

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



Candlestick-Charts

Prinzip, Aussagekraft und
die Anwendung in der Praxis

BOB PRECHTER

über Deflation, Immobilien
und den Dow Jones

COT

Wo investiert
das Smart Money?

PIT BULL MARKET,

der erste, Teil A:
baldiges Ende!



Editorial

It's hard to be smart!



Ralf Flierl

Wer möchte denn nicht smart sein? Wohl kaum jemand. Und dennoch schaffen es nur wenige Investoren, kontinuierlich an den Märkten Geld zu verdienen. Dies hat unserer Meinung insbesondere damit zu tun, daß sich die meisten Anleger treiben lassen, von ihrem Umfeld und von den Medien. Es benötigt nun einmal Kraft und Energie, gegen den Strom zu schwimmen. Auch muß man sich dann eigene Gedanken machen, deren Ergebnisse durchaus konträr zur Massenmeinung stehen könnten/sollten. Kurz: It's hard to be smart! Daß wir nach über drei Monaten Super-Rallye an den Aktienmärkten nun einen Gang herunterschalten bzw. uns teilweise von Aktien verabschieden (sollten), hat eben genau damit zu tun, daß die Aufwärtsbewegung mittlerweile auch von der Allgemeinheit registriert wurde, was sich anhand des „Titelblatt“-Indikators vermuten läßt. Was genau sich dahinter verbirgt und warum dieser Indikator zumindest auf Sicht der kommenden Wochen/Monate zur Vorsicht mahnt, wird in der Rubrik „Das große Bild“ auf Seite 28 dargelegt.

Unsere Meinung bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Märkte finden Sie ebenfalls in „Das große Bild“ wieder, zudem untermalen wir

diese Meinung mit den Aktionen im Musterdepot. Daß unsere Analyseergebnisse dabei nicht aus dem Bauch heraus entstehen, sondern aufgrund von sorgfältigem Research, versteht sich von selbst. In der Titelstory über Candlestick-Charts, die sich dieses Mal über drei einzelne Artikel erstreckt, sowie die Geschichte über „Commitment of Traders“ wollen wir Ihnen einen Teil unseres analytischen Ansatzes näher bringen.

Es kann nicht als smart bezeichnet werden, nur ein Szenario zu verinnerlichen und an diesem auf Biegen und Brechen festzuhalten. Gerade in bewegten Zeiten wie diesen sollte man alternative Entwicklungsmöglichkeiten im Hinterkopf haben, auf die man – wenn es die Umstände eben nahe legen – ausweichen kann. Parallel zu unserem „positiven“ Inflationsszenario sprechen wir an dieser Stelle immer wieder vom Kernschmelze-Szenario. Auch wenn wir letzteres für deutlich weniger wahrscheinlich halten, so machen wir uns doch Gedanken darüber. Nach dem Super-Bullen Ken Fisher in der letzten Ausgabe lassen wir daher diesmal den Super-Bären Robert Prechter zu Wort kommen – auch wenn wir bei weitem nicht alle seine Aussagen unterschreiben können. Es ist unserer Meinung nach für ein erfolgreiches Handeln zwingend notwendig, gedanklich für alle zukünftigen Möglichkeiten vorbereitet zu sein. Oder um es nochmals kurz und knapp auf englisch auszudrücken: It's smart to be open-minded (= aufgeschlossen, vorurteilsfrei).

Am Schluß dieses Heftes finden Sie unsere neue Rubrik „Buchbesprechung“. Dort werden wir zukünftig ausgewählte Börsen- und Wirtschaftsliteratur kurz und knapp vorstellen und – wie gewohnt – kritisch beleuchten.

Ralf Flierl
Chefredakteur Smart Investor

GoingPublic Forschungsreihe*

Band 3:

Prof. Walter Ruda, Markus Pfeffer, Investor Relations und Going Public von Medien- und Entertainment-Unternehmen – Eine empirische Studie von Unternehmen am Neuen Markt, 144 Seiten, broschiert, 29,80 Euro



*) Über die Veröffentlichung von Diplomarbeiten, Dissertationen und Studien im Bereich Neuemissionen, Investor Relations, M&A und Venture Capital will die GoingPublic Media AG einen Beitrag zur Kapitalmarktforschung in noch jungen, unerschlossenen Themengebieten leisten.

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



RUDA/PFEFFER
Investor Relations und
Going Public von Medien und
Entertainment-Unternehmen,
GoingPublic Forschungsreihe,
Band 3, 29,80 Euro

Name/Vorname

Postleitzahl/Ort

Straße/Nr.

Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:

GoingPublic Bookshop,
GoingPublic Media AG
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen
Tel. 0 8171-419650
eMail: bookshop@goingpublic.de

FAX-ORDER
08171-419656



Chartanalyse mit Candlesticks: Prinzip, Aussagekraft und Analyse

In unserer Titelstory geht es um den Themenkomplex rund um die Chartanalyse mit Hilfe von Candlesticks. Als Einstieg sollten Leser mit den Hintergründen auf Seite 16/17 beginnen und sich dann zu den weiterführenden Beiträgen zum Thema auf den Seiten 18 bis 20 sowie 6/7 vorarbeiten.



Robert Prechter, Präsident und Gründer von Elliott Wave International

Der als „Super-Bär“ geltende Amerikaner hat sich durch seine spektakulären Marktprognosen einen Namen gemacht. Prechter sieht das derzeitige kapitalistische System zusammenbrechen und den Dow Jones „am Ende“ bei unter 1.000 Punkten stehen. Seiten 8 und 9.



Winfried Walter, Fondsmanager des Albrecht & Cie. Optiselect Fonds

In den letzten Jahren rangierte sein Fonds regelmäßig auf Spitzenplätzen. Grund genug für Smart Investor, den Kopf hinter diesem Erfolg vorzustellen. Winfried Walter erläutert, weshalb ihm die Attribute „Querdenker“ und „Hanseatisches Gedankengut“ zugeschrieben werden. Seiten 42 und 43.

Märkte

- 6 Titelstory:** Märkte am Scheideweg – Chartanalyse mit Candlesticks
- 8** „Am Ende dürfte der Dow Jones unter 1.000 Punkten notieren“ Interview mit Robert Prechter von Elliott Wave International
- 10** Aktienspekulation mit Netz und doppeltem Boden – Übernahme- und Abfindungswerte
- 14** Hoffnung für Goldminen am Kap der guten Hoffnung

Hintergrund

- 16 Titelstory/Prinzipien des Marktes:** Candlesticks – das Prinzip der reduzierten Komplexität
- 18 Titelstory:** Candlesticks – eine empirische Untersuchung
- 22** Commitment of Traders – Dem Smart Money auf der Spur

- 26 Derivate:** „In punkto Systeme und Informationen stehen Privatanleger den Profis heute in praktisch nichts mehr nach“, Interview mit Dirk Heß von Goldman Sachs

Research

- 28 Das große Bild:** Pit Bull Market, der erste, Teil A
- 31 MoneyTalk:** Thomas Schwinger-Caspari, CFO von D.Logistics
- 32 Buy & Good Bye:** Samsung, HypoVereinsbank, Qiagen und Cisco
- 34 Aktie im Blickpunkt:** C. Bechstein Pianofortefabrik
- 36 Externe Analyse:** Kronos AG – interessanter Markt- und Technologieführer Christian Merath, Bankhaus Reuschel
- 38 Sentimenttechnik:** NOTES und sentix
- 39 Relative Stärke:** Die Wiederauferstehung Asiens

- 40** Musterdepot: Handel im Verzug

Potpourri

- 42 Interview mit einem Investor:** „Nicht die Information, sondern die Konklusion ist doch das entscheidende Kriterium“, Winfried Walter von Albrecht & Cie.
- 44 Kolumne:** „Investieren Sie nur in Aktien von Unternehmen, deren Geschäft Sie verstehen“ Stefan Preuß
- 45 Buchbesprechung:** „Der disziplinierte Trader“ und „Auswege aus der finanziellen Apokalypse“
- 46 Zitate:** „Über das derzeitige Thema Nummer 1: die Deflation“

-
- 41** Unternehmensindex
Vorschau Smart Investor 8/2003
Impressum

ABB. 3: NIKKEI-MONATSCHART



deutlich verlängerte obere Dochte aus, ein Zeichen von Unsicherheit. Zudem rückt mit 3.500 Punkten eine massive Widerstandszone in Griffweite: Im September 2001 noch Widerstand für eine sturzartige Abwärtswelle, hielt sie im Juli/August 2002 zunächst noch auf Wochenschlußbasis stand. Letzten September erfolgte der endgültige Dambruch. Einer alten Techniker-Regel zufolge wirkt eine gebrochene Unterstützung künftig als Widerstand: Die letzte große Rallye scheiterte im November dann auch just an dieser Marke. Der Dax dürfte sich schwer tun, dieses Niveau auf Anhieb zu überwinden, zumal sich einige Randbedingungen eingetrübt haben: Der Markt ist mittlerweile deutlich übergekauft, weist einen rekordtiefen Volatilitätsindex auf (was häufig mit lokalen Kursgipfeln korreliert) und kommt auch saisonal ab Mitte Juli in schwereres Fahrwasser (vgl. Smart Investor 6/2003, S. 27, „Saisonalität“).

Dax – Quo vadis?

Obwohl wir im Moment keine Entscheidung treffen können, ob der Dax mittelfristig dem Pit Bull- oder dem Bärenmarkt-Szenario folgen wird, denken wir, daß er unabhängig davon aktuell in der Nähe eines Zwischenhochs notiert. Wir sehen für die nächsten Wochen allenfalls noch geringes Potential und empfehlen, bestehende Positionen mit deutlich verengten Stops abzuschließen bzw. aktiv in eventuelle Übertreibungen hinein zu verkaufen. Erst nach dem von uns erwarteten Rücksetzer der Kurse im Zeitraum Juli bis September wird sich entscheiden, ob das zweite Aufwärtsbein des „Pit Bulls“ in Angriff genommen wird oder ob der Dax den bisherigen Baisstrend wieder aufnimmt.

Geht in Japan wieder die Sonne auf?

Der von diesem Magazin von Anfang an favorisierte japanische Aktienmarkt konnte zwischenzeitlich einen eindrucksvollen Zwischenspurt hinlegen. Zwar ist der übergeordnete Baisstrend noch intakt, doch führte die jüngste Aufwärtsbewegung den Nikkei-225 praktisch punktgenau an den seit April 2000 laufenden, steilen Abwärtstrend heran (vgl. Abb. 3). Auch hier gilt: Nicht von der letzten weißen Kerze aufs Glatteis führen lassen, da diese noch nicht abgeschlossen ist. Es kann natürlich nicht ausgeschlossen werden, daß sich die Standarderwartung erfüllt und diese Trendlinie als willkommener Auslöser von Gewinnmitnahmen erst einmal die Aufwärtsbewegung stoppt. Wir halten es aber für die wahrscheinlichere Alternative, daß der Markt – zur Überraschung vieler – diese Marke schon kurzfristig und ohne nennenswerte Gegenwehr durchbrechen wird. Die chart- und sentimenttechnische Situation Japans ist nicht mit Deutschland

vergleichbar. In Japan wurden seit nunmehr 13 Jahren die Kurs- exzesse der vorangegangenen Hausse abgebaut, in Deutschland sind es gerade einmal drei Jahre. Die zähe Baisse hat bei der internationalen Anlegergemeinde die Überzeugung verfestigt, daß Japan auch weiterhin der kranke Mann Asiens bleiben wird, mit der Folge einer entsprechenden Unterinvestierung. Wir raten trotz der kurzfristigen Übergekauftheit des japanischen Marktes nicht zum Ausstieg. Vielmehr trauen wir dem Nikkei schon kurzfristig einen Bruch des Abwärtstrends und die Überwindung der Widerstandszone bei rund 9.400 Punkten zu. Danach wäre nennenswerter Widerstand erst wieder im Bereich von 11.500 bis 12.000 Punkten auszumachen.

Gold wieder auf Kriegskurs?

Abschließend betrachten wir den ebenfalls seit längerem favorisierten Goldmarkt (vgl. Abb. 4). Einer der wenigen Märkte, die nach erfolgter Trendwende nunmehr in einem echten Aufwärtstrend sind. Der Doppel-Boden der Jahre 1999/2001 war die Initialzündung, in deren Folge der vorhandene Abwärtstrend lehrbuchmäßig aufgefächert wurde, bis schließlich im Mai 2002 auch der langfristige Abwärtstrend seit 1980 gebrochen wurde (Beginn hier nicht eingezeichnet). Ein wichtiger Hinweis auch, daß die markante Chartmarke von 320/330 US-\$, die 1999 und 2002 noch als harter Widerstand wirkte, dieses Jahr überzeugend gebrochen werden konnte. Als mit dem Ende des Irak-

ABB. 4: GOLD-MONATSCHART



Kriegs diese Marke – diesmal von oben kommend – erneut verletzt wurde, war dies nur ein kurzer Triumph für die Bären, der Kurs schnellte auf Monatsbasis mit einem eindrucksvollen Hammer zurück nach oben. Was war geschehen? Hatten die Akteure am Goldmarkt das Ende des Irak-Feldzugs verschlafen? Antizipiert man bereits die nächste „US-Aufräumaktion“ im Nahen Osten? Oder war die erneute Aufwertung des Goldes gar Ausdruck eines schleichenden Vertrauensverlustes in die weltweit ausufernde Papiergeld- und Schuldenwirtschaft, namentlich in die des Dollars? Letztlich spielt es keine Rolle, denn der Markt antizipiert offensichtlich etwas, und die Marktteilnehmer handeln bereits, ohne daß ihnen hierfür schon mundgerechte Erklärstücke aus den Medien geliefert wurden. Für den weiteren Jahresverlauf erwarten wir mit hoher Wahrscheinlichkeit einen Ausbruch des Goldpreises aus seinem aktuellen Konsolidierungsbereich zwischen 330 und 370 US-\$ und eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung.

Ralph Malisch

„Am Ende dürfte der Dow Jones unter 1.000 Punkten notieren“

Smart Investor im Gespräch mit dem Amerikaner Robert Prechter, Präsident und Gründer des Medienunternehmens Elliott Wave International. Prechter gilt als der Wiederentdecker der Elliott-Wellen-Lehre, er ist Verfasser mehrerer Bücher zu diesem Thema sowie Herausgeber des monatlichen Börsenbriefes „Elliott Wave Theorist“.

Smart Investor: Mr. Prechter, Sie haben Anfang der 80er Jahre die in Vergessenheit geratene Analyse-Methode eines Ralph Nelson Elliott wiederentdeckt und prognostizieren seither die Märkte gemäß dieser Technik. Können Sie unseren Lesern in knappen Worten erläutern, was das Prinzip dieser Elliott-Wellen-Methode ist?

Prechter: Elliott entdeckte, daß Finanzmärkte identifizierbare Wellenmuster ausbilden. Eine Marktbewegung, die in Richtung des übergeordneten Trends verläuft, zeichnet sich dabei durch fünf Unterwellen aus. Verläuft sie jedoch entgegen dem übergeordneten Trend, so weist sie nur drei Unterwellen aus. Dabei genügen alle diese Wellen und Unterwellen gewissen Regeln.

Smart Investor: Was waren Ihre ersten Gedanken, als Sie die Schriften von Elliott entdeckten und darin lasen? Hatten Sie das Gefühl, auf einen Schatz gestoßen zu sein?

Prechter: Einem Literaturhinweis folgend suchte ich nach Elliotts Original-Schriften und wurde nach mehreren Fehlversuchen in der New York Public Library fündig, welche seine Werke auf Microfilm archiviert hatte. Als ich zu lesen begann, wurde mir sofort klar, daß in späteren Literaturzusammenfassungen die wahre Genialität von Ralph N. Elliott unter den Tisch fiel. Daher gab ich all seine Original-Studien in einem einzigen Werk mit dem Namen „R.N. Elliott's Masterworks“ (zu deutsch: R.N. Elliotts Meisterwerke) heraus.

Smart Investor: Ihr Buch „Das Elliott-Wellen-Prinzip“* gilt als Standardwerk für die Elliott-Wellen-Theorie. Nach über 14 Jahren erscheint es nun wieder in deutscher Sprache. Warum gerade jetzt?

Prechter: Es wurde Zeit! Ich denke, einer der größten Werte dieses Buches für den heutigen Leser ist in der dortigen Abbildung 8-3 zu sehen. Sie zeigt unsere Vorhersage aus dem Jahre 1978, daß die Aktienmärkte einen großen Bullenmarkt vor sich haben, welcher von einem großen Bärenmarkt abgelöst wird. Den ersten Teil haben wir bereits gesehen, und nun erleben wir den zweiten Teil. Das ganze Szenario wurde von uns vor 25 Jahren vorgestellt, und es ist immer noch gültig.

Smart Investor: Sie hatten aufgrund der Elliott-Wellen-Theorie die Hausse der 80er Jahre und den Crash 1987 exakt vorhergesagt und bekamen so ein Guru-Image. Ist es für einen Analysten nicht gefährlich, ein Guru zu sein?

Prechter: Sie haben die korrekte Terminologie benutzt: Guru-Image. Ja, es ist gefährlich für einen Analysten als Guru bezeich-

net zu werden. Das Problem ist nicht so sehr, daß ein Guru auch einmal falsch liegen kann, weil jeder mal falsch liegt. Per definitionem können Sie nicht in einem Umfeld agieren, in dem nur Wahrscheinlichkeitsaussagen möglich sind, und zugleich vermeiden, irgendwann falsch zu liegen. Das wahre Problem ist, daß ein Image eine Wahrnehmung ist, die durch psychologische Mechanismen übertrieben wurde. Und wenn es zu sehr übertrieben wurde, kann es nur noch in sich zusammenfallen, wie die Aktienmärkte. Bärenmärkte ruinieren alle Guru-Images. Fragen Sie doch nur die Unternehmensvorstände, z.B. Martha Stewart (US-TV-Größe, die des Insidervergehens angeklagt ist, Anm. d. Red.).



Robert Prechter

Smart Investor: Sie gelten als Super-Bär, und ihre Marktprognosen sind meist recht spektakulär. Wohin geht der Dow Jones Ihrer Meinung nach in den kommenden Jahren?

Prechter: Abwärts, zusammen mit den europäischen Märkten. Schauen wir nochmals auf Abb. 8-3 in dem Buch „Elliott Wellen Prinzip“. Das dort vorgestellte Szenario hat sich nicht geändert. Die einzige Überraschung war und ist, wie lange sich dieser ganze Prozeß hinziehen würde. Am Ende dürfte der Dow Jones unter 1.000 Punkten notieren.

Smart Investor: Ein solcher Einbruch an den Aktienmärkten muß doch zwangsläufig zum Zusammenbruch des kapitalistischen Systems führen, da vor allem in den USA zwischen Börse und Wirtschaft enorme Wechselbeziehungen herrschen?

Prechter: Das hängt davon ab, was Sie unter „kapitalistischem System“ verstehen. Das westliche System war früher relativ frei, nun ist es sozialistisch. Zentralbanken haben ein Monopol auf das Papiergeld. Der Staat ist ursächlich für die Hälfte der Wirtschaftstätigkeit, wobei das eher eine konservative Schätzung ist.

*) Das Buch „Das Elliott-Wellen-Prinzip“ (eine deutsche Übersetzung von „Elliott Wave Principle“) wird gegen Ende Juli 2003 im FinanzBuch Verlag erscheinen.

Heutzutage mischt sich der Staat via Papiergeld in die Märkte ein und stört sie. Es wird die sozialistisch geführte Wirtschaft sein, die zusammenbrechen wird.

Smart Investor: Greenspan warnt vor den Gefahren einer Deflation, hält sie aber für nicht sehr wahrscheinlich. Wie stehen Sie zu diesem Thema?

Prechter: Vor sechs Jahren hielten die Ökonomen Deflation für unmöglich. Vor drei Jahren sagten sie, die Wahrscheinlichkeit für eine Deflation ist so gering, daß es nicht wert ist, darüber zu diskutieren. Nun sagen sie, Deflation ist wahrscheinlich. Das ist unter dem psychologischen Blickwinkel eine interessante Entwicklung. Erst wenn sie sagen, daß noch mit weit mehr Deflation zu rechnen sei, ist vermutlich der Tiefpunkt erreicht.

Smart Investor: Eine Deflation wird laut Experten dann kommen, wenn die US-Immobilienblase platzt. Lassen sich aufgrund der Elliott-Wellen auch Aussagen über die zukünftige Entwicklung der Immobilienpreise machen?

Prechter: Die Datenreihen für die Immobilienpreise enthalten zu wenig Ansatzpunkte, um darin Elliott-Wellen erkennen zu können. Typischerweise jedoch fallen Immobilienpreise zusammen mit Aktienpreisen, allerdings mit einer Verzögerung von zwei Jahren. Die größten Immobilienzusammenbrüche ereigneten sich, nachdem zuvor aufgrund eines ungebremsten Kreditwachstums eine Immobilienblase entstanden war, so wie wir es zuletzt gesehen haben. In vielen Gebieten der USA überschritten die Immobilienpreise bereits im Jahre 2000 ihr Hoch. In den Gebieten, in denen die Preise weiter stiegen, lassen sich unserer Meinung nach jetzt auch Top-Bildungen erkennen.

Smart Investor: Wie stehen Sie zu Öl und Edelmetallen?

Prechter: Hierzu habe ich keine so überzeugende Meinung wie zu den Aktienmärkten. Allerdings lehrt uns die Geschichte, daß während Deflationen auch die Rohstoffpreise nach unten tendieren. Ich würde daher sicherlich nicht aggressiv auf einen Anstieg beim Gold- und Ölpreis wetten. In meinem letzten Buch habe ich behauptet, daß jedermann etwas Gold und Silber besitzen sollte, nicht weil es unbedingt stark steigen wird, sondern weil der Besitz irgendwann Sinn machen könnte, wenn die Notenbanken nämlich Probleme mit ihren Währungen bekommen. Wenn die Deflation erst einmal vorbei sein wird, dürfte es vermutlich zu einer massiven inflationären Phase kommen, während der die Preise für Edelmetalle durch die Decke gehen werden.

Smart Investor: Wann ist die von Ihnen prognostizierte Baisse zu Ende?

Prechter: Seit 1974 haben die Märkte sehr viel längere Trends ausgebildet, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Unter zyklischen Gesichtspunkten erwarte ich immer noch ein wichtiges Tief gegen Ende des Jahres 2004. Vor einiger Zeit dachte ich

noch, daß dieses Tief dann den Schlußpunkt der gesamten Baisse markieren würde. Inzwischen neige ich jedoch zu der Ansicht, daß die Aktien nach dem Jahr 2004 erst noch einige Jahre nach oben marschieren werden, um erst dann zum finalen Einbruch überzugehen, dessen Endpunkt ich nun für das Jahr 2011, plus/minus ein Jahr, erwarte. Das ist natürlich nur eine Vermutung von mir.

Smart Investor: Während der meisten Zeit der 90er Jahre sagten Sie fallende Kurse für Aktien voraus und lagen damit verkehrt. Was war der Grund dafür? Kann es nicht sein, daß Sie jetzt mit Ihrer „Dow unter 1.000“-Prognose wieder daneben liegen werden?

Prechter: Ich glaube, daß die Leute mittlerweile verstanden haben, warum ich so vorsichtig war. Wir befinden uns derzeit in der Abwärtsphase eines großen Superzyklus, also eine Situation, wie sie seit dem 18. Jahrhundert nicht mehr aufgetreten ist. Bis jetzt wurden schon viele Bullen geschlachtet, und dabei hat das Ganze erst angefangen. Sollte ich nochmals falsch liegen? Kann sein! Führen Sie sich doch die Tatsachen vor Augen, und machen Sie sich dann Ihre eigene Meinung. Wenn Sie mir zustimmen, gehen Sie aber das Risiko ein, konträr zur riesengroßen Mehrheit der Analysten und Ökonomen zu denken. Sie sollten unabhängig denken, nur leider schaffen das die meisten Menschen nicht.

Smart Investor: In unserer letzten Ausgabe kam ein österreichischer Analyst namens Johann Saiger zu Wort, der für die kommenden Jahre eine massive Zunahme von kriegerischen Aktivitäten vorausgesehen hat. Können Sie dies aufgrund der Elliott-Wellen bestätigen?

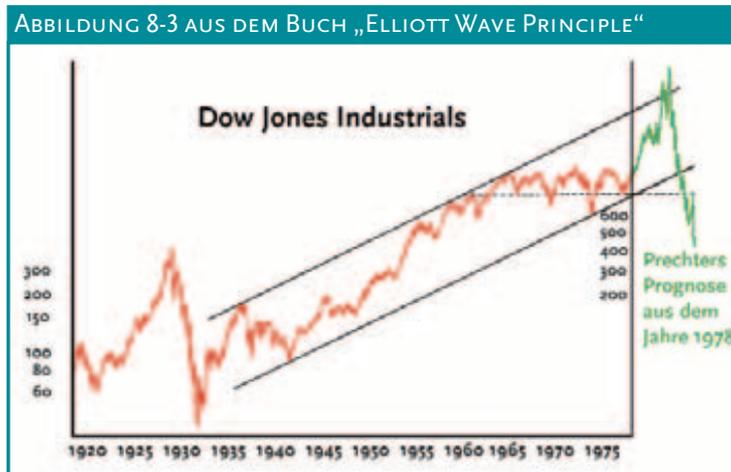
Prechter: 1983 schrieb ich, daß es während der nächsten 10 Jahre keinen größeren Krieg geben wird. Diese Prognose basierte auf vorhergesehenen Elliott-Wellen für die Aktienmärkte und den daraus abgeleiteten sozialen und politischen Konsequenzen. In den späten 90er Jahren warnten wir davor, daß sich dieser Trend nun umkehren wird und in allen Bereichen Konflikte entstehen würden: im religiösen, ökonomischen, sozialen, nationalen und im internationalen Bereich.

Große Bärenmärkte enden fast immer mit Kriegen. Dieser Bärenmarkt ist erst jung, und es gab schon einige Kriege. Jawohl, während der kommenden zehn Jahre werden die kriegerischen Aktivitäten vermutlich stark zunehmen. Der Analyst, von dem Sie sprachen, wird vermutlich leider recht bekommen.

Smart Investor: Mr. Prechter, das waren sehr harte Aussagen von Ihnen. Dennoch möchte ich Ihnen ganz herzlich für dieses Interview danken.

Prechter: Ich danke Ihnen auch und wünsche Ihnen und Ihren Lesern in dieser in finanzieller und auch sozialer Hinsicht ungewöhnlichen Zeit alles denkbar Gute.

Interview: Ralf Flierl



Aktienspekulation mit Netz und doppeltem Boden

Übernahme- und Abfindungswerte können das Gesamtrisiko eines Depots deutlich reduzieren, stellen dafür aber hohe Anforderungen an Sachkenntnis und Geduld der Investoren.

Gemeint sind in diesem Zusammenhang sicherlich nicht solche Werte im Dax oder MDax, die mehr oder weniger regelmäßig als heiße Übernahmekandidaten gehandelt werden. So setzen diesbezügliche Spekulationen bei der Commerzbank, Beiersdorf oder Bilfinger & Berger meist in steigenden Marktphasen ein, während sie bei fallenden Kursen wieder abklingen. Entsprechende Aktien wirken deshalb eher als Trendverstärker denn als risikoreduzierender Faktor im Depot. Diese Funktion können dagegen solche Übernahme- und Abfindungswerte übernehmen, die im Bewußtsein des breiten Kapitalmarktes keine Rolle spielen und sich damit außerhalb der gewöhnlichen Mainstream-Investments bewegen.

