview mit Smart Investor (ebenfalls in 11/2003).

**Weitsichtige Investoren denken voraus**

Der weltweite Markt für Platin und Palladium ist winzig gegenüber dem Goldmarkt. Etwa 25 % der Platinproduktion pro Jahr steuern russische Minen bei. Häufig kam es zu Lieferengpässen, die die Preise kurzfristig ansteigen lassen. Man kolportiert zudem, daß der russische Minenkonzern Norilsk Nickel bewußt

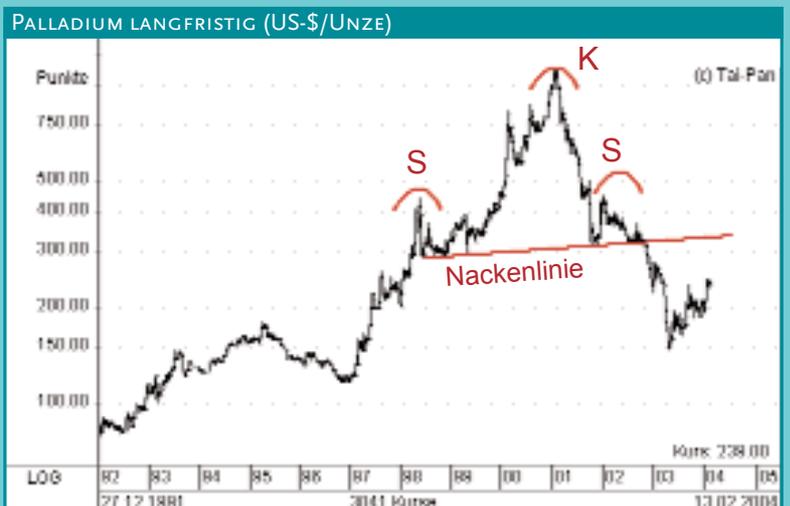
**PALLADIUM: CHARTTECHNIK UND SENTIMENT**

Wie dieser und der folgende Artikel des Edelmetall-Händlers Christoph Eibl aufzeigen, spricht einiges für das Metall Palladium. Daß dies zuletzt auch immer mehr Investoren erkannten, verdeutlicht der nebenstehende Langfristchart. So konnte Palladium seit dem Tief im April letzten Jahres bei ca. 150 US-\$ je Unze in den seitherigen zehn Monaten über 60 % zulegen. Unter eher kurzfristigen Gesichtspunkten macht die Charttechnik also einen durchaus konstruktiven Eindruck.

Schade nur, daß das Edelmetall während der Jahre 1998 bis 2004 einen Kursverlauf absolvierte, der eine lehrbuchgemäße Schulter-Kopf-Schulter-Formation (SKS), also eine charttechnische obere Umkehr-Konstellation, darstellt. Die SKS-Nackelinie steigt leicht an und verläuft momentan bei etwa 330 US-\$/oz. Aus Sicht der Technischen Analyse sollte man Palladium demnach noch einiges Kurspotential einräumen, oberhalb von 300 US-\$/oz dürfte die Luft jedoch dünn werden.

Die obige charttechnische Interpretation paßt übrigens gut zur fundamentalen und stimmungsmäßigen Situation. Demnach verfügen wohl insbesondere russische Produzenten über große Vorkommen bzw. Lagerbestände, die sie bei höheren Palladium-Preisen durchaus auf den Markt zu werfen gewillt sind. Andererseits machen die Geschichten von der großen Differenz (Spread) zwi-

schen Platin und Palladium bzw. dem Siegeszug der Brennstoffzellen-Technologie in Investorenkreisen inzwischen schon sehr die Runde. Für einen mittelfristigen Anstieg (sechs Monate bis zwei Jahre) ist dies erfahrungsgemäß keine besonders tragfähige Ausgangsposition. Schließlich fehlt hier das Überraschungsmoment, durch welches immer weitere Investoren kurstreibend in den Markt gezogen werden. Langfristig (mehr als zwei Jahre) hingegen überwiegen im „Jahrzehnt der Rohstoffe“ dann wohl auch für Palladium doch eher die Chancen.



Palladium zurückhält, um es erst zu einem höheren Marktpreis zu verkaufen. Dies ist jedenfalls ein klügerer Schachzug als es die Engländer 1999 mit ihrer Goldverkaufsauktion zu Tiefstpreisen praktizierten. Andererseits könnte es auf kurze bis mittlere Sicht den Preis für Palladium regelrecht „deckeln“. Die letzte Palladium-Hausse von 1996 bis 2000 (von 120 bis 1.100 US-\$/Unze) blieb vom Publikum jedenfalls fast völlig unbemerkt. Da Palladium dann vom günstigeren Platin in den Industrienanwendungen substituiert wurde, kehrte sich das Kursverhältnis genau um. Nach einem 4-Jahres-Preiszyklus wäre jetzt eigentlich Palladium wieder an der Reihe, obwohl chart- und sentimenttechnische Überlegungen derzeit zumindest mittelfristig noch zur Vorsicht mahnen.

### Deutliches US-Interesse für Platin-Minen

Die weltweit relevanten Pt-Minen lassen sich an wenigen Fingern abzählen. Beträchtliche Mengen an Platinerz lagern in südafrikanischer Erde im Merensky-Riff. Man schätzt die Platin-Reserven der ehemaligen Mine Rustenburg auf mehr als 5.000 Tonnen. Interessant: Mit subtiler US-Gewalt wurden inzwischen Platin-Minen wie Rustenburg, jetzt Anglo American Platinum, einverleibt und neue Platinminen (Stillwater-Mine) auf amerikanischem Boden geschaffen. Die südafrikanische Mine Impala Platinum mit hoher Dividendenrendite wartet mit einem relativ hohen Palladiumanteil auf, bei Anglo American Platinum überwiegt dagegen der Platinanteil. Die kanadische North American Palladium setzte regelrecht zu einem „Dreisprung“ von 3 auf fast

9 Can-\$ an, während der Palladiumkurs in gleicher Zeit von seinem Tief von unter 150 US-\$ auf 240 US-\$ kletterte. Damit übertraf die kanadische North Palladium zahlreiche Goldminenwerte in den Performances im gleichen Zeitraum.

TABELLE PLATIN-/PALLADIUMWERTE			
NAME	WKN	MARKETCAP*	KGV04E
ANGLO AMERICAN PALLADIUM	856 547	7,50 MRD.	18
IMPALA PLATINUM	865 389	3,96 MRD.	11
NORILSK NICKEL	676 683	3,50 MRD.	9
STILLWATER MINING	893 759	0,90 MRD.	25
NORTH AMERICAN PALLADIUM	858 071	0,48 MRD.	24

\*) Am 16.2.2004 in Euro

### Fazit

Pt-Metalle sind klassische Langzeitinvestments mit Unikatwirkung, da sie nicht durch andere Materialien zu ersetzen sind. Angesichts der bevorstehenden „Kriegswirtschaft in Friedenszeiten“, dem kommenden Einsatz in wasserstoffbetriebenen Fuel Cells sowie dem permanenten Entdecken neuer Anwendungen haben Pt-Metalle eine sprichwörtlich glänzende Zukunft. Die Geschichte hat außerdem Folgendes gezeigt: Erfahrungsgemäß sind die Pt-Metalle – anders als etwa Gold – vor staatlichem Zugriff sicher. Platin und Palladium eignen sich somit als zusätzliche Diversifikation für Investoren mit dem erforderlichen Weitblick.

Hans-Jörg Müllenmeister

# Weißmetalle im Focus

## Intransparenz, Mystik und oligopolartige Marktkonstellation

Von Christoph Eibl, Eigenhändler in der Commodity Division bei der BW-Bank

Die vergangenen Monate haben ein wahrhaftes Comeback des Rohstoffsektors eingeläutet. Zumindest des Basis- und Edelmetallsektors: Gold auf einem 15-Jahreshoch, Silber auf einem 6-Jahreshoch, Platin sogar auf einem 24-Jahreshoch, und die meisten Basismetalle oder auch NE-Metalle (Nicht-Edelmetalle) blieben dahinter nicht zurück. Und schon setzt bei vielen Institutionellen und privaten Anlegern eine Art Torschlusspanik ein, den Rohstoffzyklus verpaßt zu haben! Doch die akribische Suche eines noch nicht „gelaufenen“ Metalls endet bei einem aus der Automobilindustrie bekannten Weißmetall, dem Palladium. Bei einer genaueren Recherche dieses Weißmetalls trifft man auf Konstellationen, die das Interesse noch verstärken:

1. Palladium kommt von einem Hoch von über 1.100 US-\$ (2001) und befand sich kürzlich psychologisch gesehen auf einem relativen Tief bei unter 150 US-\$.
2. Betrachtet man die Entwicklung in Relation zum Platin, so fällt die inverse Preisentwicklung auf, die Palladium zum Platin in ein Preisverhältnis von etwa 1 zu 4 stellt.
3. Die aktuelle Preiskonstellation läßt die Spekulation zu, daß die Automobilindustrie ihre Katalysatorteknik mit dem billige-

ren Palladium bestückt anstatt mit dem derzeit teureren Platin.

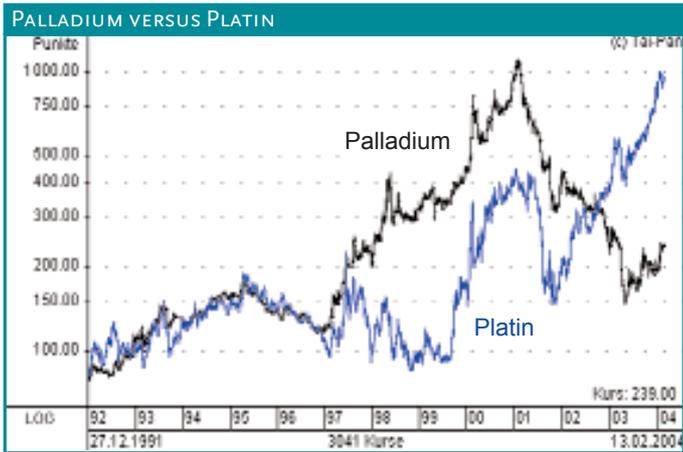
4. Charttechnisch sieht Palladium aufgrund eines möglicherweise bevorstehenden Verlassens des Abwärtstrends (sh. Chart) sehr interessant aus.

### Bewegung hinter den Kulissen

Im folgenden sollen die oben genannten Punkte einmal genauer unter die Lupe genommen werden. Palladium hat mit seinem Ausbruch 1997 (120 US-\$/oz) bis ins Jahr 2001 (1.140 US-\$/oz) in nur vier Jahren eine Rally von fast 1.000 % hingelegt. Beachtlich, denn einer der Hauptgründe hierfür war mehr ein Szenario der Intransparenz als ein fundamental bestimmendes Szenario. Damals war die russische Produktion maßgeblich und



Christoph Eibl



die Automobilindustrie in einem monopolartig organisierten Markt durch langlaufende Kontrakte an diese gebunden. Die Meldung, daß die russischen Bestände aufgebraucht wären, beantworteten Marktteilnehmer mit panikartigen Kaufaufträgen. Ford hatte bei Preisen von über 1.000 US-\$/oz bedeutende Langzeitkontrakte abgeschlossen. Erst einige Zeit später wurde bekannt, daß die Bestände größer waren als öffentlich kommuniziert. Im Nachhinein stellte sich heraus, daß eine Gruppe von Marktteilnehmern versucht hatte, den Markt zu squeeze, d.h. eine in der Realität nicht vorhandene Knappheit auf die Märkte zu projizieren. Die Folge war, daß der Markt von vielen Automobilproduzenten von nun an gemieden wurde. Dieser Vertrauensverlust gegenüber der russischen Minenproduktion hatte zur Folge, daß ein Großteil der Nachfrage in den Platinmarkt wechselte. Das aktuelle Tief ist so, aufgrund der Angebots- und der Nachfragesituation, mehr oder weniger fundamental bedingt. Die Spreadentwicklung (Platin zu Palladium) wird derart gleich verständlicher: Der Platinmarkt befindet sich weiter in einem Defizitszenario (2003: 0,48 Mio. Unzen), Palladium hingegen in einem Überschufmarkt (2003: 0,67 Mio. Unzen).

**Längerfristiger Zeithorizont erforderlich**

Auch im Jahr 2003 ist das Gesamtangebot an Palladium gestiegen. Hauptsächlich weil das russische Angebot um 50 % zunahm. Da die Minenexpansion dagegen eher moderat war, ist anzunehmen, daß das Angebot durch Abverkauf russischer Reserven zustande kam. Versucht man auf der anderen Seite der Spekulation eines Wechsels („Switch“) von Platin zu Palladium auf den Grund zu gehen, so fällt zumindest auf, daß die Nachfrage der Automobilindustrie nach Palladium für die Autokatalysatorentechnik im Jahr 2003 um 20 % zugenommen hat. Dasselbe Bild spiegelt sich auch am Platin-



markt wider (ebenso 20 % mehr Nachfrage). Jedoch wird von der Industrie gemutmaßt, daß die erhöhte Nachfrage nach Platin dadurch begründet ist, daß Lagerbestände nicht abgebaut wurden und der Neuverbrauch am Markt gekauft wurde. Diese Zahlen könnten ein Hinweis darauf sein, daß die Automobilindustrie langsam umzudenken anfängt. Dennoch ist dieses Datenmaterial noch nicht signifikant genug, ein grundlegendes Switching belegen zu können. Denn selbst wenn die Industrie beginnt, Forschungs- und Entwicklungsprojekte ins Leben zu rufen, so ist dieser Prozeß in einem längerfristigen Zeithorizont zu sehen. Auch sollte nicht vergessen werden, daß Platin in seiner Konsistenz, sprich: der Dichte, Reaktionsfähigkeit und seinem Schmelzpunkt höherwertiger gegenüber Palladium ist. Und das ist ausschlaggebend für die Qualität der Luftfilter einer Katalysatoranlage.



**Anstieg rein spekulativer Natur?**

Auf der Marktseite ist seit einigen Monaten ein volatiler Preisanstieg des Palladiums zu sehen. Es wäre aber ein Trugschluß, diesen nur auf eine erhöhte Automobilnachfrage zurückzuführen. Vielmehr sind seit geraumer Zeit Spekulanten und Investmentkunden in diesem Markt aktiv. Und da der Weißmetallmarkt im Vergleich zu den großen Wertpapiermärkten verschwindend gering ist, reichen schon kleine Volumina aus, den Markt zu bewegen. Das erhöhte Umsatzvolumen geht derzeit stark auf CTAs (Commodity Trading Advisors) und Hedge Fonds zurück. Deren Tradingansätze sind oft charttechnischer Natur, und gerade im Palladiumchart ist zu erkennen, daß hier in Kürze der Ausbruch aus dem zweijährigen Abwärtstrend bevorstehen könnte.

**Fazit**

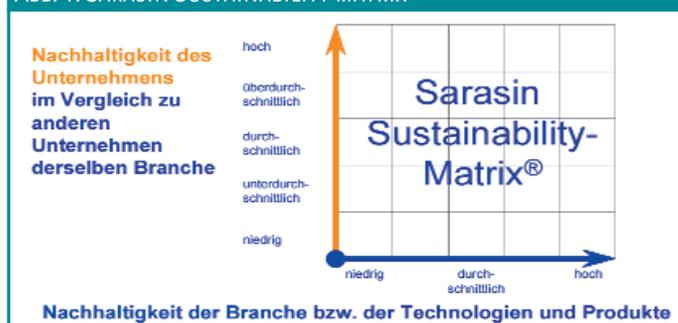
Was unterm Strich festzuhalten bleibt, ist Folgendes: Palladium kann im Zuge der Rohstoff-Hausse stark partizipieren und ist mit Sicherheit auf den Radarschirmen einiger großer Hedge Funds und institutioneller Investmentkunden. Bleibt das Gesamtszenario freundlich, so kann eine Positionierung sinnvoll sein. So kann sich auch der Markt in Ansätzen von der fundamentalen Angebots- und Nachfragestruktur lösen, denn die Investmentindustrie als fundamentalen Nachfrager im Palladiummarkt zu haben, wäre in der Tat neu. Im Gold dagegen ist die Investmentindustrie eine permanente Größe. Alleine auf den Platin-Palladium-Switch zu spekulieren, kann außerdem gefährlich sein. Denn die technische Machbarkeit und ökonomische Effizienz der Brennstoffzelle wurde bisher von Seiten der Automobilindustrie nicht in die Öffentlichkeit kommuniziert. Eine Handelsstrategie mit diesem Hintergrund wäre nur mit eigenem intensiven Research und einem langen Atem ratsam. Trotz alledem bleibt der Weißmetallmarkt spannend und interessanter als manch anderer; denn die Intransparenz, oligopolartige Marktconstellationen und Mystik, die sich in diesem Markt verbirgt, haben ihre Reize.

# Nachhaltigkeits-Aktien

## Am Anfang steht die Idee

Im Hintergrundbeitrag auf S. 12 ff. wird deutlich, daß denkbar viele Branchen unter diesen Begriff „Nachhaltigkeit“ (engl.: sustainability) fallen können. Man kann sogar noch einen Schritt weiter gehen und sagen: In fast jeder Branche gibt es irgendwo nachhaltig wirtschaftende Unternehmen, allein die Branchenzugehörigkeit ist zuweilen ein ernstes Problem – diese Aufgabenstellung löst die Schweizer Bank Sarasin durch die von ihr entwickelte sogenannte Nachhaltigkeits-Matrix. Auf der einen Achse wird eine Wertung der Branche vorgenommen, auf der anderen die Wertung der Unternehmen innerhalb der Branche. Der Hintergrund ist klar: Ein Rüstungsunternehmen wie beispielsweise Raytheon oder ein Tabakhersteller wie Altria (vormals Philip Morris) könnten innerhalb ihres Sektors noch so vorbildlich in Erscheinung treten, ihre Branchenzugehörigkeit stempelt sie zu Tabu-Investments.

ABB. 1: SARASIN SUSTAINABILITY MATRIX



Quelle: Sarasin

### Nachhaltigkeit – aber auch Investment

Im folgenden stellen wir Ihnen einige Unternehmen aus ganz verschiedenen Sektoren vor. Bei manchen erkennt man erst auf den zweiten Blick das „Nachhaltigkeits“-Charakteristikum. Dieses ist nicht immer offen ersichtlich. Gerade bei solchen Sektoren/Unternehmen bestehen gute Chancen, nicht einem Trend hinterherzulaufen, sondern ihn zu antizipieren – am Anfang steht aber immer eine Idee. Bei Unternehmen aus dem Bereich erneuerbarer Energien muß nicht sonderlich viel erklärt werden – hier sollten Anleger zumindest sehr genau hinsehen, ob die Gesellschaft auch ein tragfähiges Konzept präsentieren kann. Selbst das am umweltfreundlichsten wirtschaftende Unternehmen wird Ihnen, als Anleger, ansonsten kaum Freude bereiten. Der Begriff Nachhaltigkeits-Investments beinhaltet „Nachhaltigkeit“, aber eben auch „Investment“. Die genannten Titel sollen keinesfalls Kaufempfehlungen des Smart Investor darstellen. Sie dienen vielmehr als Beispiele, als Inspiration quasi, wo man überall nachhaltig wirtschaftende Unternehmen ausfindig machen kann, in welchen Nischen, in welchen Ländern. Mit ein bißchen Phantasie wird ein jeder die Liste auf ein Vielfaches ausdehnen können.

### Bank für die Umwelt, Umwelt für die Bank

Seit 1997 gibt es die Umweltbank, seit 2001 sind die Aktien der Nürnberger im Freiverkehr notiert (WKN 557 080). Damit haben Anleger die Möglichkeit, an der steigenden Nachfrage nach nachhaltigen Investments indirekt zu partizipieren. Sowohl bei den Kre-



diten als auch den Geldanlagen können die Franken auf ein dynamisches Wachstum verweisen: Seit Bestehen verzehnfachte sich das Geschäftsvolumen, die Kundenzahl verfünffachte sich auf 36.000. Mit dieser Basis gilt die Umweltbank als Marktführer für ethisch-ökologische Geldanlagen. Allein in der Kursentwicklung hat sich dies noch nicht niedergeschlagen: 10 % Plus im letzten Jahr sind vergleichsweise moderat, seit dem IPO hatte sich der Kurs zudem glatt halbiert. An der Geschäftsentwicklung jedenfalls kann es nicht gelegen haben.

### Natur für den Körper

The Body Shop plc (WKN 870 803) ist eines von drei hier genannten Unternehmen, das auch im nx-25, dem Nachhaltigkeitsaktien-Index von ÖKO-INVEST, enthalten ist (siehe auch S. 14/15). Seit vielen Jahren schon rangiert The Body Shop in der Gruppe der weltweit meist geachteten Unternehmen in Bezug auf Nachhaltigkeits-Kriterien. Die Idee ist, Naturprodukte nach eigenen Rezepten in eigenen Betrieben herzustellen. Tierversuche sind tabu, ebenso Kinderarbeit in Entwicklungsländern. Nicht zuletzt unterstützen die Engländer Menschenrechtsgruppen, und zwar aktiv. Kein Wunder also, daß The Body Shop auf ganzer Linie eine vorbildliche Umsetzung der Nachhaltigkeits-Kriterien bescheinigt werden darf. Die Aktien notieren nahe ihrem Allzeithoch, weisen aber trotzdem noch eine ansehnliche Dividendenrendite von fast 5 % auf.



**Wasser- und Windkraft – auch in Australien ein Thema**

Die Unternehmenstätigkeit von Pacific Hydro (WKN 915 444) kann man recht einfach am Namen ausmachen: Die Australier sind im Bereich Hydroenergie (Wasserkraft), aber auch im Windenergiesektor tätig. Die Projekte sind dermaßen zahlreich, daß man sich fragen muß, wo Pacific Hydro in Australien all die Wassermassen bzw. Windkraft herbekommt. Mit Umsätzen von knapp 46 Mio. Aus-\$ ist Pacific Hydro zwar noch eine kleine Größe, doch wenigstens profitabel, was hier in Deutschland nicht jedes auf diesem Gebiet agierende Unternehmen für sich reklamieren kann. Im laufenden Jahr wird der Umsatz um rund ein Viertel zulegen, das Ergebnis aufgrund der zahlreichen Investitionen allerdings nur unterdurchschnittlich. Ein für 2004 geschätztes KGV von 12 kann sich dennoch sehen lassen.

**Von Bildung doppelt profitieren**

Das Thema „Bildung“ dürfte in den nächsten Jahren verstärkt an Bedeutung gewinnen, nachdem zahlreiche Umfragen schließlich deutliche Mängel ans Tageslicht gebracht hatten, Regierungen aber allerorten sparen müssen – nicht nur hier in Deutschland. Da der US-Bundeshaushalt mehr und mehr Mittel in die Rüstungsindustrie abfließen läßt, müssen sich Amerikaner in Eigenregie um ihre Bildung kümmern. Strayer Education (STRA) ist im Prinzip eine börsennotierte Universität. Sie betreut derzeit mehr als 20.000 arbeitende Menschen auf 27 Camps in den südöstlichen Bundesstaaten der USA. Und das Geschäft scheint zu brummen: Zum letzten Quartalsstichtag legten die Umsätze um mehr als ein Viertel und der Gewinn um mehr als die Hälfte zu. Der Strayer-Kurs notiert auf Allzeithoch. In Bezug auf die Marktkapitalisierung (13,6 Mrd. US-\$) ist die Apollo Group (Nasdaq-100: APOL) bereits fast zehnmal größer als Strayer. Der Geschäftsgegenstand ist aber derselbe, auch die Kursentwicklung, die gleichfalls ein Allzeithoch verbuchen konnte. Beide Unternehmen, Strayer und Apollo, befinden sich auf der Favoritenliste von Andreas Knörzer, Leiter des Bereichs nachhaltige Investments bei der Schweizer Bank Sarasin (siehe auch S.42/43). In ihrem Sektor nannte er uns diese beiden Unternehmen als Leader. Mit etwas eigenem Research wird der interessierte Anleger noch eine Reihe weiterer derartiger „Bildungsanbieter“ ausfindig machen, und weiß nicht nur in den Vereinigten Staaten.



**Ausgezeichnete Idee, aber auch profitabel?**

Was hat nun ein Unternehmen wie der US-amerikanische Chiphersteller Transmeta (TMTA) im nx-25 zu suchen? Der Crusoe-Chip der in Santa Clara ansässigen Firma war ursprünglich dafür konzipiert, in Notebooks und anderen mobilen Geräten eingesetzt zu werden, denn er verbraucht deutlich weniger Strom als seine Leistungsmonster-Konkurrenten von Intel und AMD. Neben anfänglichen technischen Problemen war es vor allem der Gegenwind die-

ser beiden Schwergewichte, der Transmeta schon bald nach Alternativen ausschauen lassen mußte. Inzwischen versuchen sich die Kalifornier in einem erweiterten Einsatzspektrum software-optimierter Mikrochips. Klar, daß hier noch mehr Hürden auf Transmeta warten werden. Ob sich die ansonsten unterstützenswerte Bestrebung, Ressourcen zu schonen sowie die „Arbeitskraft Mensch“ flexibler zu machen (durch den Einsatz von energiesparenden Chips in Notebooks), jemals in Gewinne wird ummünzen lassen, ist heute noch ziemlich undeutlich. Die Geschäftszahlen verbessern sich nur graduell, nach wie vor schreibt Transmeta schmerzliche Verluste. Hier würden sich beispielsweise die Auswirkungen nachhaltigen Investments niederschlagen: Falls Anwender auf ein wenig – größtenteils überflüssiger – Gigahertz-Leistung zugunsten von massiv weniger Stromverbrauch verzichteten, also Crusoe statt Intel-Chips nachfragen würden, könnte Transmeta weit besser dastehen. Mit einem niedrigen Aktienkurs ist es für das Unternehmen auch schwierig, sich entsprechend zu refinanzieren etc. – die Marktkapitalisierung von 0,5 Mrd. US-\$ beträgt nur ein Vierhundertstel(!) derjenigen von Intel und ein Zehntel der von AMD.



**Das Thema Wasser einmal anders**

Bei der Ressource Wasser denkt man vor allem an die weltweit führenden Versorger wie RWE oder Suez. Doch nicht nur die Bereitstellung von Wasser kann ein lohnendes Geschäft sein, sondern die Schonung dieser Ressource. Und das erst ist Nachhaltigkeit. Ebenfalls nur auf den zweiten Blick in die Gruppe nachhaltig wirtschaftender Unternehmen einzuordnen scheint so die Schweizer Geberit Group (WKN 922 734). Die ebenfalls im nx-25 vertretene Gesellschaft ist europäischer Marktführer für Sanitärtechnologie. Spülkästen strahlen vielleicht keinen besonderen Charme aus, doch gerade ein solches Massenprodukt kann am meisten zur Ressourcenschonung beisteuern. Auch Geberit notiert nahe seinem Allzeithoch.

**Die besten ihrer Klasse**

Der Infoletter „Nachhaltigkeit-Info“ zum Beispiel stellt ausgewählten Dax-, MDax und TecDax-Unternehmen (außer Finanztiteln) Nachhaltigkeits-Ratings aus. Vorbildlich (vier von maximal vier Sternen) schneiden Adidas, BASF, Celesio, Continental, Drägerwerk, Henkel, Lufthansa, MAN und VW ab. Auf europäischer Ebene sind dies Glaxo-Smithkline, L'Oréal, Nokia, Novartis, Sanofi sowie Vodafone. Überraschend schlecht kamen dagegen zum Beispiel AngloAmerican (Goldförderung), Diageo (aufgrund der Spirituosenherstellung), Deutsche Post, Fraport, Norddeutsche Affinerie, aber auch Fielmann, Südzucker und ausgerechnet der Windanlagenbauer REpower weg. Auch hier sieht man, daß man nicht immer nach dem ersten Anschein gehen kann.