Wider der klassischen Kapitalmarkttheorie

Dabei handelt es sich insbesondere um Unternehmen, bei denen es in näherer Zukunft zu Umstrukturierungen im Gesellschafterkreis, dem Ausschluß von Minderheitsaktionären oder der Umwandlung in eine andere Rechtsform kommen könnte. Bis auf wenige Prozent liegen derartige Titel meist in der Hand eines Großaktionärs, der die Geschicke der Gesellschaft leitet und mit seinen Stimmen jeden Hauptversammlungsbeschuß ohne Rücksicht auf die Interessen anderer Aktionäre durchsetzen kann. Entsprechend illiquide fällt der Börsenhandel des Streubesitzes aus. Im Extremfall kann dies sogar dazu führen, daß über Tage oder Wochen keine Umsätze zustande kommen. Die unberechenbarste Variable ist aber meist der mit dem Investment verbundene Zeithorizont. Diverse Aspekte also, die aus Sicht der Kapitalmarkttheorie gegen ein Engagement sprechen. Bei etwas Geduld und der Fähigkeit, entsprechende Hinweise zu orten und richtig zu interpretieren, können durch den frühzeitigen Erwerb jedoch schöne Übernahme- oder Abfindungsprämien realisiert werden, ohne daß dafür ein unangemessen hohes Risiko eingegangen werden müßte.

Hauptgesellschafter als wichtigster Informationslieferant

Mitunter sind es die Großaktionäre selbst, die ein verstecktes Signal zum Einstieg liefern. Ein solcher Fall liegt etwa bei der mehrheitlich zum HVB-Konzern gehörenden Württemberger Hypo (WürttHyp) vor. Noch in diesem Herbst soll das risikobehaftete Immobilienfinanzierungsgeschäft der HVB in eine neue Gesellschaft, die Hypo Real Estate Holding, ausgegliedert und für einen Börsengang adrett herausgeputzt werden. In der neuen Gesellschaft ist für die profitable WürttHyp als „3. Säule“ der Hypo Real Estate Holding eine tragende Rolle vorgesehen. Zuvor könnte aber noch ein Ausschluß der Minderheitsaktionäre ins Auge gefaßt werden. Um die dazu benötigten 95 % zu erhalten, müßte zunächst ein bei der GZ-Bank liegendes Paket von 14 % erworben werden, was dann letztendlich der Startschuß für die Squeeze-out-



Spekulation bei der WürttHyp (WKN: 812 400) wäre. Angesichts der geringen Anzahl außenstehender Aktionäre sowie des bevorstehenden Börsengangs wäre es aus Sicht der HVB eine durchaus vorteilhafte Strategie, mittels eines hohen Abfindungswertes entsprechende Signale über die Werthaltigkeit der WürttHyp an den Kapitalmarkt auszusenden. Unter diesem Gesichtspunkt erscheint eine Prämie von 20-30 % auf die unmittelbar zuvor gezahlten Börsenpreise als durchaus realistisch.

Value Investment par excellence

Gänzlich anders, für spekulativ orientierte Anleger aber nicht minder interessant, ist die Ausgangslage bei der Grammer AG (WKN 589 540). Bei dem weltweit tätigen Automobilzulieferer handelt es sich um einen klassischen „Value-Wert“, wie er außerhalb marktgängiger Indices noch häufig zu finden ist. Im abgelauenen Geschäftsjahr konnte das Unternehmen einen Konzernumsatz von 778 Mio. Euro sowie einen Jahresüberschuß von 23,4 Mio. Euro erzielen. Das DVFA/SG-Ergebnis lag bei 2,53 Euro je Aktie, woraus sich beim aktuellen Kurs von 16 Euro ein KGV von 6,3 ergibt. Das KUV beträgt lediglich 0,22. Aufgrund der guten Geschäftsentwicklung wird nach drei „Nullrunden“ die Dividendenzahlung in diesem Jahr wieder aufgenommen.

GRAMMER AG IN ZAHLEN					
	1998	1999	2000	2001	2002
STREUBESITZ IN %	29	29	29	17	17
MARKTKAPITALISIERUNG					
(31.12.) IN MIO. EURO	199,2	141,8	84,0	118,6	149,4
DIVIDENDE IN EURO	0,51	-	-	-	0,30
ERGEBNIS/AKTIE IN EURO	0,89	-1,50	0,65	2,58	2,53
CASH FLOW/AKTIE IN EURO	3,09	0,17	4,00	5,36	5,40

Quelle: Grammer AG

E.ON BAYERN

**Analyse der Beteiligungsstruktur**

Seit Mitte 2001 liegen 68 % des Kapitals in den Händen angelsächsisch geprägter Finanzinvestoren um die Permira-Gruppe (vormals Schroder Ventures). Angesichts des grassierenden Übernahme- und Going Private-Fiebers in der mittelständischen Kfz-Zuliefererindustrie (z.B. Edscha, Kiekert, Kolbenschmidt und W.E.T. Automotive) liegt es nahe, daß die exit-orientierten Private Equity-Investoren um Permira ihre Beteiligung in regelmäßigen Abständen auf den Prüfstand stellen und mögliche Verkaufserlöse sondieren. Kommt es tatsächlich zur Veräußerung, ist für die Minderheitsaktionäre nach § 35 Übernahmegesetz ein Abfindungsangebot fällig, da der neue Investor die Kontrollschwelle von 30 % überschreiten würde. Von Ausnahmetatbeständen abgesehen, orientiert sich die Mindesthöhe der Abfindung in solchen Fällen stets an den umsatzgewichteten Börsenkursen der vorangegangenen drei Monate. Für Grammer liegt dieser Wert, der für jede Aktie börsentäglich vom BaFin ermittelt wird und sich unter www.bafin.de/database/mindestpreis/front?aktion=start recherchieren läßt, mit steigender Tendenz aktuell bei 13,50 Euro. Da Permira Mitte 2001 selbst aber immerhin 12,50 Euro je Aktie zahlte und sich der Automobilzulieferer seitdem prächtig entwickelt hat, wird eine andere Abfindungsregel greifen. So ist dem Streubesitz vom zukünftigen Erwerber mindestens der Betrag anzubieten, den auch der Großaktionär erhalten hat. Angesichts der guten Rahmenbedingungen erscheint im vorliegenden Fall ein Veräußerungspreis deutlich oberhalb von 20 Euro als durchaus realistisch. Nicht prognostizierbar ist allerdings der Zeithorizont der Spekulation. Angesichts der momentanen Branchendynamik sowie der kontinuierlich anziehenden Kurse spricht aber einiges dafür, daß es noch innerhalb des nächsten Jahres zu gravierenden Veränderungen in der Aktionärsstruktur der Grammer AG und damit zu Kursaufschlägen von mindestens 30 % für die freien Aktionäre kommen könnte.

Zum Ausstieg wird geläutet

Klar definiert ist der Zeithorizont dagegen bei Gelsenwasser (WKN 776 000), einer Tochter des E.ON-Konzerns. Die Ministerlaubnis zur Fusion mit Ruhrgas war E.ON u.a. nur unter der Bedingung erteilt worden, sich von der Mehrheit des größten deutschen Wasserversorgers bis zum 11. August 2003 zu trennen, wobei dieser Termin auf Antrag allerdings um bis zu weitere sechs Monate nach hinten verschoben werden kann. Als Kaufinteressenten, die sich teilweise auch bereits als solche geoutet haben, werden momentan RWE, die Hamburger Wasserwerke HWW sowie die französischen Wassergiganten Veolia (früher Vivendi En-

viroment) und Suez/On-deo gehandelt. Hinzu kommt der mittelständische Entsorger Rethmann sowie ein halbes Dutzend Private Equity-Firmen. Insgesamt soll es 10 ernsthafte Bewerber geben. Als realistischer Wert für das momentan noch zu E.ON gehörende 80,5 %-Paket an Gelsenwasser werden rund 1

Mrd. Euro angesehen, was einem Erlös von ca. 361,50 Euro je Aktie entspräche. Wie bereits oben erläutert wird der Streubesitz für die momentan zu ca. 400 Euro gehandelten Aktien jedoch mindestens den gewichteten Durchschnittspreis der letzten drei Monate erhalten. Laut Datenbank des BaFin liegt dieser mit steigender Tendenz derzeit bei knapp 380 Euro. Das Risiko ist somit stark begrenzt. Insbesondere aufgrund des umfangreichen Interessentenkreises bestehen für E.ON auf der anderen Seite gute Aussichten, mehr als die veranschlagte Summe realisieren zu können. Optimistische Schätzungen gehen von Preisen oberhalb von 440 Euro je Aktie aus. Umgerechnet läge auch dieser Wert noch deutlich unter dem, was RWE Anfang des Jahres für American Water Works gezahlt hat. Da der Kaufpreis die Untergrenze für das Angebot an die freien Aktionäre determiniert, steht dem geringen Risiko bei sehr überschaubarem Zeithorizont somit die aussichtsreiche Chance auf eine Rendite deutlich oberhalb der aktuellen Kapitalmarktverzinsung gegenüber.



GELSENWASSER

**Auf Anhebung der Abfindung wetten**

Im Abwicklungsprozeß deutlich später angesiedelt sind Spekulationen, die erst nach Ankündigung eines Squeeze-outs oder einer Übernahme sowie der Veröffentlichung der genauen Bedingungen einsetzen. Der Aktienkurs entsprechender Werte steht meist etwas oberhalb der angebotenen Abfindung. Begründen läßt sich dies mit der Möglichkeit einer späteren Aufbesserung im Rahmen einer Anfechtungsklage oder eines sogenannten Spruchstellenverfahrens. Als aktuelles Beispiel kann in diesem Zusammenhang die Edscha AG (WKN 563 300) angeführt werden. Auf der außerordentlichen Hauptversammlung am 23. Mai wurde der Ausschluß der außenstehenden Aktionäre gegen Zahlung einer „angemessenen“ Gegenleistung in Höhe von 32,50 Euro beschlossen. Momentan notieren die Papiere aber bei rund 38

Euro. Der Grund für diese Diskrepanz läßt sich bei der näheren Betrachtung des Squeeze-out-Berichts schnell ermitteln. So fallen verschiedene Annahmen, die der Wertermittlung der Gegenleistung von 32,50 Euro zugrunde gelegt wurden, aus Sicht der Minderheitsaktionäre extrem unbefriedigend aus.

Hoher Abzinsungsfaktor, niedriger Unternehmenswert

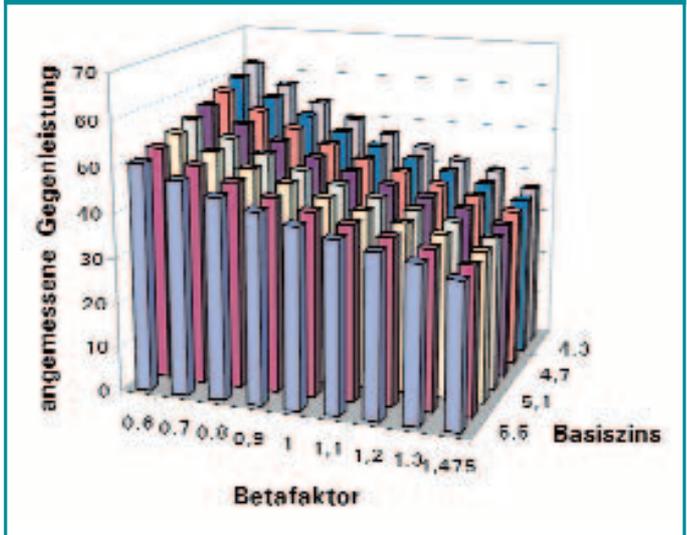
An erster Stelle ist hier die Ermittlung des Abzinsungsfaktors zu nennen, der sich aus Basiszins (langfristige Umlaufrendite) und Risikozuschlag zusammensetzt. Letzterer ergibt sich durch die Risikoprämie des Marktes multipliziert mit dem Betafaktor, der wiederum das Risiko des jeweiligen Unternehmens im Verhältnis zum Aktienmarkt darstellt. Ein Betafaktor von 1 bedeutet, daß das Unternehmensrisiko dem Gesamtmarktrisiko entspricht. Betawerte kleiner 1 drücken ein geringeres, Betawerte größer 1 ein höheres Risiko aus. Bei der Bewertung von Edscha wurde ein Beta von 1,475 verwendet, obwohl der tatsächlich ermittelte Betafaktor bei 0,64 lag, wegen seiner angeblich zu geringen statistischen Aussagekraft aber unberücksichtigt blieb. Mit großer Wahrscheinlichkeit ist jedoch davon auszugehen, daß der Betafaktor von 1,475 über die kommenden Gerichtsprozesse hinaus keinen Bestand haben wird. So haben sich beispielsweise beim Squeeze-out bei Stinnes, einem ähnlich gelagerten Fall, Kläger und Großaktionär nach der Einreichung einer Anfechtungsklage, mit der die Eintragung des Squeeze-outs zunächst verhindert wurde, auf eine Reduzierung des Betafaktors von ursprünglich 1 auf 0,6 geeinigt. Die Abfindung erhöht sich dadurch um rund 30 % und kommt allen aus der Stinnes AG „herausgepreßten“ Aktionären zugute. Der in entsprechenden Kreisen bestens bekannte Karl Walter Freitag, der auch am Stinnes-Vergleich beteiligt war, hat noch auf der Hauptversammlung der Edscha AG angekündigt, den Squeeze-out-Beschluß des Automobilzulieferers ebenfalls anzufechten.



Kleine Veränderungen, große Wirkung

Wird der Betafaktor im Rahmen einer Einigung oder in einem späteren Spruchstellenverfahren von seinem ursprünglichen Wert auch nur auf 1 verringert, erhöht sich allein dadurch der Ausgleich für die freien Aktionäre auf rund 40,36 Euro, bei 0,64 sogar auf 49,48 Euro. Dabei handelt es sich aber keinesfalls um die einzige fragwürdige Prämisse, die im Rahmen der Bewertung unterstellt wurde. So liegt auch der gewählte Basiszins mit 5,5 % im Vergleich zur Umlaufrendite (am Bewertungsstichtag 4,1 %) relativ hoch. Eine Anpassung auf diesen Wert hätte ceteris paribus eine Erhöhung der Abfindung um rund 4,20 Euro zur Folge.

EDSCHA: WIRKUNGSWEISE VON BETAFAKTOR UND BASISZINS AUF DIE ANGEMESSENE GEGENLEISTUNG



Quelle: Smart Investor, eigene Berechnungen

Die Auswirkungen einer kombinierten Veränderung auf die Höhe der angemessenen Gegenleistung lassen sich aus der Grafik ablesen.

Eher bescheiden ist dagegen der Wachstumsabschlag bei der Ermittlung der ewigen Rente ausgefallen. Der angenommene Wert von 0,5 % unterstellt, daß sich das sogenannte nachhaltige Ergebnis ab 2006/2007 nur noch um ein halbes Prozent pro Jahr erhöhen wird – und zwar nominal, also ohne Berücksichtigung der Inflation. Für eine mögliche Aufbesserung besteht an dieser Stelle somit weiteres Potential.

Kostenlose Option auf Nachzahlung

Aktuell kein Aufschlag zu zahlen ist dagegen für die Aktien der E.ON Bayern AG (WKN 504 500), obwohl hier noch bis zum 7. Juli ein Tauschangebot im Gegenwert von 32,53 Euro in Aktien der Muttergesellschaft (E.ON AG) läuft. Sollte es im Rahmen eines Spruchstellenverfahrens im Anschluß an den bei E.ON Bayern folgenden Squeeze-out zu einer Aufbesserung der angemessenen Gegenleistung kommen, werden davon auch die Aktionäre partizipieren, die das laufende Tauschangebot angenommen haben. Durch den Kauf der E.ON Bayern, einen Tausch in E.ON sowie den anschließenden Verkauf dieser Papiere erwirbt der Aktionär somit faktisch eine kostenlose Option auf eine später möglicherweise anfallende Nachzahlung.

Fazit

Wie bereits die wenigen hier aufgeführten Beispiele zeigen, können Abfindungs- und Übernahmewerte bei angemessenem Risiko somit gute Chancen auf hübsche Renditen bieten. Da ihre Entwicklung zudem nur äußerst gering mit der allgemeinen Aktienmarktentwicklung korreliert ist, liefern sie darüber hinaus einen hohen Beitrag zur Risikoreduzierung innerhalb eines Wertpapierdepots.

Dr. Martin Ahlers, Thorsten Grimm

Hinweis: Die Autoren besitzen Aktien verschiedener der hier aufgeführten Unternehmen.

Hoffnung für Goldminen am Kap der Guten Hoffnung!

Südafrika hat mit einigen Problemen zu kämpfen, unter denen auch die dort ansässige Goldindustrie leidet. Dennoch, oder aus Contrarian-Gesichtspunkten gerade deshalb könnte ein Investment in dortige Minentitel jetzt interessant sein.

Ende der 90er Jahre drohte das Edelmetall Gold endgültig in der Bedeutungslosigkeit zu versinken. Die Inflation schien für immer und ewig besiegt, die Zentralbanken reduzierten ihre Bestände, und das Bedürfnis der Investoren, in eine sichere Geldanlage zu investieren, war ohnehin nicht besonders ausgeprägt und wurde durch die Dauerbaisse des Goldes weiter untergraben. Aber die große Party an den weltweiten Aktienmärkten fand im März 2000 ein abruptes Ende, und seitdem steigt das Interesse für das gelbe Metall wieder beträchtlich. Insbesondere südafrikanische Gold-Aktien konnten seit damals deutlich zulegen.

Hebeleffekte

Prinzipiell läßt sich mit einem Investment in eine Goldmine gegenüber einem Kauf des physischen Metalls ein Hebeleffekt erzielen, d.h. eine Goldpreissteigerung um einen gewissen Prozentsatz wird eine überproportionale prozentuale Gewinnsteigerung der Gesellschaft zur Folge haben. Die Ausprägung dieses Hebeleffektes hängt von im wesentlichen drei unternehmensspezifischen Gegebenheiten ab. Erstens ist hier zu erwähnen, inwieweit die Gesellschaft Hedging betreibt, also ihre zukünftige Goldproduktion per Termin verkauft. Je weniger dies der Fall ist, desto ausgeprägter ist der Hebel. Ganz entscheidend ist auch das Ausmaß der Gold-Reserven bzw. -Ressourcen der Gesell-

schaft. Reserven sind dadurch definiert, daß sie von einem unabhängigen Dritten geprüft und testiert wurden, Ressourcen dagegen werden von dem Unternehmen selbst angegeben. Je höher nun diese Reserven/Ressourcen im Vergleich zur jährlichen Produktionsmenge sind, desto länger die Lebensdauer der Mine. Und je länger die Lebensdauer, desto höher ist der Hebel, der von einem steigenden Goldpreis auf den Unternehmenswert ausgeht, da zu dessen Berechnung die zukünftigen Unternehmensgewinne addiert werden. Als dritter wichtiger Hebelfaktor sind schließlich die spezifischen Förderkosten der Goldmine zu sehen. Denn je teurer die Produktion, desto prozentual mehr schlägt ein Anstieg beim Goldpreis auf den Unternehmensgewinn durch. Alle drei Hebeleffekte sind vor allem bei den südafrikanischen Minen am stärksten ausgeprägt. Im Vergleich zu ihren Konkurrenten aus Nordamerika und Australien sichern die Goldgesellschaften vom Kap der Guten Hoffnung ihre Produktion kaum ab, verfügen über die größeren Reserven/Ressourcen und produzieren zu höheren Kosten.

Probleme, nichts als Probleme!

Für Südafrika ist die Goldindustrie von herausragender Bedeutung. Allerdings war die politische und wirtschaftliche Situation des Landes in jüngster Zeit kontraproduktiv für die Aktienkursentwicklung der Minen. Zum einen ist der Anstieg der Landeswährung Rand in den letzten Monaten zu nennen. Problem hierbei ist, daß die Minen ihre Umsätze (Goldverkäufe) in US-\$ fakturieren, die Produktionskosten aber in Rand anfallen. Der steigende Randpreis torpedierte daher die gute Entwicklung des Goldpreises. Grund für die Stärke der Währung waren Nominalzinsätze von bis zu 17 % (bedingt durch eine Inflationsrate von 13 %). Diese zogen jede Menge spekulativer Gelder an, die letztlich zu einer Aufwertung der Währung führten. Traditionell „hedgen“ Goldminenunternehmen in Südafrika sowohl die Währung als auch den Goldpreis nur in sehr geringem Maße, so daß negative Entwicklungen in diesen Bereichen voll auf die Ergebnisse durchschlugen. Ein weiteres Problem ist die hohe Quote von mindestens 25 % HIV-infizierte Minenarbeiter. Mehr als befremdlich muteten in diesem Zusammenhang die Äußerungen des südafrikanischen Staatspräsidenten Thabo Mbeki an, der bis vor kurzem einen Zusammenhang zwischen dem HIV-Virus und AIDS bezweifelte und die essentiellen anti-viralen Medikamente für gefährlicher als die Immunschwächekrankheit hielt. Neben der menschlichen Tragödie erwarten die Unternehmen dadurch einen Anstieg der Produktionskosten von 4 bis 10 US-\$ pro Unze. Und um das Faß voll zu machen, wurde von der Regierung Ende März die Einführung einer Steuer auf die Schürfrechte (Royalty) beschlossen, die 3 % vom Umsatz betragen wird.

SÜDAFRIKANISCHE GOLDMINEN-TITEL IM VERGLEICH

(1 EURO = 9,27 SÜDAFRIK. RAND;ZAR)	DURBAN R.	GOLD FIELDS	HARMONY
UMSATZ 2002 IN MIO. ZAR	2.600	12.500	7.800
JAHRESÜBERSCHUSS IN MIO. ZAR	-510	3.000	1.400
KURS IN ZAR	20,20	94,70	109,80
KURS IN EURO	2,21	10,35	12,00
MARKTKAPITALISIERUNG IN MIO. ZAR	3.850	44.604	19.270
DIVIDENDE 2002 IN ZAR	0,00	3,70	5,00
WKN	865 260	856 777	851 267
FÖRDERKOSTEN PRO UNZE IN US-\$	305	..*	233
CASH-FÖRDERKOSTEN** IN US-\$	206	195	222
RESERVEN IN MIO. UNZEN	16	85	45
RESSOURCEN IN MIO. UNZEN	55	59	62
GESAMT (RESERVEN + RESSOURCEN)	71	144	107
JAHRESPRODUKTION IN MIO. UNZEN	1,1	4,4	4,1
LEBENSDAUER IN JAHREN***	65	33	26
GEWINN PRO AKTIE 2003E IN ZAR	2,00	4,70	7,10
KGV 2003E	10	20	15
KUV 2003E	1,5	3,6	2,5

* Gold Fields gibt diese Zahl nicht bekannt

** ohne Abschreibungen/Amortisation

*** (Reserven + Ressourcen) / Jahresproduktion

GOLD FIELDS



Hohe Produktionskosten

Ein permanentes Problem sind die natürlichen Begebenheiten vor Ort. Während in Kanada oder Australien viele Unternehmen das Gold knapp unter der Erdoberfläche abbauen können, liegen die Adern in Südafrika weitaus tiefer. Aus bis zu vier Kilometern Tiefe wird inzwischen gefördert. Hauptschwierigkeit hierbei ist die massive Hitze, die riesige Anlagen zur Kühlung der Schächte erfordert. Die dafür aufgewendete Energie ist ein wesentlicher Kostenbestandteil des Produktionsprozesses.

Don't think in problems, think in solutions!

Und jetzt die gute Nachricht. All diese Probleme und Nachteile sind bekannt und sollten in den Kursen bereits eingepreist sein. Hinzu kommt, daß in vielen Bereichen Besserung in Sicht ist. Mittlerweile sind Zinsen und Inflation und in deren Gefolge die Währung wieder deutlich zurückgekommen. Auch scheint die Regierung ihre ignorante Einstellung zum Thema AIDS zumindest teilweise geändert zu haben und unterstützt die Minenunternehmen beim Kampf gegen diese Krankheit. Diese haben zudem eigene Programme zur Aufklärung, Prävention und Behandlung infizierter Arbeiter gestartet. Und schließlich steht der Goldpreis aus den hier bereits des öfteren dargelegten Gründen vermutlich eher am Anfang einer längerfristigen Aufwärtsbewegung als am Ende einer Bear Market-Rallye. Ein steigender Goldpreis wird aber wie ein Katalysator wirken und die Minen schlagartig in die Gewinnzone katapultieren. Dies alles spricht unserer Ansicht nach dafür, daß Überraschungen bei südafrikanischen Goldminen in Zukunft eher auf der positiven Seite zu finden sein werden.

Für jeden Risikogeschmack ist etwas dabei

Wer nun in diesem Bereich investieren möchte, dem seien folgende drei Werte ans Herz gelegt: zum einen die viertgrößte Goldmine der Welt, Gold Fields. Das Unternehmen hat, trotz der widrigen Bedingungen der letzten Jahre, stets Gewinne ausgewiesen und verfügt über sehr große Goldreserven (siehe Tabelle). Gold Fields ist sozusagen der Blue Chip unter den vorgestellten Werten. Etwas spekulativer dagegen ist ein Investment in Harmony Mining. Das Unternehmen hat gerade die Fusion mit ARMgold bekanntgegeben und verfügt über höhere Förderkosten und damit über einen höheren „operating leverage“ (Hebel) als Gold Fields. Dies bedeutet andererseits, daß das Unternehmen von einem steigenden Goldpreis überproportional profitieren wird.

Eine wahre Rakete

Wer's richtig heiß mag, sollte sich näher mit Durban Roodepoort beschäftigen. Das Unternehmen baut seit Jahren aggressiv seine Kapazitäten sowohl durch organisches als auch akquiriertes Wachstum aus und produziert mittlerweile über 1 Mio.



Unzen pro Jahr. Aufgrund der permanenten Expansion und der relativ hohen Produktionskosten von über 300 US-\$ hat Durban im letzten Jahr Verluste eingefahren. Insgesamt wirkt sich also der operating leverage, sprich der Hebel eines sich verändernden Goldpreises auf den Unternehmensgewinn, bei diesem Wert am stärksten aus. Der Erfolg eines Investments in Durban Roodepoort verlangt andererseits einen höheren Goldpreis als bei den anderen Titeln. Der CEO von Durban Roodepoort erwartet in den nächsten Jahren übrigens einen Goldpreis von 600 US-\$, und er scheint sein Unternehmen für diesen Fall positionieren zu wollen, zumal die Gesellschaft kaum Vorwärtsverkäufe betreibt. Sollte Gold tatsächlich in derartige Regionen vorstoßen, geht die Post bei Durban richtig ab. Allerdings sollten auch Goldpreise um 400 US-\$ ausreichen (wozu aus unserer Sicht nicht viel Phantasie nötig ist), um aus Durban wieder ein profitables Unternehmen zu machen. In Kombination mit den riesigen Reserven und Ressourcen, die zusammengenommen eine Lebensdauer von etwa 65 Jahren gewährleisten, sollte dies die Aktie beflügeln. Es gilt allerdings wie immer: Erhöhte Chance, erhöhtes Risiko!

DURBAN ROODEPOORT



Fazit

Die südafrikanischen Goldminen haben gegenüber nordamerikanischen oder australischen Konkurrenten mit deutlich mehr Problemen bzw. höheren Kosten zu kämpfen. Rein betriebswirtschaftlich schlägt sich dies in einem größeren Hebel einer Goldpreisänderung auf die Gewinnentwicklung der Minen vom Kap der guten Hoffnung nieder. Während dieser Hebel in den letzten Monaten negativ wirkte und zu dramatischen Korrekturen in diesen Titeln führte, dürfte nun – einen steigenden Goldpreis unterstellt – wieder eine Phase überproportionaler Gewinn- und Kurssteigerungen anstehen. Für Smart Investor zählen südafrikanische Goldminenaktien zu den aussichtsreichsten Investments für die kommenden Jahre. Übrigens finden Sie mit Durban Roodepoort einen der drei hier vorgestellten Minentitel auch in unserem Musterdepot auf Seite 40.

Alexander Kapfer

Titelstory/Prinzipien des Marktes

Candlesticks – das Prinzip der reduzierten Komplexität

Aus der Behavioral Finance wissen wir, daß sich die Aufmerksamkeitsspanne des Menschen auf gleichzeitig maximal sieben Informationseinheiten beschränkt. Wer nicht aktiv und systematisch die Komplexität der auf ihn einströmenden Informationen reduziert, wird zwangsläufig zum Opfer einer unsystematischen Komplexitätsreduktion – er übersieht Wesentliches.

Komplexität und Zeitdruck

Das Börsengeschäft ist vor allem von zwei Eckdaten gekennzeichnet – von stetig anschwellender Flut von zum Teil komplex miteinander verwobener Informationen und enormem Zeitdruck bei der Verarbeitung und Bewertung dieser Informationen bis hin zur Entscheidung. Der Einzelne ist heute weniger denn je in der Lage, alle relevanten Aspekte eines Engagements zeitnah und korrekt zu berücksichtigen. Er ist daher darauf angewiesen, sich, wie Goldberg/von Nitzsch (Behavioral Finance, FinanzBuch Verlag) es ausdrücken, als „kognitiver Geizhals“ zu verhalten und mit seinen beschränkten Informationsverarbeitungskapazitäten effizient umzugehen. Hierzu bedient er sich sogenannter Heuristiken; das sind Faustregeln, deren Sinn darin besteht, die Komplexität einer Situation bewußt auf das Wesentliche zu reduzieren und die Urteilsfindung zu beschleunigen. Praktisch alle fundamentalen, technischen und quantitativen Systeme bauen auf diesem Prinzip der Komplexitätsreduzierung auf – sie konzentrieren sich entweder auf wenige als relevant erachtete Teilaspekte oder verdichten komplexe Informationen in griffige Kennzahlen.

Charts als vereinfachte Abbilder der Realität

Auch Charts dienen in aller Regel neben der reinen Visualisierung des Kursgeschehens auch der systematischen Vereinfachung dieses Teils der Wirklichkeit. Charts sind in dieser Beziehung am ehesten mit Landkarten vergleichbar, die ebenfalls die Vielschichtigkeit der Landschaft auf eine überschaubare Anzahl interessierender Sachverhalte reduzieren, wobei in einer Straßenkarte andere Aspekte herausgearbeitet sein werden als in einer Bodenschatzkarte. Es ist wichtig, sich bewußt zu machen, daß auch Charts lediglich Abbilder der Wirklichkeit sind, niemals jedoch die Wirklichkeit selbst. Welche Aspekte der Wirklichkeit bei der Konstruktion berücksichtigt werden, richtet sich nach den Bedürfnissen und insbesondere dem Zeithorizont des

Adressaten. Wer beispielsweise einen Point&Figure-Chart verwendet, verzichtet bewußt auf die Abbildung des Zeitelements.

Candlesticks – im Westen was Neues

Im Folgenden wollen wir mit den Candlestick-Charts (Kerzencharts) eine inzwischen auch bei uns äußerst beliebte Chartart genauer betrachten. Aus heutiger Sicht ist es kaum vorstellbar, daß Candlestick-Charts im Westen noch bis Anfang der 1990er Jahre nahezu gänzlich unbekannt waren. Es ist Steve Nison zu verdanken, der zunächst mit mehreren Artikeln und dann mit seinem mittlerweile zum Klassiker gewordenen Buch „Technische Analyse mit Candlesticks“ (FinanzBuch Verlag) den Grundstein für die Popularisierung dieser

Technik bei uns legte. Als man Anfang der 1990er Jahre im Westen begann, von dieser Darstellungsweise und Analysetechnik Kenntnis zu nehmen, war sie bereits mehr als hundert Jahre alt. Ihre Ursprünge hat sie in den Regeln, die der legendäre japanische Geschäftsmann Munehisa Homma im 18. Jahrhundert für seinen Handel an der Dojima Reisbörse in Osaka entwickelt hat.

Wahl der Perioden

Die einzelnen Elemente dieser Charts werden aufgrund ihres Aussehens als Kerzen bezeichnet und entstehen durch die Reduzierung einer prinzipiell unbeschränkten Anzahl von Kursen einer Periode auf vier markante Werte: Eröffnungs-, Hoch-, Tief- und Schlußkurs. Wenn hier allgemein von Periode die Rede ist, soll dies verdeutlichen, daß das allgemeine Konstruktionsprinzip prinzipiell auf beliebige, auch „krumme“ Zeiträume anwendbar ist (z.B. 4-Stunden-Kerzen oder 3-Tages-Kerzen). In der Praxis haben sich jedoch vor allem der Handelstag und die Handelswoche als Standardperioden für die Konstruktion der Kerzen durchgesetzt. Für diese Perioden spricht, daß sie durch den tatsächlichen Handelsbeginn und das tatsächliche Handelsende natürliche Begrenzungen aufweisen, an denen besonderer psychologischer Druck auf die Marktteilnehmer ausgeübt wird: Zu diesen Zeitpunkten ist es den Marktteilnehmern nämlich entweder erstmalig nach der handelsfreien Zeit oder letztmalig vor der handelsfreien Zeit möglich, Ideen umzusetzen und Positionen zu ändern. Bei Kerzen über noch längere Zeiträume, wie etwa Monate, Quartale oder ganze Jahre, ergeben sich zusätzlich Datumseffekte, genannt sei in diesem Zusammenhang das Stichwort „Window Dressing“.

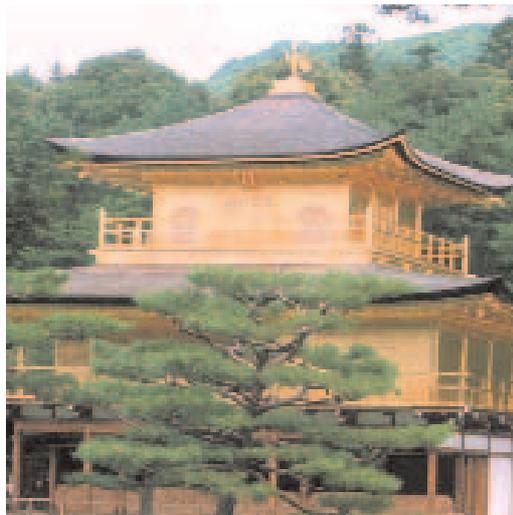
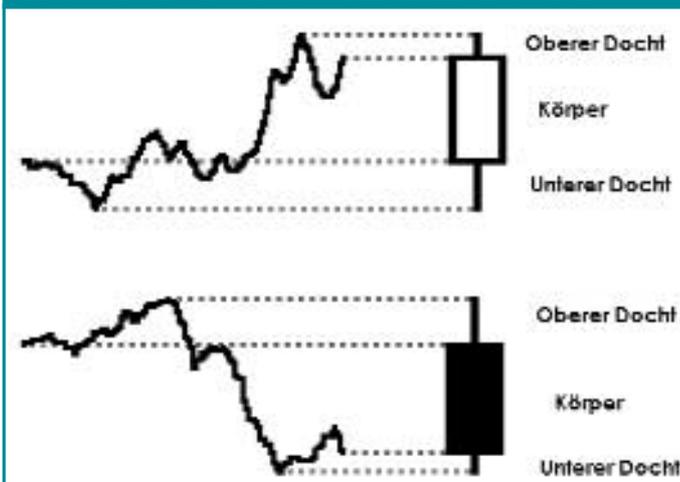


ABB. 1: WIE WEISSE UND SCHWARZE KERZEN ENTSTEHEN



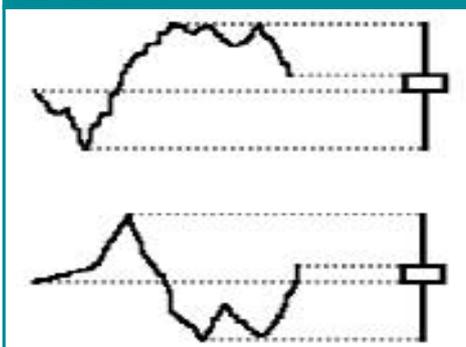
Konstruktion der Kerzen

In Abb. 1 ist die Konstruktion zweier Kerzen dargestellt. Idealtypisch lassen sich drei Bereiche einer Kerze identifizieren: Der obere Docht, der Körper und der untere Docht. Am augenfälligsten ist sicher der Kerzenkörper. Seine Begrenzungen ergeben sich aus dem Eröffnungs- und dem Schlußkurs der betrachteten Periode. Liegt der Schlußkurs oberhalb der Eröffnung, wird der Körper weiß, andernfalls schwarz (oder auch rot) gefärbt. Der obere Docht ist der Bereich zwischen Hochkurs und Kerzenkörper, der untere Docht der Bereich zwischen Kerzenkörper und Tiefkurs. In konkret vorliegenden Kerzen können einer oder mehrere Bereiche nicht ausgeprägt sein. So ergibt sich z.B. eine Kerze mit nicht ausgeprägtem Körper durch die Gleichheit von Eröffnungs- und Schlußkurs; sie wird auch als Doji bezeichnet. In diesem Zusammenhang muß eines noch deutlich gesagt werden: Jede Reduzierung bedeutet stets auch einen Informationsverlust. Abb. 2 veranschaulicht diesen Effekt: Zwei vollkommen unterschiedliche Kursverläufe werden auf eine identische Kerze reduziert. Gewiß ist lediglich, daß die Sitzung mit dem Eröffnungskurs begann und mit dem Schlußkurs endete, der genaue Verlauf dazwischen, insbesondere die Frage, in welcher Reihenfolge Hoch- und Tiefkurs erreicht wurden, bleibt bei bloßer Betrachtung der Kerze offen.

Erscheinungsbilder einzelner Kerzen

Sämtliche denkbaren Erscheinungsbilder von Kerzen entstehen durch die Variation der Anteile der Bereiche Oberer Docht, Körper und Unterer Docht sowie der Farbe des Kerzenkörpers. Da

ABB. 2: INFORMATIONSVERLUST DURCH REDUZIERUNG



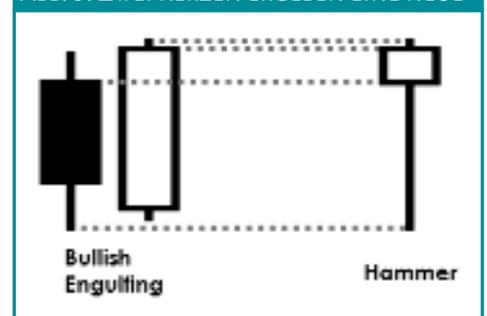
eine Katalogisierung einzelner Kerzen den Rahmen dieser Einführung sprengen würde, sollen hier lediglich einige verallgemeinernde Tendenzaussagen abgeleitet werden: Je größer der Anteil des Körpers an der

Kerze ist, desto eindeutiger hat sich eine Trendrichtung herausgebildet. Die Farbe des Körpers zeigt an, ob Bullen oder Bären die Situation selbstbewußt dominieren. Ist dagegen der Anteil der Dochte groß, so deutet dies entweder auf einen Kampf zwischen beiden Lagern hin oder ist Ausdruck der Verunsicherung über die weitere Kursentwicklung. Derartige Kerzen finden sich häufig in der Nähe von Wendepunkten, aber nicht ausschließlich dort. Denn häufig wird nach einer derartigen Attacke wieder die ursprüngliche Trendrichtung aufgenommen. Lange untere Dochte nach Abwärtsbewegungen sind dabei tendenziell ein Zeichen von Stärke, zeigen sie doch, daß der Markt sich von den erreichten Tiefkursen wieder lösen konnte. Umgekehrt sind lange obere Dochte nach Aufwärtsbewegungen Alarmzeichen: Zwar gelingt es zunächst, auf neue Hochkurse vorzustoßen, doch reicht die Kraft nicht aus, um sich in diesen Höhen auch zu halten.

Kerzen im Kontext

Es mag überraschend klingen, aber die Größe einer Kerze läßt sich nicht an der Kerze selbst entscheiden, sondern erschließt sich erst im Kontext, vorzugsweise im Vergleich zu vorangegangenen Kerzen. Folgt beispielsweise einer Reihe relativ kleiner Kerzen eine große

ABB. 3: ZWEI KERZEN ERGEBEN EINE NEUE



Kerze, dann sollte man genau prüfen, ob sich hier ein neuer Trend ankündigt. Eine weitere wesentliche Eigenschaft, die sich ebenfalls nur im Zusammenhang mit anderen Kerzen erschließt, ist die Lage der Kerze. Der interessanteste Fall sind Kerzen, die sich mit ihren Vorgängern und/oder Nachfolgern gar nicht oder lediglich in den Dochten überlappen. In der Candlestick-Terminologie werden diese Muster als „Stars“ bezeichnet und deuten häufig auf eine Trendumkehr hin.

In diesem Zusammenhang geht es aber nicht nur um die Lage der Kerzen zueinander. Ihre wirkliche Stärke zeigen die Kerzen erst im Zusammenspiel mit anderen Analysetechniken. Besondere Beachtung sollte Kerzen geschenkt werden, die mit hohen Umsätzen unterlegt sind, oder die an neuralgischen Chartpunkten auftreten, beispielsweise an bedeutenden Trendlinien, Widerstands- oder Unterstützungszonen.

Die Reduzierung der Reduzierung

Abschließend soll auf ein Phänomen aufmerksam gemacht werden, das Nison als „blended candles“ bezeichnet. Grundsätzlich lassen sich beliebige aufeinanderfolgende Kerzen wiederum zusammenfassen und zu einer einzigen Kerze verdichten (vgl. Abb. 3). Es ist häufig eine recht sinnvolle Fingerübung, diesen Vorgang zumindest gedanklich vorzunehmen und zu prüfen, ob die Aussage der so erzeugten Kerze im Widerspruch zur Aussage der Einzelkerzen steht. Im abgebildeten Beispiel ergibt das aus zwei Kerzen bestehende „Bullish Engulfing“ beim Überblenden einen „Hammer“.

Ralph Malisch

Titelstory

Candlesticks – eine empirische Untersuchung

Candlesticks verzeichneten seit ihrer Entdeckung im Westen einen beispiellosen Siegeszug und sind mittlerweile auch bei uns zur dominierenden Chartart geworden. Aber woher kommt eigentlich die Begeisterung und vor allem: Ist sie gerechtfertigt?

Hohe subjektive Trefferwahrscheinlichkeiten

Von vielen Anwendern der Candlestick-Charts wird insbesondere die hohe Treffsicherheit der Kerzen hervorgehoben und tatsächlich ist es immer wieder verblüffend, wie oft bedeutsame Kerzen oder Kerzenkombinationen just an entscheidenden Wendepunkten des Kursverlaufs auftreten. Wer die Angelegenheit allerdings aus dieser Perspektive betrachtet, zäumt das Pferd von hinten auf, denn in der Praxis – und das ist entscheidend – fehlt das Vorwissen über einen Wendepunkt. Vielmehr wird man häufig mit den gleichen Mustern konfrontiert sein, ohne daß diesen auch nur annähernd die erwartete Kursentwicklung folgt. Ein weiteres Phänomen, das zu der gefühlsmäßigen Einschätzung einer hohen Trefferwahrscheinlichkeit beiträgt, ist, daß die Anwender nicht selten eine ausgesprochen dehnbare Vorstellung eines Musters im Kopf haben. Die Neigung besteht dann, immer dort ein Muster zu sehen, wo es das eigene Vorurteil bestätigt und es dort zu verwerfen, wo es nicht ins vorgefertigte Konzept paßt. Nur eine Minderheit unterzieht sich der Mühe, die Muster exakt zu definieren und ihre Auswirkungen systematisch zu untersuchen.

Grundsätzliche Anmerkungen

Im folgenden werden wir exemplarisch drei Kerzenmuster einer eingehenderen empirischen Untersuchung unterziehen. Untersuchungsgegenstand (unsere Grundgesamtheit) sind die Tageskerzen der Aktien des Dax 30 im Zeitraum Januar 1998 bis April 2003, wobei wir vereinfachend für den gesamten Zeitraum die aktuelle Index-Zusammensetzung angenommen haben. Der Vollständigkeit halber sei angemerkt, daß die Zuverlässigkeit der

Kerzenmuster immer dann besonders hoch ist, wenn sie an entscheidenden Chartmarken auftreten, von einer auffälligen Umsatzentwicklung begleitet werden oder durch nachfolgende Muster bestätigt werden. Eine Berücksichtigung dieser Interdependenzen würde jedoch den Rahmen dieses Artikels sprengen.

Der Hammer

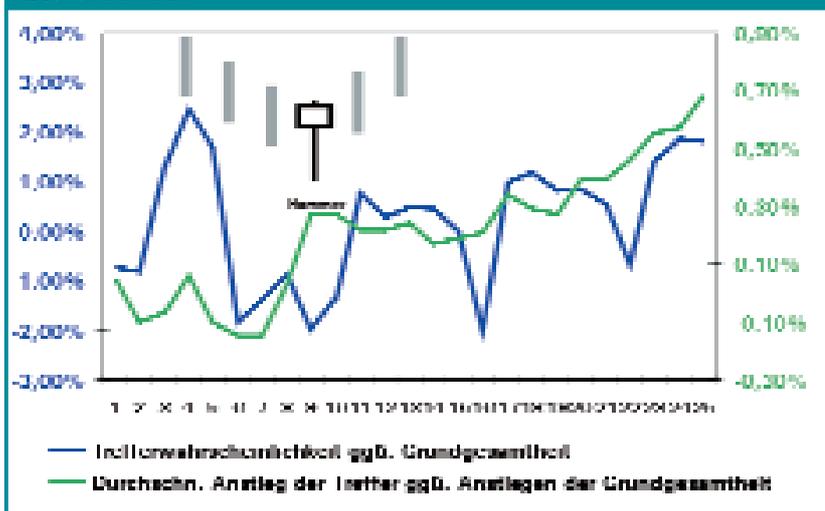
Beginnen wir unsere Betrachtungen mit einem der einfachsten Kerzenmuster, dem Hammer. Laut Steve Nison müssen für einen Hammer vier Kriterien erfüllt sein (vgl. Abb. 1):

1. Die Kerze tritt im Abwärtstrend auf.
2. Der Kerzenkörper ist klein und befindet sich am oberen Ende der Kerze.
3. Der untere Docht ist doppelt so lang wie der Kerzenkörper.
4. Es gibt keinen oder nur einen sehr kleinen oberen Docht.

Selbst bei diesem einfachen Muster steckt der Teufel jedoch im Detail: Was genau ist ein „kleiner“ Kerzenkörper, und wie groß ist er im Vergleich zu einem „sehr kleinen“ oberen Docht? Wie definiert sich ein Abwärtstrend etc.? Um die Aussagekraft der Formation zu testen, ist es daher notwendig, die unbestimmten Begriffe durch konkrete Definitionen zu präzisieren. Beispielsweise könnte dies folgendermaßen geschehen:

- 1a. Entweder wurde ein neues 5-Tage-Tief erreicht oder der gleitende 5-Tage-Durchschnitt fällt.
- 2a. Die Höhe des Kerzenkörpers beträgt maximal 20 % der Höhe der Gesamtkerze. (Die Lage am oberen Ende ergibt sich aus 3. und 4.)
- 3a. Der untere Docht ist mindestens doppelt so lang wie der Kerzenkörper.
- 4a. Der obere Docht ist maximal halb so lang wie der Kerzenkörper.

ABB. 1: HAMMER



Ein Hammer soll immer dann vorliegen, wenn alle vier Bedingungen erfüllt sind (logisches „UND“). Unter den mehr als 38.000 untersuchten Tageskerzen identifizieren wir auf diese Weise 371 Hammer. Von Interesse ist nun, ob sich die durchschnittliche Kursentwicklung nach einem Hammer von der durchschnittlichen Kursentwicklung in der Grundgesamtheit unterscheidet. Wir betrachten jeweils die Entwicklung über die nächsten 25 Tage und beschränken uns wegen der besseren Übersichtlichkeit bei der Auswertung auf zwei Kriterien: die Trefferwah-

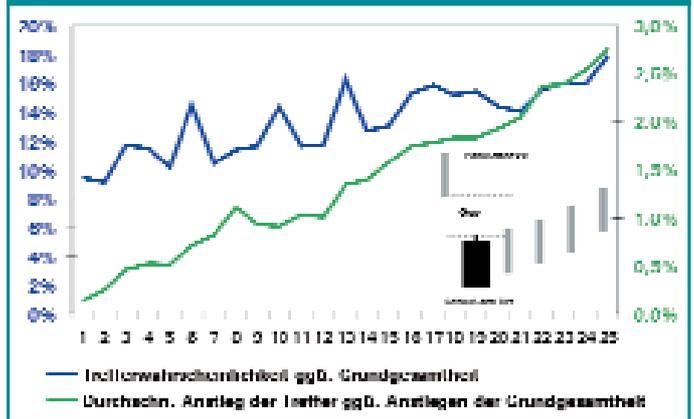
scheinlichkeit, also die Wahrscheinlichkeit, daß der Kurs nach x Tagen tatsächlich gestiegen ist (im Vergleich zur Trefferwahrscheinlichkeit der Grundgesamtheit) und den durchschnittlichen prozentualen Kursanstieg bei einem Treffer im Vergleich zu den entsprechenden Perioden der Grundgesamtheit mit einem Kursanstieg. Eine umfassende Analyse sollte zudem ein Streuungsmaß und die durchschnittlichen Verluste von Nicht-Treffern berücksichtigen.

In Abb. 1 sind die Trefferwahrscheinlichkeit (blaue Linie/linke Skala) und der durchschnittliche prozentuale Gewinn der Treffer (grüne Linie/rechte Skala) dargestellt. Ein Wert der blauen Linie von 2,5 % bei vier Tagen bedeutet: Die Wahrscheinlichkeit, daß die Kurse vier Tage nach dem Auftreten eines Hammers gestiegen sind, liegt knapp 2,5 Prozentpunkte höher als im Durchschnitt der Grundgesamtheit. In der grünen Linie liest sich ein Wert von 0,7 % bei 25 Tagen wie folgt: Der durchschnittliche Kursanstieg lag 25 Tage nach einem Hammer im Falle eines Treffers um 0,7 Prozentpunkte über der durchschnittlichen Kursentwicklung aller 25-Tage-Zeiträume mit steigenden Kursen. Die Auswertung des Hammers ist jedoch ernüchternd: Sein Auftreten verspricht im Durchschnitt keine höhere Aussicht auf steigende Kurse (Trefferwahrscheinlichkeit) als der Durchschnitt aller Kerzen der Grundgesamtheit. Allenfalls kann im Zeitablauf ein geringfügig höherer prozentualer Gewinn der Treffer erwartet werden. Offensichtlich steht die Popularität des Hammers im krassen Mißverhältnis zu seiner tatsächlichen Nützlichkeit.

Der Evening Star (Abendstern)

Ein deutlich komplexeres Muster ist der Evening Star. Erscheint dieses aus drei Kerzen zusammengesetzte Muster (vgl. Abb. 2) innerhalb eines Aufwärtstrends, dann soll die Umkehr dieses Trends unmittelbar bevorstehen. In unserer Grundgesamtheit fanden sich insgesamt lediglich 108 Evening Stars, was aufgrund des restriktiveren Regelwerks nicht weiter verwundert. Da die Standarderwartung für den Evening Star sinkende Kurse sind, werten wir hier Kursrückgänge als Treffer. Die Trefferwahrscheinlichkeit, also die Wahrscheinlichkeit, daß die Kurse tatsächlich sinken, liegt mit 4 bis 12 Prozentpunkten deutlich über dem Durchschnitt der Grundgesamtheit. Mit zunehmendem zeitlichen Abstand zum Evening Star verringert sich aller-

ABB. 2: PANIKATTACKE



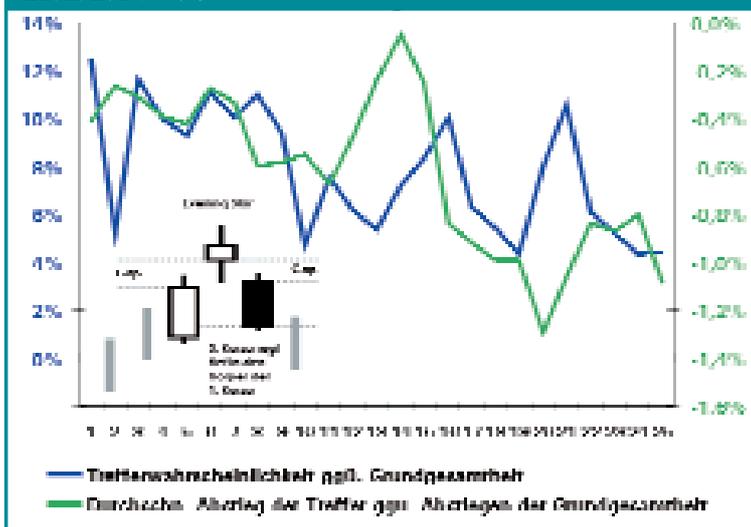
dings die Trefferquote. Der durchschnittliche Kursverlust nach dem Auftreten eines Evening Star ist stets größer als im Durchschnitt der Grundgesamtheit und nimmt mit wachsender Entfernung vom Muster noch zu. Dieses auf den ersten Blick widersprüchliche Ergebnis erklärt sich daraus, daß die prognostische Reichweite eines Evening Star stark streut. Während sich die Kurse in einigen Fällen nach anfänglicher Abwärtsbewegung wieder stabilisieren können, kommt es in anderen Fällen zu einer regelrechten Verkaufslawine.

Panikattacker

Abschließend soll eine neue Formation vorgestellt werden, die aus zwei Kerzen besteht und lediglich zwei Bedingungen erfüllen muß: Zwischen der ersten und der zweiten Kerze befindet sich ein sogenanntes Abwärts-Gap, also eine sich nach unten öffnende Kurslücke, und die zweite Kerze schließt auf Tagesstief (vgl. Abb. 3). Diese beiden Bedingungen beschreiben einen furchteinflößenden Kursverlauf, den man am ehesten als Panikattacker charakterisieren kann. Insgesamt 190 derartige Panikattacker waren im Untersuchungszeitraum zu beobachten und das mit verblüffenden Folgen: Die Trefferwahrscheinlichkeit für anschließend wieder steigende Kurse ist durchgängig über dem Durchschnitt der Grundgesamtheit und steigt mit zunehmendem zeitlichen Abstand von der Panikattacker kontinuierlich an. Auf Sicht von 25 Tagen sind in nahezu 67 % der Fälle die Kurse angestiegen, während dies in der Grundgesamtheit nur in 49 % der Fälle zutrif – eine Differenz von satten 18 Prozentpunkten. Auch der durchschnittliche Kursanstieg weitete sich im Zeitablauf kontinuierlich auf und erreichte nach 25 Tagen immerhin 2,8 Prozentpunkte mehr als im Marktdurchschnitt. Wie kann man sich dieses Muster erklären? Offenbar verlieren viele Marktteilnehmer während einer solchen Panikattacker kurzzeitig die Nerven und sind bereit, sich von ihren Papieren um nahezu jeden Preis zu trennen. Erst mit wachsendem zeitlichen Abstand zur Panikattacker kann sich allmählich eine realistischere Einschätzung durchsetzen, und die Kurse korrigieren die Übertreibung. Allerdings funktioniert dieses Muster tendenziell nur bei Blue Chips. Im breiten Markt versagt es mitunter kläglich, da hier die Panikattacker gelegentlich nur der Auftakt für einen langen Leidensweg ist. Die konsequente Anwendung von Stops ist bei diesem Muster in jedem Fall Pflicht. Die Panikattacker zeigt, daß es sich lohnen kann, die ausgetretenen Pfade zu verlassen und ein wenig quer zu denken.

Ralph Malisch

ABB. 2: EVENING STAR



COT: Dem Smart Money auf der Spur

Wer wüßte nicht gerne, in welche Märkte das sogenannte Smart Money – also das Kapital von Insidern – strömt? Die Auswertung der „Commitment of Traders“-Reports (= COT) bietet für die US-Märkte dienliche Hinweise hinsichtlich der Beantwortung dieser Frage.