Falko Bozicevic

# Nachhaltige Investments erweitern das magische Rendite-Dreieck

*Mit den eigenen Geldanlagen etwas bewirken oder bewegen – dieses Motiv wurde in den letzten Jahren verstärkt zu einem Thema bei Investmententscheidungen. Wenn zusätzlich noch die Rendite stimmt...*

## Weder schwarz noch weiß

Über die Anfänge ethisch-moralischen Investierens, das auf christlich geprägte Investoren zu Anfang des 20. Jahrhunderts in den Vereinigten Staaten zurückging, ist diese noch relativ junge Branche längst erwachsen. Einige Rudimente der damaligen Aufgabenstellung – nämlich in sogenannte „Sin Stocks“ (Sündenaktien) gerade nicht zu investieren – sind bis heute geblieben. Viele Anbieter definieren ihre Anlagemöglichkeiten nach wie vor über Negativlisten, die problematische Sektoren wie Rüstung oder Tabak ausklammern. Wie immer gibt es Grauzonen, die sich einer eindeutigen Zuordnung beharrlich entziehen (Beispiel BP: tätig im Ölgeschäft, aber gleichzeitig weltweit größter Produzent von Solarzellen). Europa erwies sich auch auf diesem Gebiet als Spätzügler. Ethische Investmentfonds kamen erst Mitte der 80er Jahre auf den Markt. Mittlerweile hat sich die Branche nicht nur etabliert, sondern ist vor allem in Deutschland – in punkto Umweltschutz schließlich weltweit eine führende Nation – zu einer echten Bestandsgröße herangewachsen. Die Nische – sie besteht, aber sie wächst beständig (siehe auch das Interview mit Andreas Knörzer, Leiter des Bereichs nachhaltige Geldanlagen bei der Schweizer Bank Sarasin, auf S. 42).

## Parallelwelten & Mogelpackungen

Ein erstes Problem ergibt sich schon mit der Namensgebung, die das komplette Spektrum von „Öko-Investments“ über „Grünes Geld“ bis hin zu „ethisch-moralisch-nachhaltige“ oder schlicht „ökoeffiziente“ Anlageformen abdecken müßte. Doch welcher Begriff könnte all das leisten? Vielleicht „Nachhaltigkeit“: Darunter verstand man eigentlich, so zu wirtschaften, daß künftige Generationen mindestens dieselben Möglichkeiten und Ressourcen vorfinden wie die derzeitige, doch inzwischen fließen auch Rahmenbedingungen der Produktion, Sozialmanagement und Firmenansetzen ein (siehe unten). Bei so viel Begriffsvielfalt darf es jedenfalls niemanden verwundern, daß Etikettenschwindel und Mogel-



packungen der Branche nicht ganz fremd sind. Obgleich es zahlreiche Ansätze gibt – diese allerdings wiederum von verschiedenen Anbietern, die jeweils ihren eigenen Qualitätsstandard durchgesetzt sehen möchten –, kann man kein einheitliches, verbindliches Gütesiegel („Rating“) konstatieren, das die Seriosität der Anbieter oder die zugrundeliegenden Kriterien bei der Unternehmensauswahl verbürgt. Interessierte Anleger kommen nicht umhin, zum einen parallel nebeneinander existierende Gütekriterien zu akzeptieren (ähnlich wie es mehrere Welt-Boxverbände gibt), zum anderen auch eigenes Research zu betreiben. Verschiedene vielversprechende Ansätze (so z.B. die Matrix für nachhaltige Investments von der Schweizer Bank Sarasin) bieten dabei eine brauchbare, aber nicht allein verlässliche Hilfestellung.

## Vorstoß in eine vierte Dimension

Das magische Dreieck aus Sicherheit, Rendite und Liquidität lernt man heute schon als Mittelstufenschüler kennen, doch nachhaltige Investments verleihen der konventionellen Geldanlage sozusagen eine vierte Dimension. In welcher Form und in welchem Ausmaß ein Privatinvestor diese bei seinen Anlageentscheidungen berücksichtigen möchte, dafür existieren zahlreiche Optionen. Eine der einfachsten Möglichkeiten besteht darin, Ersparnisse bei einer der drei in Deutschland ansässigen Alternativbanken zu parken: Schon seit 1974 gibt es die GLS Gemeinschaftsbank, seit 1988 die Ökobank und schließlich seit 1997 die Umweltbank. Direkt und indirekt kann der Anleger Einfluß darauf nehmen, was mit seinem Ersparnissen geschieht, sei es über das Kreditgeschäft der Banken oder die Investition in einen der Umweltfonds. „Öko-Vision“ heißt dieser beispielsweise bei der Nürnberger Umweltbank und inve-

### WAS „NACHHALTIG WIRTSCHAFTENDE“ UNTERNEHMEN AUSZEICHNET:

- ◆ Ressourcenschonung (innovative, umweltfreundliche Produktionstechniken, Einsatz erneuerbarer Energien)
- ◆ Rahmenbedingungen der Produktion (Anpassung an Umweltauflagen, Verbraucheransprüche)
- ◆ Sozialmanagement (Mutterschaftsurlaub, Arbeitszeitflexibilität, marktgerechte Entlohnung)
- ◆ Firmenansetzen (Beziehungen zu Vertragspartnern, Investor & Public Relations)

Quelle: SAM Group, MEAG

stiert ausschließlich in ökologische, kultur- und sozialverträgliche Projekte. Im Frühjahr soll ein auf Solarprojekte spezialisierter Fonds hinzukommen. Im Kreditgeschäft wiederum unterstützen die Nürnberger in erster Linie ökologische Wohnimmobilien und Windkraftprojekte, auf Wachstumskurs befindet sich vor allem die Sonnenenergie. Wer weder einen Kredit für ökologisch-sozialverträgliche Projekte benötigt noch ein Sparbuch mit „UmweltGarantie“ halten möchte, der könnte auch direkt in die Aktien der Umweltbank investieren – diese sind im Freiverkehr der Börse Frankfurt notiert (siehe auch „Nachhaltigkeitsaktien“ auf S. 10/11).

## Die eigene Note einbringen

Eine zweite grundsätzliche Möglichkeit wurde schon angesprochen: Es ist der Kauf eines entsprechend ausgerichteten Fonds. Hier ist das Angebot allerdings schon ausgesprochen unübersichtlich geworden, die verschiedenen Auszeichnungen unterschiedlichster Ratingagenturen zur Güte der Fonds tragen ein Übriges zur Verwirrung bei. Wer sich einen speziellen Fonds aussucht, kommt auch hier nicht vorbei an einem gewissen Nachforschungsaufwand. „Sehen Sie sich nicht nur die fünf größten Positionen an“, warnt Andreas Knörzer von Sarasin zu recht und wird indirekt bestätigt durch eine Aussage von Christian Greiner, Fondsmanager des „MEAG Nachhaltigkeit“ der Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft: Aufgrund der Verpflichtung zu Indexnachbildungen sei er zwar gewissen Zwängen unterworfen – so sind die Citigroup, Intel oder Toyota unter den Top-5-Positionen, die auch in unzähligen anderen Fonds enthalten sein dürften –, doch bestehe wenigstens in der zweiten und dritten Reihe eine realistische Chance auf wohlüberlegte Investmententscheidungen und somit zur eigenen „Note“. So befindet sich auch Centrotec, der niederländische Spezialist für umweltfreundliche und energiesparende Brennwertechnologien, im Depot des „MEAG Nachhaltigkeit“ (Centrotec ist übrigens Gegenstand der „Externen Analyse“ auf S. 34). In Konkurrenz zu Fonds stehen entsprechende Themenzertifikate (siehe S. 16), hier allerdings darf nur in den wenigsten Fällen von hoher Kompetenz des Emittenten ausgegangen werden, auch ist die Auswahl daher recht kärglich.

## Direkt gepreßt

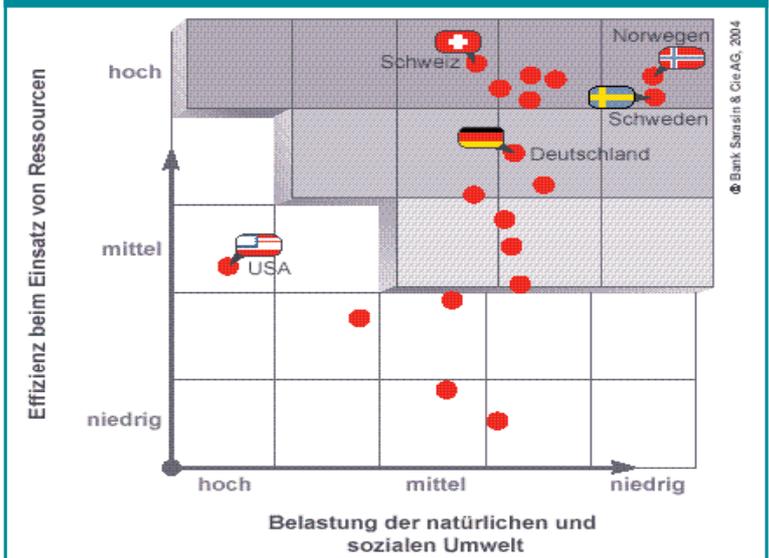
Schließlich, und das ist sicherlich nicht nur die interessanteste, sondern auch die schwierigste und aufwendigste Form eines Investments in dieser Branche, kann ein Anleger natürlich auch direkt in von ihm bevorzugte Unternehmen investieren. Das ist die klassische Variante. Als eine unverbindliche Präsentation von interessanten Unternehmen stellen wir im Beitrag „Nachhaltigkeitsaktien“ (ab S.10) eine Reihe von Gesellschaften vor, die aus unterschiedlichsten Branchen kommen und somit die Mannigfaltigkeit des Anlagespektrums innerhalb dieser Aufgabenstellung aufzeigen. Wer auf eigene Faust recherchieren möchte, wird sich zumindest teilweise auf sogenannte Öko-Ratings verlassen müssen. Wichtigste Adressen bzw. Ansprechpartner sind im Text von Max Deml, Chefredakteur des Börsenbriefs ÖKO-INVEST, genannt.

## Erreichen der kritischen Masse

Jede Kapitalanlage hat bekanntlich Auswirkungen, und jede Kapitalanlage im Umweltbereich hat Auswirkungen auf die Umwelt. Diese sind schwerlich direkt meß- oder bezifferbar, aber das heißt nicht, daß sie nicht vorhanden wären, wie Buchautor Jörg Weber in

seinem Buch „Zukunftssicher anlegen“ klarstellt – im ersten Teil der Aussage müssen wir ihm klar widersprechen. Wenn Sie als Kapitalanleger Ihr Geld zielgerichtet den von Ihnen favorisierten Unternehmen zukommen lassen – sei es über eine Spareinlage bei Ihrer Bank, mittels Fondskauf oder Aktienanlage –, so profitiert das Unternehmen z.B. in der Form davon, daß höhere Aktienkurse auch die Möglichkeit zur Finanzierung weiteren Wachstums mit sich bringen. Dies dürfte zugleich ein wesentlicher Grund für die Outperformance der letzten Jahre von Aktien aus dem Nachhaltigkeitsbereich gewesen sein: In dem Maße, wie die Themen Umweltschutz, Nachhaltigkeit und öko-soziale Anlagen an Bedeutung gewannen, flossen die entsprechenden Gelder gezielt in die „richtigen“ Unternehmen. Die festgestellte Outperformance (siehe auch das Interview mit Andreas Knörzer sowie den Beitrag von Max Deml) überrascht also, wenn überhaupt, nur auf den ersten Blick.

ABB. 1: UNTERSUCHUNG ZUR NACHHALTIGKEIT VON 27 OECD-STAATEN



Quelle: Sarasin

## Fazit

Je mehr Mittel zielgerichtet in nachhaltige Investments geleitet werden, desto eher kann sich ein selbsterhaltender Prozeß in Gang setzen. Wie die überdurchschnittliche Aktienperformance von Nachhaltigkeits-Investments in den letzten Jahren zeigt, ist die Branche bereits dabei, ihren Nischenstatus zu verlassen, quasi ein Ausbruch aus der Nische. Mit der Avance zum Massenprodukt muß man sich allerdings auch mit dem Markteintritt Schwarzer Schafe auseinandersetzen, was man gemeinhin unter dem Begriff „Etikettenschwindel“ zusammenfassen könnte. Dies läßt sich kaum vermeiden, und daher ist es erforderlich, daß engagierte Anleger hier im wahrsten Sinne des Wortes ihre Hausaufgaben machen. Das Thema Nachhaltigkeits-Investments genießt in Deutschland bereits einen relativ hohen Stellenwert, die Möglichkeiten für ethisch-ökologisch orientierte Anleger, ihre Gelder auch wirklich punktuell investieren zu können, ist vergleichsweise höher in diesem unseren Land, das in Umweltschutzfragen glücklicherweise zu den weltweiten Vorreitern gehört. Die Chancen stehen gut, daß das lehrbuchmäßige Rendite-Dreieck künftig tatsächlich um die „vierte Dimension“, um eine ökoeffizient-nachhaltige Komponente, erweitert werden muß. Smart Investor wird sich künftig im Rahmen einer regelmäßigen Rubrik diesem Thema widmen.

Falko Bozicevic

# Ethisches Investment

*Vorteile sowohl für Unternehmen wie auch für Anleger*

*Von Max Deml, Chefredakteur des Börsendienstes ÖKO-INVEST*

Nicht nur in den USA ist es in den letzten Jahren zu erheblichen Geldabflüssen aus konventionellen Aktieninvestmentfonds gekommen, während die ethisch-ökologisch ausgerichteten Fonds Milliarden neuer Gelder einsammeln konnten. Motiv hierfür ist für viele Anleger nicht nur ein besseres Gewissen, auch ökonomische Argumente in der „Corporate Governance“-Diskussion um Bilanzskandale und die Ethik auf Unternehmensebene spielen eine Rolle. Ein nach ethischen Vorgaben ausgewähltes Portfolio weist bei vielen inzwischen erstellten Studien im Schnitt zumindest eine gleich gute, nicht selten sogar bessere Performance auf. Hinzu kommt nun auch ein weiterer Faktor, der die Nachfrage an den Börsen bestimmt: So wie immer mehr Menschen beim Einkauf von Produkten auf Herkunft und Qualität achten, meiden viele Investoren Aktien von Unternehmen, die ihre Gewinne mit Rüstungsproduktion oder auf Kosten von Kinderarbeit oder Klimaschädigung maximieren wollen.

## „Nachhaltige“ Performance

Es leuchtet ein, daß „nachhaltig“ gemanagte Unternehmen, die z.B. den Energie- und Materialverbrauch minimieren, auch finanzielle Vorteile haben. Ob solche Nachhaltigkeits-Faktoren auch eine signifikante Auswirkung auf die Aktienperformance zur Folge haben, ist Gegenstand diverser Studien. Die meisten Studien wie die jüngste von Morgan Stanley/oekom haben einen positiven statistischen Zusammenhang festgestellt. Manche Fondsmanager versuchen, die speziellen Branchenrisiken im Umwelt- oder Erneuerbare Energien-Bereich – wo überproportional viele „nachhaltige“ Unternehmen zu finden sind – durch „neutrale“ Aktien bzw. eine indexnahe Gewichtung des Portfolios mit entsprechender Branchenstreuung auszugleichen. Nach dem 1999 von SAM (Zürich) und Dow Jones lancierten „Sustainability“-Index-Konzept (DJSI) verwalten weltweit inzwischen mehr als 50 Lizenznehmer rund 2,5 Mrd. Euro. Die Performance des DJSI World ist dabei meist nicht schlechter als die des Dow Jones Global Index, 2003 war sie mit +13,6 % sogar 0,5 Prozentpunkte besser. Daneben gibt es noch einige andere Indices wie den in Belgien entwickelten Ethibel Sustainability Index, die ein ähnlich „nachhaltiges“ Konzept verfolgen, meist allerdings nur sehr große Unternehmen mit Börsenkapitalisierungen jenseits der Milliardengrenze enthalten. Nachhaltige Indices wie der 1997 vom ÖKO-INVEST-Verlag entwickelte Natur-Akti-

en-Index (siehe MSCI-Vergleichs-Chart 1997 bis 2003 mit mehr als 60 % Outperformance), die auch kleinere innovative Unternehmen enthalten, sind deswegen nicht weniger nachhaltig als die „Großen“, im Gegenteil, denn die ethisch-ökologischen Kriterien sind wesentlich strenger – und auch die Performance kann sich sehen lassen: Der Öko-Aktien-Index nx-25\* (aktuelle 2004er Titel siehe Tabelle) hat allein im zweiten Halbjahr 2003 mit einem Plus von rund 34 % seine Benchmark, den MSCI-Weltindex, um mehr als 10 Prozentpunkte hinter sich gelassen.



Max Deml

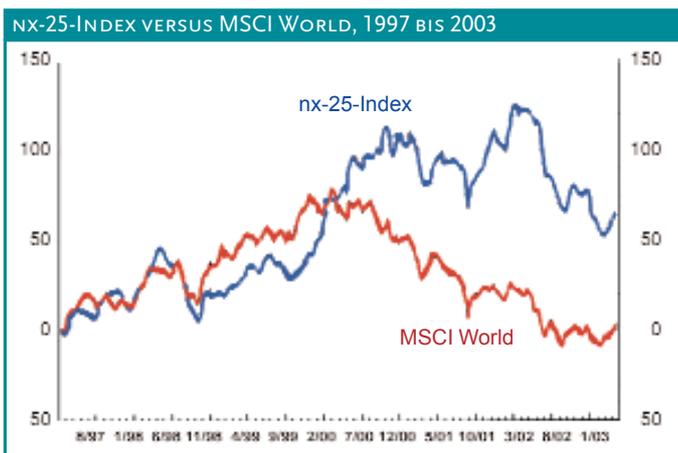
## Wachstum der Fonds ungebrochen

Im deutschsprachigen Raum liegt das Volumen der fast 100 „nachhaltigen“ Publikumsfonds zwar noch unter 1 % aller Fonds, aber das Wachstum hält weiter an – Börsenkrisen hin oder her. Und mit dem Markt sind auch die Anbieterzahl – vor 12 Jahren gab es nicht einmal 10 Fonds – und die Researchkapazitäten gestiegen. Ein Pionier der Szene, die Schweizer Privatbank Sarasin, hat schon vor Jahren eine eigene Abteilung für das Research und die Betreuung ethisch-ökologischer Portfolios eingerichtet: Deren 18 Mitarbeiter(innen) sind inzwischen für rund 1 Mrd. Euro in Fonds, Pensionskassen, Stiftungen und anderen Mandaten verantwortlich. 2003 gab es auch wieder mehrere Fonds-Neugründungen, die gleich nach dem Start auf zweistellige Millionenvolumina verweisen können: Im Oktober 2003 wurde von einer Münchner Rück-Tochter der neue Fonds MEAG Nachhaltigkeit lanciert, der bis Jahresende über 16 Mio. Euro einsammeln konnte. Ebenfalls seit Herbst 2003 gibt es den VPK Sustainability, der zwar für zwei österreichische institutionelle Anleger im Altersvorsorgebereich gegründet wurde, aber auch dem Publikum offen steht und inzwischen auf rund 30 Mio. Euro Volumen kommt. In den letzten beiden Jahren haben sich allerdings die Gewichte im Ethik-Fonds-Bereich etwas verschoben. Während anfangs noch Aktienfonds die Szene dominierten, entfallen inzwischen rund 40 % des Publikumsfonds-

MAX DEML

Max Deml ist seit 1991 Chefredakteur des ÖKO-INVEST-Börsendienstes und Autor des Jahrbuches „Grünes Geld“. Der gebürtige Bayer lebt seit 1979 in Wien.  
Kontakt: oeko-invest@teleweb.at

\*) Der nx-25-Index – aufgrund einer einstweiligen Verfügung darf er derzeit nicht als „Natur-Aktien-Index“ bezeichnet werden – hat in den ersten 5 Wochen 2004 um 3,7 % auf 2.139 Punkte zugelegt, d.h. gegenüber dem MSCI-Weltindex eine weitere Outperformance von 2,5 Prozentpunkten erzielt.



Volumens in Deutschland, Schweiz, Österreich und Luxemburg auf Renten- und gemischte Fonds. Daneben gibt es auch noch ein gutes Dutzend Investmentzertifikate, die nicht aktiv gemanagt werden, sondern z.B. spezielle Themen wie Erneuerbare Energien, Wasser oder Brennstoffzellen abbilden oder wie das „ethik:umwelt24“-Endlos-Zertifikat von BNP Paribas eine breite Palette von 24 Titeln umfassen (sh. hierzu auch die Rubrik „Derivate“ auf S. 16).

### „Gesellschaftsfähig“ geworden

Nicht nur im Investmentfondsbereich, auch in der betrieblichen Altersvorsorge wie den Riesterprodukten in Deutschland und bei den Pensionskassen greift das Thema „Nachhaltigkeit“ und „Ethik“ immer mehr um sich. In den letzten Jahren sind neben Büchern auch zahlreiche Studien und Broschüren zum Thema nachhaltiges Investment erschienen, z.B. der vom Bundesumweltministerium und Umweltbundesamt Berlin herausgegebene Ratgeber „Mehr Wert: Ökologische Geldanlagen“, der auf [www.bmu.de](http://www.bmu.de) verfügbar ist. Auf den Webseiten [www.ecoreporter.de](http://www.ecoreporter.de) und [| TITEL DES NX-25-INDEX |                           |                     |            |
|-----------------------|---------------------------|---------------------|------------|
| LAND                  | UNTERNEHMEN               | BRANCHE             | PERF. 2003 |
| GB                    | THE BODY SHOP             | KOSMETIK            | +132,5 %   |
| F                     | BOIRON                    | HOMÖOPATHIE         | -9,8 %     |
| D                     | BWT AG                    | WASSERAUFBEREITUNG  | -          |
| USA                   | ENERGY CONVERSION DEVICES | PATENTVERWERTUNG    | -7,9 %     |
| USA                   | FANNIE MAE                | HYPOTHEKEN          | +15,4 %    |
| USA                   | GAIAM                     | INTERNET-HANDEL     | -44,7 %    |
| CH                    | GEBERIT AG                | SANITÄRTECHNIK      | +52,0 %    |
| USA                   | GREEN MOUNTAIN COFFEE     | KAFFEE              | -          |
| NL                    | GRONTMIJ                  | CONSULTING          | +19,1 %    |
| USA                   | HERMAN MILLER             | MÖBEL               | +32,4 %    |
| D                     | INIT AG                   | TELEMATIK \(ÖPNV\)    | -          |
| USA                   | INTERFACE                 | BODENBELÄGE         | +75,0 %    |
| USA                   | KANSAS CITY SOUTHERN      | EISENBAHNBETREIBER  | +19,3 %    |
| J                     | KURITA WATER INDUSTRIES   | UMWELTECHNIK        | +8,2 %     |
| A                     | MAYR-MELNHOF KARTON AG    | VERPACKUNG          | +35,2 %    |
| USA                   | OXFORD HEALTH PLANS       | KRANKENVERSICHERUNG | +19,4 %    |
| CH                    | PRECIOUS WOODS AG         | HOLZWIRTSCHAFT      | -          |
| J                     | RICOH                     | BÜROMASCHINEN       | -+6,0 %    |
| GB                    | SEVERN TRENT              | WASSERVERSORGUNG    | +8,8 %     |
| J                     | SHIMANO                   | FAHRRÄDER           | +23,3 %    |
| D                     | SOLARWORLD                | SOLARENERGIE        | +93,7 %    |
| N                     | TOMRA SYSTEMS             | PFANDAUTOMATEN      | -11,1 %    |
| USA                   | TRANSMETA                 | MIKROPROZESSOREN    | +203,6 %   |
| NL                    | TRIODOS GROENFONDS        | UMWELTFINANZIERUNG  | +1,5 %     |
| DK                    | VESTAS WIND SYSTEMS       | WINDTURBINEN        | -          |
| NX-25-INDEX           |                           |                     | + 35,0 %   |](http://www.nachhalti-</a></p>
</div>
<div data-bbox=)

ges-investment.org sind die Daten fast aller Nachhaltigkeitsfonds einsehbar. In Deutschland wurde das Forum Nachhaltige Geldanlagen ([www.forum-ng.de](http://www.forum-ng.de)) als Interessensverband gegründet, der sich u.a. für Transparenzleitlinien für Nachhaltigkeitsfonds einsetzt. Das europäische Pendant dazu, EUROSIF, kam kürzlich – je nach Definition – auf ein „nachhaltig“ investiertes europäisches Gesamtvolumen zwischen 34 und 336 Mrd. Euro. Darin nicht eingerechnet sind Milliarden an Windparkfonds sowie mehrere 100 Mio. Euro, die die rund 80.000 Kunden ökologisch orientierter deutscher Banken in Sparbriefen etc. angelegt haben. Doch nicht nur in Deutschland ist ein Trend zu „nachhaltigerer“ Geldanlage festzustellen, auch in vielen anderen Ländern ist „Grünes Geld“ längst den Kinderschuhen entwachsen und auf dem besten Weg, die Nische in Richtung „Mainstream“ zu verlassen, d.h. für alle Anleger interessant zu werden. In den USA wird nach Erhebungen des Social Investment Forums bereits jeder zehnte Dollar nach mindestens einem ethischen Kriterium veranlagt, beispielsweise dergestalt, daß man keine Rüstungstitel im Depot haben will.

### Gegenwart und Zukunft: ein Ausblick

Eine dominierende Branche im Öko-Investmentbereich ist nach wie vor die Erneuerbare Energie, vor allem Unternehmen, die Anlagen zur Nutzung von Wind- und Solarkraft herstellen, projektieren oder installieren. Ein erheblicher Teil des investierten Geldes fließt dabei aber gar nicht in börsennotierte Unternehmen, sondern über außerbörsliche Aktien oder steuerbegünstigte Kommanditistenmodelle direkt in die Betreibergesellschaften. Diese haben in den letzten zehn Jahren mittels zusätzlicher Kreditfinanzierung sogar mit einem Hebelfaktor von drei oder mehr Milliarden Euro allein in die Windkraft gesteckt. Private „Windmüller“ haben es erst möglich gemacht, daß die über 14.000 Anlagen in Deutschland mit einer Kapazität von über 13.000



Megawatt im Jahr 2003 über 4 % des Stromaufkommens liefern. Der Jahresumsatz der über 35.000 Mitarbeiter starken deutschen Windbranche, die inzwischen mehr Stahl verbraucht als der Schiffbau, beläuft sich aktuell auf rund 3,5 Mrd. Euro. Doch die guten Windstandorte werden rar, und der Widerstand von Vogel- und Naturschützern nimmt mancherorts zu. Es wird daher die Exportquote in Länder wie Spanien, Portugal, Frankreich oder Griechenland weiter zunehmen – und küstennahe, windreiche Standorte auf dem Meer rücken in den Mittelpunkt des Interesses. Wenn es nach der Prognose von REpower-Chef Vahrenholt auf der letzten Hum-Windmesse geht, sollen im Jahr 2030 allein die Offshore-Anlagen in Nord- und Ostsee – Kostenpunkt 45 Mrd. Euro – 15 % des deutschen Strombedarfs decken. Neben den klassischen „Öko“-Branchen Erneuerbare Energien, Wasserreinhaltung und diversen Recycling- und Umwelttechnologien sind in den letzten Jahren auch andere Geschäftsfelder für ökologisch und sozial orientierte Anleger interessant geworden, z.B. Telematikanbieter wie die deutsche init AG, die den öffentlichen Verkehr verbessern hilft, oder Plantagenunternehmen wie die Schweizer Precious Woods AG, die mit nachhaltiger Forstwirtschaft den Regenwald in Mittel- und Südamerika schützt.