Der „Commitment of Traders“-Report (COT) wird jede Woche am Freitag abend von der Commodity Futures Trading Commission (CFTC), einer US-Regierungsbehörde, veröffentlicht. Dieser Bericht gewährt Einsicht in den Umfang und vor allem in die Art der Positionierung dreier Anlegergruppen (Non-Commercials, Commercials und Small Traders) in den unterschiedlichen Rohstoff-, Zins-, Devisen- und Aktien-Futuresmärkten der Vereinigten Staaten. Die Veröffentlichung dieser Positionierungen kann wertvolle Hinweise über die zu erwartenden Kursverläufe einzelner Märkte liefern.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

Die Aufgabe der CFTC ist es, den amerikanischen Markt für Futures und Optionen zu regulieren und dabei die Marktteilnehmer vor Manipulationen, Betrug und mißbräuchlichen Handelspraktiken zu schützen. Dazu erhält sie von den großen Händlern und Handelshäusern tägliche Abrechnungen über ihre Handelsaktivitäten, sofern sie die Berichtspflichtgrenzen überschreiten. Die CFTC wertet die täglich eingehenden Berichte aus, indem sie zunächst die großen Händlerkonten in die Gruppen der „Non-Commercials“ („Institutionelle Spekulanten“) und die Gruppe der „Commercials“ („Risikoabsicherer“, commercial hedgers) aufteilt. Über die insgesamt ausstehenden Kontrakte (total open interest) kann dann auch die Positionierung der „Small Traders“ („kleine Händler“ und Privatspekulanten) im Markt errechnet werden, deren geringe Handelspositionen nicht der Meldepflicht unterliegen („nonreportable positions“) (Abb. 1).

Bewegte COT-Geschichte

COT-Reports für Agrarmärkte wurden seit den 70er Jahren veröffentlicht. Der damals noch am Ende eines Monats erscheinende Bericht wurde 1982 kurzzeitig eingestellt, 1983 erneut aufgelegt und so umgestellt, daß heute für einzelne Märkte erst ab 1983 verlässliche Daten vorliegen. Ab 1991 wurden die COT-Reports dann im Turnus von zwei Wochen und ab Oktober 1992 wöchentlich veröffentlicht. Der Stichtag für die Zusammenstellung der offenen Futures-Positionen (open interest) ist der Dienstag einer Woche, wobei diese Daten dann von der CFTC am Freitag abend veröffentlicht werden: www.cftc.gov. (dort können auch die historischen Daten heruntergeladen werden.)

Charakterisierung der drei Händlergruppen

Die drei von der CFTC eingeteilten, funktional und interessenspezifisch differenzierten Händlergruppen lassen sich dabei wie folgt beschreiben:

1. Non Commercial Traders: Diese Gruppe besteht aus Händlern, die versuchen, über die Einschätzung der zukünftigen Marktbewegung Spekulationsgewinne zu erzielen. Sie benutzen die Futures-Märkte also nicht zur Absicherung (hedging) ihrer Geschäftstätigkeit, sondern tragen spekulativ das Risiko, das andere gerne abgeben. Bei dieser Gruppe handelt es sich in aller Regel um „clearing houses“, „futures commission merchants“ oder ausländische Broker.

2. Commercial Traders: In den Rohstoffmärkten sind die „Commercials“ entweder Produzenten (Goldminenbesitzer, Farmer) oder Konsumenten (Schmuckhersteller, Nahrungsmittelkonzerne) des entsprechenden Gutes. Sie nutzen hier die Futures-Märkte, um ihre Einkünfte festzuschreiben oder mögliche Kostenrisiken auf Spekulanten abzuwälzen. Wer ein Commercial Futures kauft, um sich gegenüber Marktrisiken abzusichern, so kauft er im allgemeinen weil er glaubt, damit zukünftige Produktionskosten zu seinem Vorteil abzusichern. So kann ein

ABB. 1: DIE KURZFORM DES COT-REPORTS FÜR DEN S&P 500 FUTURE

S&P 500 STOCK INDEX - CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE								NONREPORTABLE POSITIONS	
FUTURES ONLY POSITIONS AS OF 06/17/03									
NON-COMMERCIAL			COMMERCIAL		TOTAL				
LONG	SHORT	SPREADING	LONG	SHORT	LONG	SHORT	LONG	SHORT	
(S&P 500 INDEX X \$250.00)						OPEN INTEREST:		798,781	
55,783	92,241	21,071	519,887	501,441	596,741	614,753	202,040	184,028	
CHANGES FROM 06/10/03 (CHANGE IN OPEN INTEREST: 79,864)									
5,005	25,567	9,255	62,920	46,417	77,180	81,239	2,684	-1,375	
PERCENT OF OPEN INTEREST FOR EACH CATEGORY OF TRADERS									
7.0	11.5	2.6	65.1	62.8	74.7	77.0	25.3	23.0	
NUMBER OF TRADERS IN EACH CATEGORY (TOTAL TRADERS: 181)									
29	26	21	106	76	150	109			

Viehzüchter Getreide-Futures kaufen, wenn er der Ansicht ist, daß sie für ihn einen günstigen Produktionsfaktor darstellen. Genauso gut kann ein Getreideproduzent Futures verkaufen, um sich einen günstigen Verkaufspreis für die nächste Ernte zu sichern. Luftfahrtgesellschaften können Öl-Futures kaufen, wenn sie der Ansicht sind, daß der momentane Preis für sie günstig ist, um so die Treibstoffkosten für ein Jahr festzuschreiben. In den Finanzmärkten können sich die Commercials (Portfoliomanager von Pensionskassen, Stiftungen, Fonds oder Versicherungsunternehmen) gegen einen möglichen Verfall der Aktienkurse absichern.

3. Small Traders: In aller Regel „kleine“ Händler, deren Positionen nicht die Berichtsgrenzen überschreiten.

Die „Net-Trader Positions“

Wie aus dem oben (Abb. 1) dargestellten COT-Report für den S&P 500 Future ersichtlich ist, werden für alle drei Händlergruppen die jeweiligen Long- (Kauf-) und Short- (Verkaufs-) Positionen veröffentlicht. Subtrahiert man nun jeweils die Long-Positionen von den Short-Positionen, so erhält man die jeweilige Netto-Position der Non-Commercials, Commercials und Small Traders. Die relativen Long- oder Short-Positionen der einzelnen Händlergruppen sind dabei aber weniger aussagekräftig als die jeweilige Netto-Position. Im historischen Vergleich kann so festgestellt werden, ob eine Händlergruppe ihre Netto-Long oder Netto-Short-Positionen auf- oder abbaut. Bei einem Trendwechsel der Positionierung können so oft wichtige Wendepunkte in vielen unterschiedlichen Märkten besser erkannt werden. Durch ihre besonderen Marktkenntnisse und -beziehungen wird vor allem den Positionen der „Commercials“ die meiste Aufmerksamkeit geschenkt, sagt man ihnen doch nicht zu Unrecht nach, daß sie ihr Insiderwissen für den strategischen Aufbau von Positionen nutzen und durch ihre marktbeherrschende Stellung selbst den Kurs zu ihren Gunsten nachhaltig beeinflussen können. Eine gewinnbringende Strategie besteht dann beispielsweise darin, dieser Gruppe zu folgen: „Following the Smart Money.“

COT am Beispiel des S&P 500 Future

Inn Abb. 2 soll dieser Sachverhalt anhand der Netto-Positionen der drei Händlergruppen für den S&P 500 Future graphisch veranschaulicht werden (Netto-Position der Non-Commercials; Commercials; Small Traders). Im Chart ist deutlich zu sehen, daß die Commercials ab Mitte Mai 2000 ihre Netto-Short-Positionen drastisch ausgebaut haben; zeitweise waren sie mit mehr als 100.000 Kontrakten Netto-Short. Seit dem 28.3.2003 sind die Commercials – das erste Mal seit knapp drei Jahren – wieder Netto-Long gegangen, was also im Moment für weiter anziehende



Die Netto-Long Positionen der Commercials sind im Chart grün eingefärbt.

Kurse spricht. Im Chart ebenfalls zu sehen ist die Tatsache, daß die kleinen Händler während der Baisse ebenfalls zeitweise mit mehr als 100.000 Kontrakten Netto-Long gegangen waren und hierbei wohl sehr viel Geld verloren haben dürften.

Analyse und Interpretation der COT-Daten

Daß sich die Commercials vor großen Wendepunkten des Marktes richtig positionieren, ist eigentlich eine logische Folge ihrer berufsmäßigen Vertrautheit mit den fundamentalen Gegebenheiten und Möglichkeiten ihres Geschäfts. So verfügen sie zumeist auch über das notwendige Wissen und die Netzwerke, um ihr Geschäft erfolgreich betreiben zu können. Vielfach sind auch die großen Handelshäuser die einzige Informationsquelle über Angebots- und Nachfrage-Statistiken, die die Öffentlichkeit erreichen. Und man darf sich hier sicher sein, daß die großen Handelshäuser auf diese Informationen bereits reagiert haben, bevor diese die Öffentlichkeit erreichen.

Keine einfache Interpretation

Bei der Analyse und Interpretation der unterschiedlichen Netto-Positionen ist zudem noch zu beachten, daß die Bedeutung und Aussagekraft der jeweiligen Netto-Größen von Markt zu Markt variiert. Bei einer genaueren Analyse der COT-Daten zeigt sich zudem, daß vor allem die relativen (und nicht die absoluten) Netto-Positionierungen im Vergleich zu historischen Maximal- oder Minimalgrößen entscheidend sind. Im Silbermarkt beispielsweise waren die Commercials bislang noch nie Netto-Long gewesen. Dennoch fallen bei der relativen Betrachtung ihrer Netto-Positionierung signifikante Niveaus ins Auge, an deren plötzlichen Ab- oder Aufbau sich gleichzeitig auch wichtige Wendepunkte des Marktes erkennen lassen.

COT beim Silber

Jeder Futures-Markt wird so durch ein spezielles Zusammenspiel der drei Händlergruppen bestimmt. Im Silbermarkt sind die Commercials vorwiegend Silberproduzenten, die sich durch den

Verkauf von Futures (Short-Selling) gegen einen Preisverfall absichern. Aus dem obigen Chart wird ersichtlich, daß man bei Silber immer dann gute Kaufkurse hatte, wenn die Commercials „relativ“ wenig Short-Positionen hatten; und umgekehrt gute Verkaufskurse, wenn sie begannen, ihre hohen Short-Positionen abzubauen.

Mehrere Denkansätze

Andere Veröffentlichungen empfehlen dagegen, lieber den Non-Commercials in ihren Positionierungen zu folgen, da sie ja richtig liegen bzw. gelegen haben müssen, um überhaupt so große Händler werden zu können. Ob dies nicht eher einem geschickten Marketing zu verdanken ist und dieser (schlechte) Rat eine bewußte Irreführung ist, mag dahingestellt bleiben. Auch der andere Rat, den „Small Traders“ nicht zu folgen und das genaue Gegenteil derer zu tun, führt in die Irre, gibt es doch auch unter den „Small Traders“ kleine Commercials, die der Reportpflicht nicht unterliegen, aber dennoch über Insider- oder besonderes Geschäftswissen verfügen. Mit anderen Worten, auch dies wäre im allgemeinen keine erfolgreiche Strategie, auch wenn dies in einzelnen Märkten (vielleicht zufällig) funktionieren könnte.

großen“ (Verkaufs-) Netto-Positionen in einem Markt sprechen kann. Zu diesem Zweck hat der US-Analyst Steve Briese einen Oszillator, den COT-Index, entwickelt, der genau dies aussagen soll. Ausgehend von den Netto-Positionen der Commercials vergleicht er deren aktuelle Positionierung mit ihren historischen Höchst- und Tiefstständen über NN-Wochen. Die Formel für den COT-Index lautet wie folgt (Technisch versierte Leser wird diese Formel sicherlich an den „Stochastics“-Indikator erinnern):

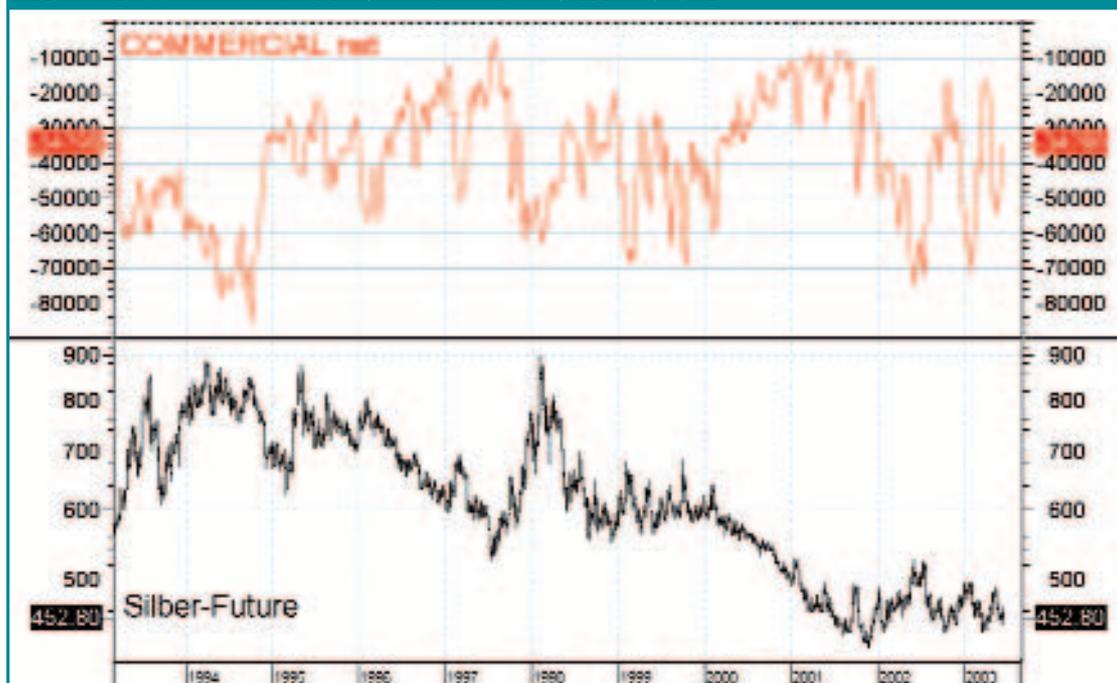
$$\text{COT-Index: } \frac{\text{COMnet} - \text{LLV}(\text{COMnet}, \text{NN})}{\text{HHV}(\text{COMnet}, \text{NN}) - \text{LLV}(\text{COMnet}, \text{NN})}$$

- COMnet: Netto-Position der Commercials
- LLV: Tiefster Wert der Netto-Position der Commercials
- HHV: Höchster Wert der Netto-Position der Commercials
- NN: Anzahl der historischen Vergleichsperioden (lookback)

Der COT-Index, der zwischen 0 (bearish) und 1 (bullish) oszilliert, gibt so die relative Stimmung unter den Commercials unter Berücksichtigung historischer Nettogrößen wieder. Eine

Untersuchung von Steve Briese – vermutlich dem versiertesten Kenner und Analysten der C O T - R e p o r t s (www.bullishreview.com) über die Verlässlichkeit der Kauf- und Verkaufssignale aufgrund der Positionierung der Commercials in 36 Märkten zwischen 1983 und 1989 ergab damals eine Trefferquote von 67 %.

ABB. 3: NETTO-POSITIONEN DER COMMERCIALS IM SILBER-FUTURE



Schwierige Interpretation

Ebenso problematisch ist es, aus den einfachen Netto-Positionierungen bereits auf eine zukünftige Markttrichtung schließen zu wollen, auch wenn dies vielleicht einmal (zufällig? – siehe Abb. 2) funktionieren könnte. Darüber hinaus kann auch der Vorlauf der Indikation (Auf- oder Abbau von Positionen) über mehrere Wochen hin variieren. All dies zusammengenommen, mag es die Schwierigkeit mit der Interpretation dieser Daten, die viele Trader haben, ansatzweise erklären. COT-Daten zu analysieren ist demnach eine komplexe und mehrdimensionale Angelegenheit.

Der COT-Index

Eine Kunst der COT-Daten Interpretation liegt folglich darin, zu erkennen, wann man von „relativ kleinen“ (Kauf) oder „relativ

Erfolgreiches Handelssystem

Auch in den Finanzmärkten zeigen die Commercials (institutionelle Händler wie Banken oder Fonds) – ähnlich wie ihre Kollegen im Agrar- und Rohstoffsektor – die Fähigkeit, sich bei wichtigen Trendwenden des Marktes richtig zu positionieren. Im folgenden Chart (Abb. 4) sieht man den S&P500 seit 1999 und darüber die Netto-Position der Commercials, den COT-Index der Commercials auf einer 10-Wochen-Basis mit den Kauf- (0.8) und Verkaufsgrenzen (0.2). Gleichzeitig mit dem S&P wurde unten die für dieses Handelssystem errechnete Kapitalkurve als blaue Balken abgetragen (in Punkten gerechnet, ohne Gebühren und Slippage, Enter und Exit jeweils zum Eröffnungskurs am Montag). Eine ansteigende Kapitalkurve (wie in unserem Fall) verdeutlicht, daß es sich beim diesem Handelssystem um ein langfristig erfolgreiches handelt.

Der Vorteil des COT-Index liegt nicht nur darin, Extrempositionen (über 0.8 bullish oder unter 0.2 bearish) sichtbar zu ma-

chen, sondern darüber hinaus gleichzeitig auch auf einzelne Märkte zu zeigen, in denen vermutlich eine größere Marktbewegung (Potential!) bevorsteht. Da jeder Markt aus einer speziellen Interaktion zwischen den drei unterschiedlichen Händlergruppen bestimmt wird, deren Einfluß und Perspektive sich darüber hinaus im Laufe der Zeit auch verändern können, kann der COT-Index helfen, die Extrema – die auf Trendwenden schließen lassen – sichtbar zu machen, auch wenn Märkte nicht alle über einen Kamm geschert werden sollten.

Grundmuster der Akkumulation/Distribution

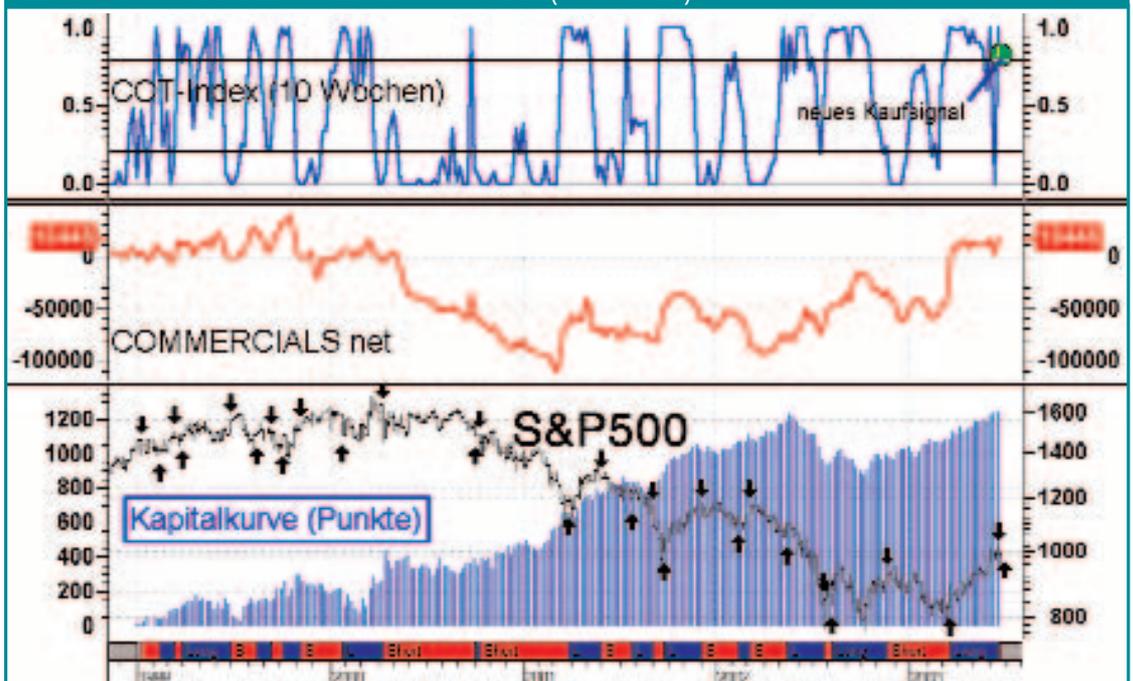
Insgesamt betrachtet hat sich folgendes Grundmuster als hilfreiche Analyse- und Beurteilungsgrundlage des Kauf-/Verkaufs-Zyklus herauskristallisiert (vgl. Murray A. Ruggiero: Seeking a commitment, in: Futures (April 2002), S. 56-59):

1. In einer Seitwärtsphase des Marktes akkumulieren die Commercials so lange, bis sie – vor einem Kursausbruch – ein extremes Niveau der relativen „Bullishness“/„Bearishness“ erreicht haben. An den großen Wendepunkten des Marktes sind sie zumeist richtig positioniert.
2. Nach einem Kursausbruch oder einer Trendwende werden die Extrempositionierungen der Commercials wieder zurückgefahren, und die Large Trader, zumeist trendfolgende institutionelle Händler, springen nun auf den Zug auf. An dieser Stelle des Kauf-/Verkaufs-Zyklus liegen die Commercials auch mal „falsch“, da ja jemand den Large Traders ihre Positionen ermöglichen muß. Dieser paradoxe Umstand, daß auch die Commercials jetzt hinsichtlich der weiteren Kursentwicklung falsch liegen (können), verwirrt viele Analysten und führt leicht zu Fehlinterpretationen, wie z.B. daß man sich bei der Interpretation der COT-Reports weniger auf die Commercials als vielmehr auf die Large Trader verlassen sollte.
3. Wenn dann die kleinen Händler auch noch auf den fahrenden Zug springen wollen, ist die Bewegung häufig (fast) schon wieder vorbei, vor allem dann, wenn die Commercials mittlerweile eine gegensätzliche Extrempositionierung eingenommen haben.

Deutung der jüngsten Signale

Nachdem der COT-Index (auf 10-Wochen-Basis, sh. Abb. 4) Mitte Juni zum ersten Mal seit dem Kaufsignal Ende März wieder ein Verkaufssignal generiert hat (sh. S&P 500-Chart), wurde dies am 20.

ABB. 4: S&P 500-HANDELSYSTEM MIT COT-INDEX (10WOCHEN)



Juni, also bereits nach einer Woche, wieder revidiert. Bei der reinen Betrachtung der Commercials ergibt sich demnach wieder ein Kaufmodus, wobei auch dies schnell wieder revidiert werden könnte. Obendrein sollte man die jüngste Entwicklung bei den Small Traders nicht unberücksichtigt lassen (Abb. 2, schwarze Linie). Diese bauen ihre Netto-Long-Position gerade deutlich aus. Da diese Händlergruppe aber in der Tendenz einen Contra-Indikator darstellt, muß das Gesamtbild etwas differenziert gedeutet werden. Mit dieser Konstellation wäre am ehesten folgende S&P-Entwicklung „verträglich“: Der Aktienmarkt vollzieht in den kommenden Wochen eine Abwärtskorrektur, während der die Small Trader ihre Netto-Long-Position verringern bzw. vielleicht sogar in eine Netto-Short-Position verwandeln. Die mittelfristige Tendenz dürften aber die Commercials angeben und letztere scheinen sich für einen längeren Aufwärtstrend positioniert zu haben. Diese Interpretation wäre auch mit der Marktprognose von Smart Investor gut vereinbar (sh. „Das große Bild“, S. 28).

Fazit

Wenn sich ein Ungleichgewicht in der Angebots- und Nachfrage-Relation (Ausdruck zukünftiger Erwartungen) entwickelt (Brutto und/oder Netto-Positionen erreichen Extremwerte), werden sich früher oder später die Preise dahingehend anpassen müssen. Der Vorteil der COT-Daten liegt nun darin, diese Unausgeglichheiten in der Angebots- und Nachfrage-Relation sichtbar zu machen. Die COT-Reports weisen so auf besondere Handelsaktivitäten hin, bevor sich die Preise angepaßt haben, darin liegt ihr strategisches Informationspotential: a) zu sehen, in welchen Märkten sich etwas tut (Potential), und b) gleichzeitig anhand der Positionierung der einzelnen Gruppen die zukünftige Richtung der Preisbewegung aus vorangegangenen Mustern zu erschließen (leading indicator). Die aktuellen COT-Charts können beispielsweise unter <http://www.sharelynx.net/Markets/Charts/COT.htm> abgefragt werden.

Dr. Reinhard Bauernfeind

Derivate

„In punkto Systeme und Informationen stehen Privatanleger den Profis heute in praktisch nichts mehr nach“

Interview mit Dirk Heß, Securitized Derivatives, Goldman Sachs

Es scheint unbestreitbar, daß sich in den letzten Jahren unheimlich viel auf dem Markt für Finanzderivate getan hat. Neben einem Hochrücken bei den Systemvoraussetzungen stehen Derivateanlegern heute umfassende Informationsquellen und hochprofessionelle Tools zur Verfügung. Ist der Privatanleger aber auch schon hinreichend erzogen, um von der Informations- und Angebotsfülle zu profitieren? Mit diesen neuen und zahlreichen Möglichkeiten hat sich auch der Anlegertypus selbst gewandelt – man kann sicherlich davon sprechen, daß der Derivatemarkt ein gutes Stück erwachsener geworden ist in den letzten Jahren. Der Autor dieser Zeilen kann sich noch gut daran erinnern, daß man vor fünf, sechs Jahren noch regelmäßig die Kurslisten von Optionsscheinen in einem wöchentlich erscheinenden Anlegermagazin durchstöberte – davon kann heute keine Rede mehr sein, dem Siegeszug des Internet als Informationsquelle sei Dank. Bleibt zu klären, ob die inzwischen vollzogenen Entwicklungen auch tatsächlich zum Vorteil für den Privatanleger ausgefallen sind oder schlicht nur neue Möglichkeiten der „Verführungen“ geschaffen wurden. Im nachfolgenden Interview mit Dirk Heß, Produktspezialist bei Goldman Sachs, geht es um genau diese Themenkomplexe. Nicht zuletzt ist die Frage zu beantworten, ob nach Einführung von Hebelzertifikaten und Knock-out-Konstruktionen die altbekannten Optionsscheine überhaupt noch über eine Daseinsberechtigung verfügen.

Dirk Heß, Produktspezialist im Bereich Securitized Derivatives bei Goldman Sachs, über die heutige Situation im Optionsschein- und Zertifikatemarkt. Sind der Markt und die Rahmenbedingungen noch vergleichbar mit denen Ende der 90er Jahre?

Smart Investor: Herr Heß, der Derivate-Handel scheint heute nicht mehr derselbe wie noch vor ein paar Jahren. Was hat sich denn geändert?

Heß: Die Anleger haben sich merklich gewandelt, damit auch das Anlegerverhalten. Disponierten Investoren vor ein paar Jahren noch auf Sicht von einigen Monaten, so focussieren sie jetzt wesentlich kürzere Zeiträume. Hierbei handelt es sich um Daytrading-orientierte und teilweise sehr professionell agierende Anleger. Puts, etwa in ihrer Funktion als Absicherungsinstrumente, werden dagegen von den klassischen Privatanlegern nach wie vor wenig gekauft. Was die Systeme anbelangt, so kann man heute durchaus behaupten, daß ein Privatanleger einem Professional in den Möglichkeiten praktisch in nichts mehr nachsteht. Der Daten- und Informationsfluß ist dank der neuen Technologien ungleich größer als noch vor ein paar Jahren.

Smart Investor: Früher waren Optionsscheine Mittel zum Zweck, im Bullenmarkt noch höhere Gewinne einzufahren. Wie sieht das heute aus?

Heß: Viele neue Anleger sind damals nach ersten Erfahrungen mit Aktien direkt in den Optionsscheinmarkt eingestiegen in der Hoffnung auf noch höhere Gewinne. Teilweise waren diese Anleger völlig unvorbereitet, weil Optionsscheinpreise nun mal nicht nur vom Kursverlauf des Basiswertes abhängen. Einige Anleger lernten dies erst, als sie sich schon im Markt befanden. Auch dies ist heute ganz anders. Der typische Anleger fordert Informationen von uns, klärt sich auf und überlegt sich vor einem Investment, was er überhaupt für Zielsetzungen hat. Der Informationsgrad ist viel höher.



Dirk Heß

Smart Investor: Inzwischen haben Hebelzertifikate den Markt erobert. An welchen Typus oder welche Erwartungshaltung richten sich diese Instrumente?

Heß: Die Hebelzertifikate, die zudem noch sehr unterschiedlich ausgestaltet sind, richten sich in erster Linie an diesen sehr kurzfristig orientierten Anlegertypus. An den Umsätzen sieht man deutlich, daß vor allem Hebelzertifikate gekauft werden, die nahe an ihrer Knock-out-Schwelle notieren. Anleger suchen also Produkte mit extremem Hebel. Zwar unterliegt eine Anlage in einem Hebelprodukt nicht wie bei Optionsscheinen dem Einfluß der impliziten Volatilität, doch ist es die Volatilität des Marktes, die das Produkt während der Laufzeit ausknocken kann. Dessen sind sich die Kunden bewußt, und es sind dies wie gesagt eben nicht diejenigen Kunden, die einen längerfristigen Anlagehorizont aufweisen.

Smart Investor: Brauchen wir denn dann noch Optionsscheine? Für welche Konstellationen sind diese gedacht?

Heß: Aber natürlich, denn Optionsscheine haben auch große Vorteile. Man kann sich deutlich langfristiger positionieren und

beispielsweise auch Optionsscheine aus dem Geld auswählen, die ebenfalls hohe Hebel aufweisen. Das Optionsrecht besteht bis zum Ende der Laufzeit, so daß man zwischenzeitliche Verluste eventuell aussitzen könnte, anders als bei Hebelzertifikaten, die dann schon verfallen wären. Soweit man das im Derivatebereich sagen kann, richten sich Optionsscheine somit an die eher sicherheitsorientierten Anleger. Sehr hohes Risiko bei gleichzeitig hohen Ertragschancen wären dann die Kennzeichen eines Anlegers in Hebelzertifikaten.

Smart Investor: Auf welche Kennzahlen sollte ich als Anleger in erster Linie achten?

Heiß: Das wichtigste bei beiden Produktkategorien ist doch, daß sich der Anleger eine Meinung bilden muß – und zwar vor einem Investment. Wo geht der Basiswert hin und in welchem Zeitrahmen? Und natürlich: Wie hoch steht derzeit die implizite Volatilität und deren mögliche Richtung?

Smart Investor: Wenn, wie derzeit, in steigenden Märkten die Volatilitäten zurückgehen, können Anleger auch von einem erwarteten Wiederanstieg profitieren. Gibt es da eine bestimmte Strategie?

Heiß: Derzeit haben sich die Volatilitäten aufgrund der steigenden Märkte deutlich abgebaut. In Erwartung wieder steigender Volatilitäten, wobei er sich aber über die Richtung des Marktes noch nicht im Klaren ist, könnte ein Anleger eine Optionsscheinstrategie aufbauen, die als Straddle bekannt ist. Er kauft einen Call und einen Put mit gleicher Laufzeit und gleicher Basis. Damit der Anleger in die Gewinnzone kommt, ist dann allerdings ein kräftiger Anstieg der Marktvolatilität vonnöten. Der Verfall des einen Optionsscheins könnte zusätzlich durch einen starken Anstieg des komplementären Scheins überkompensiert werden.

Smart Investor: Umgekehrt: Wie sollte man sich positionieren, wenn sich die Volatilitäten gerade auf hohem Niveau befinden, wie beispielsweise noch im März?

Heiß: Dann stünden Hebelzertifikate zur Diskussion, eben weil die implizite Volatilität so gut wie keinen Einfluß auf die Preisentwicklung hat, oder aber ein weit im Geld liegender Optionsschein, der aufgrund seiner geringeren Zeitwertkomponente gegen ein solches Szenario weniger anfällig ist. Und schließlich kämen auch Discount-Zertifikate in Frage, weil der Anleger damit nur das Risikoprofil der Aktie erwirbt, und dies mit einem ansprechenden Abschlag auf den Aktienkurs. Wenn sich dann die Aktie nur leicht oder sogar gar nicht bewegt, wird er mit einem Discount-Zertifikat auch von einem Rückgang der Volatilitäten profitieren.

Smart Investor: Wenn man von einem langfristigen Seitwärtsmarkt ausgeht, ggf. mit großen Rallies, welches wäre dann eine probate Strategie für Anleger?

Heiß: Wenn der Markt sich seitwärts bewegt, bleibt noch die Frage, in welcher Form er dies tut. Davon zu profitieren wäre mit den angesprochenen Discount-Zertifikaten möglich oder aber mit sogenannten Range-Produkten. Die Auswahl bei Letzteren ist derzeit aber sehr begrenzt. Dabei sammelt der Investor eines Range-Produkts einen Wert an, solange sich der Kurs des Basis-

instruments innerhalb eines fest definierten Rahmens aufhält. Vor allem Indices und Währungen sind die Basisobjekte.

Smart Investor: Was macht Ihrer Meinung nach heutzutage einen guten Emittenten aus? Gibt es jetzt andere Kriterien als noch vor ein paar Jahren?

Heiß: Die Kriterien sind mehr oder minder die gleichen geblieben, sie haben sich vielleicht etwas verfeinert. Eine breite Produktpalette, lange Handelszeiten, ein guter Service und die Möglichkeit zum außerbörslichen Handel sind sicherlich die Eckpfeiler. Heutzutage kommt noch ein attraktiver Internetauftritt mit professionellen Tools hinzu, mit denen der Anleger seinem Bedürfnis nach Aufklärung fündig wird. Goldman Sachs ist deswegen seit Jahren einer der führenden Marktteilnehmer, weil wir neben einem hervorragenden Market Making all diese Punkte stark berücksichtigen.

Smart Investor: Apropos Aufklärung: Auch die Publikationen der Emittenten haben sich drastisch verändert. Handelt es sich hierbei wirklich um Aufklärungsbedürfnisse oder nur zusätzliche Marketingkanäle?

Heiß: Die Publikationen der Emittenten sind heute viel hochwertiger, man kann sehr wohl von kleinen Magazinen sprechen. Diese Ausgaben mit Magazincharakter kommen dem oben angesprochenen Trend zur größeren Informationsaufnahme seitens der Anleger nach. Schlichte Produktlisten bietet heute niemand mehr an. Diese Steigerung des Informationsgrades trifft auch auf den Internetauftritt der Emittenten zu. Wir haben mit unseren Realtime Push-Kursen neue Standards gesetzt, die hervorragend angenommen werden.

Smart Investor: Wie unabhängig kann denn der Content in den Publikationen überhaupt sein?

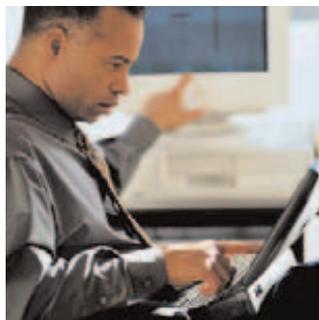
Heiß: Der Content in unserem Kundenmagazin „Know How“ hat die Aufgabe, zusätzliche Hintergrundinformationen zu liefern, teilweise auch zu Produkten, die gerade erst auf den Markt gekommen sind. Das heißt nicht, daß hier Marketing und Produktoffensiven miteinander vermischt werden. Kauf- oder Verkaufempfehlungen in den

Beiträgen sind deshalb fehl am Platze. Was zählt, ist der zusätzliche Aufklärungsgehalt der Artikel, und der Anleger erkennt dies auch als Zusatzleistung der Emittenten an.

Smart Investor: Was sind Ihrer Einschätzung nach die nächsten Entwicklungen im Derivatemarkt? Welche neuen Produkte darf man erwarten?

Heiß: Neueste Entwicklungen betreffen strukturierte Produkte im Zertifikatebereich, die eher auf einen langfristigen Anleger zugeschnitten sind. Derzeit sind Produkte mit Kapitalgarantie und solche mit einer festen Auszahlung sehr nachgefragt. Im Optionsscheinbereich rechne ich dagegen erst einmal nicht mit neuen Produkten. Im Gegenteil: Die zuvor erwähnten Range-Warrants könnten eine Renaissance erleben. In punkto Sektoren gilt das Interesse dem Bereich Osteuropa und auch den Edelmetallen oder Commodities. Wir hören sehr genau auf die Anfragen der Investoren und fragen uns, was zusätzlich noch interessant sein könnte, um unsere Angebotspalette abzurunden.

Interview: Falko Bozicevic



Das große Bild

Pit Bull Market, der erste, Teil A: baldiges Ende!

Die Aktienmärkte stiegen bis Redaktionsschluß weiter, so als ob nichts wäre. Wir agieren ja ungern als Spielverderber, aber die Rallye an den Aktienmärkten wird vermutlich bald zu Ende gehen. Nachfolgend finden Sie eine Reihe von Gründen dafür:

Pit Bull Market, der erste

Sollte unsere vor einem Monat abgegebene Prognose weiter zutreffen, dann wird der Dax in den ersten Juli-Tagen einen Stand von etwa 3.500 Punkten erreichen, um von dort aus nach unten abzudrehen. Unserer Vorliebe für schematisch dargestellte Zukunftsprognosen entsprechend haben wir auch dieses Mal wieder einen hoffentlich erhellenden Chart (Abb. 1) beigelegt. Er zeigt, welchen Platz die jüngste 50 %-Rallye in unserem übergeordneten großen Markt-Bild einnimmt. Demnach sehen wir das Tief Mitte März bei knapp unter 2.200 Dax-Punkten als Start einer etwa einjährigen Aufwärtsbewegung, deren Hoch wir aufgrund zyklischer Überlegungen während des zweiten Quartals 2004 erwarten, im Bereich zwischen 4.000 und 5.000 Punkten. Die ganze Aufwärtsbewegung wäre – das von uns für wahrscheinlich erachtete Inflations-Szenario vorausgesetzt – dann ein abgeschlossener Pit Bull Market (= ein Mittelding zwischen einer Bearmarket Rallye und einem Bullenmarkt). Stimmt weiterhin unsere These von einem riesengroßen Sägezahnmarkt während der kommenden zehn oder mehr Jahre, so dürfte dieser Pit Bull Market nur der erste von vermutlich drei Pit Bull Markets sein. Diese Sägezahn-Annahme leiten wir aus historischen Marktbewegungen ab, die sich nach dem Platzen von Börsenblasen ergaben (z.B. Nikkei von 1990 bis 2003, Gold von 1980 bis 2001). Eine ausführliche Untersuchung dieser Zyklen kann aus Platzgründen jedoch erst in einem späteren Heft erfolgen.

Teil A

Aus Abb. 1 geht weiterhin hervor, daß unserer Meinung nach demnächst nur der aufwärtsgerichtete Teil A des momentan laufenden Pit Bulls zu Ende geht. Gemäß den von uns beobachteten Zyklen sollte es im Anschluß an A zu einer Korrektur kommen, welche wir mit B bezeichnen wollen. Zwischen September und November 2003 rechnen wir dann mit dem Beginn der C-Welle, deren vermutliches Ende im zweiten Quartal 2004 auch das Ende des ersten Pit Bull Markets bedeuten dürfte. Das ist also unser großes Bild für den Dax.

Prechters Kernschmelze

Obwohl wir „nur“ eine Korrektur in den kommenden Wochen erwarten, ist unserer Ansicht nach dennoch ein vorläufiger Ausstieg bei den Aktien in Europa und den USA angebracht, denn:

ABB. 1: DER ERSTE PIT BULL MARKET



Letztendlich läßt sich auch das dramatische Kernschmelze-Szenario nicht ausschließen, und dann wäre es nun einmal sinnvoll, keine Aktien zu haben. Lesen Sie hierzu bitte das Interview mit dem Elliott-Wellen-Analysten Bob Prechter, welcher mit Fug und Recht als Hardcore-Baissier bezeichnet werden kann. Prechters Langfrist-Prognose „Dow unter 1.000“ halten wir beim Zusammentreffen mehrerer unglücklicher Umstände für möglich, aber zumindest aus heutiger Perspektive für nicht sehr wahrscheinlich.

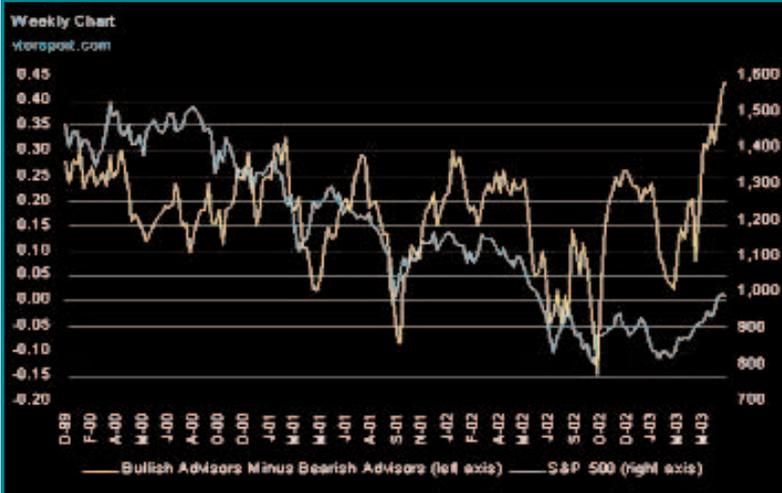
Was uns skeptisch macht

Was aber läßt uns so stark vermuten, daß der Teil A des ersten Pit Bull Markets bald zu Ende geht? Wie schon in den letzten beiden Ausgaben erwähnt, erreicht der 6-Monatszyklus beim Dax Anfang Juli seinen Zenit, und auch die Saisonalitätsberechnung spricht für ein statistisches Hoch Mitte Juli (sh. Smart Investor 6/2003, S. 27). Mittlerweile gibt es auch eine Reihe von Warnsignalen, vorwiegend aus dem Bereich der Sentimentanalyse, die ein baldiges Top erwarten lassen. Insbesondere in den USA erreichen einige Indikatoren inzwischen Optimismuswerte, die es zuletzt vor drei Jahren am Hoch der Aktienmarktblase gab.

Börsenbrief-Stimmung

Exemplarisch wollen wir hier den Bullish/Bearish Advisors-Indikator des US-Instituts Investors Intelligence hervorheben. Hierfür werden amerikanische Börsenbriefe dahingehend ausgewertet, ob sie positiv, neutral oder negativ für den amerikanischen Aktienmarkt gestimmt sind. Momentan sind 60 % bullish, 16 % bearish

ABB. 2: BÖRSENBRIEF-SENTIMENT FÜR DEN S&P500



Quelle: Investors Intelligence

und 24 % neutral für Aktien. Investors Intelligence errechnet aus diesen Zahlen nun einen Indikatorwert, welcher durch die Subtraktion des Pessimisten- vom Optimistenanteil zustande kommt. Der aktuelle Wert beläuft sich dementsprechend auf 44 % (= 60 % - 16 %). Ein hoher Indikatorwert besagt, daß entweder viel Bullishness, wenig Bearishness oder beides herrscht. Und genau diese

Konstellation ist derzeit auszumachen, wie Abb. 2 belegt. Das Sentiment-Barometer notiert derzeit auf seinem höchsten Stand seit dreieinhalb Jahren und zeigt damit einen fast grenzenlosen Optimismus an. Große Zuversicht in die Märkte geht in der Regel mit hohen Indexständen einher. So wurde fast jedes Top beim S&P 500-Index in den letzten Jahren von einem Indikatorwert begleitet, welcher immer über 25 %, aber nie über 35 % lag. Daran läßt sich schon erkennen, wieviel Optimismus sich hinter den momentanen 44 % verbirgt. Hohe Zuversicht (60 %) bei gleichzeitig geringer Vorsicht (16 %) machen einen Markt aber anfällig für schmerzhaft Abwärtsbewegungen.

Unternehmens- und Markt-Insider

Ähnlich negativ muß der US-Aktienmarkt aus Sicht der Insiderverkäufe bewertet werden. Diese erreichten im letzten April und Mai Niveaus, wie man sie nur in der Endphase der Blase (Ende 1999, Anfang 2000) beobachten konnte. Die spektakulärste Transaktion wurde dabei vom Microsoft-CEO Steve Ballmer getätigt, dessen Aktienverkauf sich auf eine Summe von über 1,4 Mrd. US-\$ belief. Wer mag es diesen Managern denn verdenken? Die schon vor drei Monaten überteuerten US-Aktien sind durch die letzte Rallye nur noch teurer geworden. Bezogen auf die von Stan-

dard & Poor's berechneten Core Earnings des S&P 500-Index ergibt sich ein momentanes KGV von fast 40 (!). Bei aller Liebe, das ist weit jenseits von dem, was man als normal oder fair bezeichnen könnte. Allerdings muß man sich zu Recht fragen, warum dann die Commercials (sh. COT-Artikel auf S. 22), welche man als „Markt-Insider“ bezeichnen könnte (während Steve Ballmer ein Unternehmens-Insider ist), seit einigen Wochen ungewöhnlich viele S&P-Futures kaufen. Mangels einer konkreten Idee müssen wir die Lösung dieses Rätsels auf einen späteren Zeitpunkt verschieben.

Und Deutschland?

Auch für die deutsche Börse sind die Stimmungsindikatoren nicht eindeutig in eine Richtung zu interpretieren. Während die langfristig ausgerichteten NOTES noch keinerlei Optimismus unter den Analysten erkennen lassen, gibt der eher kürzerfristig zu wertende sentix nur neutrale Signale (sh. S. 38). Nebenbei bemerkt sind deutsche wie auch europäische Aktien deutlich niedriger bewertet als amerikanische. Dennoch, ein 2003er Dax-KGV von etwa 17 ist unserer Meinung nach nicht gerade das, was man gemeinhin als Occasion bezeichnen würde.

Titelblätter

Bei aller Widersprüchlichkeit, die sich aus der Gesamtheit der Indikatoren herauslesen läßt, kam es doch zuletzt zu Entwicklungen in der Börsenpresse, deren eindeutig negative Implikation unseres Erachtens durch kein anderes Barometer überlagert werden kann. Die Rede ist hier vom Titelblatt-Indikator. Werden in verschiedenen Zeitschriften oder Zeitungen via Titelblatt extreme Botschaften „verkauft“, so lassen sich diese meist im Sin-



Abb. 3



Abb. 4: Barron's Titelbild

ne einer Kontra-Indikation deuten. Betrachten wir hierzu das jüngste Titelbild der „Wirtschaftswoche“ (Abb. 3). Es zeigt vor schwarzem Hintergrund einen Bullen im Rampenlicht, und die Headline lautet: „DER BULLE ist zurück“, wobei der „DER BULLE“ in fetten, großen, roten Lettern geschrieben steht. Zwar wird die martialische Botschaft durch die Frage „Wie lange bleibt er?“ am unteren Bildrand etwas relativiert. Dennoch müssen wir uns als Sentimenttechniker mit dem Gesamteindruck eines solchen Bildes beschäftigen, und der spricht nun einmal eindeutig für Optimismus und Zuversicht. In die gleiche Richtung, nur noch mit deutlich mehr Zynismus gespickt, geht das Titelbild der amerikanischen Börsenzeitung „Barron's“ (Abb. 4), in welchem der bis über beide Ohren grinsende Bulle sich anschickt, dem trottelligen Bären, dem ein Eimer über den Kopf gestülpt wurde, mit dem mächtigen Hammer eine zu verpassen. Weiterer Kommentar überflüssig. Zur Abrundung des ganzen sei noch auf die jüngste Ausgabe der „Euro am Sonntag“ verwiesen, deren Titelblatt eine rote steil nach oben verlaufende Kurve zeigt, oberhalb der in dicksten schwarzen Lettern „DAX 4000“ geschrieben steht. Wir sind der Meinung, all dies zusammengenommen spricht in Anbetracht einer hinter uns liegenden 50 %-Rallye für überschäumenden Optimismus und somit für akute Gefahren an den Aktienmärkten.

Fazit

Es bleibt bei unserer Einschätzung, daß die asiatischen Börsen sowie Rohstoff- und insbesondere Edelmetall-Aktien unter langfristigen Gesichtspunkten die besten Chancen bieten. Europäische oder US-Aktien sind maximal in den Aufwärtsbewegungen (Pit Bull Markets) im von uns prognostizierten Sägezahnmarkt interessant. Das Kernschmelze-Szenario in Verbindung mit einer sich gnadenlos nach unten schraubenden Deflationsspirale (à la Prechter) wollen wir weiterhin nicht ausschließen, messen ihm aber zum jetzigen Zeitpunkt keine große Wahrscheinlichkeit bei. Dennoch raten wir, bei hiesigen Aktien zunächst Gewinne mitzunehmen. Ein Neueinstieg ist auf tieferem Kursniveau sicherlich wieder überlegenswert. Diese Vorgehensweise mag einigen Lesern unbequem erscheinen, aber wie schon des öfteren hier gesagt: Buy-and-hold is out.

Ralf Flierl

MoneyTalk

„Wir wollen jetzt die Bodenhaftung nicht mehr verlieren“

D. Logistics-Finanzvorstand Thomas Schwinger-Caspari über die Möglichkeiten, das angeschlagene Investorenvertrauen zu reparieren und das Unternehmen zurück auf Kurs zu bringen

Smart Investor: Herr Schwinger-Caspari, die zuletzt gemeldeten Quartalszahlen fanden weit weniger Interesse als der aktuelle Stand der Verbindlichkeiten. Wie kritisch sieht es derzeit denn wirklich aus?

Schwinger-Caspari: Die jüngsten Quartalszahlen haben sehr wohl Interesse gefunden. Ein Faktum ist, daß D.Logistics im ersten Quartal seine Verbindlichkeiten weiter zurückgeführt hat. Bis zum Jahresende wollen wir auf diesem Weg weiter vorankommen. Was die Frage nach den Anschlußfinanzierungen der Banken anbelangt, so hoffen wir, daß diese Sache bis zum 1. Juli geregelt sein wird. Innerhalb des Bankenpools hat sich ein kleinerer Kreis von Banken gefunden, die gewillt sind, uns weiter zu begleiten. Dies muß natürlich alles noch ausgefeilt und in Verträge gefaßt werden. Das ist ein aufwendiges technisches Prozedere.

Smart Investor: Wenn die radikalen Restrukturierungsmaßnahmen vorüber sind, was bleibt dann noch von D.Logistics übrig?

Schwinger-Caspari: Übrig bleiben werden drei große Geschäftsbereiche, auf die es sich für D.Logistics zu konzentrieren lohnt. In punkto Restrukturierung haben wir nunmehr den größten Teil herausgeschnitten, die CSC. Wir müssen ganz offen eingestehen, daß CSC zu einem Großteil unsere Krise mitverursacht hatte. Nach dem Kauf im Jahr 2001 ist unser auf Cash Flow basiertes Szenario förmlich in sich zusammengefallen – die Ereignisse vom 11. September waren der Hauptgrund für diese Entwicklung. In der Folge kam es dann zu einer massiven Vertrauenskrise: Einerseits glaubte man uns nicht, daß wir CSC aus den roten Zahlen würden führen können, andererseits war es schwierig, von den Banken die finanziellen Mittel bereitgestellt zu bekommen. Letztlich konnten wir CSC sogar zu einem über dem Kaufpreis liegenden Wert weiterveräußern.

Smart Investor: Was haben Sie – was hat das Management – aus den Fehlern der Vergangenheit für Lehren / Konsequenzen gezogen?

Schwinger-Caspari: Das Management hat teilweise sehr drastische Konsequenzen gezogen: Nur unser Vorstandsvorsitzender Herr Hübner ist noch da, alle anderen aus der ursprünglichen Riege sind gegangen. Wenn Sie nach Lehren fragen, so haben wir uns jetzt auf die Fahnen geschrieben, die Bodenhaftung nicht mehr zu verlieren. Es gab in der Hype-Phase des Booms bei D.Logistics keine anständige Bindung zwischen Holding- und operativer Führung. Inzwischen, um im Bild zu bleiben, ziehen wir wieder alle an einem Strick. Unser Management-Team, bestehend aus drei Personen inklusive Herrn Hübner und mir, ist mittlerweile sehr gut eingespielt.

Smart Investor: Wann nimmt man bei D.Logistics wieder das Wort „Wachstum“ in den Mund?

Schwinger-Caspari: Intern tun wir dies sicherlich schon mal hin und wieder, doch bevor wir das auch öffentlich machen, wird es noch ein paar Wochen oder Monate dauern. Erst wenn die Thematik rund um die weitere Finanzierung abgehakt und die Bilanzstruktur entsprechend aufgebessert sein wird – nicht zuletzt, wenn wir damit entsprechendes Vertrauen zurückgewonnen haben werden –, dann sind wir wieder in der Lage, auch über akquisitorisches Wachstum zu sprechen. In der Zwischenzeit erledigen wir ganz einfach unsere Hausaufgaben.

Smart Investor: Kann D.Logistics überhaupt – und falls ja, wie – das erschütterte Investorenvertrauen zurückgewinnen?

Schwinger-Caspari: Wir können immerhin Fakten schaffen. Durch Fakten können wir Investoren davon überzeugen, daß D.Logistics zu einem Status als solide ausgerichtetes Unternehmen zurückkehrt. Uns ist nur ein Teil der größeren Aktionäre von D.Logistics bekannt, da der Streubesitz bei rund 45 % liegt. Insofern steht unsere zu leistende Überzeugungsarbeit an einer der ersten Stellen.

Smart Investor: Wo sehen Sie D.Logistics in den nächsten Jahren, was ist Ihre Vision?

Schwinger-Caspari: Ich sehe D.Logistics mittel- bis langfristig als einen hochspezialisierten Nischenanbieter. Global agierende Kunden wollen wir effektiv und qualitätsorientiert bei ihren Aufgaben unterstützen. Falls Sie zudem darauf anspielen, ob ich den Kurs unseres Unternehmens aktuell für zu niedrig halte, so haben Sie völlig Recht. Wie bekannt ist, habe ich persönlich zu einem Kurs von 1,37 Euro Aktien von D.Logistics erworben, schon deshalb erscheint mir der jetzige Kurs auf jeden Fall noch ausbaufähig. Insofern wir hier unsere anstehenden Aufgaben erfolgreich bewältigen, werden sich auch unsere zum Streubesitz zählenden Aktionäre in hoffentlich nicht allzu ferner Zukunft über höhere Kurse freuen dürfen.