## Derivate

# Nicht jede Idee ergibt auch Sinn

*Als weitere Alternative, in Aktien aus dem Nachhaltigkeits-Bereich zu investieren, stehen sogenannte „Grüne Investmentzertifikate“ zur Verfügung. Sie befinden sich vor allem in Konkurrenz zu Fonds. Ein genauer Blick ist hier allemal angebracht.*

## Keine Kernkompetenz der Emittenten

Themenzertifikate waren in den letzten Jahren einer der Renner bei den Emittenten. Mit dem Übergang von der Nische zum – andeutungsweisen – Massengeschäft ließen daher auch Zertifikate auf ausgewählte Öko-Themen nicht lange auf sich warten. In erster Linie werden bestimmte Themen oder Branchen abgedeckt, die Emittenten berücksichtigen in der Regel aber kaum ethische Gesichtspunkte (von wenigen Ausnahmen abgesehen), wie dies Fondsmanager – zumindest die seriösen in dieser Branche – in der Regel sehr wohl tun. Im Normalfall übersteigt dies die Möglichkeiten der Emittenten, es ist nun mal nicht eine ihrer Kernkompetenzen. Ein Vorwurf in Richtung der Anbieter wäre deshalb auch völlig fehl am Platze. Auch hier gilt also wieder: Der interessierte Anleger muß sich sehr genau ansehen, was er da kauft, sofern er für seine Ambitionen in punkto Nachhaltigkeits-Investments entsprechend strenge Maßstäbe anlegt.

## „Ausgelaufen“

Auffällig war in den letzten Jahren eine Vielzahl an Zertifikaten zum Thema rund um das blaue Gold: Wasser. Dieser Thematik hatten sich gleich mehrere Emittenten angenommen. Als die entsprechenden Zertifikate begeben wurden, war die Story längst in den Aktienkursen eingepreist. Derzeit tut sich auf diesem Gebiet wenig Neues. Die meisten Wasser-Zertifikate sind inzwischen im wahrsten Sinne des Wortes „ausgelaufen“. Dasjenige von der WestLB verfügt allerdings über eine Laufzeit bis 2008 und enthält die üblichen Werte wie Suez S.A., RWE und Wedeco. Die Performance von weniger als 10 % in einem Jahr ist vergleichsweise dürftig angesichts des weltweiten Bullenmarktes in diesem Zeitraum.

## Kaum sinnvolle Ausgestaltung

Mit einer besseren Entwicklung tat sich das Global Ethik-Zertifikat der DZ Bank hervor. Es enthält die jeweiligen Sektor-Leader nach ethisch-sozialen Kriterien bemessen. Mit 20 Schwergewichten wie Intel, Siemens, Disney, Fuji, SAP oder TimeWarner wird man allerdings keine Outperformance erreichen können, so daß die relativ eng angelehnte Entwicklung zum MSCI-World-Index kaum überraschen dürfte. Das Zertifikat macht



Quelle: comdirect

weder unter Nachhaltigkeits- noch unter Performance-Gesichtspunkten großartigen Sinn.

## Externe Kompetenz an Bord geholt

Am interessantesten aus Nachhaltigkeits- wie auch aus Performance-Gesichtspunkten dürfte hingegen das Umweltethik-Zertifikat der BNP sein. Es basiert auf 24 verschiedenen Werten der Energie- und Umweltbranche, die nach strengen ökologischen sowie ethischen Prinzipien selektiert werden, was in Zusammenarbeit mit dem Wiener Börsenbrief ÖKO-INVEST erfolgt, dessen Chefredakteur den Beitrag auf S.14/15 zum Thema nachhaltige Investments beigesteuert hat. Alle sechs Monate erfolgt eine Überprüfung und ggf. Umbesetzung des Baskets. Größte Titel sind derzeit Vestas Wind, Ballard Power, Veolia Environnement, Shimano, Whole Food Market und Canon. Die meisten Unternehmen dürften jedoch nur echten Insidern und Profis bekannt sein – wie man es ÖKO-INVEST zweifellos unterstellen darf. Hier zeigen sich sicherlich Grenzen beim Research auf, das ein Privatanleger, wenn er es wollte, in Eigenregie bewerkstelligen könnte.

## Fazit

Die Auswahl an passenden Zertifikaten hat sich in letzter Zeit wieder deutlich eingegrenzt, was den Emittenten die bekannte Prozyklik bescheinigt. Mit dem Umweltethik-Zertifikat der BNP steht allerdings auch eine echte Alternative zu einem Fondsinvestment zur Verfügung. Es spricht für die Weitsicht der Kooperationspartner (BNP und ÖKO-INVEST), daß das Zertifikat gleich als „open end“, also ohne Ablaufdatum, konzipiert wurde.

Falko Bozicevic

### AUSGEWÄHLTE THEMEN-ZERTIFIKATE

EMITTENT	WKN	NAME	LAUFZEIT	KURS*	PERF. 1 J.
ABN	558 360	NEW ENERGY	9/2005	37,40	+33,6 %
BNP	583 586	UMWELTETHIK	OPEN END	75,48	+31,4 %
DZ	809 531	ETHIK-ZERTIFIKAT	4/2010	47,40	+24,7 %
WESTLB	696 260	WASSERTECHNIK	4/2008	79,74	+9,6 %

\*) am 16.2.2004 in Euro

# US-Imperialismus: Wohin steuert Amerika?

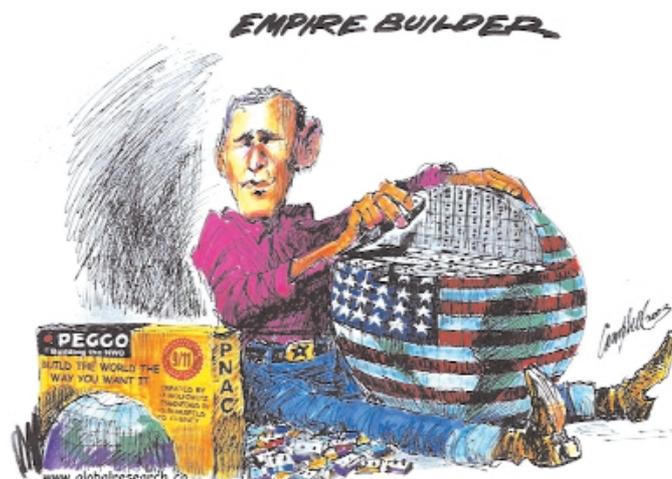
*Der „Krieg gegen den Terror“ ist inszeniert und Ausdruck des US-Imperialismus, doch die Supermacht stößt an ihre Grenzen und hat womöglich ihren Zenit bereits überschritten. Was bedeutet dies für Investoren?*

## Die Mission der Pax Americana

Bereits in Smart Investor 8/2003 haben wir auf ein im August 2000 publiziertes Strategiepapier („Rebuilding America's Defenses: Strategy, Forces and Resources for a New Century“) hingewiesen\*, worin ganz unverblümt das Ziel US-amerikanischer Vorherrschaft sowie die dazu zu ergreifenden Maßnahmen dargestellt werden. Dieser Plan wurde schon vor dem Regierungswechsel durch die wichtigsten Mitglieder der späteren US-Administration (Rumsfeld, Wolfowitz, Libby, u.a.) beschlossen. Zu den Maßnahmen gehören eine stärkere militärische Präsenz in der Golf-Region zur Sicherung der Öl-Ressourcen, eine starke Präsenz in Südostasien zur Kontrolle des chinesischen Machtblocks, die Entmachtung der Vereinten Nationen (UN) und das Kleinhalten der Wirtschaftsmacht EU, wodurch letztlich das Endziel einer Pax Americana, des „amerikanischen Friedens“ erreicht werden soll. Die offiziell als „Krieg gegen den Terror“ geführten Feldzüge gegen Afghanistan und den Irak sowie die stärkere US-Präsenz in Südkorea stellen demnach die ersten Schritte zur Umsetzung dieses Plans dar.

## Der inszenierte Krieg gegen den Terror

Die Anschläge vom 11. September 2001 haben „passenderweise“ die nötige Unterstützung durch die US-Bürger bewirkt. Jene müssen jedoch womöglich völlig neu bewertet werden. Zbigniew Brzezinski, ehemals Sicherheitsberater des früheren US-Präsidenten Carter und einer der führenden außenpolitischen Denker der USA, schrieb in seinem 1999 erschienenen Buch „Die einzige Weltmacht. Amerikas Strategie der Vorherrschaft“: „Da Amerika im eigenen Land strikt auf Demokratie hält, kann es sich im Ausland nicht autokratisch gebärden. Dies setzt der Anwendung von Gewalt von vornherein Grenzen, besonders seiner Fähigkeit zu militärischer Einschüchterung. Nie zuvor hat eine volksnahe Demokratie internationale Vormachtstellung erlangt. Aber das Streben nach Macht wird kein Volk zu Begeisterungstürmen hinreißen, außer in Situationen, in denen dem allgemeinen Empfinden nach das nationale Wohlergehen bedroht oder gefährdet ist.“ Es liegt die Vermutung nahe, daß der „Krieg gegen den Terror“ inszeniert wurde, wobei sich vor diesem Hintergrund die Anschläge vom 11. September „irgendwie nicht ganz unpassend“ ereigneten. Auch die kürzlich durch den ehemaligen US-Finanzminister O'Neill geäußerten Vorwürfe, George W. Bush hätte schon in den ersten Tagen seiner Amtszeit – also im Januar 2001 – mit der Planung des Irak-Kriegs begonnen, fügen sich in dieses Bild. In großen Teilen der US-Bevölkerung herrscht ein ausgeprägter fundamental-christlicher Glaube vor. Nicht zufällig sprach Bush daher wohl von „Kreuzzügen“ gegen den „internationalen Terror“, womit er klar auf die islamisch geprägte Welt abzielte.



Quelle: [www.globalresearch.ca](http://www.globalresearch.ca)

## Imperiale Überdehnung

In seinem 1989 erschienenen Buch „Aufstieg und Fall der großen Mächte“ stellte Paul Kennedy das Konzept der „imperialen Überdehnung“ dar. Danach drohe den USA wegen der Abnahme relativer ökonomischer Stärke eine diplomatische und militärische Überdehnung. Auch der bekannte Finanzexperte George Soros stellt in seinem im Dezember 2003 erschienenen Buch „The Bubble of American Supremacy“ den überzogenen Charakter der US-amerikanischen Vorherrschaft heraus, in dem er Parallelen zu Blasen an den Finanzmärkten aufzeigt. Daß die US-Militärmacht an ihre Grenzen stößt, zeigte sich zuletzt bereits in ihren Bitten an die UNO, Truppen in den Irak zu entsenden. Die im Irak und in Afghanistan stationierten Soldaten, deren Militärzeit während des dortigen Einsatzes abläuft, dürfen wegen Personalmangels zur Zeit nicht aus den Streitkräften ausscheiden. Offenkundiger kann imperiale Überdehnung kaum werden. Die USA unterhalten auf eigenem Territorium 6.000 Militärbasen und laut dem Base Structure Report 2003 des US-Verteidigungsministeriums weitere 702 in über 130 Ländern. Der US-Politikwissenschaftler Chalmers Johnson, Professor an der Universität von Kalifornien, schätzt gar, daß die USA über 1.000 Militärstützpunkte unterhalten, wenn man geheim gehaltene Einrichtungen mit berücksichtigt. Ganz unfraglich stellen die Streitkräfte der USA die größte Militärmacht dar, die es jemals auf dem Globus gegeben hat (was typisch für Imperien ist).

## Amerika – eine Gefahr für die Welt

Die Militarisierung hat die USA auch im Inneren verändert. Durch den „Patriot Act“ – ein nach dem 11.9. eiligst beschlossenes Gesetzespaket – wurden zahlreiche Bürgerrechte massiv eingeschränkt.

\*) Dieser Artikel mit dem Titel „Weltmacht auf Abwegen“ kann auch unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund) (vom 26.7.2003) nachgelesen werden.

Chalmers Johnson warnt daher vor dem „Selbstmord der amerikanischen Demokratie.“ Besorgt stellt er fest: „Die Entwicklung von der Römischen Republik zum Römischen Reich – ein über einhundert Jahre dauernder Prozeß – war die Entwicklung von einem funktionierenden römischen Senat hin zu einer Diktatur, denn das Imperium Romanum war eine Militärdiktatur! Wir wissen nicht, wie die Entwicklung in den USA vonstatten gehen wird, aber die Entstehung einer Diktatur ist eine realistische Gefahr, und sogar das Entstehen einer Art faschistischen Systems kann nicht ausgeschlossen werden.“ Der 1992 durch seine Spekulation gegen das britische Pfund bekannt gewordene Spekulant George Soros sieht klare Parallelen zwischen den Anfängen in Nazi-Deutschland und den aktuellen Vorgängen in den USA. Bushs Formulierungen wie „Unser einziges Ziel, unsere einzige Option, ist der totale Sieg im Kampf gegen den Terror“ erinnern in der Tat an die Polemik totalitärer Regime. Soros stellt sich daher öffentlich mit größtem Nachdruck gegen die Bush-Regierung. „Amerika unter Bush ist eine Gefahr für die Welt.“ Daher gehe es bei seinem Kampf gegen die Bush-Regierung „um Leben oder Tod“, wie er in einem Interview mit der „Washington Post“ mitteilte. Dafür hat der Finanzexperte bereits etliche Millionen in Anti-Bush-Kampagnen und in die Unterstützung der Demokraten investiert. Wie ernst es Soros ist, zeigt sich in seiner Aussage, daß er „sein ganzes Vermögen dafür geben würde, wenn jemand garantieren könnte, daß Bush bei der nächsten Wahl unterliegt“.

### Letzte Schläge eines zerfallenden Imperiums?

Der Anthropologe und Historiker Emmanuel Todd stellt in seinem Buch „Weltmacht USA. Ein Nachruf“ heraus, daß das außenpolitische Vorgehen der Bush-Regierung ein klares Zeichen von Schwäche und das US-Imperium im Zerfall begriffen ist. So zeigt er auf, wie abhängig die USA von ausländischem Kapital, Produkten und vor allem Energie sind und wie die extreme US-Außenpolitik zu einem Zusammenrücken der „Vasallen“ EU, Rußland und Japan führt. Tatsächlich wirkt der „Krieg gegen den Terror“ trotz der dahinter liegenden Absicht einer gefestigten US-Vorherrschaft wie die unkontrollierte Aggression eines bereits tödlich getroffenen Tieres. Aus ökonomischer Sicht bedeutet der „Kampf gegen den Terror“ eine Fehlallokation des Kapitals. Während Milliardenbeträge in Rüstungsprojekte zur Aufrechterhaltung des US-Imperiums fließen, gehen in weiten Teilen des Landes im wahrsten Sinne des Wortes „die Lichter aus“. Der breitflächige Ausfall der Stromversorgung im August 2003 hat klar gezeigt, wo Investitionen nötig wären. Dem Technologiestandort Silicon Valley droht wegen veralteter Infrastruktur gar eine Wasserknappheit: Die ältesten Bestandteile des Wasserpipeline-Systems Kaliforniens stammen noch aus den Jahren vor dem amerikanischen Bürgerkrieg. Auch innenpolitisch deutet sich ein Zerfall an, die US-Politik zeigt klare plutokratische Züge auf. Während sich die Kluft zwischen Reichen und Armen weitet, kümmert sich die Wirtschaftspolitik primär um die Interessen der Elite. In den USA lebt bereits jeder achte Bürger unterhalb der Armutsgrenze, 15,2 % können sich keine Krankenversicherung leisten. Es erscheint

nicht abwegig, daß sich innerhalb der US-Bevölkerung in den kommenden Monaten eine Art Widerstand gegen die US-Führung entwickeln wird. In diese Richtung zielte bereits die Aussage des Nobelpreisträgers für Wirtschaft George A. Akerlof: „Ich denke, daß diese Regierung die schlimmste in der mehr als 200jährigen Geschichte der USA ist. Sie hat nicht nur in der Außen- und Wirtschafts-, sondern auch in der Sozial- und Umweltpolitik außerordentlich unverantwortlich gehandelt. Das ist keine normale Politik mehr. Für die Bevölkerung ist die Zeit gekommen, zivilen Ungehorsam zu leisten.“

### Wahlen richtungsweisend

Die nähere Zukunft der USA wird sehr vom Ausgang der Wahlen am 2. November abhängen. Sollte George W. Bush für weitere

4 Jahre im Amt bleiben, dürfte sich an der bisher verfolgten US-Politik nicht viel ändern. O'Neill charakterisiert Bush als Präsident mit wenig Interesse am Geschehen, der Kabinettsitzungen „wie ein Blinder in einem Raum voller Tauber“ geleitet hat. Die USA werden de facto durch den neokonservativen Vizepräsidenten Cheney regiert. Womöglich dürfte es daher unter Bush zu einem weiteren Krieg (Iran, Syrien, Nordkorea) kommen. Der US-Dollar sollte in diesem Szenario weitere substantielle Verluste erleiden, weil sich die Verschuldungstendenz der USA fortsetzen wird. Käme der demokratische Präsidentschaftskandidat John Kerry an die Macht, dürfte er zunächst versuchen, die US-Defizite zu verringern, was mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Rezession bewirken würde. Es wäre durchaus denkbar, daß der US-Dollar

während dieser Zeit an Stärke gewinnen könnte und die Zinsen womöglich noch tiefer fallen würden. Allerdings ist fraglich, wie lange Kerry eine solche Politik beibehalten könnte.

### Ein Blick in die Zukunft

Unabhängig davon, wer letztlich ab November die USA regieren wird, sind viele Entwicklungen bereits zu weit vorangeschritten, um aufgehoben werden zu können. Die Weltmacht USA hat ihren Zenit überschritten und wird in den kommenden Jahren weiter an wirtschaftlicher Bedeutung verlieren, selbst wenn sie mittels militärischer Aktionen und der weiteren Inszenierung eines Terrorkrieges ihren Status zu erhalten versucht. Es ist absehbar, daß die aggressive US-Außenpolitik Widerstand in Form von Terroranschlägen bewirken wird. Dies könnte für Unsicherheit an den Finanzmärkten sorgen, ebenso wie weitere mögliche Kriege im Nahen Osten. In Anbetracht dessen, daß sich noch immer riesige Summen an Anlagekapital primär an den US-Finanzmärkten befinden (50 % USA, 11 % Asien inklusive Japan), dieses jedoch nach und nach abgezogen und tendenziell zu den aufstrebenden Märkten Asiens fließen dürfte, ergibt sich ein wenig ansprechender Ausblick für die längerfristigen Perspektiven der US-Märkte. Auch deutet die soziale Entwicklung in den USA auf künftige innere Unruhen hin, was ebenfalls Investoren verunsichern dürfte. Es erscheint daher überaus ratsam, Anlagen in den USA nachhaltig unterzugewichten.

Marco Feiten



Die amerikanische Verfassung (Constitution) wird durch immer neue Gesetze, z.B. den Patriot Act, sowie die weitreichenden Befugnisse der Homeland Security-Behörde – was man auch mit „Staatsicherheit“ übersetzen könnte – immer weiter ausgehöhlt.

# Von Sportereignissen und anderen Aktienmarktindikatoren

*Noch vor wenigen Wochen waren sich die Auguren weitestgehend einig: Für Amerikas Börsen wird 2004 zwar kein Boomjahr, bescheidene Kursgewinne sollten aber drin sein. Ein gemeinhin hoch signifikanter Indikator deutet nun allerdings auf schwächere Kurse zum Jahresende hin.*

## Spannung pur

Am Samstag, den 31. Januar war es wieder soweit. Vor rund 70.000 Menschen im Stadion und knapp 1 Mrd. Zuschauern an den Fernsehern fand in Houston zum 37. Mal der Super Bowl – das amerikanische Sportereignis überhaupt – statt. Die Spannung war nicht zu überbieten. Beim Stand von 29:29 waren noch 4 Sekunden zu spielen, als der Kicker der New England Patriots anließ und den Ball zwischen die gelben Torstangen der Carolina Panthers zum siegbringenden „Fieldgoal“ schoß. Eines der spannendsten Finalsplele der letzten Jahre konnte damit durch einen Vertreter der American Football Conference buchstäblich in allerletzter Sekunde entschieden werden.

## Schlechtes Omen für den Aktienmarkt

Einige Börsianer werden den Ausgang des Spiels allerdings mit gemischten Gefühlen zur Kenntnis genommen haben. Aus dem Sieg der Patriots läßt sich nämlich ein schwaches Börsenjahr für den amerikanischen Aktienmarkt ableiten, zumindest wenn man dem Super Bowl-Indikator Glauben schenkt. Danach nehmen Aktienkurse im Durchschnitt einen positiven Jahresverlauf, wenn ein Team aus der ehemaligen National Football League (NFL) den Titel gewinnt. Holt dagegen eine Mannschaft aus der alten American Football League (AFL) den Sieg, werden die Bären die Oberhand behalten (beide Ligen schlossen sich 1970 zur neuen NFL zusammen). Seit dem ersten Super Bowl im Jahr 1967 lag der Indikator verglichen mit dem Dow Jones genau 30 Mal richtig (81 %), bezogen auf den S&P 500 und den NYSE Composite Index verzeichnete er immerhin noch 29 bzw. 28 Treffer (78 % bzw. 76 %). Von 27 Jahren, in denen ein Team der „old NFL“ gewann, stand der Dow in 23 Fällen am Jahresende höher als am Anfang (85 %). 10 Mal nahm eine Mannschaft aus der ehemaligen AFL den Pokal

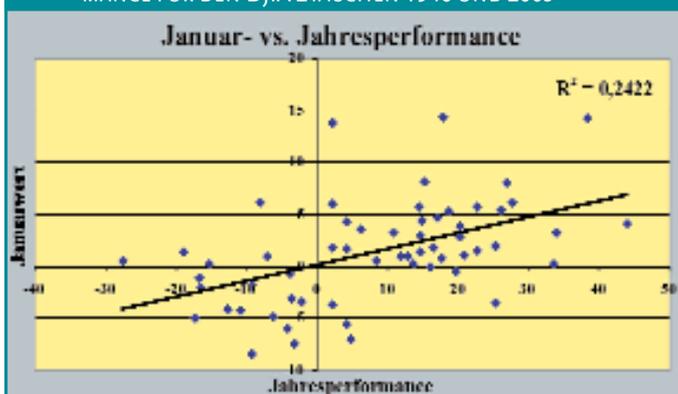


mit nach Hause, in sechs dieser Jahre mußte der Aktienmarkt einen Abschlag hinnehmen. Inzwischen grassieren auch andere Varianten, bei denen die Trefferquote allerdings etwas geringer ausfällt. Insgesamt stellt sich nun natürlich die Frage, wie die hohe Treffgenauigkeit des Super Bowl-Indikators zu erklären ist und welche Schlüsse aus einem Sieg der New England Patriots zu ziehen sind.

## Mehr Schein als Sein

Um mit letzterem anzufangen, keine. Neben dem Zufall beruht die hohe Trefferanzahl des „Indikators“ nämlich im wesentlichen auf dem Mißbrauch bzw. der falschen Anwendung statistischer Methoden. Ist die Anzahl von Zeitreihen, die auf einen statistischen Zusammenhang hin untersucht werden, nur hinreichend groß, lassen sich solche immer finden, und seien sie inhaltlich auch noch so sinnlos. Statistisch korrekt wäre eine Vorgehensweise, bei der zunächst eine wohlbe-gründete Hypothese aufgestellt und diese dann anschließend empirisch überprüft wird. Beim „Super Bowl-Indikator“, der theoretisch auch „Baseball-Indikator“ oder „Basketball-Indikator“ heißen könnte, wenn sich mit diesen Sportarten noch höhere (Schein-) Korrelationen ergeben hätten, wurde genau das Gegenteil getan. Voran ging die Betrachtung der Ergebnisse (positiver oder negativer DJIA), anschließend wurde dann ein entsprechender „Indikator“ gesucht, der möglichst gut abschnitt. Andere Varianten, die einen geringeren Gleichlauf zur Aktienmarktentwicklung aufwiesen, wurden von Robert Stovall, dem „Erfinder“ des Super Bowl-Indikators, zunächst zwar auch untersucht, mangels Treffgenauigkeit dann aber nicht weiterverfolgt.

ABB. 1: ZUSAMMENHANG ZWISCHEN JANUAR- UND JAHRESPERFORMANCE FÜR DEN DJIA ZWISCHEN 1946 UND 2003



## Der Januar-Indikator

Ein anderer, ebenfalls am Jahresanfang stark beachteter Aktienmarktindikator ist der „January Indicator“. Legt der Aktienmarkt während des Januars zu, signalisiert dies ein positives Jahr für amerikanische Titel, fällt dagegen bereits der erste Monat des Jahres schlecht aus, läßt dies insgesamt nichts Gutes erwarten. Leicht abgewandelte Methoden betrachten hierbei statt des gesamten Monats nur die ersten fünf Handelstage des Jahres als Indikator. Bei anderen Varianten müssen sowohl die ersten fünf Börsentage kumuliert ein positives Ergebnis aufweisen und der Index zudem Ende Januar nochmals höher stehen. Im folgenden geht es jedoch stets um die eingangs beschriebene Anwendung des Januar-Barometers. Dabei muß diesem Indikator zunächst eine hohe Prognosequalität attestiert werden. Bezogen auf den Dow stimmte das Januarresultat von der Richtung her zwischen 1946 und 2003 in 48 von 58 Fällen mit dem Gesamtjahresergebnis überein, was immerhin einer Trefferquote von 82,8 % entspricht. In Abbildung 1 fallen diese Werte im 1. und 3. Quadranten (rechts oben bzw. links unten). Ein noch höherer Wert ergibt sich, wenn lediglich Jahre mit einer positiven Januarperformance betrachtet werden. Von 39 Fällen endete der DJIA dabei in 35 Jahren im positiven Bereich (90 %). Gute Aussichten also für dieses Jahr, legte der Index im ersten Monat doch zumindest um hauchdünne 0,3 % zu?

## „Traue keiner Statistik, die...“

Nicht ganz, denn auch dieser Indikator genügt nicht den statistischen Anforderungen, um tatsächlich eine Signifikanz der Ergebnisse ermitteln zu können. Ein gravierender Fehler liegt beispielsweise darin, daß das Januarergebnis nicht als Prognosewert für die kommenden 11 Monate, sondern für das Gesamtjahr herangezogen wird. In die Jahresperformance fließt damit auch der Januar entsprechend ein. 1987, in einem Jahr, in dem die Prognose aufgegangen ist, legte das führende Aktienmarktbarometer der USA beispielsweise knapp 2,3 % zu. Von Ende Januar bis Ende Dezember verlor der Index jedoch über 10 %. Legt man nun korrekterweise den Januarwert als Prognose für die kommenden 11 Monate zugrunde, fallen die Werte deutlich schlechter aus. Korrekt angewendet trifft die Prognose nämlich nur noch in ca. 64 % der Fälle zu, wobei allerdings auch dieser Wert insofern verzerrt ist, als die Wahrscheinlichkeit für steigende Kurse – und zwar sowohl was den Januar wie auch das Gesamtjahr anbelangt – überwiegt. Dabei darf nie vergessen werden, daß bei völliger Unabhängigkeit

der Ereignisse, also beispielsweise bei zwei aufeinanderfolgenden Münzwürfen, bereits eine Übereinstimmung von 50 % zu erwarten ist.