Thomas Schwinger-Caspari

Interview: Falko Bozicevic

Buy or Good Bye

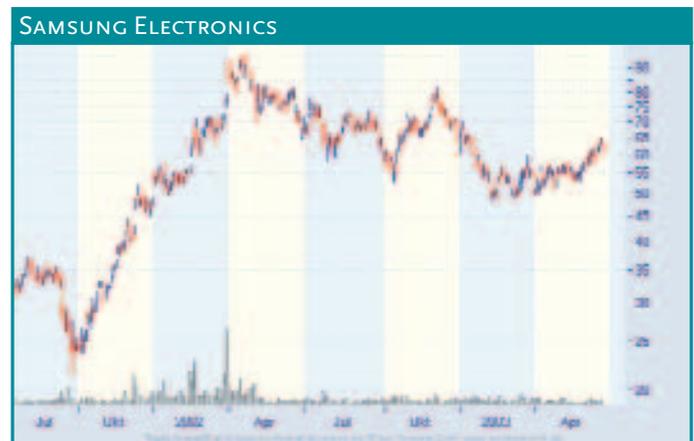
Buy: Samsung Electronics



Nach Ansicht von Fondsmanager Winfried Walter (sh. Interview auf S.42/43) hat das südkoreanische Unternehmen (WKN 881 823) das Potential, zur General Electric Asiens zu avancieren – langfristig. Samsung ist nämlich auf weit mehr Gebieten aktiv als den meisten Anlegern bewußt sein dürfte. Mobiltelefone und Speicherchips sind nur zwei Bereiche vom gesamten Leistungsspektrum, das das komplette Gebiet der Konsumenten- und Unterhaltungselektronik abbildet, inklusive des sogenannten „Weißen Markts“ der Haushaltsgeräte. Eine Schwäche in einem der Unternehmensbereiche, wie es Samsung derzeit als weltgrößter Hersteller von Speicher-Chips zu beklagen hat, kann durch die breite Diversifikation überkompensiert werden. Im Gegensatz zu anderen Hochtechnologie-Unternehmen laufen die Investitionen bei Samsung auf vollen Touren. Auf einem Gelände südlich von Seoul entsteht ein gänzlich neuer Komplex, der die Produktionskapazitäten u.a. für Flüssigkristallbildschirme und große TV-Geräte weiter erhöhen soll. Auch in den texanischen Werken von Samsung werden die Kapazitäten hochgefahren.

Besser läuft es schon jetzt beim weltweiten Handy-Absatz. Im ersten Quartal verzeichnete Samsung einen Verkauf von 11,9 Mio. Einheiten, was die Südkoreaner immer näher an Motorola, die Nummer 2, heranbringt. Als Jahresziel haben sich die Südkoreaner 50 Mio. Handys vorgenommen, eine Steigerung um 18 % gegenüber 2002. Das wäre erneut ein überdurchschnittliches Wachstum im Vergleich zum weltweiten Handy-Markt, der nur maximal bis zu 10 % wachsen

dürfte. Im letzten Jahr legte Samsungs Handy-Verkauf um 50 % zu, während der Markt nur minimal wuchs. Bezüglich der insgesamten Geschäftsaussichten zeigte sich Samsung allerdings noch verhalten. Sowohl Umsatz (41 Bio. Won; 1 Euro = 1.077 Won) wie auch Nettogewinn (7 Bio. Won) sollen im laufenden Jahr auf Höhe des Vorjahrs verharren. Da der Irakkonflikt jedoch schneller als erwartet vom Tisch war, könnte am Ende eine positive Überraschung drin sein. So ist der Kurs von Samsung in den letzten Wochen dann auch schon aus seinem Seitwärtsband nach oben ausgebrochen, und der Chart macht noch Lust auf mehr.



Good Bye: HypoVereinsbank



Seit dem Tief von 6,88 Euro im März hat sich der Kurs der HypoVereinsbank (WKN 802 200) mal eben locker auf fast 16 Euro mehr als verdoppelt. Dabei hat sich an der vertrackten Situation der Münchner Traditionsbank in den letzten drei Monaten nichts Grundsätzliches verändert. Die HypoVereinsbank befindet sich in einem laufenden Prozeß der Transformation, wie Neu-Vorstandsvorsitzender Dieter Rampl einzustufen weiß. Und an dieser Transformation will er sich nach eigenem Bekunden auch messen lassen. Dabei steht der laufende Umbau der HVB keineswegs unter freiwilligem Selbstbehalt, sondern trauriger Erfordernis. Mit dem Verkauf von Tafelsilber (Norisbank, Bank Austria) sowie der Abspaltung des Kreditgeschäfts mit Gewerbeimmobilien müssen die Münchner ihre notorisch dürftige Kernkapitalquote aufbessern. Der Börsengang der Bank Austria entbehrt nicht einer gehörigen Portion Ironie. Vor zwei Jahren hatte man die BA für 8 Mrd. Euro über- und von der Börse genommen, um sie jetzt für nur noch die Hälfte der Bewertung zurück an die Börse zu lancieren. Mit Veräußerung der genau wie die BA profitabel operierenden Norisbank erwartet man einen weiteren Geldsegen. Gleich eine Handvoll Bieter steht auf dem Plan, darunter auch BNP Paribas und die Royal Bank of Scotland.

Bei beiden Anteilsverkäufen stößt die HVB glücklicherweise auf ein börsenmäßig etwas erhelltes Umfeld. Im Sommer soll sowohl der Norisbank-Verkauf wie auch der Bank Austria-Börsengang über die Bühne sein. Aufgrund der Profitabilität und damit der Attraktivität

beider Beteiligungen dürfte dies kein Canossa-Gang werden. Gerüchte, die Bank Austria habe durch Bilanzverschönerungen etwas zu stark an Attraktivität gewonnen, wurden inzwischen heftig dementiert und sollten ohne Folgen bleiben. Nach dem ersten Konzernverlust auf Jahresbasis in der Unternehmenshistorie steht die HypoVereinsbank jetzt jedenfalls in der Bringschuld zu beweisen, daß dies auf einmalig ungünstige Begleitumstände der Kapitalmärkte zurückzuführen sei. Gemessen am Kursverlauf der letzten drei Monate sitzen dieser Denke so einige Anleger auf – wir nicht.



Good Bye: Qiagen



Der Biotechnologie-Primus (WKN 901 626) im TecDax30 unterscheidet sich zumindest in Bezug auf die Marktkapitalisierung um eine Kopfhöhe von seinen vier Branchenkollegen. Mit ihnen gemeinsam haben die Venloer, daß sich der Kurs vom Tief ebenfalls glatt verdoppelte. An den letzten Geschäftszahlen zumindest kann die Kursavance nicht gelegen haben. Rechnet man – anders als Qiagen dies vornimmt – die angefallenen sogenannten Sondereffekte nicht heraus, verharrete das Periodenergebnis des ersten Quartals gerade auf Niveau des Vorjahres, trotz relativ niedriger Vergleichsbasis. Die Sonderbelastungen sind so ein Thema bei Qiagen. Zu Jahresbeginn gab das Unternehmen an, durch die Schließung des Standorts Bothell/USA jährlich 1 bis 2 Mio. US-\$ einsparen zu wollen. Doch Abfindungen etc. sorgen im Gegenzug für die berühmten einmaligen Aufwendungen, und zwar gleich von 8 bis 12 Mio. US-\$.

Die vollmundig vom Qiagen-Vorstand angekündigte Expansion in benachbarte Geschäftsfelder (vielleicht eine Drohung?) wirkt nach Qiagen-Lesart wie ein Kinderspiel. Höhere Umsätze und tolle Margen sollen beeindrucken. Daß man sich letztere nun mal erst verdienen muß, wird gerne übersehen, wenn Wesentliches dann im Bereich der Sonderposten verschwindet, schließlich reicht es nach US-GAAP, von Diluted Earnings zu sprechen. Das Kurs/Umsatz-Verhältnis von ca. 4 bezogen auf das laufende Jahr erscheint für ein langsam wachsendes Biotechnologie-Unternehmen recht happig. Bei unprofitablen Biotechs wie Evotec, GPC oder MediGe-

ne bleibt zumindest die vage Hoffnung auf einen mysteriösen Blockbuster, der die Bewertung im Glücksfall und bei Eintritt sämtlicher positiver Rahmenbedingungen irgendwann mal rechtfertigen könnte. Qiagens stark wachsender und damit herausgestellter Bereich der synthetischen Nukleinsäuren mit seinen 13 % Umsatzanteil taugt dagegen nur bedingt. Der Kurs läuft sehr stark mit dem Gesamtmarkt und wird bei schwächerer Börse als einer der liquideren Biotech-Titel gerne abverkauft. Daran dürfte sich auch in der nächsten Schwächephase nichts ändern.



Good Bye: Cisco Systems



Der weltweit größte Netzwerkausrüster (WKN 878 841) ist mal wieder beim Faktor 7 im KUV angelangt und damit ähnlich „attraktiv“ bewertet wie im Dudel-Boom Ende der 90er. Mit einem kleinen, aber feinen Unterschied: Damals befanden sich die Kalifornier wenigstens noch im steten Wachstum, während heutzutage die Umsätze zusammenschmelzen. Cisco schrumpft. Der Umsatz ging im dritten Quartal des gebrochenen Geschäftsjahres nochmals leicht auf 4,6 Mrd. US-\$ zurück. Doch quetschte Cisco allein dank Kosteneinsparungen einen Gewinn – natürlich vor Sonderposten – von 1,1 Mrd. US-\$ oder 0,15 US-\$ je Aktie heraus. Allein 0,5 Mrd. US-\$ muß Cisco im übernächsten Quartal als Aufwendung im Zusammenhang mit einer Start-up-Finanzierung aufwenden – wie die wohl verbucht werden...? Als Lichtblick bleibt ein stabilisierter Auftragseingang zu registrieren, an dem sich der nachfolgend aufgehellte Ausblick von Daueroptimist John Chambers festklammerte.

Der ansonsten vor Optimismus sprühende Unternehmenschef hat aus Fehlern der Vergangenheit gelernt und gibt sich in letzter Zeit schon etwas bescheidener. Daß man mit dem Ergebnis zufrieden sein könne, bleibt indes seine eigene Meinung, doch mit der noch unlängst getätigten Aussage, irgendwann wieder zu ehemaligen Wachstumsraten von 30 % p.a. zurückkehren zu können, dürfte er sich in die Nesseln gesetzt haben. Sogar 15 % p.a. sind angesichts horrender Überkapazitäten noch zu ehrgeizig. Eine Studie ergab, daß bei Investitionen in Unternehmensnetzwerken nicht mehr der

wachsende Datenverkehr, sondern Anwendungen im Vordergrund stünden. Investitionszurückhaltung bleibt deshalb der Hauptgegner von Cisco & Konsorten. Schwer zu beurteilen ist, wie der Abgang des langjährigen Finanzchefs Larry Carter zu werten ist, der verabredungsgemäß zunächst im Verwaltungsrat zwischengeparkt wird. Angesichts Dutzender Akquisitionen jedes Jahr könnte eine investigative Recherche bezüglich Ciscos Übernahmen der 90er Jahre für eine Enthüllungsgeschichte gut sein. Cisco spiegelt auch 2003 einmal mehr den Unterschied zwischen Anspruch und Wirklichkeit wider.



Akte im Blickpunkt

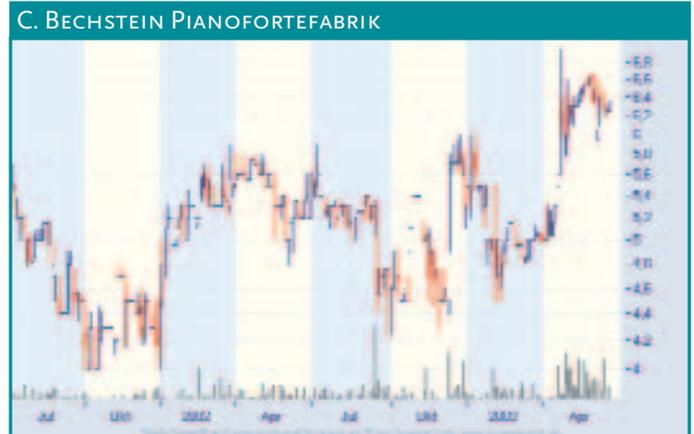
C. Bechstein Pianofortefabrik AG

Musik für Ihr Depot

Jeder Klavierliebhaber kennt die Marke Bechstein. Die Produkte des Musikinstrumentenherstellers genießen in der Branche einen hervorragenden Ruf. Anlegern dürfte die Aktie des Berliner Unternehmens dagegen weitgehend unbekannt sein. Das Papier fristet selbst an seinen wichtigsten Handelsplätzen Berlin und Frankfurt ein Schattendasein im Freiverkehr. Die Mißachtung der „Financial Community“ geht so weit, daß die Volksbank Karlsruhe das Wertpapier in einer Studie vom Mai 2002 als „Liebhaber-Aktie“ eingestuft hat und ihm damit einen ernsthaften Investmentcharakter absprach. Diese Einschätzung wird den Fundamentaldaten des Klavierbauers aber nicht gerecht. Schließlich verfügt die Gesellschaft über ein traditionsreiches Geschäft, mit dem im letzten Jahr eine Dividendenrendite von etwa 6,25 % erwirtschaftet wurde. In Zeiten, in denen die Verzinsung selbst langfristiger Staatsanleihen kaum mehr als 4 % erreicht, liefert allein dieser Aspekt ein starkes Argument, die Aktie näher zu beleuchten.

Traditionsfirma

In seiner mittlerweile 150-jährigen Firmengeschichte hat Bechstein viele Höhen und Tiefen durchlebt. In den letzten Jahren konnte das Unternehmen in seinem Kerngeschäft, der Herstellung von Klavieren und Flügeln, wieder an das Renommee alter Glanzzeiten anknüpfen und sich in einem wettbewerbsintensiven Umfeld behaupten. Diese Entwicklung wurde von zwei Faktoren getragen: Einerseits führte die in den 90er Jahren vorgenommene Verlagerung der gesamten Produktion nach Ostdeutschland zu einer deutlichen Effizienzsteigerung, andererseits wurden die alten Vertriebskanäle restrukturiert. Neben dem traditionellen Fachhandelsverkauf werden die Produkte seit dem Jahr 2000 über eigene Verkaufszentren in Großstädten angeboten. Die ersten Center in Berlin und Düsseldorf waren so erfolgreich, daß der Klavierhersteller im letzten Jahr zwei weitere in Köln und Frankfurt eröffnet hat. Für das jüngste Verkaufszentrum in Tübingen wurde am Anfang des Jahres der lokale Ein-



zelhändler und vorherige Kooperationspartner Vögele übernommen. Darüber hinaus haben die Berliner den Aufbau einer Produktionshalle für Gehäusekomponenten nahezu abgeschlossen, mit der in Zukunft eine höhere Fertigungstiefe erreicht werden soll.

Der Markt

Mit diesem Konzept will sich Bechstein weiterhin gegen die Schwäche im Hauptabsatzmarkt Deutschland stemmen. Der Arbeitskreis Freizeitwirtschaft konstatiert für die Bundesrepublik eine anhaltende Kaufzurückhaltung, insbesondere bei Bestellungen der öffentlichen Hand für Orchester. Insgesamt ist nach Auskunft von Branchenexperten deshalb die verkaufte Stückzahl sowohl bei Klavieren als auch bei Flügeln im Inland im letzten Jahr zurückgegangen. Während das untere Preissegment zusätzlich durch den anhaltenden Importstrom von Billigklavieren aus Osteuropa unter Druck steht, konnte sich das Premiumsegment, für das die selbsterstellten Instrumente von Bechstein überwiegend bestimmt sind, dagegen relativ gut behaupten. Hersteller teurer Klaviere profitieren dabei auch vom Export, bei dem die deutschen Produzenten 2002 vor allem dank stabiler Geschäfte mit den Vereinigten Staaten wieder gut abgeschnitten haben. So verkauften die Berliner etwa ein Drittel ihrer Gesamtabsatzmenge von knapp 3.800 Klavieren und Flügeln im Ausland.

Starke Konkurrenz

Während die im Fachverband Deutsche Klavierindustrie organisierten 15 mittelständischen Klavierhersteller für eine deutsche Produktion von ca. 14.000 Klavieren und 2.000 Flügeln sorgen, zählen auf dem Weltmarkt wesentlich größere Firmen zur Konkurrenz. Der weltweit größte Musikinstrumentenhersteller ist Yamaha, wobei der japanische Konzern vor allem bei elektronischen Pianos eine starke Stellung besitzt. Mit einem Marktanteil

C. BECHSTEIN PIANOFORTEFABRIK AG			
BRANCHE	MUSIKINSTRUMENTENHERSTELLER		
WKN	519 800	AKTIENZAHL (MIO.)	1,29
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 23.6. (EURO)	6,25
MITARBEITER (31.12.02)	243	MCAP (MIO. EURO)	8,0

	2002	2003E	2004E
UMSATZ (MIO. EURO)	20,3	22,7	24,9
% GGÜ. VJ.	-2,4 %	+12,0 %	+10,0 %
EPS (EURO)	0,93	1,06	1,07
% GGÜ. VJ.	-11,0 %	+13,7 %	+1,2 %
KUV	0,40	0,35	0,32
KGV	6,7	5,9	5,8

von über 80 % wird der Flügelmarkt dagegen von der amerikanischen Firma Steinway Musical Instruments dominiert. Die Konzertflügel von Steinway werden noch zu ca. 80 % in Handarbeit hergestellt und markieren damit die Benchmark für Qualität im Premiumbereich. Mit 330 Mio. US-\$ setzen die Amerikaner etwa doppelt so viel um wie die deutschen Hersteller zusammengekommen. Ein weiterer Big Player ist das Unternehmen Samick mit dem Stammsitz in Seoul. Das koreanische Unternehmen kommt auf eine Jahresproduktion von etwa 50.000 Pianos und Flügeln und zählt damit zu den Top 5 der Instrumentebauer.

Unterstützung aus Südkorea

Als Samick im letzten Jahr auf der Suche nach einem Partner in Europa war, fiel die Wahl ausgerechnet auf die Bechstein AG. Nach dem Abschluß einer Kooperationsvereinbarung folgte im Januar dieses Jahres ein Aktientausch: Die Familie des Vorstandsvorsitzenden Schulze, zuvor mit 60 % Anteil Hauptaktionär des deutschen Unternehmens, hat ihr Aktienpaket an die Eigentümer der koreanischen Gesellschaft abgetreten und im Gegenzug eine 15 %ige Beteiligung an Samick erhalten. Mit seinen hochwertigen Instrumenten bietet Bechstein dem Klaviermulti eine etablierte Marke im Spitzensegment, während die weitgefächerte Samick-Vertriebsstruktur in den USA und Asien den Deutschen neue Horizonte eröffnet.

Zahlen

Diese Kooperation soll dem Geschäft, das im vergangenen Jahr erstmals seit 1999 deutlich Bremsspuren zeigte, neue Impulse verleihen. Nach zwei ertragreichen Perioden wurde 2002 zwar der Umsatz mit 20,25 Mio. Euro auf Vorjahresniveau gehalten, aber der Jahresüberschuß ging um 11 % auf 1,344 Mio. Euro zurück. Im ersten Quartal 2003 konnte sich Bechstein mit einem Gewinn von 0,41 Mio. Euro (+2,5 %) bei Erlösen von 5,4 Mio. Euro (+17,4 %) jedoch wieder stabilisieren, wobei diese leichte Verbesserung noch nicht auf den koreanischen Einfluß zurückzuführen sein dürfte. Vielmehr ist sie das Resultat der Übernahme des renommierten Einzelhändlers Vögele zu Jahresbeginn sowie der zusätzlichen Umsätze der Ende letzten Jahres gegründeten Center. Mit dem neuen Partner im Rücken möchte Bechstein nun Umsatz und Ergebnis im Gesamtjahr um 12 bis 15 % steigern.

Chancen im Ausland

Auch mittelfristig sollten kontinuierlich moderate Steigerungen möglich sein. Mit dem neuen Großaktionär sind die Aussichten für den letztlich erfolgsentscheidenden Ausbau der weltweiten Vermarktung gestiegen. Während aufgrund der dort bereits vorhandenen Samick-Strukturen zunächst die USA und Japan auf der Agenda stehen, dürfte in absehbarer Zeit auch China erreichbar sein. Dem chinesischen Markt wird allgemein große Bedeutung zugesprochen, da dort ein steigender Lebensstandard so-

wie ein zunehmendes Markenbewußtsein die Nachfrage nach westlichen Instrumenten schürt. Zur Erfüllung der verbesserten Absatzperspektiven im Ausland dient dabei der im Inland von Bechstein vorgenommene Kapazitätsausbau für die Flügelproduktion am Standort Seifhennersdorf (Sachsen). Darüber hinaus dürften sich die Investitionen der letzten Jahre jetzt in einer weiteren Effizienzsteigerung sowie in einer Verbesserung bei den Materialkosten niederschlagen. Allerdings bleibt dabei zu hoffen, daß die Bemühungen rund um das währungssensible Exportgeschäft nicht durch einen Dollarverfall konterkariert werden.

Risiken im Inland

Größere Gefahren lauern allerdings im Inlandsgeschäft, dem zentralen Standbein von Bechstein. Zwar haben die Berliner schon vor Jahren auf die Marktentwicklung mit dem erfolgreichen Einstieg in den Handel mit günstigen tschechischen Klavieren reagiert, aber für das Stammgeschäft sind die Aussichten nicht allzu rosig. Das weiterhin desaströse Konsumklima sowie die klammen Staatsfinanzen lasten auf der konjunktursensiblen

Branche. Da Bechstein mit dem Ausbau von Seifhennersdorf in Vorleistung gegangen ist und in den letzten Jahren die Verschuldung deutlich erhöht hat, könnte eine längere Fortsetzung des deutschen Abschwungs Probleme bringen, zumal der freie Cash Flow des Unternehmens nicht viele Rückschlagsreserven bietet. Auch vom neuen Großaktionär dürften dann keine Wunder zu erwarten sein, da die Koreaner selbst erst letztes Jahr eine sechsjährige Insolvenzperiode nach Chapter 11 abschließen konnten und derzeit von einem neuen Eigner restrukturiert werden.



Fazit

Aufgrund des überzeugenden Center-Vertriebskonzepts und der relativen Stärke am Heimatmarkt in den letzten Jahren ist die Wahrscheinlichkeit für einen deutlichen Rückschlag bei Bechstein auch weiterhin eher gering. Sollte dieser nicht eintreten, ist die Aktie mit einem KGV03 von ca. 6 und einem KUV03 von 0,36 angesichts der deutlich verbesserten Exportchancen unterbewertet. Schon ein stagnierendes Geschäft mit abnehmenden Margen ergibt nach unseren Schätzungen einen fairen Aktienwert von über 6 Euro. Sollte im Inland dereinst die Konjunktur wieder etwas besser laufen oder das Ausland überdurchschnittliche Wachstumsimpulse bringen, kann die vergessene Bechstein-Aktie schnell in den Focus eines Small-Cap-Fondmanagers geraten, zumal die starke Marke und das solide Geschäft eine gesunde Basis bilden. Der spekulative Investor sollte schon vorher eine Wette gegen den worst case wagen. Allerdings ist das Papier sehr markteng und sollte deswegen nur streng limitiert und in mehreren kleinen Tranchen geordert werden.

Holger Steffen, Patrick Nix

Externe Analyse

Krones AG

Interessanter Markt- und Technologieführer

Von Christian Merath, Bankhaus Reuschel & Co.

Unternehmensprofil

Krones ist der weltweit führende Hersteller von Getränkeabfüll- und Verpackungsanlagen (Marktanteil über 25 %). Zu den Anwendungsgebieten der Krones-Anlagen zählen u.a. die Abfüllung, die Reinigung sowie die Etikettierung von Flaschen, Behältern etc. Mit dem Erwerb der 75 %-Beteiligung an der Kosme-Gruppe wurde das Angebot bei der Produktabfüllung und -ausstattung um das Niedrigpreissegment (sog. „just enough“-Maschinen) erweitert. Die Töchter Sander Hansen (Produktbehandlungstechnik), Steinecker (Sudhaus- und Filtrationstechnik) und Kettner (Pack- und Palettentechnik) vervollständigen das umfangreiche Angebot. Zudem sichern die Bereiche Transport- und Anlagentechnik sowie Informationstechnologie (Tochter Syskron) die Effizienz von Produktionsabläufen. Dieses Einsatzgebiet schließt das Angebot von Software und Hardware und sonstiger technologischer Produkte ein (z.B. Anlagensimulation, Betriebsdatenerfassung, elektronische Leitsysteme). Die aktuelle technologische Marktführerschaft wird vor allem durch annähernd 1.300 Patente abgesichert. Auch in Zukunft sollte ein weiterhin hoher Anteil der Forschungs- und Entwicklungskosten am Umsatz (2002: 6,8 %, 2003e: 6 %) die technologische Spitzenstellung von Krones festigen.

KRONES UNTERNEHMENS DATEN (MIO. EURO)						
	1999	2000	2001	2002	2003E	2004E
UMSATZ	910	1.015	1.165	1.305	1.404	1.461
EBITDA	74,3	92,3	120,1	138,6	149,2	159,8
EBIT	48,5	60,4	86,1	99,0	107,4	116,1
OPERATIVE MARGE (EBIT) %	5,3%	6,0%	7,4%	7,6%	7,6%	7,9%
NETTOGEWINN	24,6	38,4	50,3	57,3	61,7	66,5
NETTOMARGE (%)	2,7%	3,8%	4,3%	4,4%	4,4%	4,6%
EV/EBITDA	2,5	2,9	3,9	3,6	3,3	3,1
EV/EBIT	3,9	4,4	5,4	5,0	4,6	4,3
EK-RENDITE	7,2%	11,3%	13,2%	14,0%	14,5%	15,1%

KENNZAHLEN JE KRONES-AKTIE (VZ.)						
WKN: 633 503, KURS 52,50 EURO	1999	2000	2001	2002	2003E	2004E
GEWINN JE AKTIE (EURO)	2,16	3,65	4,78	5,44	5,87	6,32
CASH FLOW JE AKTIE (EURO)	4,62	6,77	8,27	8,85	9,37	9,82
KGV	13,1	10,3	9,7	9,7	9,0	8,3
KCF	11,4	7,8	6,3	5,9	5,6	5,3
BUCHWERT (EURO)	29,8	32,1	36,1	38,3	39,8	42,1
KURS/BUCHWERT	1,76	1,64	1,45	1,37	1,32	1,25
DIVIDENDE (EURO)	0,61	0,77	1,00	1,10	1,20	1,20
DIV. RENDITE %	1,2%	1,5%	1,9%	2,1%	2,3%	2,3%
BÖRSE WERT/UMSATZ	0,59	0,53	0,46	0,41	0,38	0,37

Umsatzaufteilung

2002 teilten sich die Umsätze auf folgende Abnehmerbranchen auf: alkoholische Getränke 30 %, Softdrinks (inkl. Wasser) 51% sowie Chemie, Pharmazie und Kosmetik 17 %. Auf Maschinen und Anlagen zur Produktabfüllung und -ausstattung entfielen 78 % des Jahresumsatzes 2002. Maschinen und Anlagen zur Getränkeproduktion machten 2002 einen Anteil von 12 % aus. 10 % steuerten Maschinen und Anlagen zum Packen und Palettieren bei.



Christian Merath

Wettbewerber/Marktumfeld

Die größten Wettbewerber von Krones sind die KHS-Gruppe (Deutschland, Tochter der Klöckner Werke), die mittlerweile von Tetra-Pak zu 91 % übernommene Sidel-Gruppe (Frankreich) und der Teilbereich Beverage der SIG-Gruppe (Schweiz). Die KHS-Gruppe (2.600 Mitarbeiter) und die Sidel-Gruppe (9.400 Mitarbeiter) konnten – nach zuletzt roten Zahlen – im Geschäftsjahr 2001/02 bzw. 2002 wieder die Gewinnschwelle erreichen. SIG Beverage (3.000 Mitarbeiter) blieb – bedingt durch den Verlust von Randbereichen – 2002 in roten Zahlen. Allerdings will SIG Beverage nach dem Verkauf dieser Aktivitäten im Geschäftsjahr 2003 wieder deutlich schwarze Zahlen schreiben (EBIT-Marge von etwa 3 % angestrebt). Aufgrund der mittlerweile günstigeren Ertragsituation der Branche könnte sich der aktuell herrschende Preisdruck auf Sicht leicht ermäßigen. Insgesamt sollte sich der Konzentrationsprozeß innerhalb der Branche weiter fortsetzen, wovon Krones aufgrund seiner technologischen Stellung überproportional profitieren dürfte.

Geschäftsverlauf 1. Quartal 2003

Krones steigerte im ersten Quartal 2003 den Umsatz um 6 % auf 367 Mio. Euro. Ohne die erstmalige Konsolidierung der Kosme-Gruppe (Q1 2003: 13,3 Mio. Euro) hätte der Anstieg 3 % auf 354 Mio. Euro betragen. Verstärktes Outsourcing von Aktivitäten im Verlauf des Geschäftsjahres 2002 führte im 1. Quartal 2003 zu einem überproportionalen Anstieg des Materialeinsatzes um 14,9 % auf 164,1 Mio. Euro. Der Rohertrag legte daher nur unterproportional um 4,9 % auf 207,2 Mio. Euro zu. Allerdings wirkt sich im Gegenzug ein erhöhtes Outsourcing in einer Reduzierung der Fixkosten (insbesondere Personalkosten) aus. Der Gewinn vor Steuern und Zinsen (EBIT) sank im 1. Quartal 2003 leicht von 29,2 Mio. Euro auf 28,3 Mio. Euro. Hier belastete der kräftige An-

stieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (netto) um 9,5 % auf 50,8 Mio. Euro. Dagegen wirkte sich die moderate Zunahme der Personalkosten um 5,3 % auf 118,4 Mio. Euro günstig aus. Der Gewinn nach Steuern verzeichnete im 1. Quartal 2003 einen Rückgang von 16,9 Mio. Euro auf 15,9 Mio. Euro (-6 %). Dieser Rückgang soll aber bereits im 1. Halbjahr 2003 mehr als aufgeholt werden. Der Rückgang im 1. Quartal 2003 ist zum einen auf das schwächere Finanzergebnis von 0,2 Mio. Euro (0,9 Mio. Euro) zurückzuführen. Dies wurde teilweise durch längere Zahlungsziele sowie durch vereinzelte Auftragsvorfinanzierungen verursacht, die mittlerweile am Markt als üblich gelten. Zum anderen wirkte sich die leicht erhöhte Steuerquote von 44,2 % (43,8 %) negativ aus. Allerdings ist darin eine aufgrund des neuen Steuerergünstigungsabbaugesetzes außerordentliche Belastung von 1,8 Mio. Euro enthalten, die das Geschäftsjahr 2002 betraf. Insgesamt ist das Ergebnis des 1. Quartals 2003 durchaus beachtlich, zumal die Vergleichsperiode außergewöhnlich stark ausfiel (Gewinnanteil Q1 2002: 29 %, typisch etwa 25 %).

Ausblick für das Geschäftsjahr 2003

Der Abbau von insgesamt etwa 300 Arbeitsplätzen in 2003 (rund zwei Drittel durch Fluktuation) sollte insbesondere im 2. Halbjahr die Kostenseite weiter entlasten (etwa 15 Mio. Euro in 2004 erwartet). Zudem sollen 2003 bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen etwa 15 Mio. Euro eingespart werden. Trotz der vorherrschenden Investitionszurückhaltung stieg der Auftragszugang im 1. Quartal 2003 um 9 % auf 376 Mio. Euro. Zusammen mit dem annähernd unveränderten Auftragsbestand von 622,9 Mio. Euro (-1,4 %) stellt dies ein solides Fundament für eine robuste Umsatzentwicklung im laufenden Jahr dar. Für 2003 geht Krones einschließlich der Konsolidierung der Kosme-Gruppe (2003e: Umsatz 50 Mio. Euro) von einem Umsatzwachstum zwischen 5 % und 10 % auf etwa 1,4 Mrd. Euro aus. Der Gewinn nach Steuern soll 2003 um 5 % bis 9 % ansteigen (Nettogewinn 2002: 57,3 Mio. Euro).

Marktpotential in der Getränkeindustrie

In der Getränkeindustrie versprechen insbesondere die Märkte Frankreich (derzeit etwa 5 %) und USA (15 %) weiteres überdurchschnittliches Wachstumspotential. Die zu starke Focussierung auf die Etikettierungssparte in Frankreich verhinderte dort bisher eine stärkere Marktstellung. Wir halten nach dem Strategiewechsel einen Anstieg des Marktanteils auf etwa 20 % bis 2005 für möglich. Auch in den USA sollte ein Marktanteil bis 2005 von über 25 % erreichbar sein. Dadurch will Krones die starke Marktposition in der Getränkeindustrie weiter ausbauen. Dieses Segment wächst mit jährlich etwa 4 % weltweit (2005e: 5 Mrd. Euro). Hier übertreffen die hohen Zuwachsraten bei Wasser (etwa 5 % p.a.) und bei Erfrischungsgetränken (etwa 4 % p.a.) andere schwächere Einzelsegmente (vor allem Biermarkt lediglich +1 % bis 2 %) deutlich. Des Weiteren profitiert Krones von einer sinkenden durchschnittlichen Laufzeit der Anlagen aufgrund eines sich immer schneller ändernden Nachfrageverhaltens der Kunden (z.B. Änderung der Flaschenformen oder der Inhaltsmengen). Darüber hinaus partizipiert Krones von der wachsenden Nachfrage nach Kunststoffflaschen. Hier hat sich Krones mit der PET-Technologie (68 % der Produktabfüllung und -ausstattung) frühzeitig hervorragend positioniert und nimmt mittlerweile eine technologische Führungsrolle ein (bis 2010 zweistelliges Wachstum p.a. erwartet).

KRONES VORZÜGE (WKN 633 503)



Sonstiges Marktpotential

Auch eine Ausdehnung des Non-Beverage-Geschäfts soll dem Wachstum von Krones zusätzlichen Schwung geben. Eine Erhöhung der Marktanteile in der Lebensmittel- und Pharmaindustrie (derzeit unter 4 %, mittelfristig etwa 10 % geplant) ist angestrebt. Hier sollen neue Anwendungen (bisher z.B. Ketchup, Speiseöl, Etikettierung von Tablettenröhrchen etc.) die Umsatzentwicklung in den nächsten Jahren voranbringen. Insgesamt wird der weltweite Markt für Verpackungsmaschinen, der jährlich um etwa 3 % wächst, auf 22 Mrd. Euro in 2005 geschätzt (Getränke 5 Mrd. Euro, Lebensmittel 9 Mrd. Euro, Chemie, Pharma sowie Kosmetik 4 Mrd. Euro, Sonstige 4 Mrd. Euro). Die größten Wachstumstreiber sind hierbei die Regionen Osteuropa (etwa +7 % p.a. bis 2005) und China (etwa +5 % p.a. bis 2005). Ferner liegt eine erhebliches Umsatzpotential in der horizontalen Wertschöpfungskette der Kunden (IT- und Logistik, Qualitätsmanagement und Prozeßtechnik), die von der Tochter Syskron abgedeckt wird. Für Syskron gehen wir 2003 von einem Wachstum von etwa 60 % auf 30 Mio. Euro aus. Durch weiterhin hohe Wachstumsraten von etwa 20 % p.a. sollte Syskron bis 2010 einen Umsatz von etwa 100 Mio. Euro erzielen. Die Wartung von Anlagen und der Austausch von Ersatzteilen rundet das sogenannte Downstream-Business ab. Hier will Krones Marktanteile von Drittfirmen (sog. Piraten) durch den Abschluß von langfristigen Service-Verträgen zurückgewinnen.

Fazit

Den starken Wettbewerb (Preisdruck) im traditionellen Bereich bei Verpackungen/Abfüllmaschinen für die Getränkeindustrie konnte Krones vor allem durch die Ausdehnung der Aktivitäten auf neue Märkte (Umsatz Non-Beverage 2002: 250 Mio. Euro/1999: 80 Mio. Euro) überkompensieren. Auch in den nächsten Jahren strebt Krones über die Gewinnung von Marktanteilen ein überproportionales Marktwachstum an (Wachstumskorridor zwischen 5 % und 10 %). Zudem sollte die Ausdehnung der Service- und Consulting-Aktivitäten in den nächsten Jahren beflügeln. Insgesamt halten wir die derzeitige Bewertung (2004e: KGV 8,3) aufgrund der guten Wachstumsaussichten (Umsatz mittelfristig +6 % p.a., Gewinn überproportional) für weiterhin zu niedrig (Kursziel 64 Euro).

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!

Sentimenttechnik

NOTES: Kursziel erreicht...

Von Manfred Schumacher (www.schumachers.net)

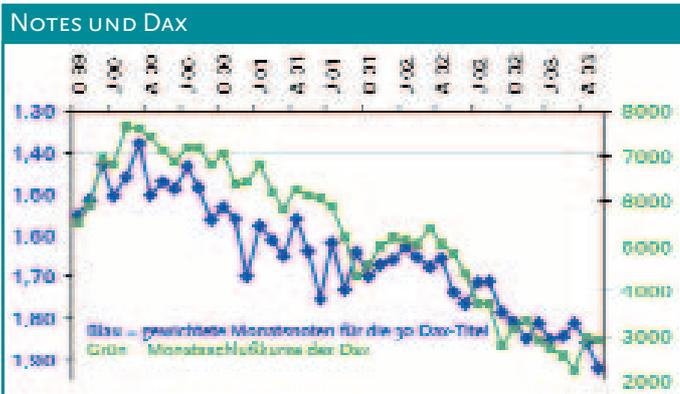
...Rating folglich gesenkt: Nach diesem Motto sind viele Analysten im Mai mit „ihren“ Aktien verfahren. Deshalb sind die Sentimentindikatoren von Notes durch die Bank abgetaucht und haben neue Tiefststände erreicht. Die gewichtete Monatsnote für den Dax hat mit 1,92 (Monatsdurchschnitt) bzw. 1,95 (Gleitender Durchschnitt) eindeutig die Tiefststände vom Herbst 2002 unterboten. Die Zahl der Up- und Downgrades war mit 44 negativen und 41 positiven Korrekturen zwar auf den ersten Blick fast ausgeglichen, auf den zweiten Blick sieht das jedoch anders aus. Denn bei 18 der 41 Up-

grades haben die Analysten nur die Kursziele dem inzwischen erhöhten Niveau angepaßt, ohne die Wertung zu ändern. Damit die Stimmung – gemessen an den Notes – drehen kann, müssen somit vorweg die Kursziele erheblich angehoben werden. Dies ermöglicht dann auch Upgrades auf breiter Front. Dieser Prozeß hat gerade begonnen. Aus Sicht eines Contrarians schließlich kann kaum etwas besseres passieren, als daß der Pessimismus bei steigenden Kursen zunimmt.

DIE 10 ANALYSETEAMS MIT DEN PESSIMISTISCHSTEN EINSCHÄTZUNGEN FÜR DEN DAX

MEDIUM	NOTE MAI	NOTE APRIL
UBS WARBURG	2,13	1,92
SMITH BARNEY	2,03	2,00
BNP PARIBAS	1,96	1,85
SG SECURITIES	1,95	1,90
WILLIAMS DE BROE	1,93	1,93
HSBC	1,93	1,90
BERENBERG BANK	1,91	1,92
MORGAN STANLEY	1,91	1,83
LEHMAN BROTHERS	1,91	1,96
BANKHAUS METZLER	1,90	1,86

*) Die 10 Dax-Aktien, die von den Analysten am schlechtesten eingeschätzt werden
 **) Je höher die Note, desto schlechter ist die Einschätzung



Der Einführungsartikel zum NOTES-Indikator kann im Smart Investor 5/03 oder unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/index.hbs nachgelesen werden.

sentix: Mittelfristiges Sentiment weiter positiv für Aktien

Von Manfred Hübner (www.sentix.de)

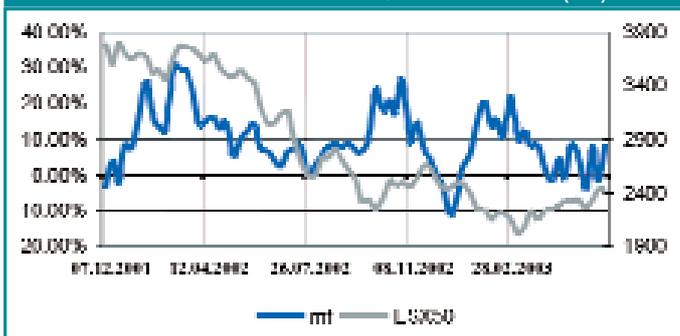
Trotz der deutlichen Kursgewinne seit März diesen Jahres bleibt die mittelfristige Stimmung der Anleger verhalten. Zwar ist sie positiver geworden, befindet sich aber noch weit entfernt von zu großem Optimismus (Grafik 1). Wie die Grafik 2 zeigt, ist diese Stimmungsverbesserung im Wesentlichen auf die institutionellen Investoren zurückzuführen. Die Privatanleger dagegen bleiben zurückhaltend. Dies ist positiv, da mittelfristige Marktwendepunkte im Allgemeinen von den institutionellen Anlegern

ABB. 2: EURO STOXX 50-SENTIX, PRIVATE VS. INSTITUTIONELLE



schneller erkannt werden. Ihren Ausdruck findet die unterschiedliche Stimmungslage auch in den Investitionsgraden. So dokumentiert die jüngste sentix-Sonderanalyse, daß die Privatanleger ihren Aktieninvestitionsgrad seit April kaum erhöht haben. Die Profis dagegen haben ihre Investitionen deutlich erhöht. Sie haben damit aber letztlich nur einen Teil ihrer beträchtlichen Unterinvestierung abgebaut. Von einer gefährlichen Überinvestierung kann noch nicht gesprochen werden. Wenngleich im Zuge einer deutlichen Korrektur am Rentenmarkt auch die Aktien konsolidieren dürften, so stellt dies aus sentimenttechnischer Sicht eine Gelegenheit zum Positionsaufbau dar.

ABB. 1: EURO STOXX 50-SENTIMENT, MITTELFRICTIC (MF)



Relative Stärke

Die Wiederauferstehung Asiens

Der vergangene Monat brachte deutliche Verschiebungen in unserem Relative-Stärke-Universum. Erwartungsgemäß konnte sich Asien von der SARS-Hysterie erholen.

Deutsche Aktien schlossen zur Spitze auf

Wer hätte Mitte März vermutet, daß der damals auf dem letzten Platz liegende Dax sich je wieder erholt? Heute, rund drei Monate später, liegt der Dax auf Rang 5 und der TecDax, durch neues Etikett befreit von den Schatten der Vergangenheit, erreichte mit Platz 3 sogar die Medaillentränge. Deutsche Aktien zählten trotz oder gerade aufgrund der schlechten Stimmung im Lande zu den weltweit besten Performern. Kurzfristig erwarten wir angesichts der eindrucksvollen Rallye allerdings kein nennenswertes weiteres Potential in diesem Bereich (sh. „Das große Bild“, S. 28).

Sichere Häfen sind einstweilen out

Konträr verlief die Entwicklung am Rentenmarkt. Kein Bereich rutschte im vergangenen Monat um so viele Ränge ab wie langlaufende Rentenpapiere. Zwar war der REXP 10-Performanceindex in absoluten Zahlen per Saldo nahezu unverändert, in einem Umfeld, das wie im vergangenen Monat von breit angelegten Kurssteigerungen geprägt war, bedeutet Stillstand jedoch bereits Rückschritt. Ein Schicksal, das der Rentenmarkt mit einem anderen sicheren Hafen, dem Gold, teilt. Hier wie bei allen Rohstoffen ist allerdings zu berücksichtigen, daß sie aus Sicht des europäischen Investors auch durch die US-\$-Schwäche in Mitleidenschaft gezogen wurden. Die Heftigkeit der weltweiten Aktienrallye, an der die Rohstoffe nicht partizipierten, hat diese dann fast zwangsläufig auf die Reservebank geschickt. Wir erwarten jedoch, daß dieser Bereich ähnlich wie Asien vor einem Monat oder Deutschland vor drei Monaten erneut ins Spiel zurückfindet.

Asien lebt!

Erwartungsgemäß erreichte die SARS-Hysterie ihren Höhepunkt, als uns die Nachrichtenkanäle im Halbstunden-Takt die Bilder von Heerscharen vermummter Asiaten in die Köpfe hämmerten. Hier sollen weder der Ernst der Seuche noch die Verzweiflung der Menschen der Lächerlichkeit preisgegeben, wohl aber das stets gleiche Muster der „Berichterstattung“ kritisiert werden: Der exzessiven Bilderflut folgt fast schlagartig Desinteresse. Es lohnt sich stets, über den Tellerrand solch allgegenwärtiger Themen hinauszublicken oder sich zu überlegen, was wohl der nächste „Aufreger der Woche“ werden könnte. Thailand ist mittlerweile auf Platz 4 der Rangliste, Südkorea gewinnt gegenüber dem Vormonat volle 10 Ränge, und auch Japan löste sich von seinen Tiefs. Lediglich China und Hongkong verweilen noch am Boden.

Indien – der vergessene Riese

In asiatischer Randlage scheint Indien praktisch durch alle Raster der Berichterstattung zu fallen. Allenfalls der Dauerkonflikt mit Pakistan schafft es hin und wieder in die Abendnachrichten. Dennoch dürfte es kein Fehler sein, sich näher mit diesem Land zu beschäftigen, das nicht nur ein enormes Potential aufweist, sondern dessen börsennotierte Unternehmen im internationalen Vergleich auch geradezu lächerlich bewertet sind. Im abgelaufenen Monat schob sich der indische Sensex um 7 Ränge auf Platz 17 vor. Ein sehr respektables Ergebnis, das wiederum praktisch unter Ausschluß der Öffentlichkeit stattfand.

Ralph Malisch

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

Index	Land	RS 20.06.	RS 06.06.	RS 23.05.	RS 09.05.	RS 25.04.
Merval	Arg	1	1	1	1	1
RTX	Rus	2	2	2	2	2
TecDAX	D	3	3	6	4	7
S.E.T.	Thai	4	7	9	11	12
DAX	D	5	5	10	5	9
MDAX	D	6	4	3	3	4
IBEX 35	E	7	6	8	7	3
CAC 40	F	8	10	11	10	11
NASDAQ 100	USA	9	8	14	8	8
All Ord.	Aus	10	11	7	9	6
KOSPI	Korea	11	19	21	20	24
HUI	USA	12	16	16	19	20
SMI	CH	13	15	13	14	15
FTSE 100	GB	14	12	15	15	13
S&P 500	USA	15	14	17	13	10
PTX	Polen	16	9	5	12	19
Sensex	Indien	17	22	24	24	21
DJIA 30	USA	18	17	19	17	16
Nikkei 225	J	19	18	23	22	22
REXP 10	D	20	13	4	6	5
Hang Seng	HK	21	20	20	23	23
Gold		22	21	12	18	18
Shenzen	China	23	23	18	21	17
Silber		24	25	22	16	14
Rohöl		25	24	25	25	25

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

Musterdepot

Handel im Verzug

Der Abbau unserer Liquiditätsreserven erfolgte keinen Moment zu früh. Als die Aktienmärkte im Laufe der Juni-Rallye durchzustarten begannen, mußten wir rasche Entscheidungen treffen – es hat sich gelohnt.

Späte, aber lukrative Einsichten

Von der zusätzlichen Möglichkeit, Käufe und Verkäufe auch über den wöchentlich erscheinenden Smart Investor Weekly zu tätigen, haben wir im letzten Zeitraum gleich in drei Fällen Gebrauch gemacht. Die Aktien von DaimlerChrysler nahmen wir Ende Mai zu 26,19 Euro wie angekündigt aus dem Musterdepot, um Platz und Liquidität zu schaffen. Aufgrund „akuten Handlungsbedarfs“ zögerten wir nicht lange und holten uns den schon im letzten Smart Investor besprochenen Call auf den Nikkei-225 ins Depot sowie eine Woche später den Call auf den Dax. Da die Kurse davonzulaufen begannen, konnten wir nicht länger auf Ausführung unseres Abstauberlimits warten und bezahlten vorsichtshalber den aktuellen Preis, um auf jeden Fall in steigenden Märkten mit dem Zusatzhebel dabei zu sein. Nostra culpa: Die Dynamik der Abwärtsbewegung im Dax fiel deutlich schwächer aus, als von uns Ende Mai eingeschätzt. Doch besser eine späte Einsicht als gar keine: Unsere Derivate-Positionen konnten im letzten Monat erhebliche Zuwächse verzeichnen. Die übrigen im letzten Zeitraum zum Zuge gekommenen Kauflimits (alle weiteren sind nunmehr gelöscht) wurden leider allesamt noch vor Erscheinen von Smart Investor 06/2003 ausgeführt. Aus diesem Grund können wir gar nicht oft genug darauf hinweisen, wie wichtig uns – und unseren Lesern, die unser Musterdepot eventuell sogar nachbilden – die regelmäßige Verfolgung des Smart Investor Weekly Newsletters ist. Falls Sie also eine eMail-Adresse besitzen, sollten Sie sich unbedingt auf unserer Homepage unter www.smartinvestor.de anmelden, um keine Dispositionen zu verpassen.

Finaler Anstieg avisiert

Denn auch für den Zeitrahmen dieser Juli-Ausgabe kündigt sich „Handel im Verzug“ an. Wir rechnen mit einem Top an den Börsen spätestens im ersten Juli-Drittel, möglicherweise sogar früher. Unser sogenannter Titelblattindikator (der auf Schlagzeilen wie: „Der Bulle ist zurück!“ achtet) mahnt drohend zur Demut. Wir haben unsere Verkaufslimits für die deutschen Titel deshalb so festgelegt, daß sie konform gehen mit einem weiteren und letzten Anstieg der Börsen, was den Dax auf 3.400 bis 3.600 Punkte bringen könnte. Wenn wir Unternehmen wie AWD, Zapf oder Dr. Hönle zum Verkauf stellen, liegt dies ausschließlich daran, daß wir mit einer deutlicheren Korrektur im Sommer rechnen, die man besser nicht aussitzt. An der Einschätzung der Titel hat sich im Prinzip nichts geändert: Nur der Kurs ist jetzt ein höherer und damit auch die Bewertung eine höhere. Smart Investor hat sich schließlich der Performance und Rendite für den Anleger verschrieben. Unsere asiatischen Titel sowie auch die Edelmetallminen bleiben davon unberührt im Depot, könnten vor dem Hintergrund des avisierten Szenarios sogar noch durch Harmony Mining und eine weitere Silver Standard-Position bereichert werden (Smart Investor Weekly beachten!). Beide Themenkomplexe, Asien und Edelmetalle, stehen unter einer längerfristigen Prämisse. Die Minenaktien besitzen dabei sogar eine negative Korrelation zu den westlichen Börsen.

Canon: gut gedruckt!

Sehr erfreulich hat sich der Musterdepotwert Canon entwickelt. Erstmals seit 1997 überflügelte Canon seinen Branchenrivalen Seiko Epson in punkto Umsatz mit Druckern auf dem Heimatmarkt. Von dort bis zur Anhebung der Umsatzprognosen für das laufende Jahr war es dann nur noch ein kleiner Schritt. Demnach erwartet man jetzt einen bis zu 10 % höheren Umsatz als bislang prognostiziert. Die Belohnung an der Börse zeigte sich in Form des höchsten Kurses seit mehr als einem Jahr.

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)									
PERFORMANCE: +21,6 % SEIT DEPOTSTART; +13,6 % GG. VORMONAT									
TITEL	WKN	STÜCKKAUF	KAUF DATUM	KAUF ZU	KURS AKT.*	WERT*	VERÄND.**	STOP	VERK.LIMIT
HYRICAN INFORMATIONSSYSTEME	600 450	500	01.04.03	7,80	16,40	8.200,00	+110,3 %		18,60
NIKKEI-CALL	681 453	8.000	27.05.03	0,44	0,77	6.160,00	+75,0 %		
BAADER	508 810	2.000	02.06.03	1,85	2,81	5.620,00	+51,9 %		3,40
AWD	508 590	700	25.03.03	10,80	16,25	11.375,00	+50,5 %		18,00
GfK	587 530	500	29.04.03	12,10	16,67	8.335,00	+37,8 %		17,00
DAX-HEBELZERT.	299 543	700	03.06.03	6,40	8,13	5.691,00	+27,0 %		9,80
DR. HÖNLE	515 710	1.500	02.06.03	3,28	4,12	6.180,00	+25,6 %		4,90
CANON	853 055	300	31.03.03	32,50	40,36	12.108,00	+24,2 %		
BANPU	882 131	5.000	02.06.03	0,82	0,91	4.550,00	+11,0 %		
ZAPF CREATION	780 600	200	31.03.03	27,00	29,80	5.960,00	+10,4 %		34,50
SILVER STANDARD	858 840	1.000	02.06.03	3,90	4,25	4.250,00	+9,0 %		
DURBAN ROODEPOORT DEEP	865 260	3000	27.03.03	2,15	2,25	6.750,00	+4,7 %		
HONDA MOTOR	853 226	200	27.03.03	33,00	34,30	6.860,00	+3,9 %		
CROESUS MINING	871 679	15.000	02.06.03	0,30	0,29	4.350,00	-3,3 %		
VIVA MEDIA	617 106	1.500	29.04.03	5,20	5,00	7.500,00	-3,8 %		5,00
K+S	716 200	400	29.04.03	19,00	17,85	7.140,00	-6,1 %		
LIQUIDITÄT						10.527,00			
GESAMTWERT						121.556,00			

* am 23.6.2003; in Euro, ** sortiert nach Performance

UNTERNEHMEN VON A-Z

C. BECHSTEIN PIANOFORTEFABRIK	519 800	34
CANON	853 055	40
CISCO SYSTEMS	878 841	33
COCA COLA	850 663	44
D.LOGISTICS	510 150	31
DURBAN ROODEPOORT	865 260	15
EDSCHA	563 300	12
E.ON	761 440	13
E.ON BAYERN	504 500	13
GELSENWASSER	776 000	12
GILLETTE	853 194	44
GOLD FIELDS	856 777	15
GRAMMER	589 540	10
HARMONY MINING	864 439	15
HYPOVEREINSBANK	802 200	10, 32
INDUS HOLDING	620 010	42
KIEKERT	-	12
KOLBENSCHMIDT	703 790	12
KRONES	633 503	36
LG ELECTRONICS	576 798	43
PERMIRA	-	12
PORSCHE	693 773	44
QIAGEN	901 626	33
SAMSUNG ELECTRONICS	881 823	32, 43
STEINWAY MUSICAL INSTRUMENTS	-	35
W.E.T.	508 160	13
WÜRTTEMBERGER HYPO	812 400	12

Vorschau

auf Smart Investor 8/2003

Immobilien:

Gefahren am US-Häusermarkt?

Gibt es dort eine Blase – und wenn ja, muß sie platzen?

Chinesischer Aktienmarkt:

Undurchsichtige Zockerbude oder aussichtsreiche Investitionsmöglichkeit?

Lateinamerika:

Unterbelichtete Aktienmärkte?

Prinzipien der Marktes:

Handelsvolumen – „Volume goes with trend“

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

1. Jahrgang 2003, Nr. 7 (Juli)

Verlag:

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

Preise:

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

Abonnementverwaltung:

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

Redaktion:

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

Bildredaktion:

Andreas Potthoff

Mitarbeit an dieser

Ausgabe:

Dr. Reinhard Bauernfeind,
Magdalena Brud, Manfred
Hübner, Thorsten Grimm,
Alexander Kapfer, Christian
Merath, Patrick Nix, Stefan
Preuß, Manfred Schumacher,
Holger Steffen, Kevin
Sternkopf

Redaktionsanschrift:

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

Titel, Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

Anzeigen:

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

Anzeigenleitung:

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

Erscheinungs-

termine 2003:

28.6. (7/03), 26.7. (8/03), 30.8.
(9/03), 27.9. (10/03), 25.10.
(11/03), 22.11. (12/03), 20.12.
(1/04)

Charts

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

Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und
Tabellen liegen Quellen
zugrunde, welche die Redak-
tion für verlässlich hält. Eine
Garantie für die Richtigkeit
kann allerdings nicht übernom-
men werden. Bei unaufgefor-
dert eingesandten Beiträgen be-
hält sich die Redaktion Kürzungen
oder Nichtabdruck vor.