Möchte sich der Anleger dennoch an den entsprechenden Vorgaben eines bestimmten Monats orientieren, wählt er dazu statt des Januars zudem besser einen anderen Monat. Zwar war in der Presse noch nie etwas von einem April- oder einem November-Indikator zu lesen, dennoch wiesen diese Monate – zumindest was die absoluten Werte anbelangt (siehe „Differenz“ in der Tabelle) – in der Vergangenheit bessere Ergebnisse auf.

## „PROGNOSEQUALITÄT“ UNTERSCHIEDLICHER MONATE

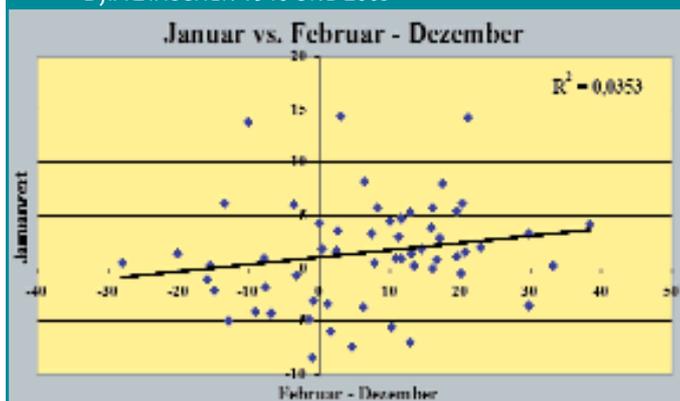
MONAT	Ø-GEWINN ÜBER 11 MONATE NACH POS. MONAT IN %	Ø-GEWINN ÜBER 11 MONATE NACH NEG. MONAT IN %	DIFFERENZ* IN %
JANUAR	11,8	-0,1	11,9
FEBRUAR	8,7	6,3	2,4
MÄRZ	11,1	2,6	8,5
APRIL	13,4	1,2	12,2
MAI	12,5	2,2	10,3
JUNI	11,7	4,0	7,7
JULI	11,9	1,2	10,7
AUGUST	9,0	1,7	7,2
SEPTEMBER	10,7	1,5	9,2
OKTOBER	10,1	-0,1	11,0
NOVEMBER	9,7	-2,4	12,1
DEZEMBER	8,9	0,1	8,8

\*) Anhand der Differenz läßt sich die Performance ablesen, die ein Anleger in den jeweils 11 Folgemonaten durchschnittlich erzielt hätte, wenn er seine Anlageentscheidung strikt an der Aktienmarktentwicklung eines bestimmten Monats ausgerichtet hätte.  
Quelle: Hulbert Financial Digest. Ergebnisse beruhen auf monatlichen Veränderungen des Dow Industrials zwischen 1897 und 2001.

## Fazit

Wie die aufgeführten Überlegungen gezeigt haben, ist Aktienmarkt- aber auch anderen Indikatoren stets mit einer gehörigen Portion Skepsis und Menschenverstand zu begegnen. Häufig werden kausale Zusammenhänge kreiert, die in der Realität überhaupt nicht bestehen, und auf diese Weise Scheinkorrelationen ermittelt. Genauso wenig, wie die Storchenpopulation etwas mit der Anzahl neugeborener Kinder zu tun hat (die grafischen Verläufe beider Zeitreihen sind für die Bundesrepublik fast deckungsgleich), läßt das Ergebnis des Super Bowls auf die Aktienkursentwicklung des laufenden Jahres schließen. Auch der Januar-Indikator bringt dem Anleger wohl nur wenig Nutzen, beruht seine hohe Trefferquote doch im wesentlichen auf der unsachgemäßen Anwendung statistischer Methoden. Damit soll natürlich nicht grundsätzlich der Einsatz von Prognoseinstrumenten oder statistischen Auswertungen in Frage gestellt werden. Ganz im Gegenteil lassen sich bestimmte Verhaltensmuster der Märkte natürlich sehr wohl über Regressions- und Korrelationsanalysen aufdecken. Unabhängig davon aber, ob diese mittelfristiger Natur sind, wie beispielsweise der Präsidentschaftszyklus in den USA (sh. Smart Investor 2/2004, S. 28), oder es sich um saisonale Schwankungen handelt (sh. Smart Investor 6/2003, S. 27), lassen sich tatsächliche Zusammenhänge stets auch wissenschaftlich begründen und nicht nur über pseudostatistische Methoden herstellen.

ABB. 2: ZUSAMMENHANG ZWISCHEN JANUARPERFORMANCE UND DER KURSENTWICKLUNG IN DEN 11 FOLGEMONATEN FÜR DEN DJIA ZWISCHEN 1946 UND 2003



Dr. Martin Ahlers

# „Nur kurzfristiges Krisenmanagement“

Interview mit Roland Leuschel, Kolumnist und Ehren-Direktor der Banque Bruxelles Lambert, und Claus Vogt, Leiter des Researchs bei der Berliner Effektenbank, über ihr gemeinsam verfaßtes Buch „Das Greenspan Dossier“\*.

**Smart Investor:** Herr Leuschel, Herr Vogt, die Weltwirtschaft brummt und die Aktienmärkte steigen ungehemmt. Fühlen Sie sich da mit Ihrem recht kritischen Buch „Das Greenspan Dossier“ nicht irgendwie als Spielverderber?

**Leuschel:** Wir hoffen und wir beten, daß diese heile Welt bestehen bleibt. Sie müssen es aber so sehen: Unsere Aussage, daß wir eine Krise in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten kriegen, hätte viel weniger Aussagekraft, wenn es bereits gekracht hätte. Aber so hat der Leser die Möglichkeit, sich im Vorfeld auf die Krise vorzubereiten.

**Smart Investor:** Wenn Sie genau einen Satz zur Verfügung haben, um den Inhalt Ihres Buches zu erläutern, wie würde der lauten?

**Vogt:** Wir beschreiben die von Spekulationsblasen ausgehenden Gefahren für Wirtschaft und Gesellschaft und arbeiten die Rolle der Notenbank in dieser Situation heraus, denn letztlich ist es die Notenbank, die die notwendige Bedingung für das Entstehen von Spekulationsblasen bereitstellt, nämlich eine nahezu unbegrenzte Liquidität.

**Smart Investor:** Sie sprechen von der Notenbank und meinen damit natürlich insbesondere die amerikanische Fed und ihren Chef Alan Greenspan. Bis vor kurzem galt er ja noch als die unantastbare Lichtgestalt in der Finanzszene...

**Vogt:** ...wer Geld druckt, hat viele Freunde – am Anfang!

**Leuschel:** Und obendrein ist er auch zum Mann des Jahres 1998 von der Financial Times gewählt worden. Ein großer Teil der Finanzwelt scheint zu glauben, er könne über Wasser gehen.

**Smart Investor:** Hat man sich in ihm getäuscht?

**Leuschel:** Unsere Antwort ist klar: ja! Warum, das steht natürlich in unserem Buch, wir wollen hier nicht zu viel verraten. Auf jeden Fall können wir alle unsere Vorwürfe belegen.

**Smart Investor:** Wollen Sie uns nicht doch wenigstens eine Andeutung machen?

**Leuschel:** Nun, Greenspan stellt es als einen Erfolg seiner Geldpolitik dar, daß die US-Sparquote auf Null gesunken ist (lacht). Bisher haben wir diese Gesinnung bei ihm zwar vermutet, aber mittlerweile können wir sie auch belegen, denn er hat es tatsächlich bei einer bestimmten Gelegenheit gesagt.

**Vogt:** Allgemein könnte man es vielleicht so sagen: Die US-Notenbank geht konsequent den Weg des geringsten Widerstandes. Sie verteilt sozusagen ständig Schokolade an ihre große Fangemeinde. Dabei wird sie den kurzfristigen Erfolgen den langfristigen Wohlstand opfern.

**Smart Investor:** Sie behaupten in Ihrem Buch, daß Greenspan die Aktienmärkte ganz bewußt in eine Blase hat laufen lassen. Ist das eine Vermutung oder kann man auch dies beweisen?

**Vogt:** Aus den veröffentlichten Protokollen der Offenmarkt-Sitzungen der späten 90er Jahre geht klar hervor, daß er jederzeit wußte, was er tat und was die Folgen davon sein können.

**Leuschel:** Er züchtet und pflegt mittlerweile auch andere Blasen: Immobilien, Anleihen oder China.

**Smart Investor:** Konnte denn ein solch intelligenter Mann wie Greenspan allen Ernstes glauben, daß er mit seiner Politik die US-Wirtschaft dahin bringen kann, daß sie nie mehr schwach wird?

**Vogt:** Er wollte nur kurzfristig jeweils die notwendige kleine Rezession, die notwendigen Korrekturprozesse verhindern, ohne sich mit den langfristigen Folgen dieser Politik auseinanderzusetzen.

**Smart Investor:** Ihrer Meinung nach wird das, was Greenspan tut bzw. getan hat, irgendwann auch dramatische Folgen haben. Haben wir da eher mit Deflation oder Inflation zu rechnen?

**Leuschel:** Langfristig gehen wir davon aus, daß es zu einer gewaltigen Inflation führen wird. Allerdings wollen wir nicht ausschließen, daß Greenspans Politik kurzfristig zu Deflation führen kann. Denn die derzeit viel zu niedrigen Zinsen könnten zur Folge haben, daß Branchen mit Überkapazitäten wie z.B. der Automobilsektor oder ganze Länder wie China mit seiner an den Dollar gebundenen Währung aufgrund der niedrigen Kapitalkosten noch weitere Kapazitäten aufbauen, was anschließend zu einem weiteren Preisverfall, also Deflation, führen kann.

**Smart Investor:** Wie beurteilen Sie dann das beachtliche Wirtschaftswachstum in den USA, welches sich im dritten Quartal 2003 gar auf über 8 % belief?

## ROLAND LEUSCHEL

Jahrgang 1937, studierte Wirtschaftsingenieurwesen (in Karlsruhe) und Volkswirtschaft (in Berlin). Anschließend war er Chefstrategie bei der belgischen Großbank Banque Bruxelles Lambert, deren Ehren-Direktor er mittlerweile ist. Heute schreibt er als Kolumnist unter anderem für Börse Online, die ihn folgendermaßen beschreibt: „Leuschel, der seit Anfang der 80er Jahre zu den großen Börsenberühmtheiten Europas zählt, gilt seit 1987 als „Crash-Prophet“. Davor war er jedoch als der „ewige Optimist“ bekannt.“



\*) Eine Besprechung zu diesem Buch befindet sich auf S. 44. Es wird im März im FinanzBuch Verlag erscheinen.

**Leuschel:** Zunächst, wenn man sich die dortigen massiven Steuer-senkungen und die enorme Zunahme der US-Verschuldung ansieht, der Öffentlichen Hand wie auch der Konsumenten, dann ist es völlig normal, daß man hiermit ein Strohfeuer entfachen kann. Dazu kam noch der Irak-Krieg bzw. der anschließende Wiederaufbau mit der Konsequenz eines riesigen Staatsdefizits. Das muß sich ja kurzfristig in höherer Nachfrage auswirken und damit zu höherem Wachstum führen. Aber lassen Sie uns in sechs Monaten noch einmal über dieses Thema sprechen, dann werden Sie sich wundern, wo der Aufschwung geblieben ist! Vergessen wir nicht: George W. Bush ist der erste Präsident nach Herbert Hoover in der Großen Depression der 30er, in dessen Amtszeit mehr Jobs verloren gingen als geschaffen wurden. Und Greenspan ist sozusagen sein Bankier.

**Smart Investor:** Haben Sie den Eindruck, daß Greenspan nicht aus eigenem Antrieb handelt, sondern daß er sich mit der Regierung, namentlich mit George W. Bush, abspricht?

**Leuschel:** Ja, schließlich ernannt Bush den Notenbank-Chef. Wenn Sie wollen, ist Bush der Vorgesetzte von Greenspan, und der hat noch nie dem Willen seines Chefs widersprochen.

**Smart Investor:** Glauben Sie, daß hinter dem Handeln Greenspans ein großer mit der US-Regierung abgesprochener Plan steht, oder daß sich der Notenbank-Chef von Situation zu Situation vorarbeitet?

**Leuschel:** Ich glaube letzteres, daß er sich einfach so durch-wurstelt.

**Vogt:** Ich sehe es ähnlich: Greenspan betreibt nur kurzfristiges Krisenmanagement.

**Smart Investor:** Wozu wird denn Greenspans Politik auf lange Sicht führen?

**Leuschel:** Wenn wir Glück haben, werden die Folgen davon unser Wirtschaftssystem nicht erschüttern. Wir werden weiterhin in Freiheit und in einem kapitalistischen System weiterleben können. Wenn wir Pech haben, dann ... möchte ich auf die Geschichte im November 1989 verweisen.

**Smart Investor:** Wollen Sie damit sagen, daß dem Westen dann ein ähnlicher Zusammenbruch bevorsteht wie damals dem Ostblock mit seinem kommunistischen System?

**Leuschel:** Ich würde es gerne etwas allgemeiner formulieren: In jedem Falle stehen uns dann starke Veränderungen bevor.

**Smart Investor:** Was würden Sie einem Anleger raten, der ebenfalls die von Ihnen angedeuteten Probleme sieht und sich möglichst gut davor schützen will?

**Leuschel:** 10 bis 15 % sollten in Rohstoffen investiert werden. Wir gehen davon aus, daß China eine immer wichtigere Rolle einnehmen wird und daß dort der Aufschwung – selbstverständlich immer wieder unterbrochen von kleineren Krisen – weitergehen wird. China wird eines Tages alles selbst herstellen können, bis auf Roh-

stoffe. Die Nachfrage danach dürfte also langfristig steigen. Hinzu kommt, daß Rohstoffe im historischen Vergleich relativ gesehen noch recht tief stehen. Im Hinblick auf mögliche dramatische Veränderungen im Währungssystem sehen wir auch Gold als Basisinvestment, auch hier sollte man 10 bis 15 % anlegen. Daneben sollte man in Anleihen erster Güte investieren, wobei sich hier inflationsgesicherte Anleihen anbieten – sogenannte TIPS. Im Aktienbereich sollte man die asiatische Region übergewichten und grundsätzlich eine aktive Trading-Strategie verfolgen. Wir sind in einem Baisse-Markt, der im Frühjahr 2000 begonnen hat und noch 10 Jahre anhalten kann. Das wäre eine vollkommen normale Entwicklung, wie wir sie letztmals von 1966 bis 1982 erlebten.

**Smart Investor:** Wenn ich Sie beide richtig verstanden habe, ist die Weltwirtschaft bedingt durch die amerikanischen Exzesse in einer Sackgasse angelangt. Gibt es denn in dieser Situation noch etwas zu retten, und wenn ja: was müßte man tun?

**Vogt:** Je größer die Ungleichgewichte sind, desto größer muß der anschließende notwendige Korrekturprozeß ausfallen. Insofern

hätte man sehr viel früher eingreifen müssen, um die Ungleichgewichte nicht in diese Größenordnung wachsen zu lassen. „Sehr viel früher“ bedeutet wahrscheinlich bereits 1995, als die Bubble ihren Anfang nahm, bzw. 1996, als Greenspan sie öffentlich beim Namen genannt und trotzdem hat laufen lassen. Erschwerend kommt hinzu, daß seit etwa zwei Jahren in den USA das größte Konjunktur-Ankurbelungsprogramm gefahren wird, welches die Welt je gesehen hat. Dadurch wurde diese vor zwei Jahren beginnende Kor-

rektur der Ungleichgewichte schon wieder frühzeitig abgewürgt und folglich wurden die Ungleichgewichte noch mal dramatisch erhöht. Insofern wurde aus unserer Sicht hier leider genau das Gegenteil dessen getan, was nötig gewesen wäre. Je länger der notwendige Bereinigungsprozeß zeitlich nach hinten geschoben wird, desto härter und schmerzlicher wird er vermutlich ausfallen.

**Smart Investor:** Apropos Bereinigungsprozeß: Stellen Sie sich hierunter etwas zeitlich in die Länge Gezogenes oder aber etwas Abruptes vor wie z.B. einen Währungskollaps mit anschließender Währungsreform? Dies wäre doch auch ein Bereinigungsprozeß, oder?

**Vogt:** Theoretisch könnte es auch blitzschnell ablaufen, ja. Allerdings halte ich einen mehrjährigen, langwierigen Prozeß für wahrscheinlicher.

**Leuschel:** Eine Art Salami-Crash vielleicht. Aber bedenken Sie, wir sind beide keine Propheten, und letztendlich kann alles auch ganz anders kommen.

**Smart Investor:** Ein schönes Schlußwort. Herzlichen Dank für das Gespräch und viel Erfolg mit Ihrem Buch.

Interview: Ralf Flierl

### CLAUS VOGT

Jahrgang 1963, studierte Betriebswirtschaft an der Universität Frankfurt/Main. Sein beruflicher Werdegang führte ihn zu zwei internationalen Großbanken, bevor er im Jahr 2000 als Leiter Research zur Berliner Effektenbank ging. Seine Analysen und Kommentare erscheinen jeden Monat im Kundenmagazin der auf Vermögensberatung und Vermögensverwaltung spezialisierten Privatbank.



## Prinzipien des Marktes

# Die Philosophie des Verlustes

*Schätzen Sie Ihre Verluste nicht gering, denn wenn Sie schon Lehrgeld bezahlen, dann sollten Sie auch etwas lernen!*

### Verlust ist nicht gleich Verlust

Im wesentlichen wollen wir drei Arten von Verlusten unterscheiden: Da sind zunächst die regelmäßigen, in ihrem Ausmaß überschaubaren und letztlich unvermeidlichen Verluste, die fester Bestandteil praktisch jeder Börsenstrategie sind (z.B. aufgrund von Stop-Loss-Orders). Die angemessenste Verhaltensweise besteht hier darin, diese Verluste zu akzeptieren. Eine vollkommen andere Kategorie sind aber einzelne Großverluste, bis hin zum Totalverlust, oder eine ungewöhnliche Häufung kleinerer Verluste, die im Ergebnis zu einer unbefriedigenden Performance führen; mit ihnen wollen wir uns im folgenden beschäftigen. Der Vollständigkeit halber sei noch eine besonders tückische Art von Verlusten erwähnt, sozusagen Verluste für Fortgeschrittene: Opportunitätsverluste oder entgangene Gewinne. Sie sind schwer aufzuspüren, da sie in unseren Kontoauszügen nicht plakatig erscheinen, sondern aktiv gesucht werden müssen. Sie finden ihren Ausdruck in der Differenz, zwischen dem, was möglich gewesen wäre und dem, was wir tatsächlich erreicht haben.

### Schmerzhafte Verluste

Wir alle scheuen den großen Verlust. Die Angst davor verursacht uns Schweißausbrüche und Magengeschwüre; im entscheidenden Moment (re-)agieren wir entweder kopflos oder erstarren in unrealistischem Wunschenken. Aus der Psychologie ist bekannt, daß die Angst vor einem befürchteten Ereignis in der Regel schlimmer ist als das Ereignis selbst; die Realisierung des Verlustes hat dann häufig sogar entlastenden Charakter, unmittelbar gefolgt von der Verdrängung des schmerzhaften Ereignisses. Gerade diese Verdrängung ist jedoch der Kardinalfehler im Umgang mit Verlusten, denn erstens hilft bereits die bewußte Beschäftigung mit Verlusten, diffuse Ängste abzubauen, und zweitens würde uns die Verdrängung der Chance berauben, aus unseren Fehlern zu lernen.

### Verluste als Chance

Wir plädieren dafür, Verluste tatsächlich als Chance zu begreifen. Häufig sind sie die wichtigsten, manchmal sogar die einzigen verlässlichen Hinweise auf unsere Schwächen, Unzulänglichkeiten und insbesondere auf die „blinden Flecken“ unserer Wahrnehmung, also auf jene Bereiche, die uns noch nicht einmal als problematisch bewußt sind. Auf keinem anderen Gebiet dürfen wir auf ein derart promptes und unbestechliches Feedback hoffen wie an der Börse. Der Kontoauszug zeigt, ob wir auf dem richtigen Weg sind. Verluste werden uns so lange „treu bleiben“, bis wir ihre Ursachen verstanden und beseitigt haben. Der Kampf gegen die Verdrängung bedarf allerdings steter Anstrengung, was nach einer zermürbenden Serie von Verlusten besonders schwer fallen kann. Wer aber die Fehleranalyse meidet, schädigt sich über den finanziellen Schaden hinaus selbst, denn



er verurteilt sich dazu, auf seiner Stufe der (In-)Kompetenz zu verharren. Bei der Fehleranalyse sollte berücksichtigt werden, daß ein Börsengeschäft mehr ist als das Timing beim Eröffnen einer Position, es umfaßt auch den Ausstieg, den Stopkurs und die vernünftige Bemessung der Positionsgröße.

### Reden Sie über Ihre Verluste

Gerade wenn Ihre spezifischen „blinden Flecken“ ins Spiel kommen, kann es ausgesprochen schwierig sein, die Ursachen Ihrer Verluste im Alleingang aufzuspüren, da Sie vermutlich unbewußt um die relevantesten Fragestellungen einen großen Bogen machen werden. Insofern kann der offene Austausch mit Gleichgesinnten mitunter entscheidende Hinweise auf eigene Defizite geben. Natürlich kostet es Überwindung, über seine Verluste zu reden, besonders wenn man ausschließlich von – nach eigenem Bekunden – höchst erfolgreichen Marktteilnehmern umgeben ist. Falsche Scham ist jedoch unangebracht, denn das Latein mancher Börsianer steht jenem von Anglern und anderen Helden kaum nach. Vielleicht werden Sie von der Reaktion auf eine solche Initiative sogar angenehm überrascht sein. Es geht dabei allerdings nicht um mitleidsheischendes Lamentieren oder weinerliche Schuldzuweisungen, sondern um eine sachliche Fehleranalyse zum künftigen Nutzen aller Beteiligten.

### Fazit

Auch wenn es paradox klingen mag und anfangs sicher schwer fällt, langfristig erfolgreiche Börsianer beschäftigen sich vor allem intensiv mit der Analyse ihrer Verluste – Gewinne sind lediglich ein „Abfallprodukt“ dieses Prozesses. In der „Zitate“-Rubrik auf Seite 46 finden sich diesmal einige prominente Aussagen zum Thema „Verluste“.

Ralph Malisch

## Titelstory/Das große Bild

# Droht dem Dax demnächst ein Dämpfer?

*Nach über 80 % Dax-Zuwachs seit dem März-Tief wäre es eigentlich einmal an der Zeit für eine satte Korrektur. Wann und von wo aus diese starten könnte und welches die langfristigen Aussichten für Wirtschaft und Börse sind, lesen Sie im folgenden:*

Das Problem bei einer Analyse bzw. Prognose stellt sich oftmals wie folgt dar: Zu jeder Zeit gibt es Argumente sowohl für als auch gegen eine bestimmte Entwicklung. Meist liegt es nur an einigen wenigen Stellschrauben, um zu dem einen oder anderen Ergebnis zu kommen. Und so ist es auch einleuchtend, daß – mit genügend Phantasie – zu jedem gewünschten Ergebnis auch die „passende“ Analyse gemacht werden kann. Da das Smart Investor-Team bei Analysen versucht, absolut unvoreingenommen an einen Sachverhalt heranzugehen, ist das Endergebnis dann oft auch unbequem, unerwartet, vielschichtig und differenziert. Im folgenden finden Sie genau solche Überlegungen zur Zukunft der Wirtschaft und der Börse.

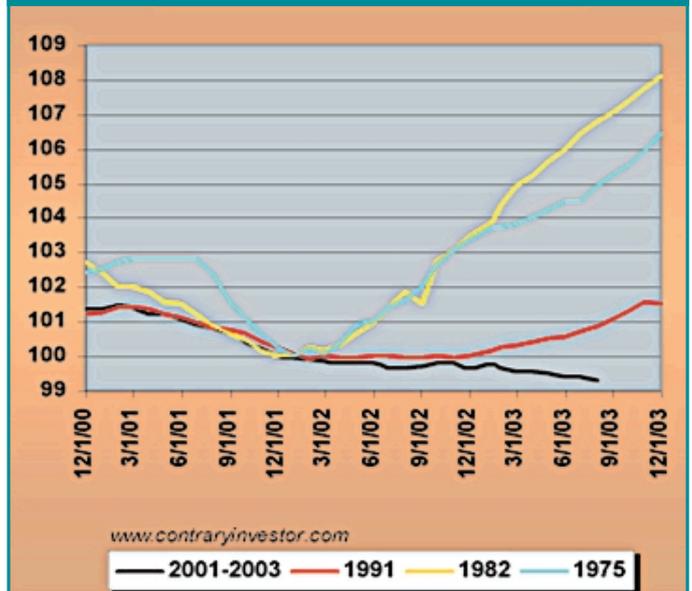
## Fakten, Fakten, Fakten

Wer wäre nicht gerne optimistisch gestimmt für die Weltwirtschaft in den kommenden Jahren? Es liegt in der Natur des Menschen, das Gute zu erwarten. Dennoch ist diese zutiefst menschliche Grundhaltung absolut fehl am Platze, wenn es um die Analyse und Prognose der Zukunft geht. Das einzige, was hier zählt, sind – um es wie Focus-Chefredakteur Helmut Markwort zu sagen – Fakten, Fakten und nochmals Fakten. Der faktisch desolate Zustand der US-Wirtschaft zeigt sich z.B. an den von den Buchautoren Roland Leuschel und Claus Vogt im Interview auf S. 22 erwähnten Beispielen. Darüber hinaus wären noch viele andere Punkte zu nennen, wir beschränken uns hier jedoch auf die Nennung einiger weniger wie z.B. die Entwicklung der arbeitenden Bevölkerung in den USA. Der Analyst Steve Saville überlagerte die heutige Entwicklung (schwarze Kurve in Abb. 1) mit denen von früheren Konjunkturwenden. Während nach 1975, 1982 und 1991 die arbeitende US-Bevölkerung im Zuge der damaligen Wirtschaftsaufschwünge deutlich (1991) bis drastisch (1975 und 1982) zunahm, kann davon heute keine Rede sein. Man spricht mittlerweile schon von der „jobless recovery“, also von einer deutlichen wirtschaftlichen Erholung, ohne daß dafür neues Personal benötigt wird. Diese Graphik alleine deutet schon an, daß mit dem aktuellen US-Aufschwung irgend etwas faul sein muß.

## Konsum, Konsum, Konsum

Und in der Tat, zum gleichen Schluß kommt man, wenn man sich folgendes vor Augen führt: Die amerikanische Wirtschaft ist im abgelaufenen Jahr laut Statistik um 3,1 % auf ziemlich genau 11.000 Mrd. US-\$ gewachsen. Der absolute Zuwachs belief sich demnach auf etwa 330 Mrd. US-\$. Die Tatsache, daß das Defizit im US-Staatshaushalt 520 Mrd. US-\$ betrug, sollte bei einem mittelmäßig volkswirtschaftlich gebildeten Menschen sofort die Alarmglocken schrillen lassen. Denn demnach erkaufen sich die USA einen Dollar Wachstum mit ca. eineinhalb Dollar Staatsdefi-

ABB. 1: HEUTIGE ENTWICKLUNG DER US-BESCHÄFTIGTENZAHL IM VERGLEICH ZU FRÜHER



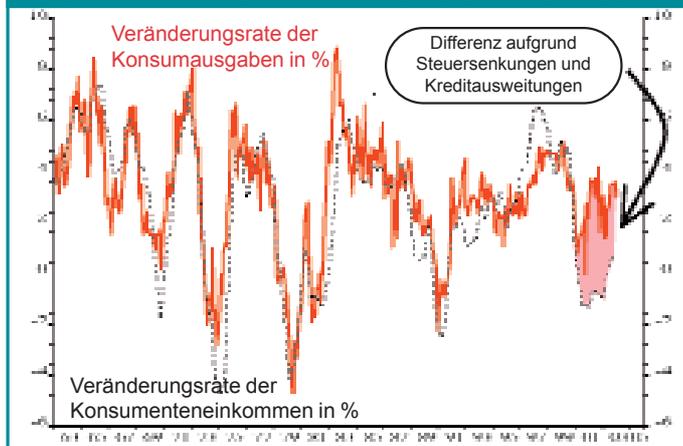
Quelle: www.contraryinvestor.com

zit. Die Ankurbelungsmaßnahmen seitens der US-Regierung verpuffen also zu einem nicht unerheblichen Teil. Das ganze mutet insofern befremdlich an, als eine Erhöhung des Staatshaushaltes theoretisch einen Multiplikatoreffekt zur Folge haben sollte, d.h. eine Haushaltserhöhung um einen Dollar müßte eigentlich zu einem höheren BIP-Zuwachs führen. Daß es tatsächlich aber genau andersherum ist, belegt wiederum, daß die US-Wirtschaft krank und sich vermutlich inmitten einer mehrjährigen Krise befindet, wobei diese momentan durch die expansive Geld- und Fiskalpolitik unter Greenspan und Bush überspielt wird. Unsere negative Auslegung des obigen Sachverhaltes wäre falsch, wenn das Staatsdefizit durch Ausgaben für Investitionen verursacht worden wäre. Dem ist aber nicht so. In erster Linie wurde damit direkt oder indirekt der Konsum weiter angeheizt, z.B. via Steuerensenkungen oder über aber Rüstungsausgaben, welche vom Prinzip her konsumtiven Charakter haben. Im Übrigen wurde bei obiger Überlegung noch gar nicht berücksichtigt, daß das US-BIP aufgrund der Verwendung von hedonischen Preis-Indices nicht um 330 Mrd. US-\$, sondern um deutlich weniger – vermutlich irgend etwas zwischen 250 und 290 Mrd. US-\$ – gewachsen ist. Das Problem ist also noch dramatischer als wir es dargestellt haben. Nebenbei: Einen ausführlichen Artikel über die hedonische Preis-Indexierung lesen Sie im nächsten Smart Investor-Heft.

### Fatale Diskrepanz

Die stark erscheinende US-Wirtschaft kann in erster Linie auf den hohen und weiter ansteigenden privaten Konsum zurückgeführt werden. Allerdings muß man sich fragen, woher dieser eigentlich gespeist wird, wenn doch, wie oben erläutert, die Anzahl der Jobs nicht zunimmt. Die Antwort darauf gibt Abb. 2. Sie zeigt die Wachstumsraten einerseits des US-Konsums und andererseits der Löhne während der letzten 40 Jahre. Seit etwa dem Jahre 2000 klaffen beide Entwicklungen weit auseinander, d.h. der Konsum wächst deutlich schneller als die Löhne. Die dunkel eingefärbte Differenz zwischen beiden Kurven kann gemäß der Analysten der SG Equity Research in erster Linie mit zwei Effekten erklärt werden. Einmal mit den massiven Steuersenkungen unter Bush und zweitens mit einer dramatischen Zunahme der privaten Verschuldung (v.a. via Refinanzierungen bei den Hypotheken). Zwar läßt sich anhand Abb. 2 nicht sagen, wann es hier zu ernststen Problemen kommen wird. Da es sich bei beiden Effekten um nicht laufend wiederholbare Maßnahmen handelt, müssen die Probleme aber zwangsläufig irgendwann auftauchen (auf Dauer kann man nicht mehr ausgeben als man verdient). Spätestens dann, wenn die Zinsen zu steigen beginnen.

Abb. 2: KONSUMAUSGABEN UND KONSUMENTENEINKOMMEN IN DEN USA

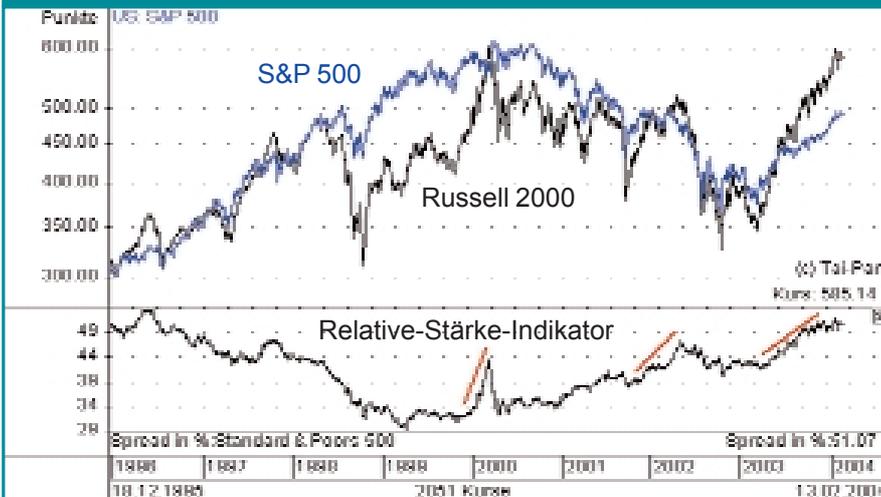


Quelle: SG Equity Research

### Lockere Zins-Zügel

Vor diesem Hintergrund sollte auch klar sein, warum die US-Notenbank die Zinsen – anders wie von vielen Marktbeobachtern befürchtet – auf absehbare Zeit nicht erhöhen wird. Eine Zinserhöhung würde die US-Sparquote nach oben und folglich die Konsumquote nach unten drücken (und damit zu einer Annäherung der beiden Kurven in Abb. 2 führen), die Folge davon wäre jedoch ein Konjunkturerinbruch. Schließlich ist der Konsum mit fast 70 % Anteil die wichtigste Stütze der US-Wirtschaft. Folglich bleibt Greenspan gar nichts anderes übrig, als möglichst lange die Zins-Zügel locker zu lassen, und Bush wiederum muß das „fiskalpolitische Gaspedal“ bis zum Anschlag durchdrücken, koste es, was es wolle. Zumindest so lange, bis die Wahlen vorüber und wahrscheinlich auch gewonnen sind. Erst danach wird vermutlich ein Konsolidierungskurs eingeschlagen werden. Da Eu-

Abb. 3: RUSSELL 2000 VERSUS S&P 500



ropa wirtschaftlich gesehen am Tropf der „Neuen Welt“ hängt, sehen wir die langfristigen Aussichten des „Alten Kontinents“ ähnlich verhalten wie die für Amerika.

### Seltsame Stärke der Small- und MidCaps

Vor allem im Small- und MidCap-Bereich, welcher doch die Masse der Titel repräsentiert (wenn auch nicht hinsichtlich der Marktkapitalisierung), erklimmen die entsprechenden Indices zunehmend neue Hochs. Das US-Marktbarometer Russell 2000, einer der breitesten Indices überhaupt, notiert beispielsweise nur knapp unterhalb seines Höchstkurses aus dem Jahr 2000 (sh. Abb. 3). So sieht normalerweise kein Markt aus, der inmitten einer dramatischen Baisse steckt. Der im gleichen Chart abgebildete S&P 500-Index, welcher stellvertretend für die meisten der europäischen und amerikanischen Blue Chip-Indices steht, notiert jedoch meilenweit unter seinem Höchststand. Diese Diskrepanz zwischen den kleinen und mittleren Titeln einerseits und den Blue Chips (z.B. S&P 500) andererseits verdeutlicht uns in gewisser Weise ein Dilemma, welches sich dem Analysten momentan auftut. Oder ist diese Konstellation am Ende ganz simpel zu deuten? Ermittelt man den Quotienten aus beiden Indices (Russell 2000 geteilt durch S&P 500), so ergibt sich ein Indikator der relativen Stärke (wie in Abb. 3 unten zu sehen). Ein Indikatoranstieg wie Anfang 2000 oder Anfang 2002 impliziert eine zunehmende Stärke des Russell gegenüber dem S&P. Interessant ist nun, was anschließend passierte: In jedem der beiden Fälle brach der Russell dramatisch ein, gleiches ereignete sich beim S&P, wengleich im Jahr 2000 mit etwas Verzögerung. Ist die Out-performance der kleinen und mittleren Titel seit Mitte 2003 am Ende gar als Warnsignal vor einem Einbruch zu sehen? Zumindest sollte man aufgrund dieser Graphik die relative Stärke der kleinen und mittleren Titel gegenüber den Blue Chips nicht uneingeschränkt positiv werten, vor allem nicht kurzfristig.

### Die Charttechnik

Beim Start des Smart Investor im April 2003 prognostizierten wir einen von uns so genannten „Pit Bull Market“ für die hiesige Börse und gehörten damit zu den „Bullen mit den größten Hörnern“ in diesem Lande, mittlerweile jedoch, nach zehn Monaten „Pit Bull Market“, haben sich einige andere Bullen dazugesellt. Das von uns ausgegebene Dax-Kursziel von 4.500 Punkten scheint in Griffweite,

ABB. 4: CHARTTECHNIK FÜR DEN DAX



und das ins Visier genommene Zeitfenster März/April rückt ohnehin immer näher. Wie hoch ist also die Wahrscheinlichkeit, daß unsere Prognose noch getroffen wird, zumal der Dax zum Redaktionsschluß (16.2.) mit 4.070 Punkten doch noch ein Stückchen davon entfernt ist? Da hinsichtlich kurzfristiger Entwicklungen fundamentale oder auch ökonomische Überlegungen keine Rolle spielen sollten, wenden wir uns sofort der Charttechnik zu (Abb. 4). Wir sehen einerseits einen sehr steilen Aufwärtstrend (Linie 1) seit dem März-Tief, welcher soeben zur Seite hin verlassen wird. Zum anderen verläuft knapp oberhalb der zuletzt erreichten Hochstände bei etwa 4.300 Punkten der Baisse-Abwärtstrend (Linie 2), welcher sich aus den ersten beiden abfallenden Hochs aus dem Jahre 2000 ergibt. Ein massiver charttechnischer Widerstand (Linie 3) verläuft schließlich bei etwa 4.450 Punkten.

**4.500 Punkte sind noch möglich**

Zwar wurde Linie 1 bereits gebrochen, allerdings würden wir dieses Signal aufgrund der Steilheit des Trends nicht überbewerten. Das Erreichen unseres Kursziels halten wir weiterhin für möglich, da die in etwa dort verlaufenden Trends unter Umständen wie Magneten auf den Dax wirken könnten. Zudem würde bei einem Hoch von 4.444 Punkten die momentane Aufwärtsbewegung exakt 38,2 % der gesamten Baisse (März 2000 bis März 2003) korrigiert haben (in absoluten Punkten gerechnet). Dieses Verhältnis entspringt dem „Goldenen Schnitt“ und kann an der Börse des öfteren beobachtet werden. Zudem erscheint uns – aber dies ist nun wirklich ein subjektiver Eindruck – die Stimmung unter den Investoren noch nicht optimistisch genug (sh. hierzu auch die Rubrik Sentimenttechnik auf S. 31). Ein nochmaliger Gipfelsturm in Richtung 4.500 Punkte – wie es unser Titelbild

andeutet – würde unseres Erachtens die letzten Zweifler „gefügt“ machen, womit sentimenttechnisch – also im Sinne der Contrary Opinion-Theorie – eine ausgezeichnete Ausgangslage für ein Top gegeben wäre. Wie auch immer, ob sofort oder von einem um einige hundert Punkte höheren Niveau aus, rechnen wir sehr stark mit einem durchaus recht schmerzhaften Dämpfer für den Dax (wie natürlich auch für alle anderen Aktienmärkte). Sein Depot „wetterfest“ zu machen, sollte also nicht schaden. Wir jedenfalls tun dies für unser Musterdepot (sh. S. 38).

**So stellen wir uns das vor**

Wie im letzten Smart Investor ausgeführt wurde, sehen wir jedoch das bald anstehende Markt-Hoch nicht zwangsläufig als das Ende des „Pit Bull Markets“, vielmehr könnte es sich dabei nur um eine letzte markante Zwischenstation vor dem finalen Gipfelsturm handeln, dessen Ende unter Umständen erst nach den US-Wahlen Anfang November eintreten wird. Abb. 5 verdeutlicht die Smart Investor-Verlaufsprognose für das Jahr 2004. Nun glauben wir nicht allen Ernstes, daß sich das deutsche Blue Chip-Barometer exakt nach dieser unserer Prognose entwickeln wird. Dennoch zeigen wir sie, um getreu dem Motto „Ein Bild sagt mehr als tausend Worte“ kurz und knapp unsere Einschätzung zu verdeutlichen. Wichtig dabei: Den Aktienmärkten droht vielleicht in Kürze – um mit unserem Titelbild zu sprechen – ein „Schlag ins Gesicht“. Dieser Schlag sollte aber wegen des gepolsterten Box-Handschuhs kein Knock-out werden, sondern nur zu einer zeitlich begrenzten Benommenheit führen. Ab Sommer bestünde dann gar die Möglichkeit, daß die Aktien wieder ihre Rally fortsetzen und manche – vermutlich

ABB. 5: NEUE DAX-VERLAUFSPROGNOSE FÜR 2004 DES SMART INVESTOR



werden die deutschen dazugehören – gar neue Jahreshochs erklimmen. Einige Gründe dafür, daß wir eine sehr starke zweite Jahreshälfte bekommen, wurden bereits im letzten Smart Investor in dieser Rubrik erläutert. Dies waren der aufwärts gerichtete saisonale Zyklus innerhalb eines US-Wahljahres, die Geld- und Zinspolitik der US-Notenbank, die ein möglichst positives Umfeld für eine Wiederwahl von George W. Bushs schaffen soll, sowie die positive Markttechnik.

### Zusammenfassung der Prognosen

Wenngleich wir bis zum Jahresende für die Aktien – insbesondere europäische und hier wiederum deutsche Aktien – durchaus noch deutlich höhere Kurse erwarten, so sehen wir ganz kurzfristig eher Gefahren, allerdings vermutlich erst von einem etwas höheren Kursniveau aus. An dieser doch recht komplexen Einschätzung der Zukunft können Sie die eingangs erwähnte Vielschichtigkeit unserer Prognosen bereits feststellen. Langfristig wiederum sind wir eher skeptisch was die wirtschaftliche und damit auch börsenmäßige Zukunft der westlichen Aktienmärkte anbelangt. Um dramatische Konjunkturerinbrüche weitestgehend zu vermeiden, werden die Staaten vermutlich in aggressiver Weise in das Wirtschaftsgeschehen eingreifen. Solche Maßnahmen können Stützungen maroder Unternehmen durch die Öffentliche Hand (v.a. in Europa) oder vehemente Erhöhungen der Rüstungsausgaben (v.a. in USA, GB und Australien) inclusive tatsächlich geführter Kriege sein. Schon des öfteren haben wir an dieser Stelle die These geäußert, daß sich die Welt in einem Kriegsjahrzehnt befindet (sh. hierzu auch den Artikel über den US-Imperialismus auf S. 18). Infolgedessen ist auch mit einem vermehrten Anziehen der Inflation zu rechnen. Tatsächlich ist die Inflation heute schon weit aus höher, als uns dies die öffentlichen Statistiken weismachen

wollen; aber dazu mehr im Artikel über die hedonische Preisberechnung im Smart Investor 4/2004. In jedem Falle fühlen wir uns vor dem Inflationshintergrund mit unserer schwerpunktmäßigen Ausrichtung unserer Empfehlungen auf die Rohstoff-Branche nach wie vor wohl.

### Fazit

Wir können bestimmt nicht hellsehen. Die vorangegangenen Prognosen für die Aktienmärkte sind daher nur vor dem Hintergrund zu verstehen, daß man sich auf Börsenturbulenzen einstellen und sich davon nicht überraschen lassen sollte. Schließlich war es von Anfang an unsere Devise, Ratschläge auch für den aktiven Investor geben zu wollen. Denn die Kaufen- und Halten-Strategie wird in den kommenden Jahren vermutlich nicht an den klassischen Aktienmärkten, sondern allenfalls im Rohstoff-Bereich und mit Abstrichen bei den Aktien der Schwellenländer funktionieren. Wöchentliche Einschätzungen zu den Entwicklungen an den Märkten finden Sie wie immer jeden Dienstag nachmittag in unserem kostenlosen Online-Börsenbrief Smart Investor Weekly ([www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)).

Ralf Flierl



## VERANSTALTUNGSHINWEISE

Der Münchner Investment Club (MIC) geht auf Tour. Auf den **MIC-Börseninfotreffen** geht es unter anderem um folgende Fragen: Werden die Aktien ihren Aufwärtstrend im Jahr 2004 fortsetzen? Stellt die Dollarschwäche ein Risiko für die Weltkonjunktur dar? Welche Rolle spielen die asiatischen Märkte, insbesondere China? Warum werden Investments in Rohstoffe immer wichtiger? Tour-Daten: 16.03.04, Augsburg; 17.03.04, Rosenheim; 18.03.04, Nürnberg; 22.03.04, Hamburg; 23.03.04, Düsseldorf; 24.03.04, Frankfurt; 25.03.04, Stuttgart, jeweils 18.00 bis 20.30 Uhr  
Programm und Anmeldung: [www.mic-online.de](http://www.mic-online.de)  
Kontakt: Tel.: +49 (089) 79 08 63-50

Vom 5. bis zum 7. März 2004 findet in Stuttgart die **Invest 2004**, die Messe für institutionelle und private Anleger, statt. Smart Investor wird mit einem Stand dort vertreten sein (zusammen mit GoingPublic) und am Samstag (6. März) um 12.00 Uhr ein Symposium zum Thema Medizintechnik veranstalten. Chefredakteur Ralf Flierl spricht zudem am Freitag (5. März) um 13.30 Uhr und am Sonntag (7. März) um 12.30 Uhr zum Thema „Die langfristigen Trends an den Kapitalmärkten“ auf dem Stand der Börse München.

Die CM-Equity AG veranstaltet nochmals die Seminarreihe „**Bausteine der Technischen Analyse**“ an vier Abenden Ende April

2004 (Smart Investor-Abonnenten erhalten einen Sonderpreis). Ein Kompakt-Seminar findet am 13. März statt (Smart Investor-Chefredakteur Ralf Flierl wird dabei einen kurzen Gastvortrag halten). Veranstaltungsort ist München.  
Kontakt: Tel.: 0172/884 75 96

Am 17. April 2004 veranstaltet der FinanzBuch Verlag einen **Gold-Kongress** im Münchner City Hilton Hotel. Die Referenten sind Martin Siegel (Fondsberater des PEH-Q-Goldmines), Uwe Bergold (Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W; sh. auch seinen Beitrag in Smart Investor 2/2004, S. 20), Oliver Disler (ABN Amro), Markus Mezger (BW-Bank) und Rainer Mayer (ZPMO Edelmetalle und Münzen AG).  
Kontakt: Tel.: (089) 65 12 85-0; [www.gold-kongress.de](http://www.gold-kongress.de)

Am 29. Mai 2004 findet im Grand Hotel Wien ein **Edelmetallseminar** statt. Die Referenten sind Uwe Bergold und Christian Wolf (beide Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W), Robert Hartmann (Pro Aurum GmbH), Claus Vogt (Berliner Effektenbank; sh. auch Interview auf S. 22), Johann A. Saiger (Herausgeber des Goldbriefes) und Martin Siegel (Fondsberater des PEH-Q-Goldmines).  
Kontakt: [seminar@argentuminvest.com](mailto:seminar@argentuminvest.com), [www.argentuminvest.com](http://www.argentuminvest.com)

## Relative Stärke

## Zuwachs aus China

## „Mittelfeld-Geplänkel“

## China

Aufmerksamen Lesern dieser Kolumne ist sicher nicht entgangen, daß unser Universum Zuwachs erhalten hat. Neben den Aktien des Shenzhen-A-Index haben wir den Hang-Seng-China-Enterprise-Index (H-Shares) in unsere Betrachtung aufgenommen. Hierbei handelt es sich um einen Index aus 32 besonders marktschweren Aktien des chinesischen Festlands, die in Hongkong notiert und auch für ausländische Investoren problemlos zugänglich sind. Der Shenzhen-A-Index umfaßt dagegen zwar ein wesentlich breiteres Spektrum aus mehreren hundert chinesischen Festlandsaktien, ist aber primär chinesischen Anlegern und lediglich ausgewählten ausländischen Institutionen vorbehalten. Wir meinen, diese Erweiterung war schon insofern geboten, als die Aufnahme eines zweiten China-Index die rapide zunehmende wirtschaftliche Bedeutung des Landes widerspiegelt, aber auch, weil erst beide Indices ein differenziertes Bild der chinesischen Entwicklung liefern. Während die H-Shares mit Rang 1 das Feld nunmehr souverän anführen, bildete der Shenzhen-A-Index über viele Monate das Schlußlicht und konnte sich erst im Berichtsmonat durch eine Verbesserung um volle acht Ränge wieder ins Spiel bringen. Wir haben den zusätzlich aufgenommenen Index auch in die Historie unserer Tabelle eingearbeitet, wodurch sich Verschiebungen im Universum ergeben. Ferner führte die Umstellung der Berechnungsweise von Wochenschlußkursen auf Tagesschlußkursen zu kleineren Verschiebungen, insbesondere im Mittelfeld der Tabelle.

## Deutschland

Es bewegt sich wieder etwas in Deutschland. In Anlehnung an den jüngsten TV-Flachsinn ließ sich Gerhard Schröder nach dem Motto: „Ich bin der Kanzler, holt mich hier raus!“ aus dem SPD-Vorstandsdschungel befreien. Die Börse dankte es ihm in der Folgewoche quer durch alle Marktsegmente mit Aufschlägen. Lediglich der Dax zeigte per Redaktionsschluß nach einem erneuten Scheitern im Bereich von rund 4.170 Punkten erste Schwächetendenzen. Bemerkenswert auch, daß der deutsche Rentenmarkt, hier gemessen am REXP-10-Index, mit Rang 19 seine leichte, jedoch kontinuierliche Rangverbesserung der Vormonate fortsetzte. Wir interpretieren dies als Hinweis auf einen schleichenden Momentumsverfall der alternativen Aktienanlagen, der den Rentenbereich relativ begünstigt.

## Silber

Die schon im letzten Heft angekündigte Gefahr eines größeren Rückschlags des kurzfristig(!) überhitzten Silberpreises realisierte sich zwar unmittelbar, erwies sich jedoch als vorübergehend. Bereits zum Redaktionsschluß waren die Verluste wieder nahezu vollständig ausgebügelt – ein Zeichen echter Stärke, das sich auch in einem weiteren Vorrücken des weißen Metalls auf Rang 7 ausdrückt. Vielleicht erinnert sich der eine oder andere Leser noch an unsere Darstellung einer abwärts gerichteten

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors						
Index	Land	RS 13.02.	RS 23.01.	RS 12.12.	RS 11.11.	RS 17.10.
H Shares	China	1	1	2	3	7
TecDAX	D	2	4	7	6	8
S.E.T.	Thai	3	3	3	1	3
MDAX	D	4	6	6	9	11
Sensex	Indien	5	9	4	2	1
IBEX 35	E	6	8	12	19	21
Silber		7	12	14	23	24
DAX	D	8	5	8	10	15
RTX	Rus	9	10	18	14	2
PTX	Polen	10	7	20	22	9
SMI	CH	11	14	9	21	18
CAC 40	F	12	11	11	15	16
All Ord.	Aus	13	15	13	13	14
Merval	Arg	14	2	5	4	6
Hang Seng	HK	15	13	10	7	10
KOSPI	Korea	16	19	19	11	13
FTSE 100	GB	17	16	17	17	17
Shenzhen A	China	18	26	26	26	26
REXP 10 *	D	19	21	22	24	25
HUI *	USA	20	24	1	5	4
Rohöl		21	17	25	25	23
S&P 500	USA	22	22	23	18	20
DJIA 30	USA	23	23	21	16	19
Gold		24	25	16	20	22
NASDAQ 100	USA	25	20	24	12	12
Nikkei 225	J	26	18	15	8	5

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

ten Keilformation des Silberpreises gegenüber Gold in der ersten Ausgabe des Smart Investor vom Mai 2003. Derartige Keilformationen spiegeln in der Regel eine nachlassende Dynamik in Richtung des Keils wider, denen dann häufig extrem dynamische Bewegungen in die Gegenrichtung folgen. Mit dem Ausbruch aus diesem Keil entwickelte sich auch bei Silber eine geradezu lehrbuchmäßige Aufwärtsdynamik; jüngst wurde sogar die seit 1987 intakte Abwärtstrendlinie nach oben durchbrochen. Zudem dürfte die oft als Negativpunkt für die weitere Silberpreisentwicklung ins Feld geführte, gewaltige Short-Position der Commercialen in einem Umfeld steigender Preise viel weniger ein Problem für den Silberpreis als für die Commercialen selbst darstellen.

Ralph Malisch

Der Einführungsartikel (vom 4.6.03) zu dieser Rubrik kann unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen) werden.

## Sentimenttechnik

# Ich bin (vielleicht?) ein Bulle – Laßt mich hier raus!

Es hat durchaus seine Reize, die Gefühlslage der Anleger auch einmal jenseits von Indikatoren wie z.B. der Put/Call-Ratio zu analysieren. So lassen sich der Themenwahl und vor allem den Titelbildern der Finanzpresse manchmal recht nützliche Hinweise auf das allgemeine Investoren-Sentiment entnehmen, und obendrein auch noch auf eine spaßigere Weise als dies bei der Interpretation eines Indikators je der Fall könnte. Nehmen wir z.B. das Titelbild der Zeitschrift Börse Online vom 12. Februar. Es zeigt einen Bullen-Kopf samt -Nacken, der an einer Sprungfeder befestigt aus einer offenen Kiste katapultiert wird. Wie läßt sich dieses Bild deuten?

Einerseits will der verantwortliche Redakteur seinem Publikum wohl folgendes mitteilen: Der Bulle kommt, und zwar mit aller Gewalt. Er kommt gar so gewaltig, daß er im Stande ist, die umschließende Box aufzubrechen und völlig überraschend mit einem einzigen Satz nach vorne/oben zu springen. Der Bulle hat es also vor lauter Kraft nicht mehr nötig, seines Weges zu traben. Das könnte er auch gar nicht, denn der Bulle ist nur eine Attrappe, ein

Kopf, der an einem Stahlskelett befestigt ist. Es handelt sich hier also andererseits nur um ein Spiel-Zeug (die Amerikaner nennen so etwas „Jack in the Box“), und da Spiel das Gegenteil von Ernst ist, traut der Redakteur dem „bullishen Braten“ wohl noch nicht so recht. Unterbewußt wählt er daher ein Symbol, welches implizit schon den Zweifel an der sehr bullishen Aussage in sich trägt.

Wir schließen daraus: Solange nicht echte Bullen auf den Heft-Covers abgebildet sind – solche mit kräftiger Statur und knalligen Texten dazu – scheint der letzte Investor noch nicht überzeugt zu sein vom Aufschwung. Und damit dürfte die Rallye noch nicht zu Ende sein. Denken Sie daran, wenn Sie das nächste Mal an einem Kiosk vorbeigehen!