Nachdruck:

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

VKZ B 61978

Interview mit einem Investor

„Nicht die Information, sondern die Konklusion ist doch das entscheidende Kriterium“

Smart Investor im Gespräch mit Winfried Walter, Fondsmanager des Albrecht & Cie. Optiselect Fonds, über seine Anlagephilosophie und Erfolgsfaktoren, die seinem Fonds in den letzten Jahren regelmäßig Top-Plazierungen beschert haben.

Smart Investor: Herr Walter, wie wurden Sie überhaupt zum Fondsmanager?

Walter: Das ging relativ einfach. Ich habe BWL und VWL mit Schwerpunkt Marketing und Geldpolitik studiert. Nach einem Schlüsselerlebnis in einer Bank schlug ich dann den Weg zum Broker ein, um das Geschäft von der Pike auf zu lernen. Schließlich, wieder zurück in der Vermögensverwaltung, stießen mir zwei Dinge auf: Ich habe mich immer dagegen gewehrt, etwas verkaufen zu müssen, und andererseits bin ich der Meinung, daß auch die breite Bevölkerung ein Anrecht auf eine anständige Vermögensberatung besitzt, nicht nur die sogenannte vermögende Klientel. Zusammen mit Herrn Albrecht konnte ich diese beiden Schwachstellen dann ausmerzen. Die eigentliche Anlagephilosophie ist aber schon in den zehn bis 15 vorhergehenden Jahren in mir gereift.

Smart Investor: Was unterscheidet Ihren Fonds, den Albrecht & Cie. Optiselect, von anderen Fonds?

Walter: 95 % der Fonds befolgen einen Top-Down-Ansatz. Sie bilden Indices ab und unterscheiden sich praktisch nur noch in der spezifischen Gewichtung einzelner Titel. So kann man den Index in der Regel kaum schlagen. Wir haben eine ganz andere Vision, und die lautet, jährlich 8 bis 10 % Rendite zu machen anstatt nur besser zu sein als eine Benchmark. Wir setzen auf unternehmerische Kontinuität: Nehmen Sie beispielsweise eine Indus Holding, die zwischenzeitlich mit einem KGV von 5 notierte – doch niemand wollte sie haben, obwohl das Unternehmen eine blitzsaubere Bilanz hat.

Smart Investor: 2002 gab es dennoch einen Verlust – warum, wenn Sie doch den richtigen Weitblick hatten, wie aus Ihren Publikationen hervorgeht?

Walter: Auch wir müssen mit unserem Fonds zu einem gewissen Prozentsatz immer in Aktien investiert sein. Zusätzlich können wir aber auch Stillhaltergeschäfte eingehen, die wir zur Aufbesserung der Performance nutzen. Nicht zuletzt diesen Zusatzgeschäften ist es zu verdanken, daß wir im letzten Jahr vergleichsweise passabel abgeschnitten haben, auch wenn wir uns natürlich nicht vollständig vom Gesamtmarkt abkoppeln konnten.

Smart Investor: In welchem Punkt haben Sie zuletzt völlig daneben gelegen, sich getäuscht?

Walter: Um ehrlich zu sein, hätte ich nicht gedacht, daß der Dax tatsächlich auf unter 2.200 Punkte fallen könnte. Ich hatte bei 2.600 Zählern das untere Ende der Bandbreite gesehen, insofern wurde ich vollends überrascht. Was Unternehmen angeht, so ha-

be ich mich beim Nahrungsmittelunternehmen Numico schwer getäuscht. Da wir nie mehr als 5 % Gewicht eines Einzeltitels zulassen, kann ein gut diversifiziertes Depot so etwas wegstecken.

Smart Investor: Wenn der Markt Sie Lügen straft, wie reagieren Sie darauf?

Walter: Man muß sich folgende Einstellung zu eigen machen, um den richtigen Blick zu behalten: Kurzfristige Entwicklungen sind uns gleichgültig.

Nehmen wir nochmals das obige Beispiel mit Indus. Ja – natürlich sind wir da zu frühzeitig reingegangen, das wissen wir jetzt. Aber angesichts der Fundamentaldaten mußten wir einfach zugeifen und durften uns von dem kurzfristigen, nochmaligen Kursrückgang nicht aus der Fassung bringen lassen. Sie sehen also, wie wichtig die richtige Perspektive ist, und natürlich die Strategie, die man trotz kurzfristiger Erschütterungen nicht aus den Augen verlieren darf. Wenn sich hingegen etwas Grundsätzliches an den ökonomischen Rahmendaten ändert, dann müssen auch wir ganz ernsthaft das Investment überdenken.

Smart Investor: Halten Sie denn ein Siechtum wie in Japan für gänzlich undenkbar in Deutschland?

Walter: Nein, das halte ich prinzipiell leider nicht für ausgeschlossen. Dann muß man noch mehr darauf achten, welche Unternehmen auch in einem solchen Umfeld noch Gewinne machen. Wir beantworten deshalb ständig Fragen wie: Welches Unternehmen macht Gewinne, während Branchenkonkurrenten keine Gewinne mehr machen? Und genau auf diese Unternehmen muß man dann setzen, und zwar mehr denn je.

Smart Investor: Was muß passieren, damit Sie sagen: OK – jetzt wird es doch etwas ungemütlicher die nächsten Jahre? Stichwort: Deflation oder sogar Weltwirtschaftskrise.

Walter: Dazu müßte sich diese Art Lethargie in vielen Lebensbereichen, die wir hier in Deutschland schon beobachten können, vollends auf die Verbraucher auswirken. Wenn sich dies noch zwei Jahre fortsetzt, dann müßte ich wirklich die Situation



Winfried Walter

grundlegend überdenken. Noch sehe ich das aber nicht konkret. Trotz allem werden wir aber auch dann noch Unternehmen finden können, die ihre Gewinne halten oder steigern können. Doch das Auffinden würde nochmals weitaus schwieriger werden. Wenn Sie dann nur noch reine Substanz-Unternehmen hätten, aber eben auf Jahre ohne Aussichten auf Gewinnsteigerungen, dann könnten Sie keine Bäume mehr ausreißen. Substanz und Gewinnwachstum gehen Hand in Hand und machen in der Summe ein erfolgreiches Investment aus.

Smart Investor: Sie tätigen auch Stillhaltergeschäfte. Vielleicht erklären Sie uns das kurz.

Walter: Die Eier meines Gegenübers versuchen wir in einen sicheren Ertrag für unsere Mandanten umzuwandeln. Eine Einschränkung ist hier natürlich angebracht: Ich mache ein Stillhaltergeschäft nur dann, wenn ich auch bereit bin, die konkrete Aktie ins Depot zu nehmen. Durch den Verkauf einer Put-Option kann ich meinen Einstiegspreis absenken, muß aber bereit sein, den Titel eben zu dem vereinbarten Preis dann auch beziehen zu wollen. In unserem Portfolio machen Stillhaltergeschäfte bis maximal 30 % aus, wenn die Volatilität Spitzenwerte erreicht.

Smart Investor: In Deutschland sehen Sie eine Seitwärtsbewegung mit breiter Spanne. Was ist Ihre längerfristige Einschätzung?

Walter: Ich halte es für möglich, daß der Dax bis Weihnachten 2004 so dahinpendelt, weil die volkswirtschaftliche Situation eben unvorteilhaft bleibt. Das obere Ende der Bewertungsspanne liegt für mich bei ca. 3.600 Punkten. Ab Sommer nächsten Jahres könnte der deutsche Markt dann eine leichte Aufwärtstendenz auf übergeordneter Ebene entwickeln. All das hängt von der Weltwirtschaft ab. Nach unten bleibt das Restrisiko des von Ihnen angedeuteten Japan-ähnlichen Szenarios. Dann wären auch Kurse unter den alten Dax-Tiefs von 2.200 Punkten nicht auszuschließen.

Smart Investor: Sie und Ihr Team scheinen der derzeitigen US-Regierung kritisch gegenüber zu stehen, wirtschaftlich gesehen.

Walter: Bislang konnte man mir eine gewisse Affinität zu den US-Brokern und -Märkten nicht absprechen. Ich muß aber feststellen, daß inzwischen einige Umbrüche stattgefunden haben. Man kann es vielleicht wie folgt zusammenfassen: Die sogenannten Reagonomics waren zwar nur ein Strohfeuer, haben aber die Voraussetzungen für die Umstrukturierungen der US-Wirtschaft ab Anfang der 90er Jahre geschaffen. Und danach war Bill Clinton der richtige Mann zur richtigen Zeit am richtigen Ort, viel zu machen brauchte er in den Boomjahren der Informationstechnologie ja nicht. Seine Ausgangsbedingungen waren dementsprechend gut – er war eine Art Moderator und mußte nur die Stimmung aufrecht erhalten. Jetzt ist alles anders geworden. Investoren hinterfragen die Möglichkeiten des zukünftigen US-Wachstums viel kritischer als noch vor ein paar Jahren. Und schon ist unklar, ob die Kapitalströme weiterhin in den US-Markt fließen werden wie bisher. Mit dem Dollarverfall ist ein deutliches Warnsignal bereits gegeben.

Smart Investor: Deutschland vielleicht seitwärts, US-Markt gefährdet – wie steht es mit Asien?

Walter: In Asien hat China eine großartige Eigendynamik entwickelt. Leider kam jetzt mit SARS ein ernstes Problem dazwischen, doch die Folgen scheinen sich entgegen den schlimmsten Befürchtungen doch in Grenzen zu halten. Auch in Asien muß man natürlich selektiv vorgehen, wie auf allen Märkten. Wir setzen auf China und Südkorea. Samsung Electronics halte ich für einen kommenden Stern, wie ehemals eine im Entstehen begriffene IBM oder General Electric. Auch LG Electronics, ebenfalls aus Südkorea, halte ich für ein Unternehmen mit großer Zukunft. Sowohl LG als auch Samsung sehe ich als „Taktgeber“, die ihren jeweiligen Markt dominieren können. Der Markt in China wiederum ist – zumindest noch heutzutage – praktisch unabhängig von der Weltkonjunktur, ähnlich wie die deutsche Volkswirtschaft nach dem Zweiten Weltkrieg in den Jahren des Wiederaufbaus.

Smart Investor: Man findet bei Ihren Publikationen keine Hinweise auf Charttechnik oder Sentiment. Spielen für Sie nur harte Fundamentals eine Rolle?

Walter: Definitiv, ja. Ich sehe mir zwar auch mal ein Chartbook an, aber das war es dann auch schon. Mir ist bekannt, daß zum

Beispiel Heinrich Morgen, Berater des Morgen Portfolio Universal Fonds (sh. hierzu Smart Investor

5/2003), mit seiner auf Charttechnik basierenden Herangehensweise absolut erfolgreich

ist. Sie können meiner Meinung nach bestimmt mit sechs oder sieben ganz verschiedenen Strategien an den Börsen erfolgreich sein. Wichtig ist aber die Konsistenz, d.h. man muß seinem System, mit dem man sich wohl fühlt, treu bleiben.

Smart Investor: Was halten Sie denn von der Finanzmarkttheorie? Sind die Märkte effizient?

Walter: Vollständig effizient scheinen die Märkte offenbar nicht zu sein, denn dann könnte ich mit meinem Modell gar nichts verdienen. Andere Fondsmanager allerdings auch nicht. Deshalb trifft es am ehesten zu, wenn man konstatiert, daß es offenbar nur eine Effizienz mit Zeitverzögerung gibt. Woran das liegt? Ganz einfach: Die Informationen sind heutzutage praktisch jedermann zugänglich. Aber die Konklusion ist das entscheidende Kriterium, also die Konsequenzen, die ich aus meinen Informationen ableite.

Smart Investor: Und warum heißt Ihre Publikation „Querdenker“ – sind andere Fondsmanager denn inkompetent?

Walter: Das nicht, aber zuweilen reicht deren Querdenken einfach nicht aus. Ist es denn Querdenken, wenn man eine Daimler etwas mehr gewichtet als eine Schering? Nein, aber genau das ist der Job von 95 % der Fondsmanager. Ich sehe eine Aktie, ganz im klassischen Sinn, als eine Unternehmensbeteiligung. Und diese muß im Verlauf von spätestens sieben bis acht Jahren ihren Einsatz reingeholt haben, sei es über den Kurs, die Dividende oder beides. Das ist das mir zugeschriebene „Hanseatische Gedankengut“: Nachdenken und Querdenken, Investieren statt Spekulieren.

Interview: Falko Bozicevic



Kolumne

„Investieren Sie nur in Aktien von Unternehmen, deren Geschäft Sie verstehen“

Von Stefan Preuß

Wer kennt nicht diesen Ausspruch des legendären Warren Buffett, der in Coca-Cola und Gillette investierte, weil Menschen immer Durst hätten und Männer sich rasieren müssten? Dieser Rat ist inzwischen ein Klassiker, sozusagen die Mutter aller Börsenweisheiten.

Nach dieser Logik sollten Eltern im Bestreben, ihren Kindern sichere Berufsperspektiven zu eröffnen, darauf bestehen, daß sie entweder Bäcker, Fleischer oder Friseur lernen: Gegessen wird immer, und Haare müssen geschnitten werden. Nein, was vor 30 oder 40 Jahren vielleicht ein guter Rat war, greift heute zu kurz. Was heißt es, ein Geschäft zu verstehen? Aktien von Medizinfirmen und Altenheim-Betreibern zu kaufen, nur weil die Menschen immer älter werden?

Ein Geschäft so hinreichend zu verstehen, daß Rückschlüsse auf Aktienkurse gezogen werden können, setzt Informationen voraus, an die man als gewöhnlicher Aktienkäufer auch in den Zeiten des Internet nicht oder nur mit immensem Aufwand gelangt. Vertrieb, Marketing, Konkurrenzsituation, Produktionskosten, Patente, Zulassungsverfahren, rechtliche Rahmenbedingungen und, und, und – man muß schon leitend in einem Unternehmen tätig sein, um vielleicht das Geschäft in einer Branche zu verstehen. Schon lange sind akzeptierte Produkte wie süße Brause oder Rasierklingen kein Garant mehr für geschäftlichen Erfolg. Auf der anderen Seite haben Produkte Erfolg, denen man es nie zugetraut hätte.

Nehmen wir das Beispiel Porsche. Ein hochbeiniges Fahrzeug mit dem Namen Cayenne soll also Umsatz und Gewinn in den nächsten Jahren befördern. Jetzt mal ehrlich: Gibt es etwas offensichtlich Bescheuerteres, als mit einem geländegängigen Wagen mit dem Gewicht eines Kleinlasters und dem Luftwiderstand des Stockholmer Rathauses über die Autobahn zu düsen?

Als die Pläne vor Jahren ruchbar wurden, hätte jeder Aktionär, der ein bißchen was von Autos versteht, seine Stücke sofort auf den Markt werfen müssen. Eigentlich. Ganz offenbar versteht Porsche aber doch mehr vom Geschäft. Die Marktforschungen, die das Management zur Entscheidung bewogen, die Kalkulationen, die die Produktion selbst in Deutschland zu einem kommerziellen Erfolg werden lassen – all dies ist für Otto Durchschnittsaktionär nicht überprüfbar erhältlich. Red Bull, SMS, Hosen, die in der Kniekehle sitzen und am Boden schrappen, sowie Flüge mit Billiganbietern zu abgelegenen Pisten boomen auch. Ist das zu verstehen?

Kann sein, daß 50, 70 oder mehr Prozent der Privatanleger Aktien kaufen im Glauben, das Geschäft der Firma zu verstehen. Richtig schädlich ist dieser kollektive Selbstbetrug nicht, solange gute andere Gründe für die Firma sprechen. Aber es hilft auch nicht wirklich weiter. Auch wenn bekannt ist, daß vom Rat von Experten die größte Gefahr für den persönlichen Wohlstand ausgeht – an der Börse kommt man trotz aller schlechten Erfahrungen der Vergangenheit nicht umhin, deren Meinung mindestens zur Kenntnis zu nehmen. Die Kunst besteht nur darin, die abhängigen von den unabhängigen Meinungen zu unterscheiden. Und dann wird man sich für die Aktien des Unternehmens entscheiden, dessen Geschäftsmodell einem am plausibelsten erscheint. Man muß es nicht unbedingt verstehen.



Stefan Preuß

Gehen wir dennoch davon aus, daß auch weiterhin viele Anleger Aktien kaufen, weil sie meinen, etwas vom Geschäft des Unternehmens oder der Branche zu verstehen. Dann wäre es sehr interessant zu wissen, welcher Trend als nächstes sexy ist. Wir hatten unter anderem: Logistiker, weil die Mengen im Internet gekaufter Waren ja physisch ausgeliefert werden müssen; Server- oder Speicherspezialisten statt dot.coms, weil die Ausrüster der Goldschürfer immer den besseren Schnitt machen als die Schürfer selbst; oder eben die bereits oben angeführten Pharmas.

Die Düngemittel-Branche könnte interessant sein oder vielleicht Raumfahrt- und Rüstungsunternehmen, die Erde ist schon ziemlich klein. Oder doch Supraleiter-Technik? Hier darf jeder sein eigener Trendforscher sein. Man muß diesen Trend nur früh genug aufspüren und zugreifen. Jene, die irgendwann meinen, das Geschäft zu verstehen, kaufen und damit die Kurse in die Höhe bringen, wird es immer geben.

Buchbesprechung

„Der disziplinierte Trader“

Wer jenseits der üblichen Selbstbeweihräucherungen von in der Vergangenheit erfolgreichen Tradern etwas über die mentalen, psychischen und physischen Probleme beim Umgang mit dem täglichen Frustrationspotential der Börsen erfahren möchte, der hat im Buch von Mark Douglas, dem Leiter eines Trading-Schulungszentrums in Chicago, eine probate Lektüre gefunden. Seiner Meinung nach hängen nicht weniger als 80 % des Börsenerfolgs von psychologischen Faktoren ab. Sofern also ein Marktteilnehmer nur seine mentalen Faktoren unter Kontrolle bringen kann, reichen selbst bescheidene Kenntnisse aus, um die erforderliche Gewinnermentalität zu entwickeln. Der ausführlichen Diskussion der Hauptbarrieren, die sich einem Trader in einem sich in ständigem Wandel befindlichen Umfeld wie der Börse entgegenstellen, ist folglich auch der Hauptteil des Buches gewidmet, frei nach dem Motto: Der Erfolg ruht in uns selbst. Das Buch gliedert sich in vier Abschnitte auf, von den psychologischen Grundbedingungen über die Definition der Herausforderungen sowie Einsichten über Verhaltensänderungen bis hin zu einer Anleitung, selbst zu einer Entwicklung spezifischer Anlagefähigkeiten zu gelangen.

Der Mittelteil des Werks mit seiner ausführlichen Darstellung psychologischer Einflußfaktoren wirkt zuweilen jedoch etwas abschweifend und hätte straffer gestaltet werden können. Insgesamt erscheint das Buch von Mark Douglas deshalb an einigen Stellen überausfürlich, was sich leider negativ auf den Lesespaß dieses ansonsten überaus interessanten Metiers niederschlägt. Welche Denkprozesse aufgeweicht, umgangen oder kultiviert werden müssen, wird bereits im ersten Drittel des Buches hinreichend deutlich, so daß eine gestraffte Version mit mehr praktischen Ratschlägen das theoretische Fundament in seiner Umfassendheit ein wenig hätte auflockern sollen. Der Leser bekommt im vorliegenden Buch deutlich mehr psychologische Aspekte vermittelt als die bereits hinlänglich bekannte Börsenweisheit, seine Verluste zu begrenzen. Ob sich die von Douglas propagierte „erzwungene Aufmerksamkeit“ auch in Tradingerfolge ummünzen läßt, bleibt letztlich einer kritischen Selbstreflexion des Lesers vorbehalten. Ein gewisses intellektuelles Niveau ist deshalb bei der – wie gesagt teilweise recht theoretisch gehaltenen – Lektüre nicht von Nachteil.

„Der disziplinierte Trader“ von Mark Douglas; 2003 FinanzBuch Verlag, 300 Seiten, 34,90 Euro

Buchbesprechung

„Auswege aus der finanziellen Apokalypse“

Axel Retz skizziert in diesem TM Börsenverlag-Sonderreport ein Horrorszenario, das in seiner Dramaturgie demjenigen von Elliott-Wellen-Anhänger Robert Prechter („Conquer the Crash“) in nichts nachsteht. In punkto Argumentation und Aufbau unterscheiden sich die beiden Autoren allerdings ein wenig. So läßt Retz offen, welches Ereignis letztendlich den Untergang des bisherigen Finanzsystems herbeiführen wird. Da es sich im gegenwärtigen Zustand nicht mehr nur um einzelne Krisen innerhalb dieses Systems handelt, sondern um eine Krise des Systems selbst, werden in der Konsequenz die üblichen manipulatorischen Maßnahmen der bekannten Adressen – vor allem der Notenbanken – nicht mehr greifen. Demnach gehe es derzeit nur noch darum, das Unvermeidliche so lange wie möglich hinauszuzögern. Ein Großteil des Buches widmet sich konsequenterweise dann auch der Hauptwurzel allen Übels: der verfahrenen Situation in den Vereinigten Staaten, dem US-\$ und der neuen, heftigsten kritisierten Politik unter der Bush-Regierung („präsidiale Konstruktion der Wirklichkeit“). Sämtliche Implikationen folgen dann als logische und – seiner Meinung nach unvermeidliche – Konsequenz der gegenwärtigen Systemschiefen. Im Übrigen werden all diejenigen Leser enttäuscht werden, die auf Edelmetalle als Krisenwährung setzen und diese Auffassung bestätigt sehen wollen. Dieser Funktion erteilt Retz einen herben Rücksetzer.

Das Buch richtet sich an durchaus kritische Naturelle mit einem diskussionsbedürftigen Weltbild. Der Titel allerdings verspricht mehr als der Sonderreport zu halten vermag. Denn einen wirklichen Ausweg aus dem heraufkommenden Desaster, wenn es diesen gibt, vermag Axel Retz letztlich nicht aufzuzeigen. Dies ist Robert Prechter in seinem Werk dank weitreichender praktischer Ratschläge etwas besser gelungen. So bleibt als Quintessenz von Seiten Retzs kaum mehr übrig, als sich auf das beschriebene Krisenszenario so weit wie möglich gefaßt zu machen, und für den Autor selbst, einmal mehr Recht zu bekommen. Hinweise auf prognostische Erfolge in der Vergangenheit findet man dann auch das eine oder andere Mal öfter, als zur Glaubhaftmachung des vorhandenen Fachwissens des Autors erforderlich gewesen wäre. Der profane Ratschlag, irgendwann später sein Traumhaus deutlich billiger erstehen zu können, wirkt angesichts des – gemäß dem Autor – Ernstes der Situation etwas oberflächlich. Trotz einiger dieser Schwächen bleibt das Buch dennoch lesenswert (der Preis jedoch ist recht happig), allein schon, um noch einmal den Spiegel vors geistige Auge gehalten zu bekommen.

„Auswege aus der finanziellen Apokalypse“ (Sonderreport) von Axel Retz; Börsenverlag, 130 Seiten, 98,00 Euro

Zitate

Über das derzeitige Tagesthema

Nummer 1: die Deflation

„Basierend auf unseren Indikatoren haben wir ein Punktesystem entwickelt, das eine geringe Wahrscheinlichkeit für den EWU-Raum zeigt, in die Deflation zu rutschen (0,2). Für Deutschland (0,5) und die USA (0,4) sehen wir eine 20 bis 30 %ige Wahrscheinlichkeit, daß sie in eine milde Deflation über die nächsten zwei Jahre fallen werden. Japan (0,7) bleibt in der Deflation gefangen.“

Aus der Deutsche Bank Research-Studie „Deflation – low probability, high costs“ vom 20. Juni 2003

„In den USA ist die Gefahr einer Deflation vorerst noch am geringsten.“

Fondsmanager Dr. Jens Ehrhardt in einem Interview Ende Mai zum selben Thema

„Alan Greenspan warnt vor den Gefahren eines nachhaltigen Preisverfalls, läßt aber gleichzeitig die Notenpresse auf Hochturen laufen. Offenbar wird hier versucht, ein Gespenst an die Wand zu malen, während sich auf der anderen Seite eine ganz entgegengesetzte Realität zu formieren beginnt.“

Aus Smart Investor 06/2003, „Das große Bild“

„Die Autofirmen machen derzeit sowieso nur Verluste. So ist der neueste Trend, daß sie die Autos gar nicht mehr zurückhaben wollen.“

Ein Angestellter einer US-Autofirma, dessen Aufgabe es ist, Fahrzeuge von säumigen Schuldnern zurückzuholen

„Die Preise für langlebige Konsumgüter sind verdächtig stabil. Für mich ist die Deflation längst da.“

Ein Hamburger Privatbankier

„Deflation? – Vergessen Sie’s!“

Überzeugende Argumentation von Fondsmanager Gottfried Heller bei Vorstellung seines Ausblicks 2003 als Antwort auf eine Zwischenfrage eines Journalisten

Das heraufziehende Deflationsgespenst bestimmt seit einigen Wochen schon die einschlägigen Börsen- und Wirtschaftsblätter. Damit hat das Lager derjenigen, die an eine Deflation glauben, gegenüber dem konträren Lager der Inflationsanhänger zuletzt klar die Überhand gewonnen. Für beide Ansichten gibt es nun mal jeweils überzeugende Argumente. Die neueste Studie der Deutschen Bank Research sieht die Gefahr für die USA vergleichsweise hoch, Fondsmanager Dr. Jens Ehrhardt äußerte sich jüngst genau entgegengesetzt. Wer nun Recht hat oder nicht, das sagt uns leider nicht das Licht.

Aber: Die wichtigen Adressen – also die Notenbanken und die Politik – haben mehr als deutlich gemacht, daß eine Deflation um jeden Preis zu verhindern ist. Dies trifft allerdings vor allem auf die US-Notenbank mit ihrer überaus expansiven Geldpolitik zu, während der EZB sowohl mental als auch per Gesetz die Hände gebunden scheinen. Greenspans Kompagnon Ben Bernanke stellte früh klar, daß die Notenpresse anlaufen würde und sogar die Notenbank die Anleihezinsen durch Aufkauf der US-Staatsanleihen drücken wolle (sh. auch sein aufschlußreiches Essay vom November letzten Jahres „Make sure ‚It‘ doesn’t happen here“).

Nicht nur Wirtschaftswissenschaftler befürchten allerdings, daß die US-Notenbank schon in Kürze nicht mehr Herr der Lage sein wird, wenn nämlich die Summe der verordneten Eingriffe die Liquidität weit über das Ziel hinausschießen läßt. Dann wäre der Teufel mit dem Belzebub der Inflation, eigentlich der Hyperinflation, ausgetrieben. Das ist im Prinzip genau jenes Szenario, das wir in der letzten Ausgabe des Smart Investor zu verdeutlichen versucht haben, u.a. in „Das große Bild“ oder auch „Krieg und Frieden im Wirtschaftszyklus“.

Auf dem freien Markt fallen die Preise zahlreicher Produkte und Dienstleistungen, doch im staatlich kontrollierten Sektor herrscht schon jetzt vielerorten Inflationierung (Tabak, Benzin, Wohnkosten). Deshalb scheinen aus heutiger Sicht ohnehin nur noch zwei Ausgänge denkbar: Entweder ist es bereits zu spät und die Deflation nicht mehr in den Griff zu kriegen – dann erleben wir das, was wir hier schon als Kernschmelze bezeichnet haben. Oder aber die Gegenmaßnahmen greifen früher oder später, doch dann enden wir letztlich nach einer Phase des Scheinsieges in der Hyperinflation – vergleichbar einem Auto, dessen Heck sich aufschaukelt und ausbricht, wenn man es doch gerade abzufangen glaubte. Das Finanz- und Wirtschaftssystem steht so oder so vor einer harten Bewährungsprobe.