**Aktie im Blickpunkt**

# BayWa AG

## Der stille Riese

So manchem Kind der Internet- und SMS-Generation dürfte das Geschäft der Münchener BayWa AG fremdartiger vorkommen als die Bilder, welche von den Marssonden „Spirit“ und „Opportunity“ zur Erde gefunkt werden: Das Unternehmen handelt mit Agrarprodukten, mit landwirtschaftlichen Betriebsstoffen sowie mit Baustoffen. Daß diese zwar äußerst bodenständigen, aber seit langem kriselnden Branchen nicht gerade die Phantasie der Anleger wecken, sollte nicht den Blick dafür verstellen, daß die Gesellschaft ihren Umsatz in den letzten zehn Jahren verdoppeln und 2002 das beste Ergebnis der Firmengeschichte verbuchen konnte. Nach einer langen Durststrecke hat sich diese Entwicklung nun auch im Aktienkurs niedergeschlagen, der in den letzten zwölf Monaten von 4,70 auf über 16 Euro stieg. Ob damit die Substanz und die Ertragspotentiale des bayerischen Mischkonzerns bereits angemessen bewertet sind, soll im folgenden analysiert werden.

### Der Konzern

Das Unternehmen, das 1923 von ländlichen Genossenschaftsbanken als regionaler Agrarhändler gegründet wurde, entwickelte sich rasch zum größten Anbieter seiner Art in Bayern, um nach einer Reihe größerer Übernahmen schließlich auch die führende Position im gesamten süddeutschen Raum sowie in Österreich zu übernehmen. Mittlerweile umfaßt der Konsolidierungskreis des Konzernabschlusses 23 Gesellschaften, die zusammen fast 5,4 Mrd. Euro Erlösen und an mehr als 2.000 Standorten über 15.000 Menschen beschäftigen. Das Produktportfolio ist ebenfalls gewachsen und erstreckt sich vom klassischen Agrarhandel über den Baustoffhandel bis hin zum Tankstellenbetrieb und Autohandel.

### Die Keimzelle

In seinem ältesten und noch immer wichtigsten Geschäftsbereich – Agrar und Technik – betätigt sich die Gesellschaft als Full-Service-Betreuer von landwirtschaftlichen Betrieben. Neben dem rei-



nen Handel mit landwirtschaftlichen Erzeugnissen erstrecken sich die Aktivitäten in diesem Sektor auf eine breite Palette an Produkten und Dienstleistungen, welche für die landwirtschaftliche Produktion benötigt werden. Hierzu gehören die Herstellung und der Vertrieb von Betriebsmitteln wie Saatgut, Dünger, Pflanzenschutz- und Futtermitteln, ferner logistische Dienstleistungen wie Lagerung und Transport, und schließlich die Errichtung von Betriebsgebäuden und der Vertrieb von landwirtschaftlichen Maschinen und Fahrzeugen. Am gesamten Konzernumsatz hatte dieses Segment 2002 einen Anteil von mehr als 46 %.

### Bau

Der Geschäftsbereich Bau, der sich in die Sparten Baustoffe, Bau- & Gartenmarkt und Haustechnik unterteilt, rangiert mit einem Umsatz von etwas über 1,5 Mrd. Euro (2002) an zweiter Stelle. Während der Konzern bei den Bau- & Gartenmärkten eine Nischenstrategie verfolgt und sich auf ländliche, weniger wettbewerbsintensive Standorte konzentriert, steht er als Baustoffhändler zumindest im deutschsprachigen Raum in der vordersten Reihe. Mit dem Spartenumsatz von nahezu 1 Mrd. Euro sind die Bayern nach eigenen Angaben die Nummer 2 in Deutschland und sogar Marktführer in Österreich.

### Energie und Sonstiges

Als drittes Standbein des Konglomerats fungiert der Handel mit Kraft- und Schmierstoffen, der 2002 über 1 Mrd. Euro zum Gesamtumsatz beitrug. Das Leistungsspektrum umfaßt hierbei die Logistik (Lagerung und Transport), den Betrieb von eigenen Tankstellen sowie Diesel- und Heizöllieferungen an private und gewerbliche Kunden. Insbesondere durch die vor zwei Jahren vollzogene Übernahme des Konkurrenten WLZ Raiffeisen AG sowie der dazugehörigen Tessol GmbH erfuhr dieser Bereich einen starken Bedeutungszuwachs. In Süddeutschland sowie in Österreich habe man damit eine „beachtliche Marktposition“ erreicht.

BAYWA AG			
BRANCHE	HANDEL- UND DIENSTLEISTUNGEN		
WKN	519 406	AKTIENZAHL (MIO.)	33,4
GJ-ENDE	31.12	KURS AM 16.2. (EURO)	14,20
MITARBEITER (31.12.02)	15.700	MCAP (MIO. EURO)	474,3

	2002	2003E	2004E
UMSATZ* (MRD. EURO)	5,35	6,0	6,08
% GGÜ. VJ.		+12,2 %	+1,3 %
EPS* (EURO)	1,05	1,10	1,15
% GGÜ. VJ.		+4,8 %	+4,5 %
KUV	0,09	0,08	0,08
KGV	13,9	13,2	12,7

\*) Schätzungen von Smart Investor

Weitere Aktivitäten sind in dem vergleichbar kleinen Geschäftsbereich „Sonstiges“ (Umsatz 2002: 276 Mio. Euro) gebündelt. Dazu gehören beispielsweise die Herstellung und der Vertrieb von Lebensmitteln sowie der Autohandel als Vertragspartner von BMW und Volvo.

### Schwierige Märkte

Die BayWa AG ist überwiegend auf reifen, z.T. sogar schrumpfenden Märkten aktiv, die darüber hinaus eine hohe Konjunkturabhängigkeit aufweisen. Insbesondere leidet der Baustoffhandel unter der langjährigen Baukrise und verzeichnet branchenweit deutliche Umsatz- und Preisrückgänge. Als sehr schwierig gilt auch der Betrieb von Bau- und Gartenmärkten, der unter hohen Überkapazitäten leidet. Im Agrarbereich kämpft vor allem die Techniksparte mit der äußerst zurückhaltenden Investitionsbereitschaft der Landwirte. Außerdem weist dieses Segment eine ausgeprägte Witterungssensibilität auf, die kurzfristig die strukturellen Probleme wie den hohen Sättigungsgrad und die Unberechenbarkeit der nahezu allgegenwärtigen staatlichen Interventionen noch zusätzlich verschärfen kann. Der Energiehandel hingegen ist von derartigen Strukturproblemen weitgehend frei, verzeichnet dafür aber wegen seiner Konjunktur- und Wetterabhängigkeit sowie aufgrund der Volatilität der Weltrohölmarkte starke Schwankungen sowohl im Geschäftsumfang als auch bei den Preisen.

### Strategie

Um in diesen komplizierten Märkten zu bestehen, setzt BayWa auf Diversifikation und Größe. So soll mit den drei Standbeinen Agrar, Bau und Energie die Abhängigkeit von den einzelnen Märkten und in Folge dessen die Anfälligkeit für Branchenkrisen reduziert werden, während das Wachstum Größenvorteile im Einkauf, in der Logistik, der Finanzierung sowie in der Standortplanung sichert. Zusätzliche Umsätze können allerdings fast nur über den Zukauf von Wettbewerbern generiert werden. Durch die Übernahme von Konkurrenten in den angestammten Märkten oder vergleichbar aufgestellter Unternehmen in neuen Zielmärkten hat sich die BayWa AG bereits zu Europas zweitgrößtem Agrarhändler sowie zur Nummer zwei im deutschen Baustoffhandel entwickelt. Bei der letzten Transaktion, dem Kauf der WLZ, wurden aber auch die Grenzen dieser Strategie sichtbar, als das Bundeskartellamt den Erwerb nur mit der Auflage genehmigte, im Agrarhandel ein Geschäftsvolumen von mindestens 60 Mio. Euro an Wettbewerber zu verkaufen.

### Zahlen

Nachdem 2002 konzernweit 5,35 Mrd. Euro umgesetzt worden waren, lag die Zielmarke für 2003 bei 6 Mrd. Euro, wobei der Zuwachs vor allem auf die erstmalig ganzjährige Konsolidierung der WLZ zurückzuführen ist. Ob das Ziel erreicht wurde, wird erst anlässlich der Bilanzpressekonferenz am 1. April bekanntgegeben. Der Vorstand zeigte sich bislang zuversichtlich, die Planvorgaben erfüllen zu können, zumal nach neun Monaten bereits 4,5 Mrd. Euro Erlöst wurden. Auch beim Ergebnis gab es im gleichen Zeitraum einen erfreulichen Anstieg in allen Geschäftsbereichen, der zudem teilweise wesentlich höher ausfiel als das Umsatzwachstum. So betrug das Nachsteuerergebnis rund 29

Mio. Euro (Vorjahr 23 Mio. Euro) und das EBIT fast 60 Mio. Euro, was einer EBIT-Marge von ca. 1,3 % entspricht. Der überdurchschnittliche Ergebnisanstieg wurde vom Unternehmen hauptsächlich mit erzielten Synergien im Rahmen der Übernahme begründet.

### Bewertung

Bei einem Kurs von 15 Euro beträgt die Marktkapitalisierung der BayWa AG etwa 0,5 Mrd. Euro. In Relation zum Planumsatz ergibt dies ein KUV03 von lediglich 0,08. Diese zunächst äußerst niedrig anmutende Bewertung relativiert sich jedoch angesichts der schwachen Profitabilität. Mit

dem angekündigten DVFA-Ergebnis pro Aktie von 1,10 Euro errechnet sich ein KGV03 von 13,6. Auch wenn die hohe Substanz (allein der Buchwert des Immobilienvermögens betrug Ende 2002 fast 0,7 Mrd. Euro) das aktuelle Kursniveau absichern dürfte, ist eine nachhaltig höhere Bewertung erst bei einer deutlich verbesserten Ertragskraft zu erwarten.

### Fazit

Bei der BayWa AG handelt es sich um ein gut aufgestelltes, sein Geschäft beherrschendes Unternehmen, das allerdings sehr margenschwach ist. Die entscheidende Frage lautet deshalb, ob es dem Management gelingt, die angekündigten Synergiepotentiale tatsächlich zu heben. Die erfolgreiche Expansion der letzten zehn Jahre sowie die vergleichbar geringen Geschäftseinbrüche infolge der jüngsten Konjunkturschwäche erwecken zumindest den Eindruck, daß der eingeschlagene Weg richtig ist. Sollte sich zudem das wirtschaftliche Umfeld endlich aufhellen, könnte das dem Wert zusätzlichen Schwung verleihen. Dann wären für unseren Musterdepot-Titel (sh. S. 38) auch Kurse jenseits der 20 Euro denkbar.

Holger Steffen, Adam Jakubowski



## Externe Analyse

## Centrotec AG

## Erfolgreiche Akquisitionspolitik

Von Michael Eisenbeis, Analyst bei der Solventis Research GmbH

Centrotec ist eine Unternehmensgruppe, die aus einem in den siebziger Jahren gegründeten Betrieb für die Verarbeitung von Hochtemperaturkunststoffen hervorgegangen ist. Seit 1998 ist die Gesellschaft börsennotiert. Centrotec ist eines der wenigen Unternehmen, das seine Wachstumsprognosen zum Börsengang in den Folgejahren erheblich übertreffen konnte. Ein wichtiger Wachstumstreiber sind weitgehend fremdfinanzierte Akquisitionen, die regelmäßig nicht in der angegebenen Planung enthalten waren. Die gekauften Unternehmen erwirtschaften zumeist bereits im Jahr des Erwerbs einen positiven Deckungsbeitrag und sollen i.d.R. den Kaufpreis in 5 bis 10 Jahren aus dem operativen Cash Flow zurückzahlen. Die positive Geschäftsentwicklung und die für 2004 angekündigte Akquisitionspause zur Verbesserung der Eigenkapitalquote wurden vom Markt honoriert. Nach einem Tiefstkurs von 3,65 Euro im März letzten Jahres notiert die Centrotec-Aktie aktuell bei 12 Euro. Das Management erwartet entsprechend seiner Mittelfristplanung für 2004 ein Umsatzwachstum von 10 bis 15 % und ein Ergebniswachstum von mindestens 20 %.

## Die Geschäftsfelder

Das Unternehmensportfolio umfasst mit der jüngsten Akquisition Möller Feinmechanik jetzt auch ein Standbein in der Medizintechnik. Centrotec unterscheidet drei Segmente.

- ◆ Gas Flue Systems, 40 % Umsatzanteil (2003e): Zum Segment Gas Flue Systems zählt Centrotec die Abgassysteme für Brennwertkessel. Aufgrund gesetzlicher Vorschriften in Deutschland (Bundesemissionsschutzverordnung, Energieeinsparungsverordnung), Holland (Energie Prestatie Norm) usw. werden Brennwertsysteme immer stärker nachgefragt. Wir erwarten europaweit ab 2010 den fast flächendeckenden Einsatz der Brennwerttechnologie. Centrotec hat nach eigenen Angaben einen Marktanteil von 25 % in Europa. Während in den Niederlanden die Marktdurchdringung bei etwa 90 %

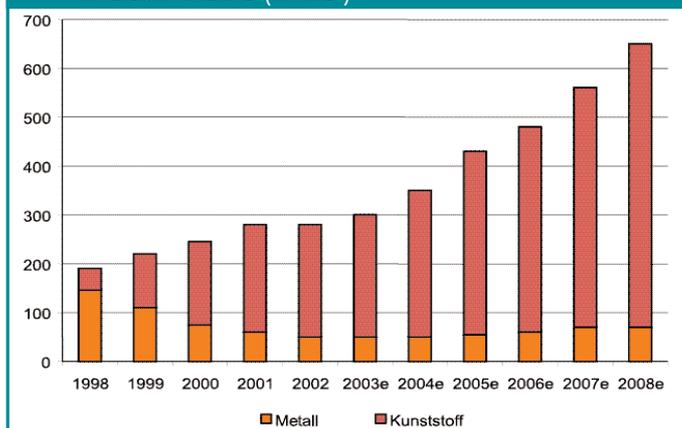
liegt, bieten Deutschland (50 %), UK (10 %), Italien (10 %), Frankreich (5 %) usw. noch erhebliches Wachstumspotential.

- ◆ Climate Systems, 35 % Umsatzanteil (2003e): Im Bereich Climate Systems ist Centrotec durch die Akquisitionen von Brinck und NedAir zum europäischen Marktführer bei passiven Klimasystemen geworden, die in Niedrigenergiehäusern eingesetzt werden. Brinck hat einen Marktanteil von 30 % in Europa. NedAir stellt Wärmerückgewinnungssysteme für große Wohnhäuser und kleine gewerbliche und öffentliche Immobilien her. In den Niederlanden ist der Marktanteil des bislang nur regional anbietenden Unternehmens gering (< 5 %), jedoch wächst dieser aufgrund der günstigen Kosten im Vergleich zu konventionellen Klimaanlageanlagen stark.
- ◆ Medical & Engineering Plastics, 25 % Umsatzanteil (2003e): Engineering Plastics umfasst hauptsächlich die Herstellung von Spezialbausteinen aus Hochleistungskunststoffen und der Laminierung von faserverstärktem Kunststoff. Advanced Composites sind extrem leistungsfähige und leichte Materialien, die u.a. bei Flugzeugen der neuesten Generation Verwendung finden. Die Akquisition Möller Medical GmbH & Co. KG (vormals Möller Feinmechanik GmbH & Co. KG) wird ebenfalls in diesem Segment geführt. Das Unternehmen fertigt Kunststoffteile und komplexe Baugruppen u.a. für die DNA-Analyse und die mikroinvasive sowie ästhetische Chirurgie (z.B. Fettabsaugung). Auf Medical Components entfällt ein Umsatzanteil von 10 %.



Michael Eisenbeis

ABB. 1: ABSATZ DER ABGASSYSTEME FÜR BRENNWERTKESSEL IN DEUTSCHLAND (IN TSD.)



Quelle: Centrotec, Solventis

## Markt

Centrotec profitiert vom Trend zu kleinen und qualitativ hochwertigen Wohneinheiten, die nach Energiespargesichtspunkten gebaut werden. Wir erwarten in 2004 für Centrotec ein Umsatzwachstum um 10 bis 15 % im Bereich Gas Flue Systems und Climate Systems. Im Bereich Engineering Plastics ist Centrotec von der konjunkturellen Entwicklung in der verarbeitenden Industrie abhängig. Wir erwarten ein organisches Umsatzwachstum im Bereich Engineering Plastics von über 5 %. Im Bereich Analytik und ästhetische Chirurgie, den Möller Fein-

mechanik vorwiegend bedient, sehen wir Wachstumsraten von über 9 %. Im Bereich Klimatisierung und Gas Flue ist wieder mit zweistelligen Wachstumsraten zu rechnen. Hier profitiert das Unternehmen vom anhaltenden Trend zur Energieeinsparung.

### Kunden

Die Kundenstruktur von Centrotec ist über alle Segmente breit gefächert. Im Bereich Gas Flue Systems ist das Unternehmen Zulieferer von großen europäischen Heizungsherstellern, wobei auf den größten Kunden ein Umsatzanteil von 8 % entfällt. Nach Aussage des Managements ist das Risiko gering, diesen Kunden zu verlieren. Bei der Klimatechnik sind die Kunden niederländische Projektentwickler und Installateure sowie deutsche Heizkessel- und Lüftungshersteller. Zu Centrotecs Kunden im Bereich der Hochleistungskunststoffherstellung inkl. Medizintechnik zählen u.a. B. Braun, Merck, KHS, Roche und ThyssenKrupp.

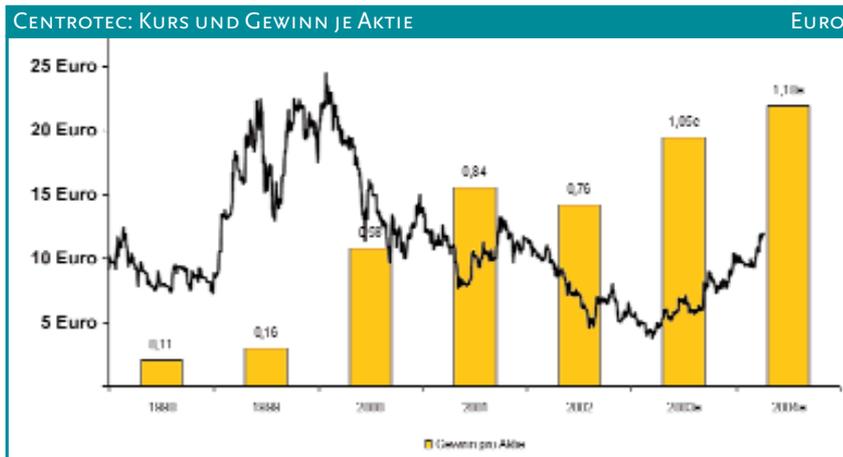
### Konkurrenten

Aufgrund der Nischenausrichtung lassen sich Vergleichsunternehmen am besten für Teilbereiche von Centrotec finden. Zu den Wettbewerbern gehören meist mittelständische Hersteller von Halbzeugen, Fertigteilen und Baugruppen aus Hochleistungskunststoffen wie zum Beispiel Quadrant (Schweiz), Simona/Georg Fischer, Ensinger, Sustaplast, usw. Bei den Abgassystemen finden sich mit Interactive, Muelink & Grol (Niederlande), Cox Geelen (Niederlande) und Skoberne ebenfalls Mittelständler unter den Konkurrenten. Im Bereich Klimatechnik ist vor allem StorkAir (Niederlande) ein Wettbewerber für passive Klimasysteme. In der Medizintechnik sind einige mittelständische Unternehmen im Centrotec-Marktsegment tätig.

### Strategische Optionen

Die aktuelle Notierung der Centrotec-Aktie liegt trotz des rasanten Kursanstiegs der letzten Quartale immer noch weit unter den Höchstkursen von bereinigt 22,50 Euro. Das Unternehmen hat folgende Optionen, um den Börsenwert nachhaltig zu steigern.

- ◆ Wertschöpfung durch Verbesserung der Eigenkapitalquote: Die Bilanzstruktur der Centrotec AG ist mit den aufgelaufenen Verbindlichkeiten und einem das Eigenkapital um 4,7 Mio. Euro übersteigenden Goodwill ein Hauptnegativpunkt. Auch wenn das Unternehmen den Hebel aufgrund des hohen operativen Cash Flows und der guten Zinsdeckung als noch nicht ausgereizt ansieht, wäre eine Verschlechterung der Bilanzrelationen unter Risikoaspekten nicht wünschenswert. Geringere Verbindlichkeiten und eine höhere Eigenkapitalquote dürften Grundvoraussetzungen für den Einstieg zusätzlicher Investoren sein. Wir können uns vorstellen, daß bei Kursen von über 15 Euro auch eine Kapitalerhöhung in Betracht gezogen wird.
- ◆ Wertschöpfung durch Integration und Transparenz: Die Integration der bislang getätigten Akquisitionen ist laut Aussage des Managements eine primäre Aufgabe für das laufende Jahr. Zwischen den Kernbereichen von Centrotec gibt es nur bedingt Synergien. Zudem ist die Kontrolle durch die Konzernführung bislang gewollt niedrig („Förderung der Eigenverantwortung“). Angesichts der erreichten Größe ist es jedoch notwendig, strengere interne Steuerungs- und Kontrollmechanismen zu imple-



Quelle: Centrotec, Solventis

mentieren. Hier sehen wir zusammen mit der Verbesserung der IR-Arbeit und dem Schuldenabbau die größte Chance, den Aktienkurs positiv zu beeinflussen.

- ◆ Wertschöpfung durch Innovation: Mit verstärkter Forschung und Entwicklung lassen sich neue Produkte und Märkte erschließen. Centrotec ist in sehr interessanten Nischen tätig, jedoch gibt es auch viele weitere Anwendungsgebiete für Hochleistungskunststoffe. Auch müssen schon bestehende Produkte immer wieder überprüft werden, ob sie den Renditeanforderungen des Kapitalmarktes entsprechen.
- ◆ Wertschöpfung durch Merger: Eine weitere Option besteht darin, Centrotec durch eine Fusion im Rahmen eines Aktientausches in eine höhere Liga zu bringen. Davon würde das Unternehmen operativ profitieren. Außerdem wäre dies eine Möglichkeit, das Interesse institutioneller Investoren zu erhöhen. Dabei spielen nicht nur Größeneffekte eine Rolle, sondern die Chance auf eine Behebung der Defizite hinsichtlich der Transparenz. Die Wahrscheinlichkeit für einen Merger dürfte derzeit gering sein. Aufgrund des engen Kapitalrahmens sollten auch kleinere Akquisitionen vorerst eine nachrangige Rolle spielen.

### Bewertung

Trotz des schwierigen konjunkturellen Umfeldes hat sich das Unternehmen im vergangenen Jahr gut entwickelt. Die Planzahlen des Managements lassen für 2004 ein Umsatzwachstum von 10 bis 15 % und ein überproportionales Gewinnwachstum von etwa 20 % erwarten. Auf Basis dieser Annahmen erscheint die Aktie des Unternehmens bei 12 Euro in etwa fair bewertet. Zusätzliches Kurspotential ergibt sich unseres Erachtens aber, wenn die konjunkturellen Impulse stärker als erwartet ausfallen, die Umsatz- und Gewinnentwicklung so an Dynamik gewinnen und die oben angesprochenen Kritikpunkte überzeugend angegangen werden. Die wichtigsten Bereiche dürften 2004 weiterhin Gas Flue Systems und Climate Systems bleiben. Wir können uns jedoch vorstellen, daß das Medical-Segment (vielleicht nach einer weiteren Akquisition in 2005) tendenziell an Bedeutung gewinnen und perspektivisch zu einem neuen Geschäftsbereich ausgebaut wird.

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

## MoneyTalk

## „Ein echter Neuanfang“

*Smart Investor im Gespräch mit Jürgen Baltes, Alleinvorstand des Forderungsmanagement-Spezialisten ABIT, über den Zusammenschluß mit phinware, Fehler der Vergangenheit sowie die Perspektiven nach dem Turnaround*

**Smart Investor:** Herr Baltes, ABIT fusioniert mit phinware. Was ist der Sinn dieses Zusammenschlusses?

**Baltes:** Die beiden Unternehmen sind in komplementären Geschäftsfeldern tätig. Das Kerngeschäft von ABIT liegt in der Kreditwirtschaft, der Schwerpunkt von phinware liegt dagegen im Non-Banking-Bereich, so etwa in der Versicherungs- und Energiewirtschaft, auch im kommunalen Bereich. Die Idee zum Zusammenschluß kam unter anderem aufgrund der Erkenntnis zustande, daß wir jeweils in Felder zu investieren begannen, in denen der andere schon engagiert ist. Im Verbund werden wir nicht nur stärker sein als vorher, sondern auch erheblich bei den Investitionen in benachbarte Geschäftsbereiche sparen können.

**Smart Investor:** Synergiepotentiale wird es dann doch wohl kaum geben. Was bringt die Verschmelzung denn ertragsseitig, nur ein paar Einsparungen?

**Baltes:** Das ist sicher der Schwerpunkt, aber ich würde das „nur“ weglassen, weil es sich um wirklich erhebliche Größenordnungen handelt. Wir reden hier von einigen hundert Tausend Euro. Sie haben allerdings recht, Personaleinsparungen wird es kaum geben, da beide Unternehmen bereits einen rigiden Sparkurs hinter sich haben. Die bedeutendste Synergie insgesamt besteht in der Stärkung unserer Marktstellung.

**Smart Investor:** Die Konkurrenz schläft auch nicht: In wessen Hoheitsgewässern befinden Sie sich, wenn Sie – wie durch die Fusion – weiter expandieren? Ist es auf mittlere Sicht nicht SAP, der Sie da gegenüber treten?

**Baltes:** Grundsätzlich ja, aber das muß man sehr differenziert betrachten. SAP spielt bislang kaum eine Rolle in unserer Nische, im Non-Banking-Bereich allemal nicht. Es kommt hier auf Spezial-Know-how an. Langfristig muß man damit rechnen, daß SAP auch in dieser Branche Fuß fassen will, aber es wird dann vorrangig wieder nur um Software gehen. ABIT aber ist mehr als ein reiner Software-Anbieter.

**Smart Investor:** Der Kurs von ABIT hat sich schon deutlich erholt. Was war im Jahr 2003 denn anders als ein, zwei Jahre zuvor – was ist damals eigentlich schiefgelaufen?

**Baltes:** Es war ein Markteffekt, aber auch unternehmensspezifische Gründe spielten eine Rolle. Im Kontext des Börsengangs hatte man viel zu euphorische Erwartungen mit all seinen negativen Begleiterscheinungen hinsichtlich Personal, Kostenstruktur etc. Wenn man mehr Personalkosten hat als Umsätze, bekommt ein Unternehmen ein Problem. Das konnte nicht lange gut gehen, erst recht, als sich die überzogenen Erwartungen an den Markt nicht erfüllten. Hinzu kam, daß ABIT in den 90er Jahren zu lange gebraucht hat, seine sehr gute Marktposition auf neue Technologien zu übertragen. Dies ist ein Kraftakt, den ABIT erst 2002 mit der Markteinführung der

ABIT.net-Produktsuite vollständig abgeschlossen hat.

**Smart Investor:** Im Jahr 2003 hatte ABIT, wohl aufgrund einer niedrigeren Kostenstruktur, ein Plus beim operativen Ergebnis. Sieht so denn ein Turnaround aus?

**Baltes:** Also das stimmt so nicht ganz, ABIT hat bei steigenden Umsätzen die Erträge von Quartal zu Quartal verbessern können. Jedes Quartal des letzten Jahres war operativ bereits im Plus, mit einer bereits ganz ansehnlichen Marge im 2. und 3. Quartal. Bei steigenden Umsätzen – plus 30 % im letzten Jahr – haben wir unsere Kostenstruktur im wesentlichen gehalten. Nachdem wir im Oktober 2002 unser Amerikageschäft abgestoßen hatten, haben wir auch keine besonderen Belastungen mehr in den Büchern, so daß die Hürde zwischen operativem und Netto-Plus nun nicht mehr groß ist. Vor einem Jahr noch hätte ich auf Ihre Frage geantwortet: Ja, den Turnaround hat ABIT eingeleitet; heute aber kann ich sagen: Wie die Zahlen für 2003 manifestieren, ist der Turnaround auch nachhaltig gelungen. ABIT macht wieder Gewinne.

**Smart Investor:** Bei ABIT lauern also auch keine Goodwill-Abschreibungen mehr in der Bilanz?

**Baltes:** Vor der Akquisition der phinware lagen die Abschreibungen bei ca. 0,5 Mio. p.a. Im Moment sind wir noch in der Diskussion, wie viel wir nach der Zusammenlegung mit der phinware mit in die Bücher nehmen. Zum Bilanzstichtag 2001 haben wir die latenten Steuern aus der Bilanz genommen, ein Jahr später dann das Amerikageschäft. Von daher haben wir jetzt einen echten Neuanfang und stehen „clean“ da.

**Smart Investor:** Wie steht es denn um die liquiden Mittel und die Verbindlichkeiten?

**Baltes:** Durch phinware bekommen wir nochmal 2,5 Mio. Euro dazu, so daß wir von mehr als 10 Mio. Euro an liquiden Mitteln ausgehen können. An langfristigen Verbindlichkeiten hat ABIT neben den Aufwendungen für das Betriebsgebäude etwa 1,2 Mio. Euro zu Buche stehen, aber auch die werden schrittweise zurückgeführt. Also eine absolut komfortable Position.

**Smart Investor:** Herr Baltes, vielen Dank für das Interview.



Jürgen Baltes

Interview: Falko Bozicevic

## Buy &amp; Good Bye

## Good Bye: SAP

Der Kursverlauf von SAP mit seinem flach zulaufenden Keil erinnert ein wenig an den Südsattel des Mount Everest – bekanntlich ist die schroffe Nordseite weit weniger einladend, weil steil abfallend. Der Kurseinbruch nach den enttäuschenden Zahlen für das vierte Quartal währte nur kurz, viel zu kurz eigentlich, zu groß scheint doch das Vertrauen in das deutsche Flaggschiff. Denn was sind die Alternativen im ERP-Software-Bereich? Oracle mit seinem extrovertierten CEO Ellison ist für sich selbst die größte Gefahr, die Zukunft von PeopleSoft und Siebel Systems dagegen ist mehr als ungewiß. Dieser Quasi-Anlagenotstand hat dazu geführt, daß den Walldorfern regelmäßig eine Bewertung zuteil wird, die auf in ferne Zukunft gerichtete optimistischen Erwartungshaltungen fußt. Die Frage war immer nur, wie fern.

Die Umsätze von 2,2 Mrd. Euro im vierten Quartal lagen 3 % unter dem Vorjahreswert, so jedenfalls sieht kein Wachstum aus: schlicht enttäuschend. Auch die 0,42 Mrd. Euro Nettogewinn lagen unter dem Vergleichswert. Für das Gesamtjahr sah es nicht anders aus. SAP lamentiert über die Dollarschwäche, doch war es gerade der US-Raum, der noch Wachstum verzeichnen konnte. Die hochmargigen Lizenzeinnahmen, sie steigen nicht, sondern fallen. SAP nimmt das in Kauf, weil Kunden ansonsten bei auslaufenden Verträgen in die Fänge der Konkurrenz geraten. Mal angenommen, Europas IT-Investitionen kommen im laufenden Jahr endlich aus

den Startlöchern, mehr als ein einstelliges Wachstum wird sich für SAP nicht ergeben, während der Gewinn von Marktanteilen in den Staaten wieder durch den Dollarverfall kompensiert wird. Wofür also bezahlen Anleger das 35fache des erwarteten Gewinns des laufenden Jahres? Diese Frage ließ sich auch sonst kaum beantworten, es ist hier der Name, der den Investitionsanreiz ausmacht. Höchstwahrscheinlich bricht der SAP-Kurs nicht sofort ein, es dürfte eher ein lang anhaltender Anpassungsprozeß werden. Nach unten jedenfalls ist viel Platz.



## Good Bye: Ericsson

Da Smart Investor von einem bevorstehenden Markt-Top ausgeht, haben wir an dieser Stelle ein zweites Good Bye. Schließlich gibt es derzeit auch wieder jede Menge Aktien, die eine breite Angriffsfläche für eine Verabschiedung bieten. Eine davon ist Ericsson, aber nicht nur. Auch Nortel, Nokia und paar andere der üblichen Verdächtigen aus dem Netzwerkinfrastrukturbereich sind ihren Geschäftszahlen schon wieder „ein bißchen“ enteilt. Bei Ericsson erwähnten wir schon im Beitrag „Powered by Potemkin“ in Smart Investor 9/2003, daß das schwedische Unternehmen eher wie eine Option auf den gesamten Sektor aufzufassen sei. In der Tat hat sich der Kurs von Ericsson seitdem exakt verdoppelt. Von all den zwischenzeitlich Scheintoten des Mobilfunk- und Infrastruktur-Business hat das Unternehmen aus dem Land der Elche die beste Performance hingelegt. Aber weshalb eigentlich?

Der Ausblick von Ericsson im Rahmen der letzten Geschäftszahlen sorgte für Optimismus. Doch kann es sein, daß die Wireless-Branche nichts gelernt hat aus den letzten Jahren und bereits wieder Quartalsergebnisse auf fünf Jahre im voraus projiziert? Anders ist nicht zu erklären, wie die Schweden wie verlaublich auf eine Rohmarge von 45 % oder eine operative Umsatzmarge von über 20 % kommen könnten. In den letzten Jahren, die die „guten“ Zeiten, also die Zeiten des Handy-Booms, mit einbeziehen, lag die operative Umsatzmarge gerade bei 5 %.

Mit einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 2,75 auf Basis der letzten 12 Monate sind die Schweden genauso teuer wie Branchenprimus Nokia (2,8), doch die machen wenigstens auch unbereinigtes noch Gewinne. Der Bewertungsabschlag der permanent straukelnden Motorola ist durchaus gerechtfertigt (KUV: 1,5), was also hat Ericsson in der Sphäre einer Nokia zu suchen? Ziemlich wenig. Wenn es stimmt, daß Ericsson auch heute noch nicht viel mehr als eine Option auf den Mobilfunksektor darstellt, muß daran erinnert werden, daß Optionen bekanntlich auch ein Verfalldatum haben.



**Musterdepot**

# In Hab-Acht-Stellung

*Wenn alles wie am Schnürchen läuft, gibt es normalerweise keinen Grund zur Besorgnis. Falsch gedacht! – gerade wenn nichts den Blick zu trüben scheint, hat man die Zeit, gründlich nachzudenken und sein Depot „wetterfest“ zu machen.*

**Der Dax beginnt zu schwächeln**

Vor einer solchen Situation standen wir im Prinzip schon vor Erscheinen der letzten Ausgabe. Bis auf zwei Titel konnten damals sämtliche anderen Musterdepotaktien gegenüber dem Vormonat zulegen und in der Summe sogar den Dax mit einer Differenz von ca. 7 Prozentpunkten hinter sich lassen. Dieses Mal lief es sogar noch deutlicher für uns: Während der Dax im Vergleich zu Ende Januar ca. 1,4 % einbüßte – übrigens der zweite Monatsverlust für den deutschen Aktienindex seit Beginn der Pit Bull Market-Rally im März 2003 –, hievte sich unser Musterdepot-Gesamtwert weitere 5,7 % nach oben. Nur die Tatneft-Papiere liegen seit Depotaufnahme noch im roten Bereich.

**Rutschiger Rahm**

Wie in der Titelstory erläutert (siehe S. 26 ff) rechnen wir damit, daß den Aktienmärkten in Kürze ein Dämpfer bevorstehen könnte. Wie groß dieser nun ausfallen wird, nun, das wird man erst wissen, wenn man ihn hinter sich hat. Das ist das Problem – wird die Stimmung umschlagen, erlischt die Wachstumsillusion etc.? „Wetterfest“ macht man sein Depot also am besten vorher, nicht



erst, wenn die Wiese brennt. Gerade jetzt, wo alles in scheinbarer Harmonie noch nach oben schleicht und auf diversen Titelblättern Möchtegern-Bullen schnaufen, scheint gerade die rechte Zeit, sich Gedanken um die nächsten Dispositionen zu machen. Unsere Liquidität ist durch unsere letzte Depotaufnahme

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)										
PERFORMANCE: +54,5 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +59,1 %); +5,7 % GG. VORMONAT (DAX: -1,4 %)										
TITEL (LAND)	WKN	STRATEGIE**	STÜCK	KAUF-DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	SEIT KAUF
BANPU (THAI)	882 131	A	5.000	02.06.03	0,82	3,05	15.250	9,9%	+15,5 %	+272,0 %
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.03	3,90	11,55	11.550	7,5%	+33,5 %	+196,2 %
BAYWA (D)	519 406	S	700	28.10.03	9,50	14,20	9.940	6,4%	+2,5 %	+49,5 %
ARQUES (D)	515 600	S	200	27.10.03	16,00	23,80	4.760	3,1%	+23,3 %	+48,8 %
PERILYA (AUS)	876 505	R	5.000	24.11.03	0,61	0,87	4.350	2,8%	+7,4 %	+42,6 %
ALSTOM S.A. (F)	915 183	S	3.000	10.02.04	1,69	2,38	7.140	4,6%	-	+40,8 %
HARMONY MINING (SA)	864 439	R	800	15.07.03	10,00	13,23	10.584	6,9%	+4,6 %	+32,3 %
HIGHLIGHT (D)	920 299	S	2.000	28.10.03	2,58	3,37	6.740	4,4%	+5,3 %	+30,6 %
DURBAN DEEP (SA)	865 260	R	5.000	27.03.03	2,13	2,78	13.900	9,0%	-2,5 %	+30,5 %
HUANENG POWER (CHI)	892 647	A	150	08.08.03	44,80	55,42	8.313	5,4%	-0,4 %	+23,7 %
TOM.COM (CHI)	935 147	A	20.000	29.07.03	0,23	0,27	5.400	3,5%	+8,0 %	+17,4 %
CNR (CAN)	865 114	R	150	18.09.03	34,00	39,71	5.957	3,9%	-7,5 %	+16,8 %
CROESUS MINING (AUS)	871 679	R	15.000	02.06.03	0,30	0,35	5.250	3,4%	+0,0 %	+16,7 %
ENERGIEKONTOR (D)	531 350	S	2.000	28.10.03	2,25	2,59	5.180	3,4%	+13,6 %	+15,1 %
CANON (J)	853 055	A	300	31.03.03	32,50	37,35	11.205	7,3%	-4,5 %	+14,9 %
TRI-VALLEY (USA)	911 919	R	750	24.11.03	3,70	3,80	2.850	1,8%	-9,5 %	+2,7 %
STADA ARZNEIMITTEL	725 180	S	100	20.01.04	51,00	52,34	5.234	3,4%	-0,5 %	+2,6 %
TATNEFT (RUS)	904 282	R	500	14.10.03	22,10	20,20	10.100	6,5%	-2,4 %	-8,6 %
							AKTIENBESTAND	143.702	93,0%	
							LIQUIDITÄT	10.778	7,0%	
							GESAMTWERT	154.480	100,0%	

\*) am 16.2.2004; in Euro; \*\*) Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A= Asien; S= Spezialsituationen)

**LISTE DER VERKAUFLIMITS (UNTER VORBEHALT)**

TITEL	KURS AKT.*	AKT. BESTAND		GEPLANTE VERKÄUFE	
		IN STÜCK	STÜCKE	LIMIT	
BANPU	3,05	5.000	2.000	>3,50	
ALSTOM S.A.	2,38	3.000	3.000	>3,00	
HARMONY MINING	13,23	800	250	>14,00	
HIGHLIGHT	3,37	2.000	2.000	>4,00	
DURBAN DEEP	2,78	5.000	1.000	>3,20	
TOM.COM	0,27	20.000	20.000	>0,29	
CROESUS MINING	0,35	15.000	7.000	>0,40	
ENERGIEKONTOR	2,59	2.000	2.000	>3,00	
CANON	37,35	300	100	>40,00	
TATNEFT	20,20	500	250	>22,00	

\*) am 16.2.2004 in Euro

(Alstom S.A., Anfang Februar) auf deutlich unter 10 % gesunken, so daß wir vor der unangenehmen Wahl stehen, entweder den Rahm zu früh abzuschöpfen (wenn wir Positionen verkaufen und der Markt weiterläuft) oder aber den „Exit“ zu verpassen, obwohl wir ein fehlendes Stück in der Leiter nach oben gesehen und „Vorsicht!“ gerufen haben. Im ersten Fall beschweren Sie, die Leser, sich bei uns, im zweiten Fall beschweren vor allem wir uns – also wieder mal der berühmte Cassandra-Effekt: Man sieht die Zukunft voraus, aber es gelingt trotzdem nicht, sich angemessen auf sie vorzubereiten oder sie gar „umzuschreiben“.

**Wir brauchen Platz und Liquidität**

Was also tun? Die Kurse laufen ja noch, und so haben wir uns daher entschlossen, unser Depot auf einen „Dämpfer an den Märkten“ vorzubereiten; keinen Einbruch oder Zusammenbruch, aber eben einen Dämpfer. Dazu müssen wir vor allem unsere Liquidität wieder vergrößern, und wir hatten schon in der letzten Ausgabe angedeutet, daß wir uns bei ausgewählten Titeln nicht scheuen werden, diese bei Gelegenheit abzustoßen. Da einige Positionen in eine zu hohe Gewichtung hineingelaufen sind, wollen wir in erster Linie versuchen, über Teilverkäufe ein harmonisches Gleichgewicht wiederherzustellen. Highlight, Energiekontor und Alstom waren die einzigen Positionen, die aus kurzfristigen Trading-Motiven ins Depot gerückt waren, so daß wir mit diesen Aktien am wenigsten „verheiratet“ sind. Bei Highlight und Energiekontor sind wir bereit, sie komplett, nicht nur in Teilen, herzugeben. Die enttäuschend gelaufene Tatneft würden wir (zum Teil) bei über 22 Euro und Tom.com bei 0,29 Euro verkaufen. Hier spricht ebenfalls nichts gegen die Unternehmen selbst, wie dargestellt müssen wir aber irgendwo Liquidität schaffen, und diese Titel bieten sich dazu an. Unsere anderen Musterdepotpositionen stehen im Prinzip nicht in Gänze zur Disposition, hier erwägen wir allenfalls Teilverkäufe, um das Gleichgewicht wiederherzustellen. So etwa beim thailändischen Kohleförderer Banpu, aber auch bei Harmony Mining, Croesus, Durban Deep und Canon. Wie gesagt, fundamentale Makel sind nicht der Grund, es geht nur darum, Platz zu schaffen.

**Glück gehabt mit Alstom**

Mit Alstom, der Aktienbesprechung aus der letzten Smart Investor-Ausgabe, hatten wir schlichtweg Glück. Wir kamen zu 1,69 Euro mit unserem Limit zum Zuge, jedoch fiel der Kurs noch ein paar Prozent weiter. „Dumm gelaufen“ war die erste Reaktion auf diese Entwicklung, „Glück des Tüchtigen“ dann die zweite Reaktion auf die dann folgende Entwicklung. Daß zwei wohlgesonnene Studien von Investmentbanken zu Alstom auf dem Wege wa-

ren und just kurz nach Depotaufnahme an die Öffentlichkeit kamen, wußten wir natürlich auch nicht. Unter 3 Euro werden wir die Papiere aus heutiger Sicht nicht wieder veräußern wollen.

**Zaruma weiterhin auf Kaufliste**

Nach wie vor haben wir ein Kauflimit beim kanadischen Goldexplorateur Zaruma Ressources laufen. Bei 0,15 Euro kamen wir nicht zum Zuge, so daß wir es auf 0,17 Euro hochzogen. Dort befindet es sich immer noch, und wir hoffen, daß wir eine Ausführung ergattern können, bevor weitere positive News herauskommen. Letzte Bohrergebnisse zeigten höhere Goldgehalte in den Probebohrungen als prognostiziert, von neuen Meldungen kann man schließlich jederzeit überrascht werden.



**Absicherung via Puts?**

Zudem erwägen wir, allerdings erst bei deutlich höheren Kursen (>4.400 Dax-Punkten), einen Put-Optionsschein auf den Dax zu kaufen um uns gegen etwaige Kursverluste im Rahmen des angesprochenen Dämpfers abzusichern. Ohne jetzt schon genaue Ausstattungsmerkmale angeben zu wollen, dürfte der gewählte Basispreis dann leicht aus dem Geld liegen (bei ca. 4.200 Dax-Punkten) und die Laufzeit bei mindestens noch drei Monaten liegen (Verfall im Juni oder später). Eventuell erwägen wir auch den Kauf eines Puts auf SAP (sh. Good Bye auf S. 37). Aufgrund der recht niedrigen Volatilität, ziehen wir momentan bei Absicherungsgeschäften Optionsscheine den von der Volatilität unabhängigen Short-Zertifikaten vor.

**Unter Vorbehalt**

Wieviel und zu welchem Kurs wir die in der Tabelle genannten Transaktionen durchführen werden, entscheiden wir situativ, wozu wir wie üblich Gebrauch vom wöchentlich erscheinenden Smart Investor Weekly (kostenlose Anmeldung unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de)) machen werden. Die erwähnten Dispositionen stehen sowohl von der Absicht wie auch von der Größe und den Kursen noch „unter Vorbehalt“ – nur damit Sie als Leser schon mal eine erste Orientierung haben. In der Tabelle mit den Verkaufslimits finden Sie Umfang und Mindestverkaufskurs unserer geplanten Transaktionen, letzteres ausgedrückt durch das „>“-Zeichen. Zum Vergleich sehen Sie nebenstehend noch die Größe der Gesamtposition. Falls sämtliche ins Auge gefaßten Verkaufslimits zum Tragen kämen, würde uns dies über 50.000 Euro an Liquidität schaffen.

Turnaround

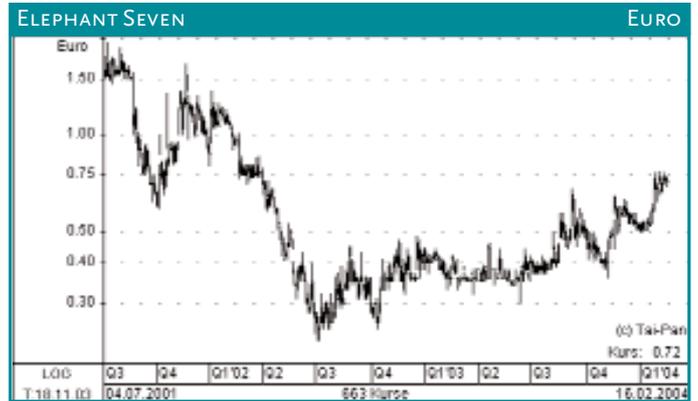
# Elephant Seven AG

## Eine typische Geschichte des Neuen Marktes

Die Internet-Agentur Elephant Seven AG (kurz: E7) hat eine klassische Neuer Markt-Historie hinter sich. Kurz vor der ultimativen Hype-Zeit im Herbst 1999 zu 12,50 Euro an die Börse gebracht, lieferten die Unterhachinger (damals noch unter dem Namen Digital Advertising AG) eine Story, wie man sie seinerzeit liebte. Doch wie bei der Konkurrenz wuchsen die Auftragsbäume nicht in den Himmel – die Nachfrage nach den angebotenen Dienstleistungen wie z.B. dem Erstellen von Webseiten war bei Weitem nicht so hoch wie antizipiert. Neben dem verheerenden Wettbewerb in einem fragmentierten Markt gab es bei den potentiellen Kunden auch einen verschärften Sparzwang, der zur Verschiebung und Stornierung von Projekten führte. Auch die Möglichkeit der Erledigung von Agentur-Diensten in-house – von der eigenen IT-Abteilung – wurde verstärkt genutzt. Diese Entwicklung stürzte die gesamte Branche in eine Krise. Prominente Opfer wurden u.a. WWL Internet und Kabel New Media, der frühere Branchen-Primus Pixelpark entging nur knapp der Insolvenz.

### Akquisitionen – nicht immer negativ!

Im Nachhinein entpuppte sich als Glücksfall, daß Akquisitionen nur in geringem Umfang durchgeführt wurden. Während das Engagement in der TV-Produktionsgesellschaft hippo.tv quasi mit einem Totalverlust endete, gelang mit der Übernahme der fractales GmbH aus Gütersloh ein bis heute erfreulicher Deal. Die Gesellschaft war seit jeher profitabel und brachte mit der Deutschen Post den auch heute noch wichtigsten Kunden in den Konzern ein. Nach mehreren Verlustjahren wurden mehrfach eher halbherzig Restrukturierungsanstrengungen unternommen, die in ihrer Dimension aber nicht ausreichten. Dahinter steckte die Erwartung des Managements, der Markt werde sich relativ rasch wieder erholen und die nötigen Kapazitäten seien dann am Markt nicht mehr ohne weiteres zu erwerben. Als schon niemand mehr mit der damaligen Digital Advertising rechnete, meldeten sich die Unterhachinger mit einem Paukenschlag zurück: Im Dezember 2002 kam es zum Merger mit der branchenweit renommierten Agentur Elephant Seven aus Hamburg, ehemals zum Springer&Jacoby-Verbund gehörend. „Technology needs creativity“ lautete nicht zu Unrecht das Fusions-Motto. Die



für ihre technologische Kompetenz bekannten Unterhachinger sahen in den kreativen Werbeexperten die ideale Ergänzung und auch umgekehrt. Die theoretischen Synergien sind offenkundig, da der Konzern dadurch auch Zugang zur „klassischen“ Werbung erhält, während die DA-Gruppe ihre Technologielastigkeit im Onlinebereich bei den Kunden der E7 ausspielen kann. Den zuvor jahrelang chronisch defizitären Hamburgern gelang im vergangenen Jahr – als eine Einheit betrachtet – das Erreichen der Gewinnschwelle.

### To turn around or not to turn around...?

Für den Gesamtkonzern sollte der Turnaround – nach mehrmaligen Ankündigungen – erstmals im Geschäftsjahr 2004/2005 gelingen (Ende: 31. März). Neben einer nachhaltigen Stabilisierung der Umsätze (2003/2004e: 11 bis 12 Mio. Euro) trägt zu dieser Erwartung v.a. eine massive Kostenverbesserung bei: Allein die Neuverhandlung des Mietvertrags für den Firmensitz in Unterhaching entlastet den Konzern mit 0,6 Mio. Euro pro Jahr. Bilanziell ist die Situation nicht ungefährlich: Aktuell dürften rund 2,5 Mio. Euro liquide Mittel vorhanden sein. Einzig nennenswerte Verbindlichkeit ist ein Gesellschafterdarlehen in Höhe von ca. 1 Mio. Euro, das bis Mitte 2005 in Tranchen fällig ist. Gelingt der Break Even nicht dieses Jahr, kann das Unternehmen durchaus in Zahlungsschwierigkeiten kommen. Allerdings standen die Chancen für den Turnaround vermutlich nie so gut wie jetzt.

### Fazit

Die Elephant Seven AG ist nach der Fusion im Ranking der Agenturen auf Platz 5 aufgestiegen und gehört mit 3 % Marktanteil zu den größeren Playern in Deutschland. Ein Bewertungsvergleich mit der noch verbliebenen Peer Group SinnerSchrader, Syzygy und Antwerpes zeigt, daß der Finanzmarkt den möglichen Turnaround noch nicht antizipiert hat. Während bei der Konkurrenz Kurs/Umsatz-Verhältnisse von bis zu 2 gezahlt werden (bereinigt um die Netto-Liquidität) ist E7 etwa nur mit dem 0,5fachen des erwarteten Umsatzes bewertet. Da das Risiko des Scheiterns aber nicht auszuschließen ist, sollte die Aktie nur als Depotbeimischung in Betracht gezogen werden.

Daniel Kühn, Redakteur beim Börsendienst Betafaktor.info  
(www.betafaktor.info)

ELEPHANT SEVEN AG			
BRANCHE	INTERNET-AGENTUR		
WKN	513 820	AKTIENZAHN (MIO.)	8,15
GJ-ENDE	31.03.	KURS AM 16.2.04 (EURO)	0,70
MITARBEITER	160	MCAP (MIO. EURO)	5,7

	2003/04E	2004/05E	2005/06E
UMSATZ* (MIO. EURO)	11,5	12,5	15,0
% GGÜ. VJ.	+25,0 %	+8,7 %	+20,0 %
EPS* (EURO)	NEG.	0,01	0,08
% GGÜ. VJ.	-	-	+700 %
KUV	0,50	0,46	0,39
KGV	-	70,0	8,8

\*) Schätzungen von Smart Investor

## Kolumne

# Es geht noch lange Zeit seitwärts

Von Jochen Steffens\*, Chefredakteur von Investor's Daily

Meinungsmäßig wird entweder der finale Crash mit dem Zusammenbruch der gesamten politischen wie wirtschaftlichen Ordnung oder eine mittlerweile fast schon ähnlich extreme Bullenstimmung vertreten. Beides sind emotional getriebene Sichtweisen, die typisch für die Börsen sind. Wir haben in den letzten vier Jahren extreme Börsenzeiten erlebt. Nach stark übertriebenen Aktienkursen im März 2000 folgten deutliche Unterbewertungen im März 2003. Diese Extreme haben die Anleger polarisiert. In den Diskussionen und Analysen erkennt man einen Hang zum „Schwarz/Weiß“-Denken. Die Wahrheit liegt (wie so oft) irgendwo dazwischen.

Wenn man sich die aktuellen harten (nicht umfragebasierten) US-Konjunkturdaten anschaut, kann man zu dem Schluß kommen: Die US-Konjunktur zieht zwar an, aber es stehen uns keine goldenen Zeiten bevor, wie uns die aktuellen Kurse, US-Präsident Bush und einige Analysten weismachen wollen. Denkt man diesen Gedanken weiter, bleibt nur eine logische Schlußfolgerung: Uns erwartet eine langjährige Seitwärtsbewegung. Und tatsächlich finden sich in der Geschichte der Börsen nach extremen Kursschwankungen, wie wir sie in den letzten vier Jahren erlebt haben, immer wieder Phasen längerer Seitwärtsbewegungen, die zwischen 12 und 20 Jahren andauern.

Es gibt noch weitere Gründe, die für eine solche Seitwärtsbewegung sprechen. Eigentlich müßten sich die USA inmitten einer Rezession befinden. Die Fed und die US-Regierung versuchen jedoch alles, um eine Rezession zu verhindern. Normalerweise führt eine Rezession dazu, daß vorhandene Überproduktionen beseitigt werden. Die Firmen müssen in einer Rezession ihre gesamte Firmenstruktur überdenken: Schlechtes, Unproduktives, Unwirtschaftliches wird abgestoßen. Die Firmen, die sich am agilsten und konstruktivsten diesem Prozeß anpassen, überleben. Firmen, die sich nicht anpassen, gehen bankrott. Das erinnert an einen Reinigungsprozeß. Durch diesen wird das Überangebot nach und nach abgebaut. Irgendwann später sinkt (vereinfacht dargestellt) das Angebot unter die Nachfrage. In diesem Moment endet die Rezession.

Der letzte Teil dieses Prozesses hat in den USA jedoch nicht stattgefunden. Das erkennt man sehr deutlich an der Preissteigerungsrate und der aktuellen Arbeitsmarktsituation. Eine gesunde konjunkturelle Erholung geht zeitversetzt mit einer Erholung des Arbeitsmarktes einher. Diese ist bisher völlig ausgeblieben. Das liegt unter anderem daran, daß der normale „Verlaufsprozeß“ bewußt und zu früh durch die niedrigen Zinsen und Steuergeschenke der US-Regierung abgebrochen wurde.

So ist gerade der Preiskampf (Rabattschlachten, sinkende Konsumgüterpreise) in den USA immer noch in vollem Gange. Die Firmen erwirtschaften trotz fallender Preise nur deshalb Gewinne, weil sie intensiv Kosten einsparen, indem sie unter anderem den Faktor „Arbeit“ reduzieren. Menschen ohne Arbeit, zum großen Teil auch noch verschuldet, bleibt kaum noch Geld, um zu konsumieren. Die amerikanische Wirtschaft ist zu 70 % vom inländischen Konsum abhängig. Die Folge: Die Firmen konkurrieren noch heftiger um die verbliebenen Kunden – sinkende Preise – weiterer Abbau von Arbeitsplätzen – ein Teufelskreis.



Jochen Steffens

Das sind aber alles Prozesse, die nicht in der Anfangsphase einer Hausse, sondern mitten in einer Rezession ablaufen. Man muß sich demnach fragen: Warum hat die US-Regierung so früh eingegriffen?

Mit diesen Maßnahmen soll die „Tiefe“ der Rezession abgeschwächt werden. Das könnte politische Gründe haben. Tiefe Rezessionen gehen gemeinhin mit Phasen sozialer wie politischer Unsicherheiten einher. Es gibt Historiker, die vertreten: Einem starken Aufschwung folgt eine tiefe Rezession, die meistens in einem großen Krieg oder revolutionären, politischen Umwälzungen endet. Es kann gut sein, daß dieser Prozeß bewußt „verhindert“ werden soll, da aufgrund der aktuellen weltpolitischen Situation (Ende des Ost-West Konflikts, Globalisierung, El Kaida) die Welt sowieso schon mit einschneidenden Veränderungen konfrontiert ist.

Natürlich hat es Folgen, wenn die Tiefe einer Rezession abgeschwächt wird. Sollte aber der Plan gelingen, dann steht uns eine lange Zeit ohne neue Aufwärtsimpulse bevor. Für die Börsen bedeutet das: eine lange Seitwärtsbewegung unter anfänglich hoher Volatilität, die sich im weiteren Verlauf immer mehr abschwächen wird.

\*) Jochen Steffens ist Profitrader und Chefredakteur von Investor's Daily, einem täglichen und kostenlosen eMail-Dienst für Investoren: [www.investor-verlag.de](http://www.investor-verlag.de).

## Interview mit einem Investor

## „Nachhaltigkeit kostet nichts“

*Smart Investor im Gespräch mit Andreas Knörzer, Leiter des Bereichs nachhaltige Geldanlagen bei der Schweizer Bank Sarasin, über ganzheitliche Investmentkonzepte, den Ausbruch aus der Nische sowie seine Anlagefavoriten.*

**Smart Investor:** Herr Knörzer, ganz direkt gefragt: Wozu überhaupt nachhaltige Investments?

**Knörzer:** Zum einen gibt dies Anlegern die Möglichkeit, im Einklang mit ihren persönlichen ethisch-moralischen Vorstellungen zu investieren. Das war bis vor 10 oder 15 Jahren in dieser Form noch nicht möglich. Das ist auch genau das, was wir bei den Kundennachfragen vernehmen. Zum anderen hat dieses Thema inzwischen auch eine Performance-Dimension erhalten, und zwar dadurch, daß über den „bewußten Konsumenten“ die gesellschaftlichen Fragen für Unternehmen zunehmend wichtiger und damit zugleich zu einem Wettbewerbsvor- bzw. -nachteil werden.

**Smart Investor:** Dies klingt allerdings ziemlich recherchaufwendig. Kann ich mir das als Anleger überhaupt leisten oder sollte ich das besser gleich Profis vorbehalten lassen?

**Knörzer:** Da haben Sie völlig Recht, als Privatperson können Sie diesen Aufwand nur schwerlich betreiben, außer Sie sind vielleicht gerade ein Spezialist für diese Thematiken. Die Kombination aus Spezialist für Nachhaltigkeits-Investments und Vermögensanlage ist in der Tat nicht weit verbreitet und schwer zu finden. Fonds haben also insofern einen besonderen Charme, als daß Sie mit relativ bescheidenen Beträgen schon sehr gut diversifizieren können. Es spricht umgekehrt aber auch nichts dagegen, sich der Vermögensanlage selbst anzunehmen, wenn Sie über sinnvolle Beträge verfügen – es hängt auch hier einfach vom Startbetrag ab.

**Smart Investor:** Es ist nun nicht einfach, klare Abgrenzungslinien zu ziehen. Oftmals arbeitet man nur mit Negativlisten und Filtern. Hat sich diese etwas grobschlächtige Herangehensweise denn mittlerweile weiterentwickelt?

**Knörzer:** Völlig richtig, früher hieß es ja auch zunächst „ethische Investments“, weil die Ursprünge im kirchlichen Bereich lagen. Ohne Ausschußlisten geht es jedoch nicht in dieser Branche: Sie können noch so nachhaltig managen, einige Sektoren bleiben automatisch außen vor. Heute sind die Verfahren aber dahingehend weiterentwickelt, als daß mehr und mehr ganzheitliche Konzepte berücksichtigt werden, die sowohl soziale wie auch umweltthematische Aspekte einbeziehen.

**Smart Investor:** Wo ziehen Sie denn beispielsweise in der Biotechnologie oder Gentechnologie die Grenzen?

**Knörzer:** Wir von Sarasin haben die Grenze in der Gentechnik dort gezogen, wo sie im Ursprung der Nahrungsmittelkette auftritt, also z.B. in der Landwirtschaft. Beim Einsatz von Gentechnik im Gesundheitswesen und Pharmabereich schauen wir uns sehr genau an, was das Unternehmen dort macht und auch, wie

dies in der Produktion besterwerkstelligt wird. Ein positives Beispiel ist eine Novo-Nordisk als Weltmarktführer in der Herstellung von Insulin, also von absolut lebenswichtigen Produkten, die in diesem Fall gentechnisch produziert werden. Gleiches gilt für Novozymes, einen ehemaligen Novo-Nordisk-Bereich, der gentechnisch Enzyme herstellt, die wiederum Prozesse sehr viel ökologischer machen. „Investierbar“ ist inzwischen auch eine Novartis, das war nicht immer der Fall.



Andreas Knörzer

**Smart Investor:** Sarasin hat die Sustainability (Nachhaltigkeits-) Matrix entworfen und auch schnell Nachahmer gefunden. Ist das mehr als nur eine grafische Spielerei?

**Knörzer:** Mit der Matrix wird die Zweidimensionalität sehr gut deutlich. Die eine Dimension ist die Branche, die andere die eigentliche Managementleistung, mit der das Unternehmen in seiner jeweiligen Branche operiert. Gewisse Branchen wie der Ölsektor sind nun mal per se risikobehafteter, gleichgültig wie vorbildlich sich das Unternehmen innerhalb des Sektors profilieren kann.

**Smart Investor:** Macht in einer konjunkturell schwierigen Zeit wie dieser die Rücksichtnahme auf ethische Investments noch Sinn oder sollte man nicht besser zielstrebig seinen Vorteil suchen?

**Knörzer:** Nun, Sie können doch das eine tun und das andere nicht lassen... Es gibt für jede Anlageform Zyklen, in denen mal das eine, dann wieder das andere Konzept besser abschneidet. Das ist auch mit nachhaltigen Investments nicht anders. Wir haben mit einer Untersuchung über einen hinreichend langen Zeitraum bewiesen, daß man auch mit Nachhaltigkeits-Investments outperformen kann. In unserer Untersuchung wurde ein Multifaktormodell verwendet, bei dem gezielt herausgearbeitet werden sollte, welche Faktoren nun für welche Performance verantwortlich zu machen sind. Das schwierigste dabei ist, Scheinkorrelationen auszuschließen und zu echten Kausalitäten zu kommen. Das Resümee lautet in etwa: Nachhaltigkeit alleine ist nicht die Lizenz zum Gelddrucken, aber sie bietet einen positiven Grundtenor. Das entbindet jedoch nicht von einem anständigen

Portfolio-Management bezüglich der Aktienauswahl. Nachhaltige Branchen, um es zusammenzufassen, haben im Beurteilungszeitraum, und dies waren die fünf Jahre bis Ende 2001, tendenziell besser abgeschnitten als nicht-nachhaltige. Etwas abgeschwächt kann man also festhalten: Nachhaltigkeit kostet nichts. Die meisten Studien neueren Datums kommen zu ähnlichen Ergebnissen.

**Smart Investor:** Einige Kriterien scheinen wichtiger als andere. Sozialverträglichkeit wirkt sich positiv auf die Performance aus, Umweltverträglichkeit dagegen negativ.

**Knörzer:** Unsere Studie hatte eher das Gegenteil hervorgebracht, und hieran sehen Sie auch, wie wichtig der gewählte Betrachtungszeitraum ist. In gewissen Börsenphasen performen die einen Branchen besser, dann ist es wieder ganz anders. Wäre man voreilig gewesen und hätte gesagt: Nehmt Umwelt und laßt das Soziale, so hätte sich das schon bald als zu kurzfristig herausgestellt, denn zuletzt lief es gerade wieder umgekehrt, wie die Studie von Pictet, auf die Sie hier anspielen, belegt hat. Deshalb steht heute ja auch ein ganzheitliches Konzept im Vordergrund, ohne die beiden Aspekte gegeneinander auszuspielen.

**Smart Investor:** Wie groß ist der Einflußfaktor, den man als Fondsmanager von Nachhaltigkeits-Investments auf die Unternehmen ausübt?

**Knörzer:** Als Unternehmer muß ich darauf achten, es mir mit möglichst keiner Gruppe von Stakeholdern (Anteilseignern) zu verscherzen. Wenn Sie gute Kundenbeziehungen haben, dann sind Sie auch erfolgreich als Arbeitgeber. So können Sie schließlich bessere Gehälter zahlen, bekommen auf diese Weise die besseren Leute und so weiter. Die Einflußnahme auf die Unternehmen kann also durchaus bedeutend sein. Bei kleinen bis mittleren Unternehmen hat man schon mal eine direkte Kursbeeinflussung, bei den großen Unternehmen aber läuft dies ausschließlich über das Image. Nestlé ist so ein Fall: Wir hatten sie über Jahre hinweg aus unterschiedlichen Gründen als „nicht-investierbar“ beurteilt. Daß Konkurrent Unilever in vielen Aspekten vorbildlicher dastand, hat Nestlé permanent in Unruhe versetzt, ein langjähriger Dialog mit uns war die Folge. Heute gilt Nestlé für uns als investierbar, obgleich noch weiterhin hinter Unilever angesiedelt.

**Smart Investor:** Ist der Research-Aufwand – nicht nur für Sarasin – nicht ziemlich hoch und hat dies nicht auch Auswirkungen auf Ihre Managementgebühren?

**Knörzer:** Wir liegen mit unserer Gebührenstruktur eigentlich absolut im Rahmen der Anbieter anderer aktiv gemanagter Fonds. Wir wollen bewußt auch mehr bieten als einmal im Jahr einen Jahresbericht, und genau das wird von unseren Endkunden honoriert.

Wenn Fondsgesellschaften mit Bezug auf Nachhaltigkeits-Investments in den Medien schlecht abschneiden, dann immer deshalb, weil die gegenüber „08/15-Fonds“ etwas höhere Gebührenstruktur moniert wird – gleichzeitig werden aber höchste Transparenzanforderungen gestellt, regelmäßige Berichte, Research etc.

**Smart Investor:** Nun ist die Branche leider auch nicht frei von Schwarzen Schafen. Wie kann man der Situation Herr werden und Anleger vor Reinfällen schützen?

**Knörzer:** Sie müssen Ihren Portfolioberater konkret fragen: Was ist da überhaupt drin? Lassen Sie sich nicht mit den größten fünf Positionen abspeisen, sondern sehen Sie genauer hin. Ferner sollte man verstärkt darauf achten, wo das Research herkommt: Bringt es der Anbieter vielleicht nur deshalb, weil es gerade en

vogue ist und zum guten Ton gehört? Nur bei Wenigen handelt es sich wirklich um eine Kernkompetenz des Anbieters.

**Smart Investor:** Was muß denn geschehen (auch von der Gesetzgebung), damit Nachhaltigkeits-Investments aus ihrer Nische befreit werden?

**Knörzer:** Man muß, denke ich, akzeptieren, daß dieses Thema für eine gewisse Zeit noch eine Nische bleiben wird. Aber eine durchaus stark wachsende Nische. Wir brauchen noch mehr Transparenz bei den Produkten und den Anbietern sowie natürlich generell eine bessere Kommunikation. Auch muß man beim Thema nachhaltige

Geldanlage mit einfacheren Begriffen operieren, die die Kunden verstehen, wie soll man denn sonst das Konzept vermittelt bekommen?

**Smart Investor:** Welches sind Ihre Anlagefavoriten, welche Unternehmen kann man als vorbildlich herausstellen und welche Branchen könnten künftig verstärkt von Interesse sein?

**Knörzer:** Was Sie auch nicht überall finden werden, das sind zum Beispiel unsere Favoriten im Bereich Bildung: Strayer Education und Apollo Group, zwei amerikanische Unternehmen; wenn Sie so wollen, sind das zwei börsennotierte Universitäten, die kostengünstigen Zugang zu höherer Bildung bieten. Im Bereich Medizinaltechnik gefällt uns die Straumann Holding, ein Anbieter von Zahnimplantaten, und Synthes-Stratec. Produkte von Geberit benutzen in unseren Landen wohl drei Viertel der Menschen, und das mehrmals täglich: Spülkästen. Was amüsant klingen mag, ist aber nichts anderes als die Schonung der kostbaren Ressource Wasser. Im Dax sagen uns Henkel und SAP zu, auch eine Deutsche Telekom.

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

Interview: Falko Bozicevic

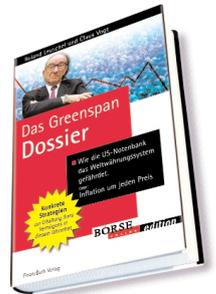


**Buchbesprechung**

# Das Greenspan Dossier – Wie die US-Notenbank das Weltwährungssystem gefährdet

Wer die Autoren Roland Leuschel und Claus Vogt kennt, weiß, was man vom vorliegenden Buch erwarten kann. Beide haben sich in den letzten Jahren nicht gerade als Freunde von US-Notenbankchef Alan Greenspan hervorgetan, die vielerorts noch verbreiteten Lobeshymnen teilen sie sicher nicht: Sowohl Leuschel als regelmäßiger Kolumnist eines wöchentlichen Anlegermagazins wie auch Claus Vogt als Autor des Kapitalmarktreports der Berliner Effektenbank leisten seit geraumer Zeit Aufklärungsarbeit, eine Art „Case against Alan Greenspan“ (Rechtssache gegen Alan Greenspan). Diese liegt nun komprimiert in Form eines Buchs vor und läßt in der Tat kaum ein gutes Haar am mutmaßlich einflußreichsten Mann der Welt. Der in letzter Minute vom doch etwas pomadigen „Alan und seine Jünger“ in das ausdrucksstärkere „Das Greenspan Dossier“ geänderte Buchtitel trifft die Sache auch gleich viel besser. Minutiös werden unzählige Greenspan-Bonmots rezitiert und defiliert. Unter dem Strich steht, daß Greenspan entweder selbst nicht genau weiß, was er tut, oder aber sogar sehr genau und in der Öffentlichkeit jedoch ein ganz anderes Bild zeichnet. Der Begriff „New Economy“ ist nicht zuletzt seine Kreation. Nun ist die Akte Greenspan aber noch keinesfalls ge-

schlossen. Fairerweise weisen die beiden Autoren darauf hin, daß ihr Stand als Contrarians kein leichter ist und auch die Möglichkeit des eigenen Irrtums beinhaltet. Der Hinweis hat jedoch reinen Pro forma-Charakter, ihre Zukunftsvision machen die Autoren deutlich: Inflation, Comeback des Goldes, Rückenwind für Rohstoffe und Asien als Zukunftsmarkt. Wem die Szenarien zu negativ erscheinen, kann sich zumindest an folgende Weisheit halten: „If you panic, panic first!“ Das Buch liest sich flüssig und bleibt durchgehend amüsant, zumal die bekannte Prise Humor nicht fehlt. Es bietet somit weit mehr als eine bloße Sammlung von längst Bekanntem der beiden Autoren. Ob sich die erwartete Inflation allerdings auch schon im Verkaufspreis von knapp 35 Euro manifestiert?



„Das Greenspan Dossier“ von Roland Leuschel und Claus Vogt; FinanzBuch Verlag 2004\*; 300 Seiten, 34,90 Euro

\*) Erscheint im März 2004

Anzeige



Wegen des grossen Erfolgs vom Januar – Wiederholung



## Bausteine der Technischen Analyse

4 Abende im April 2004 (18:00 – 21:00 Uhr)

Börse München, Seminarraum EG, Lenbachplatz 2a, 80333 München

Referent: Dipl.Kfm. Heiko Seibel (CM-Equity AG)

**Ziel des Seminars: Es werden systematische Wege für einen nachhaltigen Erfolg an der Börse aufgezeigt!**

- 20. April 2004: Modul I: Technische Analyse - klassisch traditionell und modern
- 22. April 2004: Modul II: Indikatoren und ihr Zusammenspiel mit Charts
- 27. April 2004: Modul III: Fibonacci-Techniken – nature's law
- 29. April 2004: Modul IV: Kombination der Bausteine

Komplette Seminarreihe 249,- € incl. 16 % MwSt. (Sonderpreis von 219,- € für Abonnenten von Smart Investor)  
Einzelnes Modul 79,- € incl. 16 % MwSt.

**Alternativ: Kompaktseminar am Sa. 13. März 2004 (9:00-17:00 Uhr) mit gleichen Inhalten + Special Gastvortrag von Ralf Fillerl - Chefredakteur des Smart Investor - Kosten des Tagesseminars: 189,- € incl. 16 % MwSt.**

**Begrenzte Teilnehmerzahl!** In den Seminarkosten sind ein Seminarordner sowie Getränke und Verpflegung enthalten.

Gleich ausfüllen und Coupon abschicken, faxen oder einfach telefonisch reservieren!  
CM-Equity AG, Langkostr. 9, 81737 München, Tel 0172-8847596, Fax 089-67908595

**Anmeldung:**

JA, ich möchte am Seminar teilnehmen

- ..... Komplette Seminarreihe zum Sonderpreis von 219,-€ (für Abonnenten von Smart Investor)
- ..... Komplette Seminarreihe zum Preis von 249,-€
- ..... Ein einzelnes Modul zum Preis von 79,-€ für Modul ..... (bitte Modul eintragen)
- ..... Tagesseminar am 13. März 2004 zum Preis von 189,-€

Name, Vorname.....

Straße/PLZ/Ort.....

Tel./Fax/e-mail.....

Dat./Unterschrift.....

## UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ABIT	512 250	36
ALSTOM S.A.	915 183	38
ANGLO AMERICAN PALLADIUM	856 547	7
APOLLO GROUP	898 968	11, 42
BALLARD POWER	890 704	15, 16
BANPU	882 131	38
BAYWA	519 406	32, 38
CENTROTEC	540 750	12, 34
DURBAN DEEP	865 260	38
ELEPHANT 7	513 820	40
ENERGIEKONTOR	531 350	38
ERICSSON	750 001	37
GEBERIT	922 734	11, 43
HIGHLIGHT	920 299	38
IMPALA PLATINUM	865 389	7
NORILSK NICKEL	676 683	7
NORTH AMERICAN PALLADIUM	858 071	7
PACIFIC HYDRO	915 444	10
SAP	716 460	16, 37, 42
STILLWATER MINING	893 759	7
STRAYER EDUCATION	903 463	11, 42
TATNEFT	904 282	38
THE BODY SHOP PLC	870 803	10
TRANSMETA	564 775	11
UMWELTBANK	557 080	10, 12
ZARUMA RESSOURCES	886 597	38

## Vorschau

### auf Smart Investor 4/2004

#### Quo vadis Deutschland?

Was läuft schief hierzulande, wohin steuert uns die Politik?

#### KID

Ein mathematisches Verfahren zur Konjunkturprognose

#### Hedonische Preis-Indices

Wie wir mit offiziellen Statistiken getäuscht werden

#### BEILAGENHINWEIS

Der vorliegenden Ausgabe 3/2004 des Smart Investor liegt eine Beilage der VCH Equity Group AG bei.

## IMPRESSUM

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 3 (März)

#### Verlag:

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

#### Preise:

Einzelpreis 5,- Euro,  
Jahresabonnement: 48 Euro in  
Deutschland, 60 Euro Europä-  
isches Ausland, 80 Euro Rest Welt  
(Zustellung im Ausland jeweils per  
Luftpost). Alle Preise incl. Versand-  
kosten und 7 % MwSt.

#### Redaktion:

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

#### Abonnementverwaltung:

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

#### Freie Mitarbeiter:

Magdalena Brud, Marco Feiten,  
Adam Jakubowski, Hans-Jörg  
Müllenmeister, Holger Steffen,  
Kevin Sternkopf

#### Charts

Die Charts wurden erstellt mit  
Tai-Pan von Lenz + Partner AG  
sowie TradeSignal von  
www.tradesignal.com .

#### Externe Autoren:

Max Deml, Christoph Eibl,  
Michael Eisenbeis, Daniel  
Kühn, Jochen Steffens

#### Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

#### Redaktionsanschrift:

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

#### Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und  
Tabellen liegen Quellen zugrun-  
de, welche die Redaktion für ver-  
lässlich hält. Eine Garantie für die  
Richtigkeit kann allerdings nicht  
übernommen werden. Bei unau-  
gefordert eingesandten Beiträgen  
behält sich die Redaktion Kür-  
zungen oder Nichtabdruck vor.

#### Bildredaktion:

Andreas Potthoff

#### Titel:

Illustration Schuppler  
(schuppler@direkt.at)

#### Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

#### Anzeigen:

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

#### Anzeigenleitung:

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

#### Nachdruck:

© 2004 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 ver-  
vielfältigen. Unter dieses Verbot  
fallen auch die Aufnahme in elek-  
tronische Datenbanken, Internet  
und die Vervielfältigung auf CD-  
ROM.

#### Erscheinungs- termine 2004:

20.12.03 (1/04), 31.1. (2/04),  
21.2. (3/04), 20.3. (4/04),  
24.4. (5/04), 29.5. (6/04),  
26.6. (7/04), 31.7. (8/04),  
28.8. (9/04), 25.9. (10/04),  
30.10. (11/04), 27.11. (12/04),  
18.12. (1/05)

VKZ B 61978  
ISSN 1612-5479

## Zitate

# Verlust und Niederlage

**„Wo viel verloren wird, ist manches zu gewinnen.“**

*Johann Wolfgang von Goethe*

**„Ich habe wohl nicht mehr als in der Hälfte aller Fälle recht, aber ich verdiene einfach sehr viel Geld, wenn ich richtig liege, und ich verliere so wenig Geld wie möglich, wenn ich unrecht habe.“**

*George Soros, Börsenlegende*

**„Glück ist dem Menschen gefährlicher als Unglück. Dieses hält ihn wachsam, jenes macht ihn gleichgültig.“**

*Charles Baron de Montesquieu, Staatsphilosoph (Vordenker der Gewaltenteilung)*

**„Kein Geld ist vorteilhafter angewandt als das, um welches wir uns haben prellen lassen; denn wir haben dafür unmittelbar Klugheit eingehandelt.“**

*Arthur Schopenhauer, Philosoph*

**„Kümmere Dich um die Verluste, denn die Gewinne sorgen für sich selbst.“**

*Stanley Kroll, amerikanischer Trader (einer der sogenannten „Market Wizards“)*

**„Es ist besser, Deiche zu bauen, als darauf zu hoffen, daß die Flut Vernunft annimmt.“**

*Hans Kasper, Autor*

**„Du bist auf dem Wege zum Erfolg, wenn du begriffen hast, daß Verluste und Rückschläge nur Umwege sind.“**

*Charles William Wendte, Religionsphilosoph*

**„Es ist wichtig, kein Spiel zu ernst zu nehmen, sonst verliert man es.“**

*Graham Greene, britischer Schriftsteller*

Verluste und Niederlagen sind das tägliche Brot des Börsianers. Tröstlich sind da die Einsichten von Goethe, daß es in einem solchen Umfeld eben auch Chancen gibt. Und wiewohl den meisten Marktteilnehmern in der Theorie die Notwendigkeit zur Verlustbegrenzung bekannt ist – Gewinne laufen lassen, Verluste begrenzen – wird doch in der Praxis häufig genug genau gegenteilig verfahren. Auch George Soros kleidet diese Uralt-Weisheit in eigene Worte und weist ganz nebenbei noch auf einen zweiten Aspekt hin: Es ist nicht entscheidend, wie oft man Recht behält, sondern wieviel man letzten Endes dabei verdient.

Große Denker, Montesquieu möge als ein Beispiel dienen, hatten ohnehin die Neigung, den Verlust höher zu schätzen als den Gewinn – eine Geisteshaltung, die wir uns im Alltag allerdings weder leisten wollen, noch auf Dauer leisten können. Das dahinter stehende Prinzip kennt freilich schon der Volksmund: Aus Schaden wird man klug! – hoffentlich.

Allerdings können wir den Optimismus von Schopenhauer, wonach uns unsere Verluste unmittelbar klug machen – wie bereits in den „Prinzipien des Marktes“ ausgeführt –, nicht teilen. Erst die bewußte eigene Anstrengung und die Bereitschaft, aus Verlusten zu lernen, macht uns klug. Verluste – da halten wir es also eher mit Stanley Kroll – wollen, daß man sich um sie kümmert. Die bloße Hoffnung, daß sich die Lage bessern möge, ist, wie Hans Kasper zutreffend feststellt, kein adäquater Ersatz für Vorsorgemaßnahmen.

Ein weiterer Erfolgsfaktor, den u.a. Charles William Wendte anspricht, ist die Beharrlichkeit: Wer sich von Anfangsverlusten entmutigen läßt oder die eigene Unfähigkeit aus Denkfaulheit als schlichtes „Pech“ verbucht, hat es nicht wirklich verdient, langfristig zu den Gewinnern zu gehören. Nicht zufällig beginnen die Karrieren einiger späterer Top-Trader bzw. -Investoren (Market Wizards) mit einer Serie herber Verluste, die sich in der Rückschau als entscheidende Stufen ihres Lern- und Erkenntnisprozesses entpuppten. Die Fähigkeit, ein zunächst aussichtsloses Unternehmen in einen Erfolg zu verwandeln, zeichnet nicht nur an der Börse die Elite aus. Wie traurig enden dagegen mitunter die Börsengastspiele einiger anfangs „glücklicher“ Spekulanten...

Obwohl wir uns bemühen sollten, die Regeln der Börse, so gut es uns möglich ist, zu erlernen und anzuwenden, bleibt die Börse doch ein, wenn auch anspruchsvolles, Spiel. Und als solches sollten wir es nicht zu ernst nehmen, denn wenn wir die Sache verkrampft oder verbissen angehen, dann haben wir nach Graham Greene auch schon verloren. Die wirklichen Verluste im Leben erleiden wir jedoch ohnehin nicht an der Börse, denn alles, was wir dort verlieren können, ist lediglich Geld.